

A resistência do risco Brasil

ESTUDO DO BVV REVELA DISCREPÂNCIA ENTRE PRÊMIO DE RISCO DE MERCADO E RATING DO PAÍS

OTAVIANO CANUTO

O Comentário Semanal da Área de Pesquisas e Estudos Macroeconômicos no Brasil do BBV Banco, divulgado sábado passado, trouxe uma análise sobre a percepção do risco Brasil em relação às outras economias emergentes. Entre outros aspectos, o documento ressalta a discrepância entre o prêmio de risco atualmente estabelecido pelos mercados e a classificação de risco de crédito do País.

O ano de 2001 começou com o risco Brasil no mesmo nível da média do índice EM-BI, excluindo Brasil e Argentina: um *spread* de 7,5% ou 750 pontos básicos acima da taxa equivalente em títulos do Tesouro norte-americano. De março a outubro, por conta da Argentina e de nossos choques domésticos, esse patamar de risco Brasil se deteriorou de modo acentuado, inclusive em relação aos dos outros emergentes.

Em outubro, a convergência do início do ano deu lugar a uma diferença de cerca de 530 pontos entre o Brasil e os demais. O documento do BBV observa que, desse diferencial, 90% se explicam pela elevação no *spread* brasileiro, com os 10% restantes decorrendo da melhora na avaliação de risco dos demais países.

Desde outubro, a melhora foi significativa. Contudo, o *spread* brasileiro não retomou os níveis do início do ano passado. Como as demais economias emergentes também usufruíram, em geral, reduções em seus riscos percebidos, permaneceu elevado o diferencial de risco entre o Brasil e o con-

junto, excluindo Brasil e Argentina. Atualmente a diferença anda na casa dos 333 pontos básicos.

A margem para diminuição desse diferencial pode ser constatada numa correlação estatística que o comentário do BBV mostra existir entre, de um lado, os *spreads* soberanos dos países emergentes e, de outro, suas classes de risco segundo a Standard & Poor's (S&P). A correlação é significativa, com os prêmios de riscos dos países se situando geralmente em patamares decrescentes de acordo com a melhora na classificação de risco. O Brasil, porém, atualmente é um caso à parte, exibindo uma discrepância entre o prêmio de risco vigente no mercado e o nível desse risco de acordo com a classificação daquela agência.

O *spread* brasileiro corresponde a uma avaliação de *rating* equivalente àquela de quase dois níveis piores que o atual. Na classe BB, da S&P, em que se encontra o País segundo a agência, o prêmio de risco médio dos países lá incluídos está em torno de 656 pontos básicos, quase 200 abaixo do patamar de 839 pontos básicos do Brasil. Verifica-se, então, a margem imediata de redução no risco Brasil simplesmente via convergência do prêmio de mercado em direção ao risco soberano conforme avaliado pela agência.

O documento sugere três fontes de dificuldades para a convergência para baixo no prêmio de risco. O primeiro é

a existência de um resquício de contágio da Argentina, a saber, o fato óbvio de que o "descolamento" não poderia ser total. Além disso, há a margem ainda por melhorar nos fundamentos domésticos, bem como as inevitáveis incertezas associadas ao processo eleitoral. Na extensão em que haja algum movimento de normalização na economia argentina, bem como se mantenham no Brasil os superávits primários, o enquadramento da inflação nas metas, etc., há de fato uma margem para, no mínimo, a convergência entre prêmio de mercado e classe de risco do País.

Um aspecto também exami-

nado no estudo do BVV é a correlação positiva entre, de um lado, o diferencial de risco Brasil em relação aos demais emergentes, excluindo Brasil e Argenti-

na e, de outro, a taxa de câmbio. Ao longo de 2001, a desvalorização do real até outubro acompanhou aquele diferencial de prêmio de risco como uma sombra. A trajetória de subida do prêmio de risco Brasil até 1256 pontos básicos em 8 de outubro, com a diferença em relação aos demais emergentes alcançando então o máximo, foi acompanhada de perto pela elevação sustentada do dólar que o levou até R\$ 2,83 em 21 de setembro.

A virada para baixo em ambos, o dólar e o diferencial de risco Brasil em relação aos demais emergentes, porém, só ocorreu até meados de novembro. A partir daí, o real conti-

nuou sua recuperação até terminar o ano em R\$ 2,32 por dólar, enquanto o diferencial de risco parou de diminuir. As notícias e a revisão de estimativas quanto ao saldo comercial e à conta de capitais levaram o dólar a uma redução substancial, em pouco tempo. Já a queda no prêmio de risco Brasil, chegando até 792 pontos básicos em 3 de janeiro, embora significativa, não foi equivalente em termos proporcionais.

A partir do atual patamar em que se encontra a relação entre o diferencial de risco e a taxa de câmbio, é importante reter que a eventual convergência do primeiro, para baixo, poderá introduzir pressão de queda adicional na taxa de câmbio. Nesse caso, será essencial o afrouxamento na política doméstica de juros, para evitar que tal tendência à valorização ponha em risco os resultados comerciais obtidos.

A esse respeito, cabe lembrar os resultados do recém-divulgado estudo do Instituto de Estudos para o Desenvolvimento Industrial (Iedi) sobre o perfil do comércio exterior brasileiro depois da mudança de regime cambial em 1999. A desvalorização cambial foi variável-chave na mudança de sinal da balança comercial, com avanços a partir daqui dependendo fortemente de investimentos e, portanto, de juros mais baixos. A adequação do prêmio de risco, pelos mercados, deve dar lugar a juros mais baixos e real não valorizado, não o contrário.

Um dos motivos dessa diferença são as incertezas associadas às eleições