

Em busca do Santo Graal de investimento

QUER DECLARE OU NÃO, NOVO GOVERNO TENTARÁ MOVER O PAÍS PARA O GRAU DE INVESTIMENTO NOS RATINGS

OTAVIANO CANUTO

Na terça-feira da semana passada, a Standard & Poor's rebaixou seus ratings de crédito soberano para os títulos públicos federais brasileiros, acrescentando sua revisão para pior às feitas há pouco por Moody's e Fitch IBCA. No mesmo dia, o presidente do Banco Central, Arminio Fraga, propôs que o próximo governo adote, como objetivo, a elevação na classificação de risco de crédito do País para a faixa considerada como de "grau de investimento". A nosso juízo, em várias manifestações quanto a ambos os eventos pôde-se notar certa confusão ainda existente quanto ao significado de tais notas emitidas por agências de rating.

Como outras classificações de risco de crédito, o rating de riscos soberanos corresponde a alguma avaliação da probabilidade de inadimplência de um tomador de empréstimos, no caso o governo. É justo e adequado questionar sempre tanto as probabilidades atribuídas quanto os critérios que justifiquem tais estimativas. O fato concreto, por outro lado, é que as classificações efetuadas pelas três grandes agências internacionais de rating são majoritariamente utilizadas, nos mercados financeiros, como indicadores acerca da disposição e da capacidade de pagamento de dívidas pelos governos. Portanto, independentemente da concordância ou não com as notas atribuídas ao risco soberano brasileiro, é impossível ignorar suas implicações sobre a economia do País.

Para fins de ilustração do que é tal probabilidade de inadimplência e de como, em tese, as notas es-

tabelecidas pelas agências deveriam refleti-las, veja a *tabela ao lado*. Nela estão apresentados dados recentes de frequências médias anuais de inadimplência de empresas, por classes de risco de crédito, divulgados pela Standard & Poor's. Em princípio, tem-se algum mapeamento similar entre ratings e probabilidades de inadimplência, para os títulos públicos, como este apresentado para títulos de empresas. Para o centro da discussão, no caso, vão os critérios utilizados para classificar os títulos públicos de cada país nas correspondentes faixas de risco de crédito.

O chamado "grau de investimento" (investment grade) corresponde às notas de BBB- para cima, onde atualmente estão, por exemplo, o México (BBB-) e o Chile (A-). Na terça passada, os papéis públicos brasileiros em reais e em dólares foram rebaixados para, respectivamente, BB e B+. É importante não confundir, portanto, a mudança das atuais casas ocupadas pelos papéis brasileiros, rumo à vizinhança de baixo risco, com o fim da atual nervosa conjuntura financeira.

A descontinuidade entre as faixas estabelecidas como de "grau" e "não-grau" é meio arbitrária, numa sequência de riscos de inadimplência que, conforme mostra a *tabela*, embora aumentem explosivamente nas classes de mais alto risco, sobem de modo gradual nas faixas intermediárias. Mas a descontinuidade entre estar abaixo ou acima dos níveis de "grau de investimento" é concretamente algo relevante, posto que, na regulação financeira das economias desenvol-

RISCO DE CALOTE

Ratings e Probabilidade de Inadimplência (PI) – Standard & Poor's

Ratings	PI *
AAA	0
AA +	0
AA	0
AA -	0.03
A +	0.02
A	0.05
A -	0.05
BBB +	0.12
BBB	0.22
BBB -	0.35
BB +	0.44
BB	0.94
BB -	1.33
B +	2.91
B	8.38
B -	10.32
CCC	21.32

* Número observado de inadimplências, em 1 ano, para cada grupo de 100 componentes da correspondente classe.

Fonte: Weder, B. & Wedow, M., Will Basel II affect international capital flows to emerging markets?, University of Mainz, (mimeo.), 2002

vidas, alguns investidores institucionais e outros aplicadores estão proibidos de expor-se a títulos que não estejam devidamente "graduados".

É comum o questionamento sobre as decisões de pequenas mudanças de rating pelas agências, assim como quando são comparados países com classificação próxima. Quando se trata, porém, de grandes saltos em termos de classes de risco distantes, a origem da diferença de posições pode ser rastreada, em geral, em termos de alguns indicadores macroeconômicos.

Dito de forma direta: o único caminho seguro para, mais cedo ou mais tarde, levar as agências de rating a inexoravelmente aumentar as notas do risco soberano do Brasil é melhorar alguns dos indicadores por este exibidos. Mostrar maior crescimento econômico, reduzir o déficit corrente do balanço de pagamentos enquanto proporção do PIB, diminuir o déficit público nominal e a dívida pública como percentuais do PIB, encolher a dívida externa pública e privada em relação às exportações ou ao PIB e assim por diante. Por maior que seja o grau de subjetividade e arbítrio nas considerações de natureza "qualitativa" por detrás das decisões das agências, a melhora de rating não poderá deixar de vir caso o País melhore significativamente seu desempenho nestes e em indicadores similares.

Vê-se, pois, que a cruzada – declarada ou não – rumo ao "grau de investimento" equivale a perseguir objetivos que já têm sido, de qualquer modo, sugeridos pelos principais candidatos à Presidência. Dados os reflexos – com ou sem exageros – dos ratings sobre os prêmios de risco nos mercados de títulos do país, o bônus do "grau de investimento" consolidaria os próprios benefícios alcançados na trajetória.

Ao contrário das cruzadas à procura do Santo Graal, tanto o "grau de investimento" existe e é alcançável, quanto a própria trilha a ser percorrida pode ser considerada como proveitosa em si mesma. Por outro lado, é no tocante à escolha das rotas para a busca, pelo País, que permanecerá o dissenso entre os cavaleiros em disputa pelos votos de vitória a ser concedidos pela rainha.

■ Otaviano Canuto é professor de economia na USP e na Unicamp (<http://sites.uol.com.br/ocanuto>)