

Fundamentos Econômicos Afetam o Risco Brasil?

Mesmo que não alterem o retorno esperado, melhoras nos fundamentos reduzem o Risco Brasil.

Márcio G. P. Garcia e Walter Novaes Filho¹

30 de setembro, 2004

Em 18/9/04, Paulo Tenani publicou no *Estadão* instigante artigo intitulado “Risco Brasil e Portfólio Global” no qual argumenta que os fundamentos da economia brasileira seriam pouco correlacionados com o Risco Brasil, medido pela diferença entre os rendimentos de nossa dívida externa e os juros internacionais. Para justificar seu argumento, Tenani recorre ao princípio da diversificação: investidores não podem esperar acréscimo de retorno esperado por riscos que podem ser eliminados em uma carteira diversificada. Segundo o autor, o risco associado às decisões de política econômica dos países não é sistemático, podendo ser eliminado através da constituição de uma carteira de papéis de diferentes países. Sendo assim, mudanças de política que impliquem melhora (ou piora) de fundamentos econômicos não devem afetar os rendimentos dos títulos da dívida externa que determinam o Risco Brasil. Daí – segundo Tenani – a pouca sensibilidade do Risco Brasil às mudanças na percepção dos investidores com respeito às políticas econômicas do atual governo brasileiro.

Será que a explicação procede? Começemos pelos argumentos teóricos. O argumento de diversificação usado pelo autor é de fato um dos pilares da Teoria Moderna de Finanças. O detalhe a ser observado com atenção, entretanto, está na qualificação do retorno que compensa riscos sistemáticos; trata-se do retorno esperado. Mas o retorno esperado da dívida externa brasileira não é o rendimento usado para medir o Risco Brasil. Este último é o *yield* da dívida, que vem a ser a taxa de desconto requerida para igualar o fluxo prometido de pagamento do serviço da dívida ao seu preço de mercado.

Ora, uma questão crucial para os detentores da dívida externa brasileira é a probabilidade de não haver pagamento nos termos prometidos no contrato. Uma redução desta probabilidade implica um aumento no preço da dívida externa brasileira que, por sua vez, diminui a taxa de desconto requerida para igualar o fluxo prometido de pagamento do serviço da dívida ao preço, assim reduzindo o Risco Brasil. Mudanças de política econômica que melhorem os fundamentos do país, portanto, diminuem simultaneamente a probabilidade de moratória e o Risco Brasil, mesmo que os rendimentos esperados dos papéis da dívida externa brasileira mantenham-se constantes, conforme o argumento da diversificação. Já se adotarmos a hipótese contrária à de Tenani, admitindo que os riscos associados à gestão de política econômica não sejam diversificáveis, então deveríamos esperar tanto uma queda do risco país quanto do retorno esperado de nossa dívida externa. Cabe ressaltar que sob ambas hipóteses o risco país cai com as melhoras dos fundamentos.

Um exemplo ajuda a entender nosso argumento. Suponha um título da dívida externa que prometa pagar \$100 em um ano. O risco de moratória (total ou parcial), entretanto, faz com que o mercado ponha em dúvida o pagamento integral, reduzindo o preço da dívida em mercado para \$80. O *yield* da dívida é 25% ($100/80 - 1$). Se a taxa de juros internacional for 5%, o risco país será 20% ($25\% - 5\%$). Suponha adicionalmente que levando em consideração as probabilidades de diversos tipos de moratórias possíveis, o pagamento esperado seja de \$88. Então o retorno esperado será 10% ($88/80 - 1$), menor que o *yield* que dá origem ao risco país.

¹ Professores do Departamento de Economia da PUC-Rio e pesquisadores do CNPq.

Imagine agora que uma melhora nos fundamentos eleve os pagamentos esperados para \$99. Sob a hipótese de Tenani de que o risco sistemático da dívida externa não deve se alterar com a melhora dos fundamentos, o retorno esperado mantém-se em 10%, e o preço do título sobe de \$80 para \$90. O que acontece com o risco país? Como o *yield* da dívida leva em conta o pagamento prometido e não o esperado, o aumento do preço faz com que o *yield* caia para 11,1% ($100/90 - 1$), e o risco país reduza-se de 20% para 6,1% ($11,1\% - 5\%$). Ou seja, o mesmo retorno esperado corresponde a duas medidas de riscos país diferentes. Esta análise implica que, mesmo admitindo-se que a melhora dos fundamentos não altere o risco sistemático, hipótese a ser testada empiricamente, o risco país deve cair.

Vale insistir mais uma vez no mesmo argumento para torná-lo o mais claro possível. Suponha que os fundamentos econômicos melhorem tanto que a possibilidade de moratória seja eliminada. Pense, por exemplo, na Petrobrás descobrindo a maior reserva de petróleo do mundo, ou no país voltando a crescer de forma sustentada a taxas elevadas durante muitos anos. Segundo Tenani, isso não teria impacto sobre o Risco Brasil. Na realidade, tais melhoras dos fundamentos econômicos eliminariam o risco de crédito que dá origem ao Risco Brasil, o qual também seria eliminado. Somente neste caso extremo (ainda que muito desejável), o *yield* igualaria o retorno esperado, ambos igualando a taxa de juros internacional. Ou seja, para que o raciocínio de Tenani seja válido, é necessário que o Risco Brasil seja zero. Quando o Risco Brasil for zero, modificações nos fundamentos econômicos que não reintroduzam risco de moratória não afetarão o risco país. Ainda que correta, esta afirmação carece de interesse prático dadas as condições atuais da economia brasileira.

Passemos agora aos argumentos empíricos. Existe uma grande literatura que visa explicar as variações do risco país. Parte desta literatura atribui papel destacado a variáveis que buscam medir o apetite para risco dos investidores globais. Uma parte não menos importante da literatura, porém, encontra um papel significativo para os fundamentos domésticos. Em particular, um artigo recente mostra que uma aplicação para a dívida externa brasileira de uma medida de risco tradicionalmente usada na indústria financeira (*Value-at-Risk*) consegue explicar parcela significativa dos movimentos do Risco Brasil usando-se variáveis internas.² Ou seja, há evidências empíricas de que fundamentos econômicos internos afetam o Risco Brasil.

Analisemos por último a questão da diversificação. Em que pese sua importância para a teoria de Finanças, não há ainda evidência empírica clara que riscos diversificáveis dispensem retornos esperados adicionais. Em parte, a falta de evidência reflete a dificuldade de se determinar *a priori* quais riscos são sistemáticos e quais são diversificáveis. Explicações freqüentemente encontradas na literatura de finanças para justificar exemplos de aparente refutação do princípio da diversificação são a dificuldade de diversificar por falta de liquidez de alguns títulos (baixo volume de negociação) e a existência de custo de transação.³

Em resumo, as análises teóricas e empíricas indicam que os fundamentos econômicos afetam, sim, o risco país. Políticas macroeconômicas consistentes e reformas econômicas que aumentem a eficiência reduzem o Risco Brasil.

² Márcio Garcia e Roberto Rigobon, "A Risk Management Approach to Emerging Markets' Sovereign Debt Sustainability with an application to Brazilian data", Texto de Discussão do Departamento de Economia da PUC-Rio, n 484, disponível em www.econ.puc-rio.br.

³ Para um trabalho que mostra um exemplo de aparente refutação do princípio da diversificação vide Green e Rydqvist, "The Valuation of Nonsystematic Risks and the Pricing of Swedish Lottery Bonds", *Review of Financial Studies*, vol. 10, 1997.