

## O significado do “Risco Brasil”

Um novo termômetro para a economia subitamente tomou conta do noticiário: o “risco Brasil”. Ninguém sabe exatamente o que é isso; muitas interpretações são possíveis, mas presume-se que seja uma medida da incerteza em fazer negócios no país, ou algo assim.

Note-se que este “risco Brasil” não é exatamente o mesmo indicador feito pelas agências especializadas em classificações de risco: Moody’s, Standard & Poors e Fitch. Estas empresas têm como missão medir o risco envolvido em uma empresa ou país deixar de cumprir seus compromissos. As análises dessas empresas são, ou devem ser, “fundamentalistas”. Suas conclusões são geralmente expressas em alentados relatórios que atribuem “notas”, expressas em letrinhas (“AAA” para o melhor risco, “DDD” para o pior) que mudam apenas diante de fatos novos interferindo com os “fundamentos”. Estas notas demoram a mudar, mas o “risco Brasil” que está nas manchetes é algo que varia todo dia, e ao longo do dia. Que índice é este afinal?

Trata-se de um índice concebido e regularmente publicado pelo banco J. P. Morgan, que consiste em montar uma carteira padrão de títulos da dívida externa de países emergentes, em proporções que refletem o peso de cada país no mercado de dívida soberana. E para cada país trabalha-se com uma cesta de títulos, com pesos proporcionais aos volumes transacionados.

O índice existe há muitos anos e atende pela denominação de EMBI (“Emerging markets bond index”), “Índice de Bônus de Mercados Emergentes”. O peso do Brasil no índice é de 21%, sendo este o maior dos pesos (o México vem em segundo com 20% e a Rússia em terceiro com 19,3%). Para cada país, trabalha-se com uma cesta de títulos formando um sub-índice, o “EMBI-Brazil”, no nosso caso.

O EMBI, e o “EMBI-Brazil” é produzido como um índice de preço, assim como o IBOVESPA por exemplo, e neste formato, é um número abstrato, cujo valor absoluto não tem muito significado. Todavia, uma outra forma de apresentação do mesmo número se tornou bem mais popular: em vez do preço, mede-se a taxa interna de retorno deduzida a taxa de juros do Tesouro Americano para o mesmo prazo. Um exemplo simples: um título de certo prazo que rende 5% de juros está sendo vendido a 50% do valor de face, *é como se fosse*, para quem compra, um título de metade do valor, mas rendendo 10%. Esta “taxa interna”, menos 2%, digamos, a taxa do Tesouro americano para o mesmo prazo, é 8%. Diz-se, então que esses 8% são “o prêmio de risco” (“*spread*”), e se o papel do exemplo é, na verdade, uma média de papéis de um país, então os 8% seriam o “risco país”.

Portanto, em conclusão, o “risco país” é um indicador do mercado secundário de títulos da dívida externa. Cabe perguntar, por conseguinte, se este mercado está sujeito ao escrutínio de reguladores responsáveis, e principalmente, se emite sinais confiáveis sobre os “fundamentos” dos países cujos títulos são aí transacionados.

Infelizmente a resposta para estas perguntas tende a ser negativa. O “mercado” para bônus de mercados emergentes não está jurisdicionado em parte alguma, ou seja, não há “pregão” em nenhuma bolsa, nenhum regulador, nenhuma testemunha ocular. Tudo se passa em meio eletrônico, portanto, em um “não lugar”. Juridicamente, diz-se que este mercado está localizado “off shore”, e quando não é o caso, as autoridades o consideram desta forma.

A inexistência de regulação faz que com a negociação desses bônus ocorra ao arpejo de inúmeras limitações já consagradas em legislações nacionais e em acordos internacionais acerca de negociações com títulos e valores mobiliários. Práticas de mercado duramente reguladas no mercado de ações norte americano, como por exemplo, o chamado “short-selling” (vender sem ter), podem ocorrer sem nenhuma espécie de limite com os bônus de mercados emergentes. O mesmo vale para os mecanismos de liquidação e pagamento.

A montagem de posições especulativas pelos grandes atores destes mercados é a regra e não a exceção. A volatilidade é imensa, a alavancagem temerária e o resultado é certamente deletério para os países emergentes, como já se observou em inúmeras outras ocasiões. Infelizmente, apenas em situações de turbulência esses aspectos desagradáveis desses mercados se tornam mais aparentes.

Parece claro a muitos observadores especializados que, nos dias de hoje, este mercado parece estar levando as coisas “longe demais”, o que, aliás, é da sua própria natureza: quando está ruim, o mercado piora as coisas. Os “fundamentos” são importantes em condições normais, mas nem sempre estamos em condições normais, não é mesmo? Aliás, quando é que estivemos em condições normais?

Na semana que passou o proprietário de um “C bond” podia tomar dinheiro emprestado usando o papel como colateral “pagando” uma taxa de juros negativa, o que indicava que o colateral estava sendo fortemente demandado. Claros indícios de práticas de mercado heterodoxas. Teriam sido estas práticas as razões a explicar a iniciativa do Banco Central do Brasil em anunciar que fará operações no mercado secundário de títulos brasileiros?

É pena que em inúmeras rodadas de grupos negociadores em torno da “arquitetura financeira internacional”, como o G-22, agora G-20, ou mesmo em outros foros, as distorções existentes neste mercado sejam escassamente mencionadas. Sendo tão importante o fluxo de recursos de

países desenvolvidos para emergentes, e tendo em vista o papel central do mercado secundário na precificação dos novos títulos, seria de se esperar que os principais países emergentes (os três acima citados, Brasil, México e Rússia) se interessassem em organizar e regular os mercados que transacionam bônus de suas respectivas dívidas externas.

O assunto aqui é muito técnico, e o leitor não deve ficar com a impressão que estamos sendo vítimas inocentes de uma grande conspiração. Há distorções sim no modo como se mede o “risco Brasil” e talvez não se devesse levar o “EMBI-Brazil” tão a sério. Mas isto não deve servir de alibi aos candidatos à Presidência de República, os quais, sem exceção, mostram uma mistura variável de desprezo e despreparo em lidar com as realidades do mundo financeiro num mundo globalizado.