

O risco Brasil: Por que tão alto?

Gustavo H. B. Franco

Na semana passada, neste espaço, procurei discutir alguns aspectos do funcionamento das empresas *classificadoras de risco*, cujo trabalho é avaliar de forma independente a capacidade de cumprir obrigações de empresas e mesmo de países. Cada uma das principais agências - Moody's, Standard & Poors e Duff & Phelps, que recentemente fundiu-se com a IBCA - adota sua própria escala, na forma de umas letrinhas que nada mais expressam que uma nota de zero a dez. As classificações que correspondem a notas maiores do que cinco dizem respeito a riscos considerados de boa qualidade, ditos *investment grade* (ou *grau de investimento*) e notas menores que cinco são para investimentos ditos *especulativos* (*speculative grade*) ou seja, com alta probabilidade de calote.

A avaliação das agências é importante para quem quer participar de mercados de capitais pois muitos investidores institucionais, como fundos de pensão e companhias de seguros, adotam regras para suas carteiras segundo as quais são vedados ou limitados investimentos em papéis abaixo da certa classificação (tipicamente o *investment grade*), ou é fixado que certa porcentagem mínima do capital tem de ser alocada em ativos de baixo risco.

É consenso que as empresas classificadoras de risco têm tido sucesso em lidar com o *risco comercial* pois, ao fim das contas, a análise em nada difere da que é feita em bancos desde tempos imemoriais. Já com relação à avaliação de países, e portanto do chamado *risco soberano*, o desempenho é bem mais controverso. A medição da capacidade de pagar de países depende de macroeconomia, tanto quanto de política, pois a capacidade de cumprir obrigações depende, para começar, da vontade de pagar. Se o devedor tem dúvidas se vai saldar os seus compromissos na forma acordada, evidentemente o risco para quem investe no país é maior e as agências estão muito atentas para isso.

As agências têm políticas e vieses que é preciso considerar. Todas elas saíram bem machucadas da crise da Ásia, pois quase todos os países que colapsaram tinham classificações superiores ao mínimo para o *investment grade*. Quando a tormenta começou, as agências

foram fazendo reclassificações para baixo sem nenhum traço da habitual lentidão, ou conservadorismo, como gostam de dizer. Foi patético, e pior que isso, traumático. Depois dessa terrível experiência, a Moody's mudou seus critérios no tocante a países emergentes em função de uma simples e delicada verdade: os custos de não prever uma crise são infinitamente superiores para a imagem da agência que os custos de profetizar uma crise que não acontece. Ou seja, é sempre melhor para a agência adotar uma postura excessivamente defensiva, quase terrorista, pois assim minimiza o risco de errar por falta de conservadorismo. Nessa lógica, errar por excesso de conservadorismo é meio feito caldo de galinha, não tem maiores consequências.

A Moody's, de fato, é a agência que pior classifica o Brasil (B2, ou seja, de zero a dez, nota 3,0), embora admita que o *rating* está sob revisão para possível *upgrade*. Somos B+ para a Standard & Poors (equivalente a 3,5), mas com *perspectiva de melhora* (*positive outlook*) e BB- para a Duff & Phelps (equivalente a 4,0), sem viés. Na melhor das classificações estamos a dois degraus do *investment grade*. Injustiça?

Julgue o leitor por si mesmo. Começamos pelo desempenho do governo, nos últimos dez ou 20 anos, no cumprimento de suas obrigações externas. Nos anos 80, tivemos problemas com a dívida externa e o custo de valentias infantis foi apenas o de tornar as coisas ainda piores aos olhos de quem observa nossa vontade de cumprir obrigações. O tempo passou, a dívida externa foi um pouco esquecida mas foi somente em 1994 que completamos nosso enquadramento no Plano Brady e securitizamos todos os atrasados acumulados. Mesmo assim só encerraríamos as pendências mais adiante com o entendimento com a família Dart. Nesses anos o tema nunca deixou de estar presente nos debates políticos. Nas eleições de 1989, os candidatos Lula e Brizola falavam coisas sobre a dívida externa que não eram propriamente tranquilizadoras para os credores. O tema não estava tão quente nas eleições de 1994 e 1998, mas as *perdas internacionais* e ideias como *plebiscito* ou *auditoria* da dívida externa sempre estiveram presentes nos programas dos partidos de oposição.

Mais recentemente a CNBB vem acalentando a ideia de um plebiscito sobre pagar ou não pagar a dívida externa, com o apoio de pelo menos um partido de oposição. Pessoalmente, acho que essas posturas são inteiramente descabidas, porém não tenho

nenhuma hesitação em defender o direito sagrado do PT ou da CNBB de expressar sua vontade de repudiar ou renegociar a dívida externa ou interna. Assim como o ministro da Fazenda tem todo o direito de criticar essas posturas nos termos que bem entender. A liberdade de expressão funciona nas duas direções e cada lado deve enfrentar de frente as consequências de suas opiniões.

As agências de classificação de risco, por seu turno, não têm nada com isso, e assistem de camarote apenas anotando o óbvio, ou seja, que existem setores da sociedade que legitimamente gostariam que as obrigações externas do país não fossem cumpridas. Deve ser claro que, diante disso, a percepção das agências quanto ao risco Brasil fica pior. Eles não têm nada que se meter nos debates brasileiros, mas na hora de opinar de forma independente sobre a vontade de pagar do Brasil vão levar em conta o ponto de vista da oposição e suas possibilidades de chegar ao poder.

Convém observar também o panorama interno, uma vez que as agências também classificam o risco de não-cumprimento das obrigações domésticas do governo. Nesse sentido vale a pena indagar: quantas vezes o governo deu calotes totais ou parciais em suas obrigações domésticas nos últimos 20 anos? Quantas e de quantos tipos foram as tungadas em planos econômicos heterodoxos? Que dizer do FCVS, da correção do FGTS, dos depósitos compulsórios da gasolina e das viagens ao exterior, dos créditos da Sunamam, da Siderbrás e tantos outros que o Tesouro levou anos para securitizar com enormes perdas diante dos valores originais?

É preciso ter clareza que a nota que recebemos dessas agências não têm nada a ver com belezas naturais, potencial econômico ou se o governo é de esquerda ou direita. As agências são contratadas por nós mesmos - e não pensem que é barato - para avaliar objetivamente a nossa capacidade de cumprir pontualmente nossas obrigações. Imagine o que as agências poderão fazer se o plebiscito da CNBB tiver como resultado que a dívida externa não deve ser paga. Me ocorre perguntar o que o país vai ganhar com isso, além de um *rating* pior?