

O “Risco-Brasil” mede o Risco do Brasil?

1. Introdução

O “risco-Brasil” supostamente mede as condições de aceitação e demanda por títulos da dívida soberana brasileira. Essa variável de risco juntou-se a indicadores consagrados de comportamento dos mercados de câmbio, de juros e de ações.

Discutiremos até que ponto as medidas de risco-Brasil refletem os riscos de insolvência do País. Examinamos também episódios de rebaixamentos de *ratings*, que ocorrem após fortes subidas dos *spreads* que medem os riscos. A reversão desse comportamento logo após esses eventos caracteriza a existência de um impacto não desprezível dessas agências, o que pode ser interpretado como uma espécie de *overreaction* por parte dos mercados.

Devemos olhar o risco-país com cautela na proporção em que tais medidas transformam-se em um prêmio de rentabilidade adicionado à taxa de desconto com que se avaliam projetos em um país.

A forte crise de liquidez que tem atingido os países emergentes nos últimos meses, em especial o Brasil, tem trazido à discussão pública algumas variáveis e medidas financeiras que antes eram usadas exclusivamente por analistas de mercado. Um bom exemplo disso é o já popularizado “risco-Brasil”, que supostamente mede as condições de aceitação e demanda pelo mercado internacional dos títulos da dívida soberana brasileira. De alguns meses para cá, essa variável de risco juntou-se a indicadores consagrados de comportamento dos mercados de câmbio, de juros e de ações, formando o material que hoje a imprensa divulga diariamente, e os especialistas acompanham a cada “pulso” dos mercados, como tríplice medida do humor dos investidores em relação ao Brasil.

Em meio à turbulência que vive o mercado de capitais internacional, discutiremos neste artigo até que ponto as medidas de risco-Brasil, de fato, refletem aquilo que os sinais parecem transmitir – ou seja, os riscos de insolvência do país – procurando entender o que está por trás dessas medidas. De tempos em tempos, as classificações de risco atribuídas pelas agências de *ratings* (como, por exemplo, *Moody’s* e *Standard and Poor’s*) convertem as suspeitas despertadas pelas medidas de risco em avaliações que têm conseqüências mais diretas sobre a qualificação dos títulos de dívida brasileira na composição de carteiras. Assim, examinamos aqui episódios de rebaixamentos de *ratings*, que, em geral, ocorrem após fortes subidas dos *spreads* que medem os riscos. Ao mesmo tempo em que essa é uma evidência de um perfil de retardo dessas agências em relação ao mercado, a reversão desse comportamento logo após esses eventos caracteriza a existência de um impacto não desprezível dessas agências, o que pode ser interpretado como uma espécie de *overreaction* por parte dos mercados. Neste artigo apresentamos também evidências empíricas de que episódios de *default* impõem um custo reputacional bastante alto aos devedores, pois repercutem sobre as classificações futuras e prêmios de risco desses emissores por algum tempo. Ainda, argumentamos que o conceito de risco-país não é uma medida absoluta, mas sim uma variável relativa ao horizonte de tempo considerado.

Portanto, tomando-se em conta todas as críticas e ressalvas feitas à avaliação do risco-país, medido pelas variáveis usualmente consideradas, devemos olhar para esses números com cautela. Essa qualificação é importante na proporção em que tais medidas transformam-se em um prêmio de rentabilidade adicionado à taxa de desconto com que se avaliam projetos em um país, de forma que a incorreta precificação desse risco-país pode levar a uma avaliação errada do investimento.

Este artigo será dividido em 5 seções, incluindo esta introdução. Na [Segunda Seção](#), definimos o conceito de risco-país, apresentamos diferentes medidas de risco e levantamos problemas decorrentes da generalização dessas medidas. Na [Seção 3](#), discutimos os efeitos de rebaixamentos na classificação de risco por parte de duas das maiores agências de *ratings*, ilustrando a superavaliação dos prêmios de risco em eventos dessa natureza. A [Quarta Seção](#) trata de uma fonte potencial de distúrbio às classificações de risco (os custos de reputação), conseqüência da interrupção dos pagamentos de serviço que resultam das dívidas. A [Última Seção](#) apresenta a evolução recente do risco-Brasil e conclui o artigo.

2. A Definição de Risco-Brasil

A idéia de risco está associada a medidas de incerteza dos investidores quanto às perdas que podem ocorrer em diferentes cenários. As incertezas compõem-se de: fundamentos, reputação do emissor do título ou o responsável pelo investimento e pela volatilidade do preço do ativo.

No caso do risco-Brasil os fundamentos do risco estão associados à capacidade de pagamento e de honrar o cronograma de obrigações por parte do emissor soberano. A parcela de incerteza associada à volatilidade do preço seria um histórico recente de dispersão do preço.

O risco-país possui três componentes básicos: Risco Político; Risco Associado à Condução da Política Macroeconômica; Outros.

A idéia de risco está associada a medidas de incerteza dos investidores quanto às perdas que podem ocorrer em diferentes cenários. Um projeto, ou investimento, tende a ser tão mais arriscado quanto maiores forem as incertezas inerentes à evolução e aos resultados esperados. Em termos práticos, essas incertezas compõem-se de duas partes. A primeira, diz respeito aos fundamentos e à reputação por trás do emissor do título ou o responsável pelo investimento. Essa seria a parcela de risco inerente à execução e liquidação do investimento ao longo de seu período de maturação. Já a outra parte, de mais curto prazo, seria a volatilidade do preço do ativo. Quanto mais volátil o preço, maior a incerteza quanto ao real valor de liquidação do ativo a cada momento e, portanto, maior o risco de se adquirir, no presente, os direitos inerentes ao investimento e não postergar essa entrada por um período.

No caso específico do risco-Brasil, mais precisamente com relação aos títulos da dívida soberana brasileira negociados no mercado internacional, os fundamentos do risco estão associados diretamente à capacidade de pagamento e de honrar o cronograma de obrigações por parte do emissor soberano. Dessa forma, quanto maiores forem as desconfianças com relação à capacidade do País em honrar essa dívida, maior será o risco do investimento. A parcela de incerteza associada à volatilidade do preço seria, tão somente, um histórico recente de dispersão do preço, e que mediria o custo momentâneo de entrada nesse investimento.

Podemos olhar para o risco-país como uma composição de diversas fontes de incertezas. Para ilustrar esse ponto, dividimos esse risco em três componentes básicos que são:

1) **Risco Político:** incertezas quanto ao aparato político e jurídico que delimita e regula o ambiente econômico. Mudanças nas instituições políticas (que podem decorrer de eleições, guerras, ou tratados internacionais) podem implicar grandes alterações de políticas. Estas alterações, por sua vez, são capazes de ampliar ou diminuir essa parcela do risco político, e podem ocorrer sob a forma de diferentes eventos, entre os quais:

- Expropriação (interrupção de investimentos em curso).
- Inconvertibilidade (incapacidade de repatriar recursos e lucros).
- Incertezas quanto ao ambiente regulatório. Aumento da carga tributária (impostos e tarifas).
- Eliminação dos incentivos a investimentos diretos (mudanças de prioridade).
- Aumento da participação mínima exigida de capital nacional em empresas e projetos.
- Restrição à participação de insumos importados no setor produtivo nacional (proteção à indústria local).
- Adesão ou abandono de áreas de livre comércio, mudanças em tratados internacionais, e assim por diante.

2) **Risco Associado à Condução da Política Macroeconômica:** decorre de incertezas quanto ao controle monetário e fiscal, seja por mudanças de prioridades para a política monetária, seja pela perspectiva da manutenção de um mínimo de coerência com os objetivos ao longo do ciclo econômico, compromissos com austeridade ou alterações do regime cambial. Dentre as conseqüências para as decisões de investir, podemos citar:

- Inflação (dificuldade de programação e avaliação de investimentos reais).
- Taxas de Juros (custo do capital e nível de atividade da economia).
- Política cambial (mudanças na estratégia macroeconômica e riscos de

balanços de empresas descasados).

3) **Outros**: demais riscos de natureza externa que, de alguma forma, influenciam o ambiente econômico e social, podendo interferir na viabilidade e lucratividade de novos investimentos no país.

- Guerras e revoluções.
- Ônus imposto pela corrupção sistêmica.
- Crime organizado (influência sobre ambiente político e instituições jurídicas).
- Precariedade das condições de trabalho, que podem gerar tensões explosivas de natureza distributiva e rupturas contratuais.

Do ponto de vista do investidor, e no cerne dos modelos de alocação de ativos, quanto maior o risco considerado nos empreendimentos, maior o prêmio de rentabilidade exigido por investidores, pois estes são avessos ao risco. Para o país como um todo, em princípio, esse risco pode ser medido pelo diferencial da paridade coberta das taxas de juros (**Carneiro e Wu, (2001)**). Ou seja, o montante de juros a mais, pagos pelos instrumentos financeiros brasileiros negociados em moeda estrangeira. Trata-se de um *spread* de juros sobre títulos tidos como isentos de risco, tipicamente os títulos do Tesouro Americano (*Treasury Bonds*).

Para o país como um todo, o risco-país pode ser medido pelo diferencial da paridade coberta das taxas de juros. Ou seja, o montante de juros a mais, pagos pelos instrumentos financeiros brasileiros negociados em moeda estrangeira.

São freqüentes, hoje, duas medidas de risco-Brasil que são: os *spreads* do C-Bond e o EMBI+. O C-Bond é um título de dívida externa (Brady) e o EMBI+ Brasil é basicamente uma cesta composta de diversos instrumentos de dívida brasileira emitidos em moeda **estrangeira**¹. O risco-Brasil, implícito nestes dois títulos, nada mais é do que o chamado *stripped spread*² sobre os títulos do Tesouro Norte-Americano (*Treasuries*), avaliados sobre a curva de juros americana.

A *grosso modo*, tomar estas duas referências como medidas absolutas de risco implicam dois problemas diretos. Em primeiro lugar, elas refletem os *spreads* sobre uma determinada duração. Tanto o C-Bond quanto o EMBI+ possuem durações efetivas específicas, reproduzindo o risco-país implícito nesses horizontes de tempo. No entanto, o real risco de um emissor deveria ser uma medida **no** tempo, devendo refletir a capacidade de pagamento e o serviço das obrigações do emissor em diferentes momentos no futuro. Em segundo lugar, como esse risco é avaliado sobre a curva de *treasuries*, ele fica sujeito às peculiaridades dessa estrutura a termo. Comparações entre riscos de diferentes países não são assim tão diretas quando podem parecer, exatamente por corresponderem a horizontes de tempo diferentes. Em suma, o risco-país varia conforme o horizonte de tempo observado, devendo assim ser entendido não como uma medida absoluta, mas sim algo que varia em função do tempo. Ignorar essa estrutura a termo do risco-país pode levar a uma incorreta avaliação de um investimento de longo prazo no país, exatamente por que essa parcela de risco, em geral, é acrescida à taxa de desconto com que se avaliam projetos de investimentos.

Comparações entre riscos de diferentes países não são diretas pois os horizontes de tempo são diferentes.

Alguns especialistas sugerem que uma real medida de risco-país deve incorporar o risco de conversibilidade, ausente nos títulos soberanos negociados no exterior. Nesse caso, o risco implícito nestes títulos soberanos seria classificado não como risco-país, mas sim como um componente específico de risco soberano.

¹ Composto de Brady Bonds, empréstimos, Eurobonds e instrumentos locais negociados em dólar.

² Na medida em que alguns títulos soberanos apresentam depósitos de garantia, os chamados colaterais, a correta comparação entre os *spreads* de instrumentos colateralizados e não-colateralizados deve levar em conta que as exposições efetivas desses dois são diferentes. Como parte do título colateralizado está garantida, devemos comparar apenas sua "porção" não garantida com a de um título sem depósito de garantia. Essa correção é feita sobre a taxa yield do título colateralizado, que deve considerar diferentes taxas de desconto para os fluxos das parcelas em garantia contra as demais (maior para os fluxos em risco e menor para os depósitos em garantia). Na prática, isso significa que o *stripped spread* de um título colateralizado tende a ser maior que seu *blended spread* (sem ajuste).

Existe uma outra forma de se avaliar o risco-Brasil, igualmente levando-se em conta o diferencial da paridade coberta das taxas de juros, por meio dos contratos de DDI negociados na [BMF](#)³. A equivalência entre as duas medidas decorreria da hipótese de não-arbitragem entre o cupom cambial negociado no Brasil e os títulos da dívida soberana do Brasil negociados no mercado secundário de Nova Iorque, devidamente ajustada essa relação para o risco de conversibilidade presente nos contratos de cupom cambial que são negociados no [País](#)⁴. Especificamente em relação a esse ponto, alguns especialistas sugerem que uma real medida de risco-país deve incorporar, a rigor, esse risco de conversibilidade, que não está presente nos títulos soberanos negociados no exterior. Nesse caso, o risco implícito nestes títulos soberanos seria classificado não como risco-país, mas sim como um componente específico de risco soberano.

3. Rebaixamentos de *Ratings* e *Overreaction* dos [Mercados](#)⁵

Há várias agências de classificação de risco que avaliam riscos e emitem classificações com relação à capacidade de pagamento de um diversificado grupo de emissores. Existem duas formas pelas quais essas agências de classificação sinalizam uma queda na confiança em um emissor. Uma é a imposição de uma tendência negativa; outra forma é a redução, ou rebaixamento, efetivo da classificação do emissor.

Há várias agências de classificação de risco que avaliam riscos e emitem classificações, *ratings*, com relação à capacidade de pagamento de um diversificado grupo de emissores. Existem duas formas pelas quais essas agências de classificação sinalizam uma queda na confiança em um emissor. Uma delas é a imposição de uma tendência negativa, quando a agência coloca em “estudo” a atual classificação, mas com um viés de baixa. A outra forma é a redução, ou rebaixamento, efetivo da classificação do emissor.

Com o propósito de investigar o grau com que um comportamento excessivamente nervoso dos mercados pode distorcer momentaneamente os preços dos títulos soberanos de países emergentes, tomamos os episódios de rebaixamentos ocorridos entre meados de 1997 a fins de 2001 pelas duas maiores agências de classificação de risco (*Moody's* e *Standard and Poor's*)⁶. Para tanto, construímos índices de evolução para os *spreads* (com base nos EMBI+ específicos) de cada país em curso de alteração, bem como para os demais países emergentes inclusos no EMBI+ do [J.P.Morgan](#)⁷. Compomos esses índices com base nas variações diárias dos *spreads* em cada evento, para janelas de 150 dias sendo os 100 anteriores e 50 posteriores a cada anúncio. Como o objetivo é isolar os efeitos vindos dos episódios de alteração de *rating*, e como janelas de 150 dias são longas o bastante para refletir diversos outros choques e movimentos nos *spreads*, que não os dos eventos em estudo, consideramos uma média podada em 40% das variações diárias de cada evento (aparamos as 20% maiores e menores variações a cada dia). Fazendo isso, extraímos uma medida de evolução dos *spreads* de países emergentes em torno de episódios de rebaixamentos de *ratings*. A [Figura 1](#) apresenta as séries construídas para os países em alteração, bem como para os demais países emergentes.

³ [Monteiro e Heck \(2002\)](#) estimam uma estrutura a termo não observável do risco-Brasil com base não na curva de títulos soberanos, mas sim a partir dos contratos de DDI negociados na BMF.

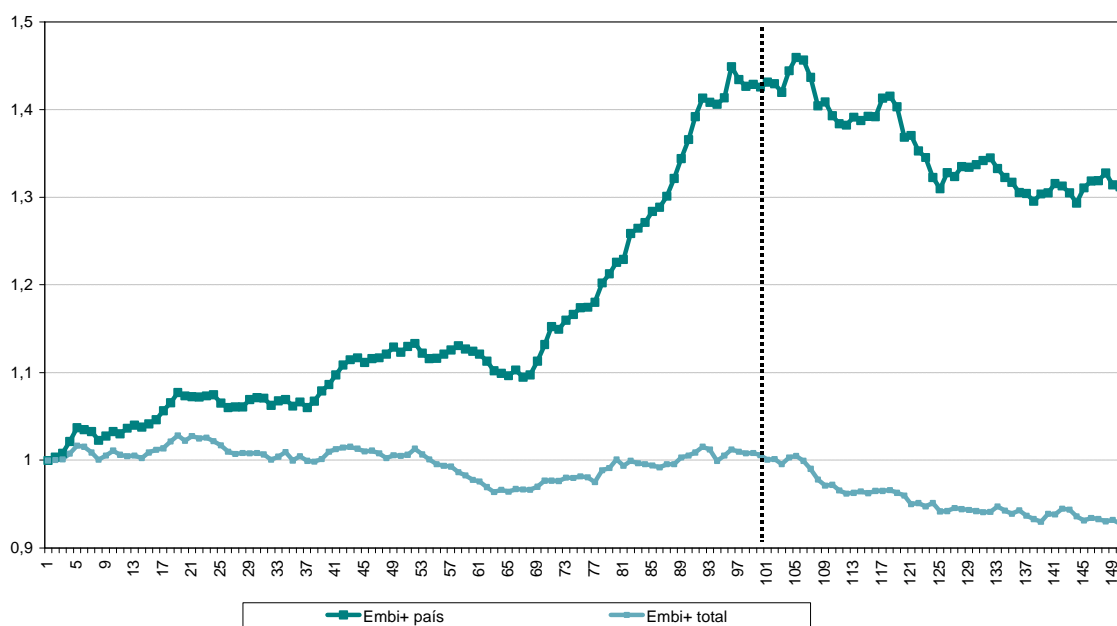
⁴ Como esses títulos soberanos são negociados no mercado de balcão internacional, não estão sujeitos ao risco cambial e a eventuais controles de capitais em épocas de crises de balanço de pagamento. Esse risco de conversibilidade pode ser avaliado pela diferença entre o preço futuro do dólar negociado na BMF com o inverso do preço futuro de igual maturidade da moeda brasileira negociado em Nova Iorque (non-deliverable forward market). Sempre que esse risco de conversibilidade existir, a moeda americana, em termos da brasileira, valerá mais quando entregue em Nova Iorque do que no Brasil. Quando não há este risco, as oportunidades de arbitragem farão desaparecer as diferenças.

⁵ Esta seção baseia-se em [Heck \(2002\)](#).

⁶ Ao total consideramos 19 episódios de rebaixamentos, sendo 9 por parte da *Moody's* e 10 pela *Standard and Poor's*.

⁷ Para o cálculo do índice geral, que reflete os *spreads* dos demais países emergentes, construímos um índice com base nos EMBI+ específicos de cada um. A ponderação com que cada país entra nesse índice, mês a mês, é feita de acordo com a participação de cada um no EMBI+ geral, normalizando esse peso para a exclusão dos países em alteração.

Figura 1: Evolução dos Índices de *Spreads* para Países em curso de Rebaixamento e demais Emergentes (média podada de 40% das variações diárias)



Fonte: Heck (2002) e Galanto Consultoria

Há uma forte aceleração dos *spreads* em direção aos anúncios, tendência essa prontamente revertida logo em seguida. Existe uma superestimação dos *spreads*, que interpretamos como *overreaction* dos mercados, uma reação que distorce as medidas de risco-país. A distorção medida é de pouco mais do que 10%.

Pela [Figura 1](#), vemos que há uma forte aceleração dos *spreads* em direção aos anúncios (data do anúncio assinalada pela linha vertical), tendência essa prontamente revertida logo em seguida. A figura mostra, assim, que existe uma superestimação dos *spreads*, que interpretamos como *overreaction* dos mercados, uma reação que distorce as medidas de risco-país. No caso desses episódios considerados, essa distorção medida entre o pico e o final da série (que admitimos como nível de equilíbrio) é de pouco mais do que 10%, o que nos fornece uma medida da magnitude dessa superestimação.

4. A Avaliação de Risco do Emissor Soberano e o Custo Reputacional

Hoje as medidas de risco-país são amplamente utilizadas como referências de risco. Assim, não só se procura entender de que forma estas são formadas, mas também qual sua relação com o preço dos títulos em mercado, e também os efeitos de alterações dessas classificações sobre os prêmios de risco enfrentados.

Dentre os diversos emissores avaliados pelas grandes agências de classificação, estão classificados os emissores soberanos (países), sendo os critérios de avaliação considerados basicamente um conjunto de variáveis macroeconômicas e um histórico de “bom [comportamento](#)”⁸. [Shapiro \(1994\)](#) resume as variáveis utilizadas por diversas agências em suas avaliações. Dentre as variáveis utilizadas, o autor examina a prioridade de cada uma em duas ocasiões diferentes, sendo a primeira em 1979, ao início das classificações, e a segunda em 1994. A [Tabela 1](#) explicita a prioridade de cada variável nessas diferentes ocasiões, e por diferentes grupos de países. Como hoje essas medidas são amplamente utilizadas como referências de risco, não só se procura entender de que forma estas são formadas, mas também qual sua relação com o preço dos títulos em mercado, e também os efeitos de alterações dessas classificações sobre os prêmios de risco enfrentados.

⁸ Esse histórico de “bom comportamento” diz respeito à não ocorrência de episódios passados de renegociações de dívida.

Tabela 1: Prioridade das Variáveis na Formação das Avaliações de Risco e Solvência

Variáveis	Países					
	OECD		Países Emergentes		Resto do Mundo	
	1979	1994	1979	1994	1979	1994
Serviço da Dívida	5	2	1	1	1	1
Panorama Político	3	5	3	2	2	2
Panorama Econômico	1	1	2	3	4	3
Reservas e Conta Corrente	2	3	4	4	3	4
Balança Comercial	4	7	5	5	5	5
Investimento Direto	8	9	6	6	7	9
Política Fiscal	9	4	9	7	6	6
Ingresso de Investimentos	7	8	8	8	8	7
Acesso ao Mercado de Capitais	6	6	7	9	9	8
Correlação entre colunas	0,58		0,92		0,93	

Fonte: Institutional Investor

A variável *serviço da dívida*, que é exatamente o histórico de “bom comportamento” do país, sempre foi o item mais importante na avaliação do risco de países emergentes.

O custo reputacional que decorre de um *default* é tão alto que acaba repercutindo e determinando o nível da classificação do país por muito tempo.

Note que a variável *serviço da dívida*, que é exatamente o histórico de “bom comportamento” do país, sempre foi o item mais importante na avaliação do risco de países emergentes, o que explicaria a importância das percepções dos mercados com respeito ao discurso de candidatos durante as transições políticas. Por outro lado, o custo reputacional que decorre de um *default* é tão alto que acaba repercutindo e determinando o nível da classificação do país por muito tempo. Por mais que as variáveis macroeconômicas possam evoluir posteriormente para sólidos fundamentos, a classificação atribuída a um país emergente após um episódio de *default* tende a permanecer baixa. Em termos de custo de risco medido pelos *spreads*, um *default* implica uma elevação do nível geral de taxas.

5. A Evolução Recente do Risco-Brasil e as Distorções de Preço

Nos últimos meses, em meio à crise de confiança e restrição de liquidez que se instalou nos mercados de capitais internacionais, assistimos a uma violenta escalada das medidas de risco-Brasil.

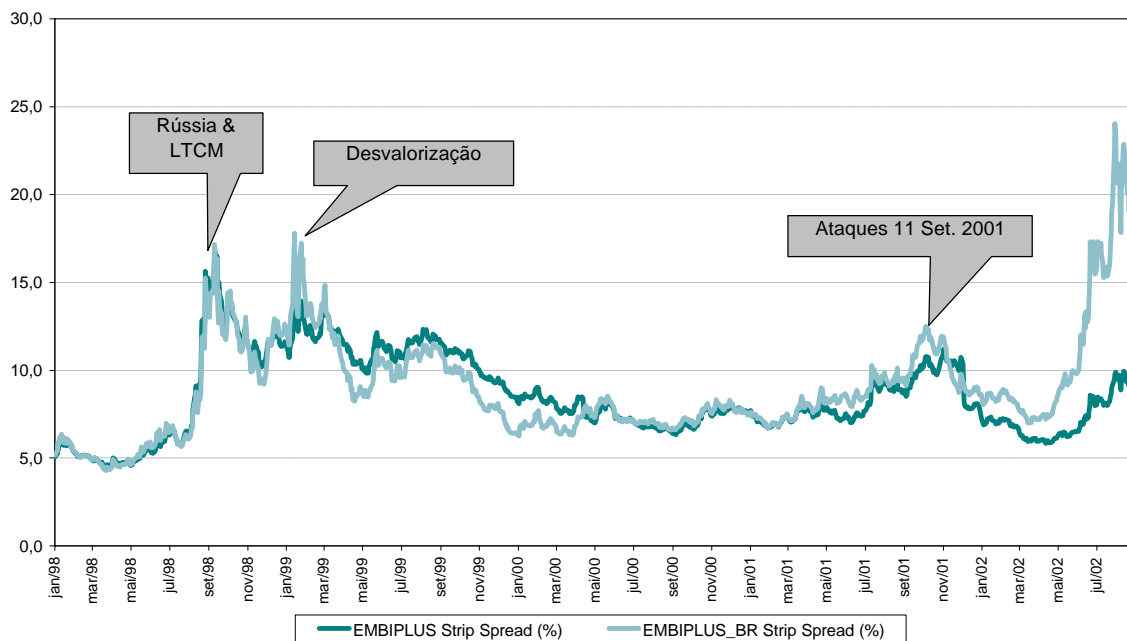
A [Figura 2](#) ilustra as evoluções dos *stripped spreads* dos índices EMBI+ e EMBI+ Brasil. Observa-se que, de forma mais acentuada do que nos episódios passados da crise russa, da desvalorização do real e dos ataques de 11 de setembro, os *spreads* brasileiros não só viveram, a partir do segundo trimestre deste ano, uma escalada sem precedentes, como também há um forte descolamento em relação aos demais países emergentes. Esse descolamento em muito lembra a dinâmica observada nos episódios de rebaixamentos pelas agências, nas quais identificamos um comportamento típico de *overreaction*.

Assim sendo, numa comparação direta com os episódios de rebaixamentos, somos levados a suspeitar que essas oscilações de preço possam estar refletindo uma superestimação por parte dos mercados, o que distorce preços e, conseqüentemente, as medidas de risco tradicionalmente consideradas, e que poderá ter efeitos sobre os custos futuros de endividamento.

Nesse sentido, o que chama a atenção nessa forte aceleração das medidas de risco-Brasil, em comparação à subida observada para os demais países emergentes, é a questão de até que ponto esse fenômeno, de fato, representa as mudanças efetivas nas condições de solvência do País. Se levamos em conta que essa aceleração ocorreu de forma abrupta, e que nesse meio tempo não tivemos a deterioração de quaisquer indicadores macroeconômicos, o que se procura entender é o que realmente contribuiu para que essa mudança fosse tão acentuada no humor dos mercados com relação ao Brasil.

Se levarmos em conta que a aceleração do risco-Brasil ocorreu de forma abrupta, e que nesse meio tempo não tivemos a deterioração de quaisquer indicadores macroeconômicos, o que se procura entender é o que realmente contribuiu para que essa mudança fosse tão acentuada no humor dos mercados com relação ao Brasil.

Figura 2: EMBI+ e EMBI+ Brasil



Fonte: J.P. Morgan

O item com maior probabilidade de ser o causador desse fenômeno seriam as expectativas de *default* associadas a mudanças no cenário político. Os *spreads* dos títulos soberanos brasileiros refletem, praticamente, preços de *default*. Esses preços deixam claro a total indisposição do mercado em relação aos papéis da dívida soberana brasileira.

Há outros fatores que nos levam a olhar esses valores com ressalva.

Podemos argumentar que dois grandes movimentos respondem pelo comportamento das medidas de risco-Brasil avaliadas pelo mercado de dívida soberana internacional: uma real desconfiança com relação à capacidade de solvência do país e a forte crise de liquidez internacional, que reduziu o apetite dos investidores por ativos de risco.

Se olharmos para os componentes do risco-país, detalhados anteriormente, vemos que o item com maior probabilidade de ser o causador desse fenômeno seriam as expectativas de *default* associadas a mudanças no cenário político. Muito se discutiu sobre as incertezas inerentes a cada candidato, sobretudo em face da proeminência nas pesquisas de intenção de voto de candidatos identificados com mudanças drásticas de rumo na política econômica. Admitir que uma eventual mudança de orientação política surta efeitos na condução da política econômica é algo que permite-nos entender a apreensão dos investidores em relação a cenários futuros. Porém, o que os *spreads* dos títulos soberanos brasileiros refletem hoje são, praticamente, preços de *default*. Muito mais do que desconfiar acerca da futura condução política e econômica do país, esses preços deixam claro a total indisposição do mercado em relação aos papéis da dívida soberana brasileira. Mas será que esse comportamento é justificável? Ou será que as medidas perderam, por outras razões, capacidade de medir os humores dos investidores, passando a determiná-los?

A verdade é que há outros fatores que nos levam a olhar esses valores com ressalva. Diante da forte restrição de liquidez internacional, aliada à turbulência nos mercados financeiros, fica difícil avaliar corretamente os preços de ativos, que, em último caso, fornecem as medidas de risco a eles relacionadas. Um ativo tende a estar tão mais bem precificado quanto maior for a liquidez de seus mercados, que é exatamente o que se perdeu nestes últimos tempos. Hoje os papéis da dívida brasileira que são negociados no mercado de dívida soberana internacional sofrem, mais do que nunca, com essa restrição de liquidez, o que contribui para a distorção dos preços, e conseqüentemente para as medidas de risco deles derivadas. Já fragilizados e céticos diante das inúmeras fraudes contábeis que vieram a público nos últimos meses, os investidores estão reduzindo suas exposições a ativos de risco, causando uma fuga em massa de recursos desses mercados de dívida soberana.

Portanto, podemos argumentar que dois grandes movimentos respondem hoje pelo comportamento das medidas de risco-Brasil avaliadas pelo mercado de dívida soberana internacional. Em primeiro lugar, temos de fato uma real desconfiança com relação à capacidade de solvência do país. Isso pode ser claramente visto pela aceleração do EMBI+ Brasil frente ao EMBI+ geral. Em segundo lugar, temos uma forte crise de liquidez

internacional, que reduziu o apetite dos investidores por ativos de risco, como os títulos de dívidas soberanas de países emergentes. Em conjunto, esses dois fatores têm gerado uma onda de pessimismo com relação às condições de pagamento futuro do Brasil. O crédito restrito, por si só, já eleva as taxas de juros. Estas, quando acrescidas de uma maior desconfiança, acabam se traduzindo em condições seriamente perversas à dinâmica da dívida. Como taxas mais altas alimentam desconfianças ainda maiores, esse tende a ser um processo auto-alimentável, não que não seja reversível, mas que exige uma ação especial por parte das autoridades monetárias e que dificilmente poderá ser revertido sem a ação cooperativa dos governos e bancos centrais dos países credores.

SYLVIO HECK E DIONÍSIO DIAS CARNEIRO

Referências Bibliográficas

HECK, S. O Impacto de Alterações de *Ratings* e Tendências de Classificação de Emissores Soberanos sobre o Prêmio de Risco de Países Emergentes. **Dissertação de Mestrado – Departamento de Economia PUC-Rio**. 2002.

MONTEIRO, A.; HECK, S. **Estrutura a Termo não observável do Risco-Brasil**. Versão preliminar. 2002

CARNEIRO, D. D.; WU, T. Câmbio, Juros e Movimento de Reservas. **Carta Econômica Galanto**. Nov. 2001.

SHAPIRO, H. Anatomy of Creditworthiness. In: COPLIN, W. D. et al., eds. **The Handbook of Country and Political Risk Analysis**. Political Risk Services, Nova Iorque. 1994.