

O RISCO BRASIL – PARTE 2



- ✓ O QUE É O C-BOND RATINGS

Francisco Cavalcante (francisco@fcavalcante.com.br)

- Sócio-Diretor da Cavalcante & Associados, empresa especializada na elaboração de sistemas financeiros nas áreas de projeções financeiras, preços, fluxo de caixa e avaliação de projetos. A Cavalcante & Associados também elabora projetos de capitalização de empresas, assessora na obtenção de recursos estáveis, além de compra e venda de participações acionárias.
- Administrador de Empresas graduado pela EAESP/FGV. Desenvolveu mais de 100 projetos de consultoria, principalmente nas áreas de planejamento financeiro, formação do preço de venda, avaliação de empresas e consultoria financeira em geral.

Rodrigo Pasin (rpasin@fcavalcante.com.br)

- É mestre em finanças pela FEA/USP e consultor de empresas e assessor de Fusões & Aquisições da Cavalcante Consultores, tendo já trabalhado nas áreas de Corporate Finance da KPMG, do Unibanco e da Guarita.
- Já avaliou centenas de empresas de médio e grande porte, nacionais e internacionais. Assessora empresas em processos de Fusões & Aquisições, joint-ventures, alianças estratégicas, análise de investimentos, modelagem financeira e reestruturações.

ÍNDICE

1- APRESENTAÇÃO E DESENVOLVIMENTO	3
2 – A UTILIZAÇÃO DO C-BOND E OUTROS TÍTULOS COMO MEDIDA DO “RISCO BRASIL”	3
3- A VOLATILIDADE DOS TÍTULOS SOBERANOS DO BRASIL	5
4 – RATINGS DE BANCOS DE INVESTIMENTOS OU DE AGÊNCIAS DE CLASSIFICAÇÃO DE RISCO	7

1- Apresentação e Desenvolvimento

Neste **Up-To-Date**® vamos continuar analisando o risco Brasil. Este Up-To-Date® é continuação do número 354.

2 – A Utilização do C-Bond e Outros Títulos como Medida do “Risco Brasil”.

O C-Bond nasceu em 1994, quando o governo brasileiro assinou o acordo de renegociação da dívida externa, que consistiu em trocar uma dívida por outra, de prazo mais longo e de juros mais baixos.

Os valores que eram devidos pelo governo brasileiro aos bancos, principalmente norte-americanos, foram transformados em seis tipos de títulos com vencimento de até 30 anos. O C-Bond é um título de 20 anos, com carência de 10 anos e vencimento em 14 de abril de 2014. Sua remuneração é de 13% ao ano. O C-Bond é um título sem qualquer garantia e, por isso, é considerado risco Brasil puro.

Os outros títulos que podem ser utilizados como risco Brasil estão relacionados na tabela 1. A escolha do mais adequado para fins de avaliação de empresas deve ser feita com base na liquidez do título, na duração do projeto analisado e na maturidade dos títulos.

A cotação pela qual o C-Bond é transacionado é dada em forma de deságio sobre o valor de emissão dos títulos. O tamanho do deságio reflete o grau de confiança de que o governo brasileiro vai honrar a dívida no vencimento. Quanto maior o deságio, menor a confiança. Em 09/01/2004, este título foi negociado a 100% do seu valor de face, entretanto, em momentos passados tal cotação chegou a 48%, um nível de grande desconfiança.

Quanto maior o deságio com que o título é negociado, maior o rendimento prometido. Porque o investidor estará desembolsando menos com mesmo valor de face, sobre o qual incidem os juros pagos. O mercado financeiro costuma medir o rendimento do C-Bond na forma de prêmio ("*spread*") em relação ao juro dos títulos do Tesouro dos EUA.

Os chamados *treasuries* americanos são considerados os títulos com menor risco no mundo, praticamente nulo e, por essa razão, servem como parâmetro para os demais. Quanto maior o *spread* que o C-Bond paga sobre o *treasury*, maior risco que os investidores estão atribuindo ao Brasil.

Abaixo as cotações, a volatilidade do C-Bond nos últimos anos e as principais crises ocorridas:

Figura 2: Cotações e Volatilidade do C-Bond



Fonte: Globalinvest.com.br

O aumento do risco Brasil que variou entre 4% e 6% entre 1996 e 1997 para patamares superiores a 7% em 1998 foi consequência da perspectiva de uma desvalorização cambial e de seus riscos, entre eles, o descontrole da inflação, o aumento do endividamento do país, e a própria moratória. O

aumento da dívida do Brasil após 1998 (Dívida Líquida em % do PIB) foi um dos principais fatores do aumento do risco.

3- A Volatilidade dos Títulos Soberanos do Brasil

O risco Brasil representa um prêmio pela possibilidade do Estado Brasileiro não honrar o pagamento de suas dívidas de longo prazo. Desde que começou a ser medido pelo índice EMBI+, o Brasil enfrentou diversas intempéries originárias tanto do mercado interno quanto do externo, que culminaram em grandes oscilações no risco país. As escaladas deste risco que acabaram por encarecer o custo dos empréstimos das empresas brasileiras e a forçar uma estrutura de capital muito mais voltada para o capital próprio do que para o de terceiros, tiveram diversas causas e explicações ao longo dos anos, conforme visualizado na figura 2.

Considerando que o risco país representa a possibilidade de *default* dos títulos soberanos, quais das crises enfrentadas pelo Brasil e por outros países poderiam contribuir com a capacidade de pagamento do governo brasileiro? Certamente, a moratória de um país como a Rússia, com o qual o Brasil não apresentava dependência comercial significativa nem condições econômicas semelhantes, não deveria ter gerado grande aumento do risco Brasil. Contudo, os problemas de um país podem sinalizar ao mercado que outros países estão em perigo. A crise mexicana sinalizou ao mercado que os países com sistema de “câmbio fixo” – Brasil e Argentina, não seriam capazes de sustentar tal regime no longo prazo, sendo assim, o aumento do risco país em decorrência desta crise externa foi “apreçada” corretamente, pois um problema cambial, pode contribuir para a quebra de um país.

Outro fenômeno que ocorre em períodos de crise, é a concentração dos investimentos em títulos de países desenvolvidos, que são considerados como livres de risco. Os investidores se desfazem rapidamente de suas posições em alguns mercados emergentes, o que provoca a desvalorização dos títulos destes mercados. É o chamado *flight to quality*. Para evitar uma fuga de

capital muito grande, a solução tradicional é o aumento da taxa de juros interna, adotada neste momento por grande parte dos governos.

O inverso também ocorre, em condições de crescimento econômico e euforia, os investidores destinam uma parcela de suas aplicações aos países emergentes - pois a rentabilidade dos títulos de tais países normalmente é maior.

Em momentos de crise, os fluxos de investimentos internacionais tendem a diminuir tanto em países desenvolvidos, quanto em países emergentes. Para estes últimos isto pode ser um problema, pois estes dependem de tais fluxos para manter uma balança de pagamentos positiva. Quando estes diminuem, ocorre uma pressão por compra de moeda forte, podendo gerar a desvalorização da moeda nacional e inflação.

Mais uma razão dos investidores se desfazerem de títulos soberanos em momentos de crise, se deve ao fato de que estes estão inclusos nas carteiras de investimentos dos bancos, podendo ser vendidos a qualquer momento quando os bancos precisam de caixa para fazer frente aos prejuízos incorridos com outros títulos de empresas e países.

A quebra de um país pode ocorrer quando este apresenta uma situação econômica frágil, dependendo de investimentos externos, e a situação econômica global se torna recessiva. Entretanto, a moratória de um país está mais associada aos fundamentos econômicos internos do que pelo impacto de crises externas. Bons fundamentos permitem os países serem menos vulneráveis, enquanto os países em situação mais frágil podem quebrar em momentos de crises globais.

Os principais fundamentos que permitem analisar o grau de capacidade de pagamento das dívidas (e probabilidade de moratória) por parte dos Estados são: Endividamento/PIB, Dívida Externa/Exportações, e Serviço da Dívida Externa/Exportação. Contudo existem outros fundamentos que afetam a formação do risco dos países, como crescimento do PIB, taxa de inflação, taxa de juros e taxa de câmbio, projeção de investimentos, risco político e risco regulatório.

No Brasil, por exemplo, uma reforma previdenciária que reduza o déficit governamental no futuro, diminuindo assim a possibilidade de quebra do país, poderá reduzir o risco do país. A Reforma tributária que traga o equilíbrio nas contas correntes do governo e competitividade para as empresas também é outro fator que poderá contribuir para a menor percepção do risco brasileiro.

A tabela adiante feita pelo banco de investimentos Merrill Lynch com dados disponíveis até novembro de 2003 e adaptada pelos autores, mostra claramente porque o Brasil possui um risco maior do que países como México e Rússia, por exemplo:

Tabela 4: Análise Comparativa do Endividamento e das Reservas do Brasil e Outros Países

	Brasil	Argentina	México	Rússia	Indonésia	Coréia	Filipinas	Tailândia
Dívida Externa/Exportações	2,65	4,75	0,81	1,44	1,94	0,62	1,28	0,60
Serviço da Dívida Externa/Exportações	0,52	-	0,16	0,16	0,29	0,09	0,19	0,11
Dívida Externa/PIB	0,43	1,19	0,24	0,42	0,61	0,27	0,73	0,40
Reservas (nº de meses de importação)	7,5	5,1	3,8	11	6,4	7,5	3,4	5,1
Risco País	528	6.247	204	273	-	-	469	-

Fonte: Merrill Lynch. Adaptada pelos Autores.

4 – Ratings de Bancos de Investimentos ou de Agências de Classificação de Risco

Os principais detentores dos títulos de longo prazo de países emergentes são os bancos e os clientes de seus fundos de investimento. Algumas instituições financeiras também divulgam classificações de risco de tais títulos. Por isso alguns analistas apontam a existência de conflito de interesses e chegam a questionar a ética de tais instituições. Pois como pode um banco divulgar a avaliação de um título sendo credor do mesmo ou possuí-los em suas carteiras de investimento? E quando a cotação de tal título é fortemente

suscetível às classificações de risco feitas por estes mesmos bancos? E será se estes não podem realizar lucros ou diminuir perdas com a escolha do momento ideal da divulgação de novos *ratings* de tais títulos?

Se a "Muralha da China", ou seja, a separação e independência completa das áreas de *Asset Management*, Tesouraria e a área de *Ratings* de Títulos Soberanos fosse uma verdade inquestionável, este problema seria minimizado, ou talvez nem existisse. Por isso, os *ratings* das agências internacionais de classificação de risco (como Moody's, Standard & Poor's, Fitch) que são referências independentes para o risco dos países, são geralmente preferíveis.

A Escala de *Ratings* da Standard & Poor's

A escala global dos *ratings* da Standard & Poor's está adiante apresentada:

Tabela 5: Os *Ratings* da Standard & Poor's

Rating	Interpretação
AAA	Capacidade extremamente forte para honrar os compromissos financeiros. Rating mais elevado.
AA	Capacidade muito forte para honrar os compromissos financeiros.
A	Forte capacidade para honrar compromissos financeiros, porém ligeiramente suscetível a condições econômicas adversas e a alterações circunstanciais.
BBB	Capacidade adequada para honrar compromissos financeiros, porém mais sujeita a condições econômicas adversas.
BB	Menos vulnerável a curto prazo, porém atualmente enfrenta grandes incertezas com relação a condições adversas de negócios, financeiras e econômicas.
B	Mais vulnerável às condições de negócios, financeiras e econômicas, porém apresenta atualmente capacidade para honrar os compromissos financeiros.
CCC	Atualmente, vulnerável e dependente de condições favoráveis de negócios, financeiras e econômicas para honrar compromissos financeiros.
CC	No momento, altamente vulnerável.
C	Falência pedida ou ação similar, mas os pagamentos ou compromissos financeiros continuam sendo honrados.
SD e D	Inadimplente em relação ao pagamento de um ou mais compromissos financeiros.

Fonte: Standard & Poor's

De uma forma geral o mercado considera como 'grau de investimento' as categorias de *ratings* 'AAA', 'AA', 'A' e 'BBB'. As categorias 'BB', 'B', 'CCC', 'CC' e 'C' apresentam características de especulação significativas. Os *ratings* SD e D indicam situação de inadimplência. Estes *ratings* podem ser modificados pela adição de um sinal de mais ou de menos, para mostrar o posicionamento relativo dentro das principais categorias de *ratings* (o sinal de + indica um rating bem estabelecido e forte dentro da categoria, enquanto o sinal de – indica o contrário). As agências também divulgam a perspectiva de movimentação de um *rating* num futuro próximo, a "positiva", indica uma possível elevação, a "negativa" indica um possível rebaixamento e a "estável" indica uma possibilidade de mudança remota.

Os *ratings* soberanos, *ratings* de longo prazo em moeda estrangeira, dos países da América Latina e Caribe estão apresentados adiante:

Tabela 6: Os Ratings da Standard & Poor's – América Latina e Caribe

Rating	País	Rating	País
A-	Chile	B+	Belize
A-	Barbados	B+	Brasil
BBB	Trinidad & Tobago	B	Bolívia
BBB-	México	B	Jamaica
BB+	El Salvador	B-	Uruguai
BB	Colombia	B-	Venezuela
BB	Costa Rica	B-	Suriname
BB	Panamá	B-	República Dominicana
BB-	Granadá	CCC+	Equador
BB-	Guatemala	SD	Argentina
BB-	Peru	SD	Paraguai

Fonte: Standard & Poor's. Novembro de 2003.

O histórico dos *ratings* soberanos do Brasil, em moeda estrangeira, está abaixo apresentado:

Tabela 7: A Evolução do *Rating* do Brasil

Data	Ratings	Data	Ratings
29/04/2003	B+/Estável/B	10/09/1998	BB-/Negativa/B
02/07/2002	B+/Negativa/B	02/04/1997	BB-/Estável/B
09/08/2001	BB-/Negativa/B	19/06/1996	B+/Positiva/--
03/01/2001	BB-/Estável/B	20/12/1995	B+/Positiva
29/02/2000	B+/Positiva/B	18/07/1995	B+/Estável/--
09/11/1999	B+/Estável/B	01/12/1994	B/Positiva/--
14/01/1999	B+/Negativa/B		

Fonte: Standard & Poor's. Novembro de 2003.

O segundo /B da tabela acima indica o *rating* soberano de curto prazo, enquanto a primeira parte, que no dia 29/04/2003 foi B+, é o *rating* soberano de longo prazo.