

A REAVALIAÇÃO DO RISCO BRASIL: OPORTUNIDADES E DESAFIOS

15 de Dezembro de 2014

Centro de Economia Mundial da FGV com o apoio da Standard & Poor's, FIRJAN e Valor Econômico

Observações por

Luiz Awazu Pereira da Silva¹

A “reavaliação do risco Brasil” é uma questão de alta prioridade no contexto recente da percepção de deterioração de certos fundamentos macroeconômicos do Brasil no bojo da Grande Crise Financeira Global (GFC). Vislumbrou-se inclusive que rebaixamento recente da nossa nota de risco soberano por uma agência e perspectiva negativa por outra estariam indicando que perderíamos, num futuro próximo, a qualidade de grau de investimento ou “*investment grade*”.

Os principais questionamentos sobre a avaliação soberana brasileira pelas agências são: o desempenho e a piora nos resultados fiscais resultando em um aumento recente da dívida pública; um crescimento econômico menor que o esperado, mais volátil e com perspectivas mais incertas; uma inflação relativamente elevada e persistente; um círculo vicioso negativo entre baixo desempenho da economia e deterioração na confiança dos seus agentes (empresários e consumidores); e um certo enfraquecimento das contas externas. De acordo com essa perspectiva, em um pano de fundo internacional complexo, o Brasil teria utilizado de maneira excessiva e crescentemente ineficiente a sua margem de manobra contra-cíclica para combater a crise, deflagrando uma dinâmica perversa de baixo crescimento e deterioração dos fundamentos. Vou tratar esses pontos, mas antes quero resumir minhas observações em uma rápida constatação.

As agências de avaliação de risco têm obrigação de fazer o seu trabalho e chegar às conclusões que acharem adequadas. Elas sempre estão, obviamente, sujeitas a muitas críticas, mas de certa forma e numa analogia médica, fazem um “*check-up*” periódico, sistemático, (relativamente) comparável e independente das grandes economias. É uma bateria de testes que permite identificar desafios e oportunidades e é muito útil e saudável para o *policy-maker* de qualquer país, avançado ou emergente. Não vou prejudicar o que acontecerá nos próximos anos e nas próximas avaliações, mas acredito que o Brasil está consciente da urgência de reverter essa percepção, trabalhando com muita determinação e em condições de manter a sua nota de risco soberano triplo B. Para isso, devemos usar o que eu caracterizaria como um quintuplo P: Prevenção, Prudência, Pragmatismo, Paciência e Perseverança.

E no que diz respeito ao objetivo do Banco Central, colocar a inflação na meta de 4.5% a.a., vamos fazer o que for necessário, para que isso aconteça da maneira mais rápida possível mirando para trajetórias de convergência que indiquem, desde 2015, a mais alta probabilidade possível de atingir a meta em 2016.

¹ Diretor de Assuntos Internacionais, Risco Corporativo e Regulação Financeira do Banco Central do Brasil. Essas observações são de caráter pessoal e não refletem necessariamente a opinião do Banco Central do Brasil.

As dificuldades inerentes ao trabalho de avaliação de risco, especialmente o soberano

Mas primeiro, é preciso reconhecer as dificuldades inerentes ao trabalho de avaliação de risco, especialmente o soberano. Existem críticas antigas: por exemplo, a tendência a sancionar apenas *ex-post* percepções de mercado, ser fácil e puramente pró-cíclico e exacerbar comportamentos de manada (Stiglitz et alii (1999)); ou então os incentivos perversos na última crise do sub-prime, para subestimar o risco de certos instrumentos financeiros complexos e permitir a sua disseminação em balanços de instituições sistêmicas, com os resultados que hoje conhecemos (Blinder (2013)). Mas o mais difícil para as agências me parece ser hoje o trabalho de determinar trajetórias macrofinanceiras sustentáveis no ambiente global inédito de políticas monetárias não-convencionais e de incertezas sobre os novos equilíbrios possíveis em matéria de patamares de crescimento, dívida e preços. Ou seja, existem grandes desafios para os avaliadores de políticas públicas, tanto com relação às economias avançadas quanto as emergentes, especialmente identificar os valores de parâmetros fundamentais para a condução da política econômica nas economias avançadas no pós-GFC (e.g., onde estariam as novas NAIRU? e as novas taxas neutras no New Normal? etc.) e quais deveriam ser as novas funções de reação (Blanchard et alii. (2014)) em situações de uma hipotética “*secular stagnation*” (Summers (2014))?

Box 1: As últimas avaliações de *rating* sobre a dívida de longo prazo do Brasil entre as três principais agências de classificação de riscos foram as seguintes:

- i) S&P: rebaixamento de BBB para BBB-, com perspectiva estável (24/MAR/2014);
- ii) Fitch: reafirmação do *rating* em BBB, com perspectiva estável (10/JUL/2014);
- iii) Moody's: atribuição de perspectiva negativa, antes estável, para a nota previamente atribuída em 2011 de Baa2 (9/SET/2014).

Tabela 1 – Classificação Atual da Dívida de Longo Prazo do Brasil

Agência	Rating Type	Última Avaliação	Rating	Desde de	Perspectiva	Desde de
 MOODY'S	LP - Moeda Estrangeira	09/09/2014	Baa2	24/06/2011	Negativa	02/10/2013
 FitchRatings	LP - Inad. do Emissor	10/07/2014	BBB	04/04/2011	Estável	04/04/2011
 STANDARD & POOR'S RATINGS SERVICES McGRAW HILL FINANCIAL	LP - Moeda Estrangeira	24/03/2014	BBB-	24/03/2014	Estável	24/03/2014

Na comparação das notas, o Brasil encontra-se um nível acima do grau especulativo no caso da S&P e dois níveis acima nos casos da Fitch e Moody's. O grau de investimento foi conferido em 2008 pela S&P e logo depois pela Fitch e em 2009 pela Moody's.

Essa nova complexidade para os países avançados talvez explique porque houve um aumento na variância nas avaliações de risco com o rebaixamento da nota de grandes países avançados (o

triplo A soberano hoje se tornou um *asset* bem mais raro), e talvez explique porque também o nosso rating atual do Brasil é um *split* de gradações de *investment grade*, em torno do triplo B.

Box 2:

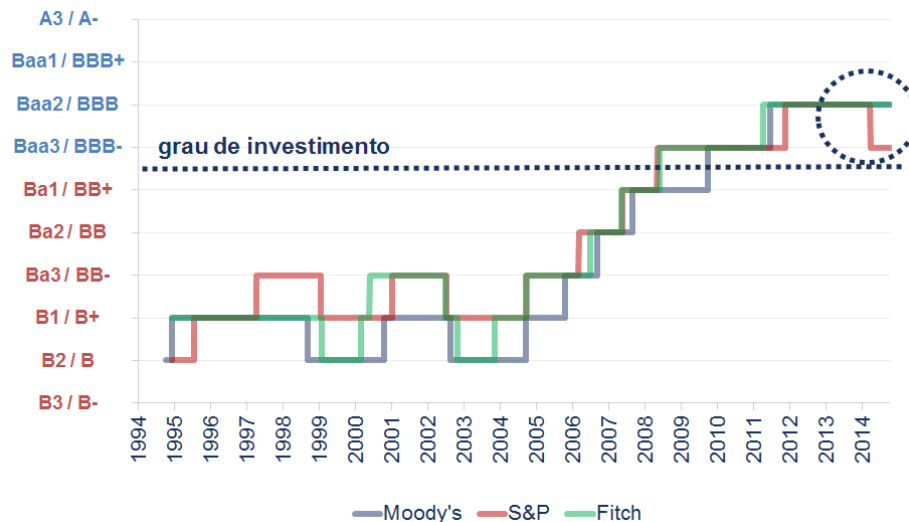
Tabela 2 – Comparação dos Ratings de Longo Prazo e Nota Brasileira

Grade	Moody's	S&P	Fitch
Grau de Investimento	Aaa	AAA	AAA
	Aa1	AA+	AA+
	Aa2	AA	AA
	Aa3	AA-	AA-
	A1	A+	A+
	A2	A	A
	A3	A-	A-
	Baa1	BBB+	BBB+
	Baa2	BBB	BBB
	Baa3	BBB-	BBB-
Grau Especulativo	Ba1	BB+	BB+
	Ba2	BB	BB
	Ba3	BB-	BB-
	B1	B+	B+
	B2	B	B
	B3	B-	B-
	Caa1	CCC+	CCC
	Caa2	CCC	
	Caa3	CCC-	
	Ca	CC	CC
	C	C	C
Outros		R	RD
		SD	
		D	D
		NR	

Perspectiva

Positiva	Estável	Negativa
----------	---------	----------

Gráfico 1 – Trajetória dos Ratings de Longo Prazo



Ou seja, o nosso “*check-up*” está dando resultados consistentes, mas a opinião dos “médicos” permanece um pouco dividida, especialmente com relação aos prognósticos.

As sucessivas narrativas sobre o Brasil, do otimismo exagerado, à la Poliana, ao pessimismo Exagerado, à la Cassandra

Depois de alguns anos de narrativas hiperotimistas à la Poliana sobre o Brasil, passamos talvez ao oposto, a um pessimismo sistemático e generalizado, à la Cassandra. Por quê? A minha avaliação é que entramos numa espécie de “Crônica de uma Morte Anunciada” ou uma versão da fábula da Cigarra e da Formiga, onde havia a presunção de que as economias emergentes em geral e o Brasil em particular, se beneficiaram do “dinheiro fácil” das políticas de juro zero nos países avançados, e permitiram o relaxamento excessivo de suas políticas domésticas; teria havido deterioração de fundamentos (por exemplo, criando-se “bolhas” de ativos, excesso de crédito, elevados déficits em conta corrente, pressão inflacionária, relaxamento fiscal e aumento da relação dívida/PIB, e de financiamentos externos para empresas e governos, etc.). Como não houve reformas estruturais nos bons tempos, teríamos perspectivas de menor crescimento no futuro. E, nessa narrativa, as economias emergentes estariam indo na direção errada, estariam rumando para a “tempestade perfeita”. Com maior vulnerabilidade a “paradas súbitas” dos fluxos de financiamento, os emergentes estariam à beira de suas habituais crises cambiais e financeiras.

Lembrem-se que essa narrativa se difundiu, e tornou-se popular, com novas siglas sendo criadas, tais como “Os Cinco Frágeis” (“*The Fragile Five*”), o inexorável declínio ou até mesmo o “*crash*” dos BRICS, etc. A maioria das análises usava a conhecida espiral do macro populismo dos anos 70-80 (Dornbusch & Edwards (1991)): desvalorização cambial descontrolada sendo repassada à inflação, aumento das expectativas inflacionárias, redução do crescimento da renda, maior estímulo fiscal, mais déficits e dívidas, maior expansão monetária, inflação mais elevada, e assim por diante. Um teste dessa hipótese aconteceu no episódio de aversão ao risco que ocorreu a partir do discurso do Chairman Bernanke em 22 de Maio de 2013 que começou a sinalizar a possibilidade da redução dos estímulos monetários nos EUA, o “*tapering*”. Para a maioria dos analistas no final de 2013 e começo de 2014, a conclusão era inevitável: depois de complacência excessiva e da fase de exuberância, ou seja, depois do tempo do “dinheiro fácil” e do super-ciclo altista das “*commodities*”, teríamos crise seguida de anos sombrios com a reversão dessa fase positiva. Os emergentes iriam entrar em crise e na sequência, sem investimento, sem reformas e com baixa produtividade, na “armadilha de baixo crescimento de renda média” e da “crise de meia- idade” (Eichengreen and alii. (2013)). Esses pontos eram inclusive tópicos de discussões em fóruns renomados como Davos. E o Brasil não podia estar imune à situação externa volátil, em parte um fenômeno geral, como disse a Diretora-Gerente do FMI, falando de um período global de “nova mediocridade” para o crescimento. Era difícil o Brasil (e também a opinião de analistas e agências) não ser contaminado pela queda de confiança no mundo todo, com uma crise gravíssima e em vários capítulos, uma recuperação nos países avançados que teve fases de euforia e de recaída no pessimismo.

Mas apesar disso, o Brasil atravessou bem a ameaça de “tempestade perfeita”, o “tapering”, seu final, o rebaixamento de sua nota por uma agência, as previsões catastróficas sobre a sua capacidade de organizar a Copa do Mundo de 2014 (não falo do resultado esportivo), o seu ano eleitoral de debates intensos e calorosos, e os riscos de crises variadas de abastecimento de energia e água. Não quero aqui mostrar qualquer complacência com problemas reais, mas havia talvez exageros simétricos entre excesso de otimismo e de pessimismo. Enfim, retornando brevemente aos pontos levantados pelas agências:

Uma parte do menor crescimento econômico recente reflete o ciclo econômico em curso e fatores temporários; a economia encontra-se em período de ajuste, agravado pelos baixos patamares de confiança, mas isso gradualmente tende a se reverter, em parte ajudado pelas mudanças no cenário externo em termos de demanda e preços relativos, em parte pela melhora da confiança no quadro doméstico; a inflação e as expectativas tem mostrado resiliência, mas o objetivo e a tendência a médio prazo é de reversão para a meta de 4,5% anuais. O atual *policy-mix* tem o objetivo e a capacidade de fornecer o arcabouço de um novo ciclo de crescimento sustentável do ponto de vista dos equilíbrios interno e externo e com inclusão social.

O Brasil tem outros fatores mais estruturantes que se contrapõem ao círculo vicioso entre baixo desempenho da economia e baixa confiança dos agentes: (a) a elevada resiliência da demanda doméstica garante um patamar mínimo de desempenho; (b) o “*buffer*” de reservas torna a economia preparada para enfrentar choques externos e os agentes estão cientes dessa proteção; e (c) o baixo desempenho recente está em parte relacionado à confiança que pode começar a ser mudada, antecipando-se a retomada do ciclo de negócios.

Quero agora endereçar os desafios identificados pelas agências usando os nossos 5Ps Prevenção, Prudência, Pragmatismo, Paciência e Perseverança.

Prevenção e prudência foram sempre o *motto* para gerirmos a estabilidade do nosso Sistema Financeiro Nacional (SFN) cuja solidez é uma externalidade positiva e representa um importante diferencial da economia brasileira. Nosso SFN tem ampla liquidez, é bem provisionado e tem níveis elevados e adequados de capital². As externalidade para as empresas e o País se verificam, por exemplo, em menores custos de captação, boa reputação, nível elevado de segurança e facilitação de negócios e transações.

A prevenção e prudência também estão na forte e intrusiva supervisão dos mercados e de todos os bancos, sejam públicos ou privados, nacionais ou estrangeiros, com igual atenção, para certificar-se de que a concessão de crédito e a assunção de outros riscos dá-se de forma adequada, a mais objetiva possível em relação aos inevitáveis momentos de euforia e depressão que comportam todos os ciclos financeiros. Isso nos permitiu desenvolver o nosso mercado de

² A regulação e a supervisão do sistema financeiro brasileiro foram, recentemente, avaliadas pelos principais organismos multilaterais, e as nossas regras e práticas estão aderentes aos padrões internacionais. As avaliações foram realizadas pelo Fundo Monetário Internacional e pelo Banco Mundial, no âmbito do Financial Sector Assessment Program (FSAP), e pelo Banco de Compensações Internacionais (BIS), no âmbito do Regulatory Consistency Assessment Programme (RCAP).

crédito com segurança, sintetizado na evolução da relação crédito / produto interno bruto (PIB), que aumentou de 25% para 57% nos últimos dez anos sem que isso resultasse em fragilidade das instituições ou do sistema. A prevenção e prudência estão também no nosso diferencial de informação do SFN para o supervisor, na obrigatoriedade de registro de operações financeiras, que nos permite monitoramento do risco financeiro sistêmico em tempo real e que é mais desenvolvido e sofisticado que até mesmo o padrão internacional em construção hoje no G20 e FSB.

Esse diferencial nos permite atuar preventivamente para mitigar potenciais riscos. Foi isso que fizemos em 2011, conseguindo moderar e suavizar o crescimento da concessão de crédito, quando a sua dinâmica assim o exigia. E essa ação tempestiva contribuiu para reduzir o nível de inadimplência que observamos nos últimos anos. Conseguimos nas circunstâncias complexas da GFC continuar manter a saúde do nosso sistema financeiro.

Pragmatismo é, como está sendo indicado, retornar a regras claras, metas bem definidas e menos discricionariedade em matéria fiscal e para-fiscal, para fortalecer o desempenho das contas públicas resultando em uma dinâmica perceptível de estabilização primeiro e depois de queda da dívida pública por meio da geração de níveis adequados de resultados fiscais.

A discricionariedade cumpriu o seu papel contra-cíclico nos momentos agudos da GFC. Optamos por endereçar a mais grave crise econômica e financeira dos últimos 100 anos preservando o emprego e a renda no Brasil. Para tanto, foram usados incentivos e doses fortes de políticas públicas para manter o dinamismo do mercado interno como suporte da atividade. Foi uma escolha consciente que permitiu – mesmo com o mundo enfrentando a sua maior crise financeira desde 1929, manter o processo o processo que significou a inclusão de 50 milhões de brasileiros na nova classe média e a menor taxa de desemprego da história do país (em torno de 5 a 6%).

Cabe lembrar que a política contra-cíclica começou em 2004-2005, quando aumentamos os superávits estruturais, ao mantermos o superávit primário fixo. Isso permitiu que acompanhássemos a política contra-cíclica das grandes economias avançadas em 2009-2010: tínhamos reservas internacionais e capacidade fiscal, ao contrário de outras situações.

Essa escolha teve obviamente um custo: diminuimos o colchão de nossa poupança pública e temos hoje que restabelecê-lo. Para reanimar o investimento, fortalecer os efeitos multiplicadores das nossas concessões e obras de infraestrutura, precisamos agora voltar à neutralidade do balanço do setor público e criar as condições de uma migração para a zona de consolidação fiscal contracionista. Em particular, teremos que fazer escolhas difíceis, mas necessárias, diante das restrições de financiamento. Eventualmente, no médio e longo prazo, isso criará uma percepção positiva sobre o ambiente macroeconômico com efeitos positivos sobre a confiança, sobre o custo de financiamento da dívida pública, sobre o custo de capital de modo geral, o que estimulará o investimento privado e será *in fine* expansionista.

Paciência é, sabendo que o processo de transição e ajustes no Brasil virá de uma combinação de aumento de produtividade e ajustes de preços relativos, reconhecer que ambos levam

algum tempo para se efetivar. Nesse sentido, a paciência deverá ser de aceitar que o nosso processo de transição para um crescimento maior, com mais produtividade, menos desequilíbrio de contas externas e inflação na meta requer um rebalanceamento da demanda agregada, favorecendo o investimento, a poupança (pública e privada) e a produtividade. Temos espaço para o crescimento sustentável do crédito, temos demanda contratada com níveis robustos de renda e emprego formal. Mas vamos ter que ser especialmente cautelosos na gestão da nossa transição que coincidirá com um momento complexo da economia internacional, por conta da assimetria na recuperação das economias sistêmicas (EUA, Europa, Japão e China), da ambivalência dos efeitos da baixa recente do preço do petróleo. Ou seja, temos um contexto onde a resultante desses efeitos sobre o nível de atividade, o risco de deflação em economias sistemicamente importantes, as pressões inflacionárias para um grupo importante de economias emergentes, que ainda podem estar sujeitas aos efeitos inflacionários de uma valorização do dólar ou desinflacionários vindo da redução de preços de commodities, terão que ser examinadas com lupa. Nossa transição deverá demonstrar muito diretamente que a política monetária pode e deve conter os efeitos de segunda ordem deles decorrentes e que estamos muito bem preparados com os nossos “*buffers*” para as decisões que poderão vir no final de 2014 e 2015.

Perseverança é simplesmente continuar a fazer o que for necessário para colocar a inflação na meta de 4.5% a.a. Já implementamos um aperto monetário de 375bps que foi recentemente complementado com mais 75bps em função das novas circunstâncias de mudanças mais duradouras de preços relativos em Novembro e Dezembro. Evidentemente o processo de fortalecimento do nosso arcabouço macroeconômico requer que trabalhem para fazer com que a inflação retome o mais rápido possível à trajetória de convergência para a meta de 4,5% ao ano, até o final de 2016. Para que isso aconteça da maneira mais rápida possível, é preciso mirar para trajetórias de convergência que indiquem, desde 2015, a mais alta probabilidade possível de atingir a meta em 2016.

No entanto, antes de retomar a trajetória de convergência para a meta, a inflação acumulada em doze meses tenderá a permanecer elevada, em parte, devido a: (1) o realinhamento dos preços domésticos em relação aos preços internacionais e (2) o realinhamento dos preços administrados em relação aos preços livres da economia. Em consequência, é possível que, nos próximos meses, a inflação permaneça acima dos níveis em que atualmente se encontra e após esse curto período de elevação, a inflação em doze meses iniciará um período de declínio consistente, que vai culminar com o atingimento da meta de 4,5% ao ano.

A perseverança implica também a independência das políticas necessárias, *ex-ante*, para que se obtenha, *ex-post* os resultados almejados em matéria de confiança do empreendedor, investidor e em termos de preços relativos reais. Mesmo que *ex-post* os resultados das políticas possam ser complementários, deve prevalecer o princípio de separação, cada uma cumprindo com o seu objetivo. Isso é a prática mais eficiente e prudente.

A confiança que temos na trajetória futura da inflação vem precisamente da perseverança com que estamos tratando o problema. Forças auxiliares são sempre bem-vindas, como iniciativas no

sentido de moderar concessões de subsídios por intermédio de operações de crédito. No entanto, vamos continuar a fazer o que for necessário e quando for necessário.

Em resumo, as agências de risco têm o dever de externar para os *policy-makers* os temores sobre as versões antigas ou modernas de populismo macroeconômico. Vêm nisso, com razão, uma probabilidade de volta ao passado e colocam uma questão legítima: como, depois da "festa de dinheiro fácil", do final do super-ciclo das *commodities*, da ênfase que foi dada em estímulos contra-cíclicos no G20 todo, da utilização do espaço fiscal até o extremo, como poderiam as economias dos países emergentes, e o Brasil em particular, fazer ajustes em suas políticas? Seriam feito a tempo? Seriam suficientes?

Obviamente, a resposta definitiva só virá com o tempo, "*the proof of the pudding will be in the eating*". Mas tentei por meio dessa descrição de minha visão pragmática da política macroeconômica e do atual processo de transição e ajustes no Brasil, mostrar que o nosso caso, a despeito do contexto internacional complexo, é relativamente simples de análise e de livro-texto em matéria macroeconômica, "*plain vanilla*".

Temos desafios importantes, especialmente a inflação, que estamos endereçando. Estamos reafirmando a condução de políticas macroeconômicas equilibradas e adequadas. Temos grandes oportunidades para acelerar o crescimento com projetos de investimento (especialmente em infraestrutura) que estão se materializando, de fácil execução e com retornos elevados ("*low hanging fruits*"), ou seja, temos potencial para crescimento oriundo de um simples processo clássico de "*catch-up*" com as economias avançadas por meio da melhora da eficiência e da produtividade do nosso capital físico e humano. Em outras palavras isso não é "*rocket science*", uma coisa complicada, é coisa já conhecida mesmo precisando fazer os esforços e reformas conhecidas no nosso ambiente de negócios para potencializar essa estratégia. Temos ainda alguns anos de bônus demográfico, e somos um país com potencial de integração comercial regional e global. Mostramos que atravessamos bem (Pereira da Silva (2013)), com políticas tempestivas o que era antecipado para nós como uma tempestade perfeita ("*perfect storm*") em que iríamos inevitavelmente naufragar. Estamos num processo de transição, de ajustes e fortalecimento das nossas políticas, preparando-nos para enfrentar os desafios da complexa economia global. E não estamos fazendo esses ajustes apenas para preservar uma nota, mesmo com todos os benefícios que ela traz, mas porque é necessário para o País. Por isso, tenho convicção que vamos manter o nosso "*investment grade*" e até melhorar ao longo dos próximos anos, porque é o caminho racional para o País, o do crescimento sustentável com inclusão social, perseguido há já duas décadas com sucesso pelo Brasil.

Referências

Blanchard, Olivier, Romer D., Spence, M., Stiglitz, J. (ed.), *"In the Wake of the Crisis"*, The MIT Press, 2012

Blinder, Alan, *"After the Music Stopped"*, Penguin Press, NY, 2013

Dornbusch, Rudiger and Edwards, S., (eds.) *"The Macroeconomics of Populism in Latin America"*, University of Chicago Press, 1991

Eichengreen, Barry, Donghyun Park and Kwanho Shin, *"Growth Slowdowns redux: New Evidence on the Middle-Income Trap"*, NBER Working Paper 18673, 2013 <http://www.nber.org/papers/w18673>

Ferri, G., L.-G. Liu and J. E. Stiglitz, *"The Procyclical Role of Rating Agencies: Evidence from the East Asian Crisis"*, Economic Notes, Volume 28, Issue 3, pages 335–355, November 1999

Pereira da Silva, Luiz A., *"Global Aspects of Unconventional Monetary Policy – an EME Perspective"* in Global Dimensions of Unconventional Monetary Policy, A Symposium Sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City, Jackson Hole, Aug. 22-23, 2013, pp. 373-385

Summers, Lawrence, speech at the Fourteenth Jacques Polak Annual Research Conference, Crises, Yesterday and Today, Washington DC on November 7-8, 2013, (session Responses to the Crisis) and <http://blogs.reuters.com/lawrencesummers/2013/12/16/on-secular-stagnation/>