

# Riscos do Brasil

**A** medida de risco-país mais conhecida no Brasil, o EMBI+BR, é inadequada para retratar a percepção de risco dos investidores produtivos. Esta medida é útil apenas para os investidores financeiros, uma vez que reflete o risco percebido de *default* de dívida. Este não é o principal risco que afeta um investidor produtivo, o qual realiza investimentos fundados, de menor liquidez. O artigo mostra que estes investidores produtivos demandam outras medidas de risco para subsidiar suas decisões de investimento.

---

por **Marcelo Allain** Fipe-USP e **Frederico A. Turolla** FGV-EESP

---

Entre as diversas medidas disponíveis para a mensuração do denominado risco-país, a medida do EMBI+BR, do banco JPMorgan, é uma das mais empregadas. Essa medida, formada a partir do diferencial de rendimento entre os títulos brasileiros e os dos EUA no mercado internacional, é utilizada prioritariamente pelos investidores financeiros,

já que atende a suas necessidades de precificação contínua e reavaliação de carteiras no curtíssimo prazo.

No entanto, quando consideramos investidores produtivos, a referida medida pode revelar-se problemática. Isto porque os investidores produtivos, ou diretos, ao contrário dos investidores financeiros, trabalham com um

horizonte de longo prazo e realizam investimentos fundados, de baixa liquidez. Desse modo, torna-se necessário, neste último caso, a utilização de outras medidas de risco que não o EMBI+BR.

Nesse contexto, o artigo pretende discutir a inadequação dessa medida na representação do índice de risco-país para investidores produtivos. Em particular, buscará demonstrar que o recente paradoxo de o Brasil atualmente ter um dos menores níveis de risco, aferido pelo EMBI+, ao mesmo tempo em que se observa um nível de investimento historicamente baixo, pode estar relacionado à inadequação do uso dessa medida para captar a realidade desse tipo de investidor.

**Entendendo o paradoxo.** O Gráfico compara o índice da formação bruta de capital fixo (investimentos) realizado no Brasil a cada mês com o patamar do risco-país financeiro medido pelo EMBI+BR.

## **A competitividade e o risco dos investimentos diretos só podem ser medidos por vias indiretas, por meio de índices de confiança e de rankings que levam em conta as mudanças de regras tributárias, oferta de infraestrutura e frequência de crises econômicas.**

Na visão dos investidores financeiros, a queda do Risco Brasil ocorreu, em grande parte, em virtude da melhora da percepção sobre o risco de moratória. O governo brasileiro vem mantendo superávits primários elevados em relação ao Produto Interno Bruto e tem realizado reformas estruturais na área fiscal, evitando um crescimento explosivo da dívida pública. Essa política, implementada a partir de 1999, foi mantida pelo atual governo, que tomou posse em 2003.

Apesar do menor risco de moratória, verificou-se recentemente o crescimento de outros riscos, em especial

os de natureza regulatória e tributária, o que inibiu o crescimento dos investimentos produtivos. O índice de formação bruta de capital fixo não vem reagindo à queda do índice de risco-país medido pelo EMBI+BR. Esse movimento pode ser percebido pela avaliação de outros institutos sobre o Risco Brasil na visão do setor produtivo.

**Tipos de investidores.** Para identificar a origem desse paradoxo, é preciso uma diferenciação do uso do risco-país, em particular da medida EMBI+BR, em função da natureza das atividades de um investidor produtivo e de um investidor financeiro, com seus respectivos processos de tomada de decisão.

**Investidor financeiro.** O primeiro tipo, o investidor financeiro, realiza operações de alta liquidez. Os principais riscos incorridos por esse tipo de investidor são o risco de crédito, como a possibilidade de que o governo não honre o pagamento de um título público e o risco de conversibilidade da moeda. Esse tipo de investidor é o mais afetado por ocorrências como uma moratória ou uma centralização cambial.

Em seu processo de tomada de decisões, o investidor financeiro conta com a precificação contínua dos atributos relevantes por meio do mercado financeiro. Para ele, o risco-país é mensurável – pode ser avaliado pelo diferencial entre o retorno médio dos títulos do país e os títulos do Tesouro norte-americano de prazo equivalente, ou seja, pela medida EMBI+BR. Como mencionado, esta medida é calculada pelo banco JPMorgan Chase a partir de uma cesta de títulos brasileiros negociados no mercado internacional de capitais. Ela é reavaliada continuamente nas negociações desses títulos no mercado financeiro, de forma que o investidor financeiro pode ter uma medida, a qualquer momento, da percepção dos mercados sobre o risco que ele corre ao aplicar nos títulos de um país. Ele conta ainda com notas de classificação de risco, os *ratings* de crédito,

fornechas por agências internacionais como a Moody's, a Standard and Poors' e a Fitch Ratings.

**Investidor direto.** O segundo tipo, encontrado na esfera empresarial, é o investidor direto ou investidor produtivo. São geralmente empresas que conduzem projetos de ampliação ou de novos negócios, tendo como objetivo obter uma taxa de retorno esperada sobre o capital investido. Essa taxa de retorno está, naturalmente, sujeita a um risco.

Os riscos de um investimento direto são principalmente de natureza operacional e regulatória. Na área operacional, por exemplo, uma quebra da produção por problemas com o fornecimento de um insumo importante. Os riscos de natureza regulatória, que se concretizam com frequência no Brasil, estão associados a alterações de regras que afetam o seu negócio. O Quadro apresenta uma lista mais ampla dos riscos que afetam os investidores produtivos.

O investidor produtivo possui menor mobilidade para se esquivar desses riscos quando comparado ao investi-

dor financeiro. Ele não tem, como este, a possibilidade de liquidar rapidamente suas posições e sair do país quando ocorrem eventos adversos. Uma crise política ou uma desvalorização cambial, por exemplo, fazem o investidor financeiro rapidamente liquidar suas posições; já o investidor direto não tem a mesma agilidade.

Para agravar a situação, o investidor produtivo não conta com medidas tão acuradas e contínuas de risco como o investidor financeiro. Entre as medidas disponíveis, podem ser citadas o Índice de Confiança da consultoria ATKearney e o *ranking* internacional de competitividade do IMD – Institute for Management Development. Essas medidas comparam fatores objetivos de atratividade e de risco para investimentos diretos em vários países, permitindo uma avaliação comparativa dos diferentes mercados. No Brasil, a Federação das Indústrias do Estado de São Paulo (Fiesp) publica um indicador de competitividade, o IC-Fiesp, cujos componentes permitem a identificação de fatores de risco.

A competitividade e o risco dos investimentos diretos só podem ser medidos por vias indiretas, por meio do uso

de índices de confiança e de *rankings*, que levam em conta as mudanças das regras tributárias, da oferta de infra-estrutura e da frequência de crises econômicas. Estes são alguns dos fatores que podem alterar a rentabilidade do investimento direto em um país. Essas medidas são relevantes porque o horizonte de um investidor produtivo é o longo prazo e, após o investimento direto ser feito, ele não pode ser revertido a curto prazo como se faz com uma aplicação financeira internacional.

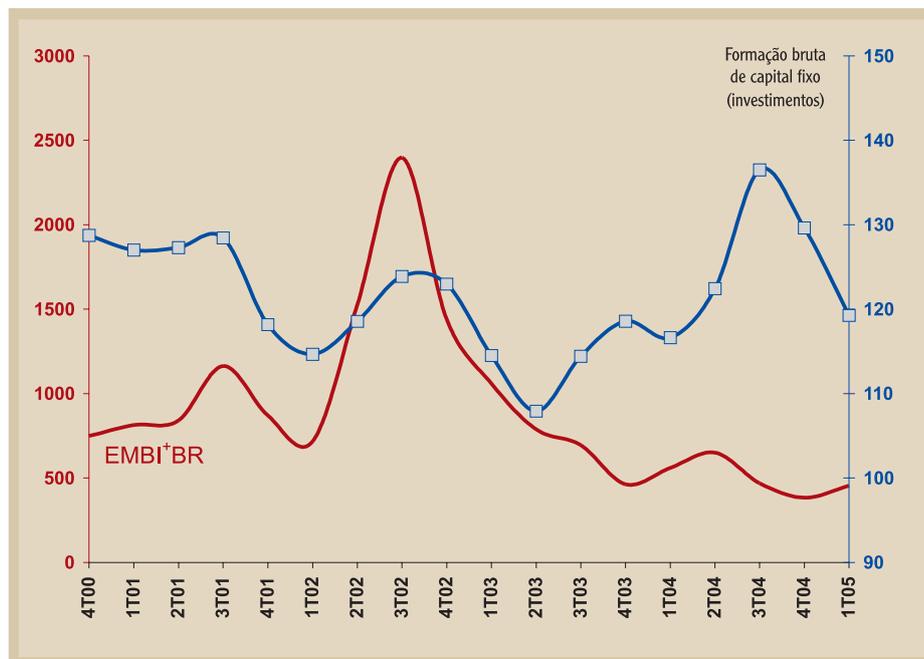


Gráfico 1 – Paradoxo: risco e investimentos

Formação Bruta de Capital Fixo em base média de 1990=100. Dados do EMBI+BR de fim de período.

Fonte: Ipeadata.

**Custo Brasil.** Para se discutir o Risco Brasil do setor produtivo, é importante dis-

tinguir ainda um conceito que, em um período recente, esteve na moda e freqüentou a imprensa e as discussões entre empresários: o chamado Custo Brasil. Este se refere à ineficiência produtiva remanescente em alguns setores, assim como aos problemas estruturais de logística, à complexidade tributária e ao alto grau de informalidade dos negócios, entre outros aspectos.

O Risco Brasil é diferente do Custo Brasil. Enquanto este último diz respeito aos problemas estruturais da produção no Brasil, aquele, na avaliação do setor produtivo, mede as mudanças gerais de regras, assim como as mudanças tributárias, o aumento da incerteza sobre a obtenção de licenças ou autorizações para operar e o aumento do risco antitruste. Enquanto o Custo Brasil expressa as ineficiências atuais do país, o Risco Brasil é uma medida do potencial de mudanças no ambiente operacional e regulatório, afetando o investimento de um empresário do setor produtivo. Vejamos, a seguir, algumas medidas para a redução do Risco Brasil que influenciam diretamente os setores produtivos de nossa economia.

**Garantia de estabilidade.** Para reduzir o Risco Brasil, é pré-requisito manter a estabilidade fiscal e monetária. Nesse ponto, as medidas destinadas a melhorar o risco-país (EMBI\*) podem contribuir para uma melhora do Risco Brasil associado ao investimento produtivo. Embora não haja qualquer dúvida sobre a importância da estabilidade – fator essencial ao risco do investidor financeiro –, é de se notar que a política econômica nos

#### Quadro: **Riscos do investidor produtivo**

##### *Check-list* de riscos do investidor produtivo

- Riscos financeiros
- Tendências políticas
- Freqüência das mudanças tributárias
- Freqüências de mudanças na atividade econômica
- Evolução da oferta de infra-estrutura
- Qualidade da regulação setorial e ambiental
- Mudanças tarifárias e acordos comerciais

últimos anos vem se descuidando de outros objetivos que poderiam diminuir os riscos enfrentados pelo setor produtivo.

O debate sobre a política monetária, fiscal e cambial tem se focado em Risco Brasil e projeções de inflação. Pouco se tem debatido, entretanto, sobre as razões estruturais da taxa de juros elevada e sobre as reformas microeconômicas que poderiam produzir mais crescimento econômico por meio do estímulo à poupança e ao investimento produtivo. A estabilidade, os saldos nas contas externas e o alto superávit fiscal primário, em um ambiente de liquidez internacional, viabilizaram a queda do EMBI. Porém, esse ambiente econômico não foi o bastante para permitir aumento do investimento e do crescimento, nem sequer para se reduzir os juros reais a níveis civilizados.

**Foco na microeconomia.** Outra forma de redução do Risco Brasil para os investidores produtivos envolve uma atuação mais firme do governo na esfera microeconômica, observando os riscos enfrentados pelos empresários no seu dia-a-dia.

O risco de mudanças súbitas na estrutura tributária é elevado no Brasil, como mostra a freqüência com que essas alterações vêm ocorrendo no período recente. A carga tributária total vem aumentando quase continuamente desde a década de 1990, mas esse não é o único problema da área. O aspecto mais significativo é que a estrutura tributária vem se deteriorando, com aumento da participação das contribuições e dos impostos indiretos com incidência cumulativa. Naturalmente, os cálculos de retorno esperado de investimentos produtivos têm que ser ajustados para o elevado risco representado por essas alterações freqüentes no sistema tributário. Por isso, a redução da carga tributária e a melhoria de sua composição é um imperativo para a competitividade e para o incentivo à inversão em atividades produtivas.

Há também os riscos relacionados aos gargalos da infra-estrutura de transportes, energia e abastecimento de água, entre outros. Um colapso em um setor de infra-estrutura pode afetar um negócio específico, como percebe o setor de agronegócios diante de problemas de infra-estrutura para a sua logística, assim como pode ter efeitos

generalizados sobre a atividade econômica do país, como ficou claro na crise do apagão em 2001.

Recentemente, os empresários que operam no Brasil vêm percebendo um aumento dos riscos relacionados aos problemas com segurança física e patrimonial. Esse é outro problema que tem de ser levado em consideração na análise de um investimento produtivo no Brasil. É um problema que não tem sido adequadamente equacionado pelas políticas públicas.

Não se pode esquecer ainda o problema da burocracia associada a abertura, funcionamento e encerramento de empresas no Brasil, que acaba incorporando riscos à vida empresarial. A Lei de Falências, recentemente aprovada, foi um avanço, mas que se revela insuficiente diante da variedade de desafios que o país enfrenta nessa área. Na mesma linha, há necessidade de uma atenção importante sobre o funcionamento do sistema judiciário.

A longa lista de aspectos a serem levados em consideração na avaliação do Risco Brasil do setor produtivo não se encerra aqui, mas há um último aspecto que não pode deixar de ser lembrado. Seria importante que o país perseguisse uma política mais clara de integração ao comércio mundial. A empresa que usa o Brasil como base de exportações enfrenta hoje um grande número de barreiras e elevada burocracia, que poderia ser reduzida a partir de um movimento mais agressivo de acordos comerciais. Assiste-se, na atualidade, a uma proliferação de acordos comerciais, envolvendo até mesmo países próximos como o Chile, diante dos quais o Brasil vem se movendo de forma preocupantemente lenta.

**Vencendo a miopia.** Uma decorrência importante dos aspectos que foram apresentados neste artigo é que a política econômica não deve se guiar apenas pelo objetivo de melhorar a classificação de risco-país no médio prazo, como se, ao atingir o grau de investimento, fosse automaticamente conquistado um maior grau de desenvolvimento. Apesar de relevante, a obtenção de grau de investimento pelas agências de *rating* auxilia o custo de captação

externa do país – tanto para o setor público como para o setor privado – mas não é sinônimo de maior atração de capitais produtivos.

Na realidade, pode haver um dilema – manifesto na gestão da tributação e dos investimentos públicos – entre minimizar o risco de *default* (calote) soberano da dívida do país (medido pelo EMBI+ e também pelos *ratings*

**Enquanto a política econômica não vencer a miopia que a caracteriza, com seu foco exclusivo na estabilidade de preços, teremos um país com baixa inflação, mas sem condições de crescer e atrair investimentos.**

das agências anteriormente citadas) e otimizar a oferta de infra-estrutura de energia, transporte, telecomunicações, segurança pública, condições logísticas ou mesmo de reduzir a carga tributária a níveis compatíveis com o grau de desenvolvimento do país. Enquanto a política econômica não vencer a miopia que a caracteriza, com seu foco exclusivo na estabilidade de preços, teremos um país com baixa inflação, mas sem condições de crescer e atrair investimentos, dados a elevada carga tributária e juros reais e os riscos regulatórios. Em outras palavras, poderemos atingir uma boa classificação de risco *investment grade* (grau de investimento), mas não chegar a ser uma potência econômica.

---

**Marcelo Allain**

Gerente Executivo-Financeiro da Nestlé Brasil, Diretor da SOBEET e Prof. do MBA Fipe-USP  
Mestre em Economia pela Fipe-USP  
E-mail: Marcelo.Allain@br.nestle.com

**Frederico Araújo Turolla**

Prof. convidado do GV-Law e prof. do Departamento de Economia da ESPM  
Doutorando em Economia de Empresas na FGV-EESP  
E-mail: fturolla@fgvsp.br