

Risco da dívida e o preço do dólar

Rubens Penha Cysne

Professor da Escola Brasileira de Economia e Finanças (FGV EPGE)

As variáveis objeto de foco principal da parte dos administradores profissionais de recursos tendem a modificar-se quando uma economia passa de uma situação fiscal confortável a uma situação na qual o mercado passa a considerar a possibilidade de um *default*, seja parcial ou total, da dívida pública.

Isso em geral ocorre devido a dificuldades, sejam de ordem política, legal (em muitos casos, constitucional) ou social, que impedem uma rápida redução do déficit fiscal quando se eleva a razão dívida/PIB (ou a razão dívida/receitas fiscais correntes). Sem a reação adequada das contas fiscais, a conjugação de juros reais, crescimento do produto e déficit primário pode sinalizar temporariamente uma trajetória insustentável para a dívida, fazendo surgir receios de inadimplência.

Quando esse “dever de casa fiscal” não é adequadamente tratado, a economia passa a depender em maior escala dos humores dos poupadores. Em uma economia com câmbio flexível, metas de inflação e leniência fiscal, pode-se evoluir para uma situação limite na qual a eleva-

ção dos juros para conter a inflação não seja eficiente, gerando, ao contrário, mais inflação.

O mecanismo pelo qual isso ocorre é o seguinte. Em economias sem maiores problemas fiscais de longo prazo, elevações dos juros tendem a reduzir o preço da divisa estrangeira de referência (no Brasil, o dólar), em função do maior fluxo de capitais para o país. Um cenário oposto pode ocorrer quando a relação dívida/PIB, a rolagem da dívida e o atrelamento da mesma aos juros de curto prazo são demasiadamente elevados.

Nesse cenário perverso, uma elevação dos juros pode implicar concomitante elevação do prêmio de risco da dívida. Se a aversão ao risco do poupador externo for mais elevada que a média do mercado, reduz-se o fluxo líquido de capitais para o país, mesmo após a reação dos juros de equilíbrio ao aumento do prêmio de *default*.

Nesse caso, a reação temporária a um aumento dos juros para conter a inflação no contexto de um sistema de metas pode ser uma elevação, e não redução, do preço do dólar. Isso fomenta o preço em reais dos bens importáveis e expor-

táveis, combustível potencial para a inflação.

O gráfico 1 ilustra esse ponto para o Brasil. O câmbio real é posicionado na escala da direita e o prêmio de risco (EMBI – Emerging Markets Bond Index – Brasil) na escala da direita.

Observa-se que as duas curvas tendem a seguir oscilações congêneres.

Se o canal de restrição aos preços via demanda agregada (decorrente do aumento inicial dos juros) não for suficiente para contrabalançar o repasse do câmbio para os preços, o resultado final do aumento dos juros pode se dar no sentido de elevar, e não de reduzir a inflação.

Uma das facetas determinantes do prêmio de risco da dívida depende de como o país conduz a sua economia. A outra, dos poupadores, sejam residentes ou não residentes no país.

Devido à importância da aversão ao risco dos poupadores externos nesse processo, aqueles que conseguem prever os seus humores podem ter ganhos financeiros. Uma das variáveis a ser monitorada nesse sentido é o prêmio, por exemplo, no mercado americano, entre os juros dos títulos emitidos pelas empresas

Gráfico 1: EMBI + e taxa de câmbio real

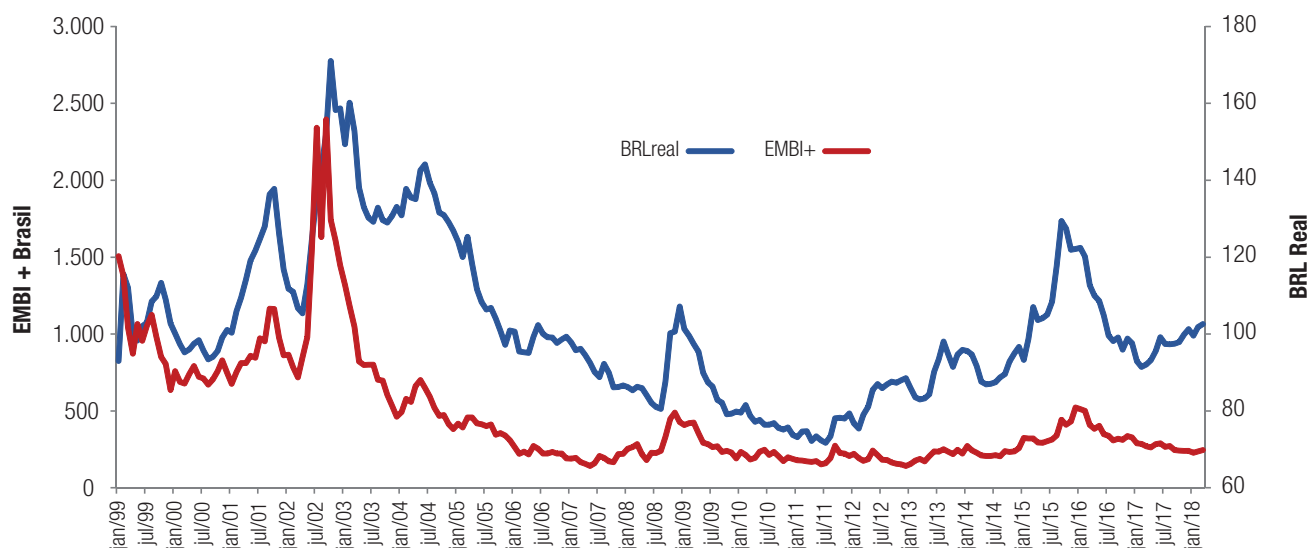
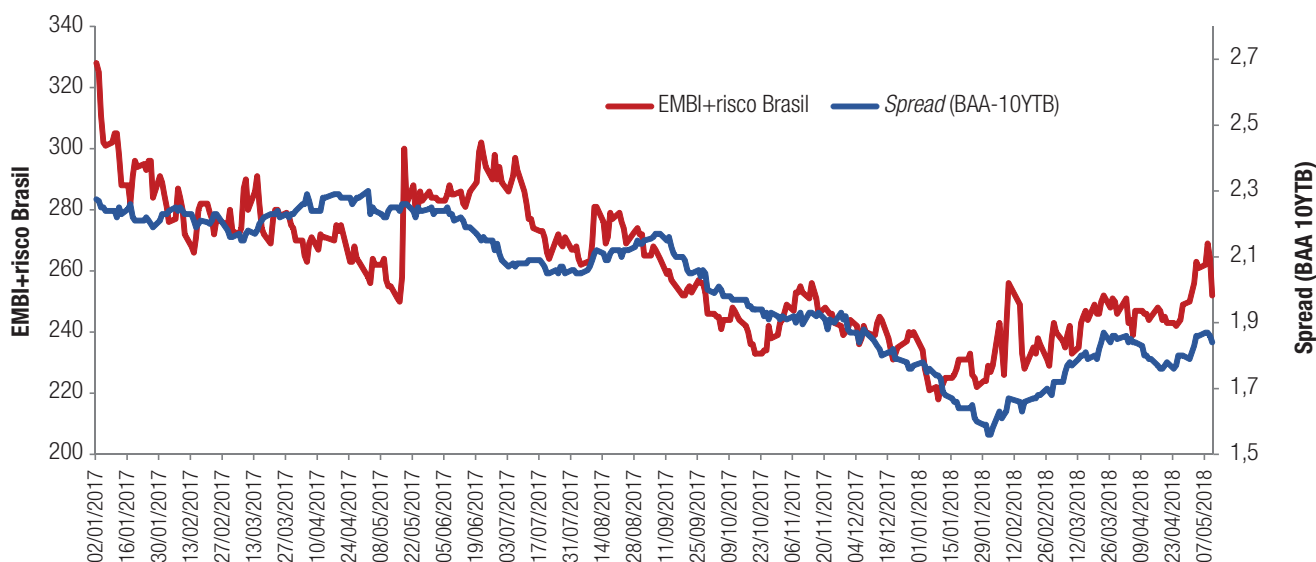


Gráfico 2: EMBI + e spread entre BAA corporate e 10-year Treasury



e os juros dos títulos emitidos pelo Tesouro. Quando esse se eleva, aumentam as chances de que o preço da divisa externa de referência nos países com graves dificuldades fiscais também se eleve.

Novamente a título de ilustração, o eixo direito do gráfico 2 apresenta a evolução desse prêmio externo

(empresas sobre Tesouro) no caso americano; e o eixo esquerdo a evolução do EMBI+ Brasil:

Como a aversão ao risco dos poupadores externos se situa fora do controle dos formuladores de política econômica, é importante para qualquer economia administrar adequadamente a relação divi-

da/PIB, bem como os parâmetros de maturidade da dívida e indexação aos juros de curto prazo. Isso deve ser feito de forma a não permitir que o país adentre a chamada “zona de crise”, na qual eventos fortuitos podem dar origem a correlações pouco usuais (e indesejadas) entre as variáveis econômicas. ▣