

Análise Comparativa de Duas Medidas de Risco-Brasil: *Credit Default Swaps* e *Embi+Br*

31 de outubro de 2007

O volume negociado de Credit Default Swaps (CDS), instrumentos criados para os investidores se protegerem ou se exporem a riscos de crédito de empresas ou países, tem crescido expressivamente nos últimos anos no mercado internacional. Este relatório descreve as principais características dos CDS e compara o comportamento dessa medida de risco para o Brasil com o spread medido pelo Emerging Markets Bond Index Plus Brasil (EMBI+Br). Uma análise gráfica sugere que os CDS respondem mais rapidamente do que o EMBI+Br a mudanças na percepção de risco-país, como a ocorrida em 2002. A estabilidade no nível da curva dos CDS durante a recente turbulência internacional, em relação à do EMBI+Br, provê uma evidência da nítida melhora na percepção de risco-Brasil em relação ao passado recente.

O mercado de derivativos de crédito tem se expandido rapidamente nos últimos anos, sobretudo após o início da padronização de seus contratos em 1999 pela *International Securities Dealers Association* (ISDA). Esses instrumentos financeiros permitem a transferência do risco de crédito de ativos, funcionando como um seguro contra o risco de falência do emissor do ativo, conhecido no jargão de mercado como entidade de referência. Dentre eles, os *Credit Default Swaps* (CDS) são os mais simples e de maior liquidez, funcionando como pilares para derivativos de crédito mais sofisticados.¹ Trata-se de um contrato bilateral, onde o comprador dos CDS efetua pagamentos periódicos ao vendedor em troca de uma proteção para um crédito ou ativo específico. Em caso de falência da entidade de referência ou em “eventos de crédito” especificados no contrato, o vendedor dos CDS paga ao comprador um montante que compense as perdas resultantes do evento, imunizando o risco de crédito. Os eventos de crédito especificados nos contratos incluem um ou mais dos seguintes tipos: falência; atraso em pagamentos; aceleração de dívida; moratória (para os países soberanos); e reestruturação. A forma de pagamento mais comum nesses eventos é a liquidação física, onde o comprador dos CDS entrega um dos ativos do emissor especificados no contrato e recebe o valor financeiro total do título, ou seja, 100% do valor de face. Tal opção de escolha do ativo faz com que o comprador, uma vez caracterizado o evento de crédito, entregue ao vendedor o título negociado com maior deságio no mercado secundário, que é conhecido como “*cheapest-to-deliver (CTD)*”.

¹ Alguns exemplos de derivativos de crédito mais complexos negociados são os *credit-linked notes* (“CLNs”), “*OTC deposits*” e dívidas colateralizadas sintéticas (“*synthetic CDOs*”).

O prêmio ou *spread* a ser pago pelo comprador dos CDS deve igualar o retorno esperado do contrato, que depende da taxa de recuperação do investimento, em caso de ocorrência do evento de crédito, e da probabilidade de falência. Para exemplificar, suponha um caso simples de um contrato de CDS de 1 ano em que o prêmio total é pago antecipadamente. O retorno esperado será igual à diferença em termos percentuais entre o valor de face e o valor de recuperação do ativo referenciado, multiplicada pela probabilidade de falência. Isso porque, no caso em que não há um evento de crédito, o comprador dos CDS não receberá nada enquanto que, no caso de falência, receberá 100% do valor nominal e entregará algum dos ativos referenciados ao vendedor. A taxa de recuperação do ativo, na prática, é tratada como fixa em aproximadamente 20% do valor de face. Portanto, quanto maior a probabilidade de falência, maior será o *spread* dos CDS, funcionando como uma medida de risco de crédito da entidade de referência.

Segundo a *Fitch Ratings* (2003), as principais motivações de se utilizar CDS, em ordem de relevância, são: gerência de capital, arbitragem, gerência de risco de crédito da carteira e negócios (*trading*).² O fato de os CDS não terem um fluxo de caixa inicial para o vendedor permite também uma alavancagem da posição e negócios com o *spread* de crédito, não havendo necessidade de falência para que os CDS gerem lucro. Por exemplo, se um investidor tem perspectivas negativas para um país, ele pode comprar proteção por meio de CDS. Com a piora na percepção de risco de crédito do país, o custo da proteção deve aumentar, acompanhando a probabilidade de falência, e o investidor pode vender a proteção e realizar os lucros, mesmo que o evento de crédito não tenha se efetivado.

Por ser um instrumento sintético sem emissão limitada, o mercado de CDS tem freqüentemente apresentado maior liquidez do que o mercado de títulos, o que tem permitido redução expressiva dos custos de transação e dos *spreads* das pontas de compra e venda, tornando esse instrumento mais atrativo, especialmente em momentos de estresse. A quantia negociada de CDS tem excedido o valor de face de muitos de seus ativos de referência, antecipando movimentos do mercado de títulos. No caso brasileiro, em particular, a redução da dívida externa, a partir do novo programa de recompra iniciado em 2006, implicou uma menor liquidez destes ativos, contribuindo ainda mais para a crescente procura pelos CDS.

O *spread* dos CDS é cotado em pontos básicos em relação ao valor contratado, diferentemente do *spread* medido pelo *Emerging Markets Bond Index Plus* (EMBI+), que é calculado pelo diferencial de rentabilidade de uma carteira teórica de títulos em relação ao rendimento dos títulos do Tesouro norte-americano.³ Entretanto, operações de arbitragem deveriam garantir que esses *spreads* fossem equivalentes. No entanto, há diversos fatores estruturais que fazem com que haja diferenças entre o

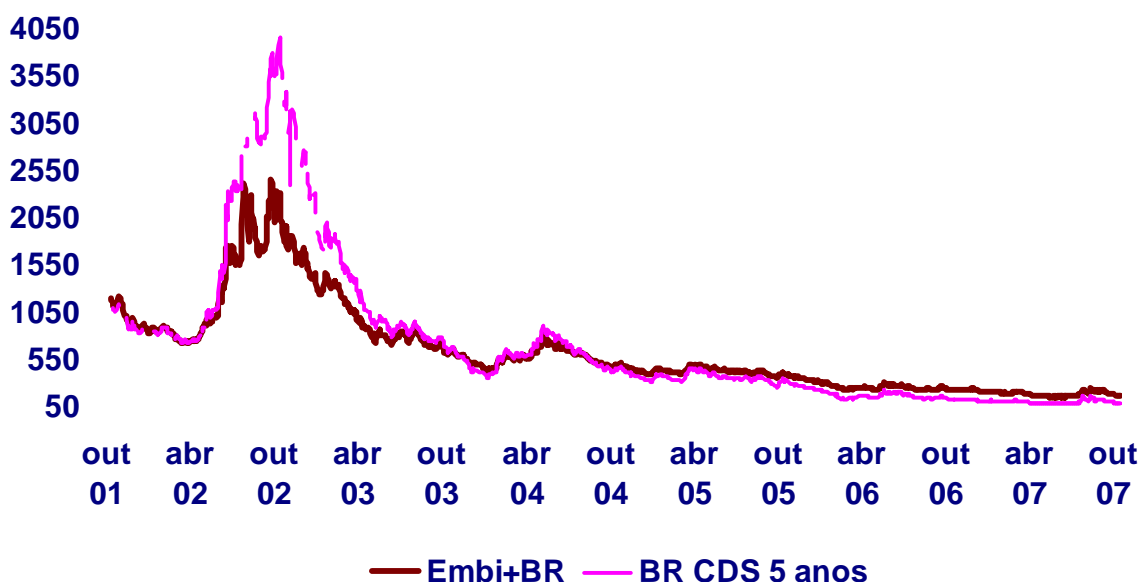
² *Fitch Ratings* (2003), “*Global Credit Derivatives: A Qualified Success*”, *Special Report*.

³ Para uma descrição detalhada sobre o EMBI+, ver <http://www4.bcb.gov.br/pec/gci/port/focus/FAQ09-Risco-País.pdf>

spread dos CDS e dos títulos, conhecida como *basis*. Alguns desses fatores são as diferenças na liquidez nos mercados de títulos e de CDS, a menor duração dos ativos referenciados nos contratos de CDS em relação à carteira do EMBI+, a opção de entregar o título mais barato ao vendedor dos CDS em caso de falência e a possibilidade de empréstimo do título em operações com cláusula de recompra (*repo*), inexistente no caso dos CDS.

Como esperado, as séries históricas dos *spreads* dos CDS de 5 anos do Brasil (contrato com maior liquidez) e do EMBI+Br apresentam elevada correlação (Gráfico 1).⁴ Entretanto, observa-se que, no início da crise de 2002, os *spreads* dos CDS subiram mais rapidamente, permanecendo acima dos *spreads* medidos pelo EMBI+Br por aproximadamente um ano após o ápice da crise. Por serem os CDS instrumentos sintéticos sem emissão limitada, seu mercado torna-se mais atrativo que o mercado de títulos em momentos de estresse, respondendo mais rapidamente a mudanças de percepção de risco. Contribuiu também para a menor ampliação do spread do EMBI+Br a operação de recompra da dívida externa realizada pelo Banco Central, na qual foram gastos aproximadamente US\$3 bilhões com foco na compra de papéis soberanos com até 3 anos de prazo de vencimento. A partir de meados de agosto de 2004, quando a percepção de risco de ocorrência de um evento de crédito era bem menos elevada, ambos os *spreads* voltaram a caminhar juntos.

Gráfico 1
Medidas de Risco Brasil: CDS de 5 anos e EMBI+Br
(pontos básicos)



⁴ A série do CDS utilizada foi a CBRZ1U5 disponível na Bloomberg e a do EMBI+Br foi obtida no site do JPMorgan.

O Gráfico 2 mostra que a recente crise no mercado de crédito imobiliário americano afetou pouco os *spreads* brasileiros que, apesar de terem sofrido um aumento, permaneceram em níveis historicamente baixos. No pior momento da crise em meados de agosto, os *spreads* dos CDS e do EMBI+Br mantiveram o paralelismo usual de períodos de calmaria, o que é uma evidência favorável de que as condições macroeconômicas brasileiras atuais são bem mais sólidas do que as observadas em 2002. Um fato interessante a ser observado é que a curva do *spread* dos CDS ficou sempre abaixo da curva do EMBI+Br. Essa diferença de *spreads* pode ser explicada pelos fatores gerais descritos anteriormente como, por exemplo, a menor duração dos contratos de CDS em relação à carteira do EMBI+. Além disso, um outro motivo é o fato de o título da dívida externa brasileira com maior volume negociado, o BR40, ter uma opção de resgate antecipado em 2015, o que eleva o prêmio.

Gráfico 2
Risco Brasil durante a Crise de Crédito dos EUA
(pontos básicos)

