

Aperto do Fed estrangulará emergentes?

Por Jeffrey Frankel

Valor Econômico, 24.3.2015

A bem estabelecida recuperação americana e a perspectiva de aperto monetário fizeram com que, no ano passado, o dólar se valorizasse fortemente em relação à maioria das moedas. Se o Fed subir os juros já no meio do ano, será provável valorização adicional do dólar.

Na medida em que o Fed (Federal Reserve, banco central dos EUA) se aproxima do momento em que iniciará um dos mais aguardados e amplamente previstos períodos de subida dos juros de curto prazo nos EUA, muitos se perguntam como os mercados emergentes serão afetados. Na verdade, essa pergunta tem sido feita desde maio de 2013, quando o então presidente do Fed, Ben Bernanke, anunciou que a flexibilização quantitativa seria gradualmente reduzida, o que provocou uma alta dos juros de longo prazo nos EUA e resultou numa reversão dos fluxos de capital que afluíam para os mercados emergentes.

O temor, como recordou-nos Christine Lagarde, diretora-gerente do FMI, é de uma repetição de episódios anteriores, especialmente 1982 e 1994, quando o aperto da política de juros do Fed contribuiu para precipitar crises financeiras nos países em desenvolvimento. Se o Fed decidir elevar os juros neste ano, quais mercados emergentes ficarão mais vulneráveis a uma reversão do fluxo de capitais?

Não há dúvida de que os mercados emergentes são extremamente sensíveis às condições do mercado mundial, inclusive não apenas a mudanças nos juros americanos de curto prazo, mas também a outros riscos financeiros, conforme mensurados, por exemplo, pelo índice de volatilidade VIX. Abundância de afluxo de capitais, muitas vezes estimulados por baixos juros nos EUA e calma nos mercados financeiros mundiais, terminam abruptamente quando essas condições são revertidas.

No fim das crises monetárias no Leste Asiático e outras regiões no fim de 1990, os governos de mercados emergentes tinham aprendido algumas lições importantes. Cinco reformas foram particularmente eficazes: taxas de câmbio mais flexíveis, maiores reservas em moeda estrangeira, políticas fiscais menos pró-cíclicas, contas correntes mais fortes e menor endividamento denominado em dólares ou em outras moedas estrangeiras.

Muitos, mas não todos os países em desenvolvimento e emergentes deram passos para aplicar essas políticas desejáveis. As decisões desses países foram postas à prova durante a crise financeira mundial em 2008-2009. Países que adotaram tais reformas foram, em média, menos afetados negativamente. Os países que se abstiveram das reformas, especialmente países de renda média na Europa Central e na periferia do continente tenderam a ser os mais atingidos.

Especialmente a partir de 2001, muitos países em desenvolvimento abandonaram seu padrão histórico de aproveitamento dos períodos de entrada de capitais para financiar grandes déficits fiscais e em conta corrente. Como resultado da redução da dívida e de maiores reservas, a credibilidade financeira melhorou durante o boom de 2003-2007. Até 2008, esses países estavam em

uma posição suficientemente forte para reagir à crise financeira, admitindo déficits orçamentários maiores e, assim, atenuando a recessão em 2009. O Chile foi o campeão entre os reformadores, mas outros países - como Botswana, China, Costa Rica, Malásia, Filipinas e Coreia do Sul - também evitaram políticas fiscais pró-cíclicas.

Infelizmente, retrocessos em política econômica estão colocando em risco essa "aposentadoria" histórica das políticas pró-cíclicas. Países como o Brasil não aproveitaram a recuperação de 2010-2014 para fortalecer seus orçamentos, e agora estão numa posição difícil. Alguns desses países usaram as renovadas entradas de capital para acumular grandes déficits em conta corrente mesmo após 2010. Tais déficits, juntamente com taxas de inflação elevadas, asseguraram ao Brasil, Turquia e África do Sul sua inclusão na lista dos "Cinco Frágeis" - países particularmente impactados pelo anúncio de Bernanke em 2013. A Índia e a Indonésia também estavam nessa lista, embora tenham começado a se mover na direção certa, a partir de então (graças, em parte, a novos governos).

Há também países - entre eles, a Venezuela, a Argentina e a Rússia - que sequer avançaram rumo a reformas. Eles se safaram temporariamente em virtude dos aquecidos preços mundiais das commodities que exportam, mas isso terminou no ano passado.

Uma ameaça menos visível é a dívida denominada em dólares e em outras moedas estrangeiras. As crises cambiais dos anos 1980 e 1990 foram particularmente devastadoras porque desvalorizações muito frequentemente impactaram países que haviam tomado empréstimos em dólares. Isso resultou em um "descasamento monetário" entre passivos em dólar e receitas muitas vezes denominadas em moedas locais. Quando o custo dos dólares duplicou em termos de pesos ou rúpias, bancos e fabricantes locais antes solventes não puderam mais honrar suas dívidas em dólares. Devido a esse efeito adverso nos balanços patrimoniais, a desvalorização acabou por revelar-se contracionária, resultando em graves recessões.

Na virada do século, a maioria dos emergentes tomadores de empréstimos tinha aprendido a lição, pois a volatilidade do câmbio tinha tornado os riscos de descasamento monetário mais tangível. Quando os investidores internacionais retornaram, em 2003, muitos mercados emergentes recusaram-se a tomar empréstimos em dólares ou outras moedas estrangeiras. Em vez disso, eles absorveram o afluxo de capital na forma de investimento direto, participação de capital ou dívida denominada em moeda local.

A relativa ausência de descasamento foi uma das razões pelas quais os mercados emergentes tiveram um desempenho muito melhor quando suas moedas desvalorizaram-se em 2008-2009 do que em crises passadas. Exceções como a Hungria, onde proprietários de moradias haviam tolamente assumido financiamentos em euros e francos suíços aparentemente baratos, confirmaram a regra.

Infelizmente, nos últimos cinco anos muitos mercados emergentes voltaram tomar empréstimos em moeda estrangeira. Apesar de, em sua maioria, os governos terem continuado a evitar assumir dívidas em dólar, o setor empresarial, como advertiu o Banco de Compensações Internacionais (BIS), ficou seduzido por juros ultrabaixos.

Talvez o setor privado chinês seja o mais problemático. Muito de seu recente endividamento viola princípios-chave da sabedoria arduamente adquirida nas crises do passado: seu endividamento foi assumido em moeda estrangeira, é de curto prazo, intermediado por entidades do sistema bancário paralelo e garantido por imóveis.

Apesar de o Fed ainda não ter começado a elevar os juros, a bem estabelecida recuperação econômica americana e a perspectiva de aperto monetário fizeram com que, ao longo do ano passado, o dólar se valorizasse fortemente em relação à maioria das moedas - tanto as de mercados emergentes como de países avançados. Se o Fed subir os juros já no meio deste ano, será provável uma valorização adicional do dólar. Aqueles que andaram brincando com descasamentos podem estar prestes a se queimar. **(Tradução de Sergio Blum)**