

Ascensão e queda das moedas emergentes

Luiz Gonzaga Belluzzo

Valor, 05/04/2022

Em um ambiente recessivo, a elevação dos juros para defender a moeda deprime os preços dos ativos financeiros locais

Nos arraiais da finança e da grande mídia, são largos os sorrisos que celebram a rápida valorização do real em um mês. Esse movimento coincidiu com a intensificação das tensões que culminaram na guerra entre a Rússia e a Otan. Os choques de oferta machucaram os preços das commodities estratégicas - alimentos e petróleo - e as sanções econômicas impuseram o bloqueio de ativos de propriedade russa.

Alguém sugeriu que a escalada dos preços das commodities e a apreciação das moedas turbinaram a riqueza dos países produtores emergentes, ainda que uma proporção relevante de suas populações tenham mergulhado ainda mais fundo na miséria e na fome. Um paradoxo interessante. Serviria para inspirar um livro patrocinado pelas instituições que sustentam o pensamento conservador: “Riqueza das Nações e Miséria das Populações”.

A crise financeira reforçou a supremacia do dólar e ampliou o poder de seignoriage da moeda americana

Os paradoxos são persistentes. O Goldman Sachs alerta para os sinais de recessão embutidos na inversão na curva de juros americana. No entanto, outros analistas retrucam com a exuberância dos mercados de ações, fenômeno que se acentuou com o início da guerra e a imposição de sanções.

O portal Zero Hedge desconfia. Diria um otimista: “Como podemos estar à beira da recessão quando as ações estão próximas dos recordes de altas?”. Retruca o pessimista do Zero Hedge: “Precisamos realmente mostrar onde estavam as ações em 2000 (antes dessa recessão), 2007 (antes dessa recessão) e início de 2020 (antes dessa recessão)?”.

Amigos próximos manifestaram perplexidade diante da concomitância entre a elevação dos riscos financeiros globais provocados pelas sanções, a inversão da curva de juros e a exuberância dos mercados de ações nos Estados Unidos. Eu ousaria dizer que essa combinação denuncia uma “fuga para a qualidade” envolvendo os ativos de risco do país de moeda dominante. Nesse jogo de expectativas, os receios de uma debacle russa e europeia se contrapõem (momentaneamente?) aos temores gerados pelo aperto da política monetária americana, a ser executado mediante as prometidas elevações da policy rate e a retirada progressiva dos estímulos quantitativos. Até quando?

Na inesquecível década dos 90, entre tantas proezas, o FMI e os senhores da razão econômica trataram de convencer os emergentes do caráter benéfico do fluxo de capitais. A deflação dos mercados centrais no início dos anos 90 permitiu a volta dos fluxos de capitais para a periferia a partir de 1992. A liquidez das economias centrais transborda e atinge os países periféricos, permitindo a reversão da situação. Dinheiro caçando rendimentos.

Na reversão do ciclo, explodiram a crise mexicana de 1994, a crise asiática de 1997-98, a crise russa de 1998 e a forte desvalorização do real em 1999. Nessa toada, sobreveio o colapso da Conversibilidade argentina em 2001. Passada a euforia do dinheiro fácil, os

chamados emergentes se afogaram na maré vazante dos capitais em fuga e na repetição dos ajustamentos assimétricos entre países de moeda forte e aqueles de moeda fraca.

Segue o enterro. Entre 2003 e 2007, no auge da Grande Moderação, momento em que prevaleceram a baixa inflação, a liquidez abundante e a avidez pelo risco, as moedas periféricas viveram a ilusão de frequentar os salões da conversibilidade. Em 2008, a crise financeira nascida nas mansões dos príncipes abastados barrou a entrada dos intrusos e mostrou que os saraus das moedas conversíveis não admitem penetras em andrajos.

Mal iniciada a desalavancagem nos mercados centrais, os investidores decidiram formar posições baixistas nos elos fracos dos mercados globalizados, independentemente dos “fundamentos” que supostamente sustentavam o garboso desempenho das moedas apreciadas. Com elas, capitularam as bolsas de valores e, em alguns casos, os mercados imobiliários excessivamente valorizados. Os hedge funds que operam nos países que dispõem de mercados futuros de câmbio passaram a liquidar suas posições e sair com a grana.

A mudança brusca de expectativas tornou as políticas monetárias dos andrajosos prisioneiras da necessidade de evitar as fugas de capitais e de conter o avanço das desvalorizações. Essas medidas defensivas restringem-se quase sempre à elevação das taxas de juros para defender a moeda local, aliadas a intervenções pouco efetivas nos mercados de câmbio.

A crise acentua o caráter assimétrico dos ajustamentos dos balanços de pagamentos entre países de moeda forte e aqueles de moeda fraca. Ao contrário do que sustentam alguns analistas, os realinhamentos mencionados das taxas de câmbio não contribuem para reverter os desequilíbrios globais. A fuga dos ativos e moedas de “maior risco” em direção aos títulos de qualidade permite a queda dos yields dos títulos denominados em moeda forte.

Os Estados Unidos, em função do “privilégio exorbitante”, denunciado por Valéry Giscard d'Estaing na posteridade de Bretton Woods, dispõem da capacidade de atrair capitais para os seus mercados, mesmo com taxas de juro abaixo da média mundial sem afetar o curso do dólar. A crise financeira reforçou a supremacia do dólar e ampliou o poder de seigniorage da moeda americana. Em contrapartida, a pressão externa sobre as economias emergentes tornou mais difícil a execução de políticas fiscais e monetárias anticíclicas.

Em um ambiente recessivo, a elevação dos juros para defender a moeda deprime os preços dos ativos financeiros locais, atinge a saúde financeira das empresas machucadas pelo faturamento minguante e, last but not least, aumenta a prudência dos bancos na concessão de crédito.

Tantos foram os episódios de movimentos de capitais causadores de instabilidade que o FMI publicou recentemente um documento intitulado “Por que o FMI está atualizando sua visão sobre fluxos de capital” Entre os autores está a economista-chefe da instituição, Gita Gopinath. O documento reza: “Moldada pelas crises financeiras da década de 1990 e pela crise financeira global de 2008-09, buscou-se uma abordagem equilibrada e consistente para questões de liberalização de contas de capital e gestão do fluxo de capital.

Antes tarde que nunca.

Luiz Gonzaga Belluzzo é professor titular do Instituto de Economia da Unicamp e escreve mensalmente às terças-feiras.