

Reajustes na percepção de risco

Carlos Thadeu de Freitas Gomes e
Marianne Lorena Hanson
redacao@brasileconomico.com.br

Desde que o Federal Reserve sinalizou a possibilidade de reduzir o programa de alívio quantitativo já no ano corrente, os mercados passam por grande turbulência e enfrentam grande volatilidade. Somada à grande incerteza acerca dos efeitos de tal mudança, há uma reavaliação de risco em face ao novo cenário externo que se formou, apesar da recente decisão de adiamento do fim dos estímulos monetários.

O programa LSAP (compra de ativos em grande escala, da sigla em inglês) está entre as políticas de expansão monetária sem precedentes, com instrumentos não convencionais e cujos efeitos são pouco conhecidos, colocadas em prática para enfrentar a grave crise econômica iniciada em 2008. Esse programa consiste atualmente na compra de US\$ 86 bilhões por mês em títulos do tesouro americano e papéis lastreados em hipotecas. A partir de maio o Federal Reserve começou a dar sinais de que, na medida em que se sustenta uma recuperação da economia norte-americana, poderia iniciar a normalização de sua política monetária, começando pelo LSAP.

Os efeitos das compras do Federal Reserve são exercidos através de seus impactos sobre os preços desses ativos, mas seus resultados sobre a atividade econômica são temas de grande controvérsia. Entretanto, há forte evidência de que essas compras tenham reduzido os prêmios de risco e o custo de financiamento, não só do Tesouro dos EUA, mas também de várias classes de ativos, inclusive para as empresas americanas. A redução dos prêmios de risco também provocou efeitos de contágio importantes sobre os países emergentes.

O primeiro desses efeitos foi a pressão sobre o câmbio provocada pelo deslocamento de capitais na busca por maior retorno. Os Bancos Centrais desses países, inclusive do Brasil, se viram compelidos a reduzir suas taxas de juros em resposta a essa pressão. O grande influxo de capitais associado à expansão monetária também incentivou o crescimento do crédito. Houve uma valorização de ativos nesses mercados. Agora, com a perspectiva de normalização gradual da política monetária há um reajuste na precificação desses ativos.

Por ter uma baixa taxa de poupança e não contar com uma moeda conversível, a economia brasileira esteve muitas vezes exposta à vulnerabilidade externa

A apreciação cambial, combinada com os demais efeitos de contágio da política monetária expansionista dos Bancos Centrais das economias avançadas sobre a demanda agregada contribuiu para uma piora ou reversão da posição externa da maior parte desses países. Quando, em maio de 2013, o Federal Reserve sinalizou essa mudança, países com déficits em conta corrente foram os mais afetados, justamente por sua necessidade de financiamento externo.

O Brasil foi um dos mais afetados. Enquanto que uma posição externa de sobrevalorização cambial não é favorável na medida em que afeta a competitividade do setor produtivo exposto à competição internacional, um ajuste externo pode ser bastante desfavorável. A elevada volatilidade cambial também não é benvida, pois configura um ambiente de grande incerteza. Nesse momento em particular, com a inflação persistentemente acima da meta e piora das expectativas inflacionárias, a rápida queda do real preocupou. Contudo, as intervenções cambiais do Banco Central no mercado futuro têm contribuído para uma trajetória mais benigna do câmbio, agora reforçada pelo adiamento da redução de incentivos monetários pelo Federal Reserve.

Por ter uma baixa taxa de poupança e não contar com uma moeda conversível, a economia brasileira esteve muitas vezes exposta à vulnerabilidade externa. Entretanto, contamos hoje com dois fatores que melhoram nossa posição quando comparamos com as diversas crises do passado e devem suavizar o processo de ajuste. A primeira é a taxa de câmbio flexível, que permite que o ajuste seja feito via Balanço de Pagamentos (mais exportações e menos importações). A segunda é a solvência externa construída nos últimos anos com a redução do endividamento externo líquido.

Contudo, muito embora a inflação esteja sob controle no curto prazo, o câmbio é um canal importante de transmissão da política monetária, e deve gerar um custo em termos de aperto monetário, mesmo num momento de baixo crescimento da atividade econômica. Outro fator desfavorável é a desaceleração da economia chinesa e a recuperação anêmica da demanda global como um todo, que não favorece as exportações e pode alongar o ajuste externo.

Carlos Thadeu de Freitas Gomes é economista chefe da CNC e ex-diretor do Banco Central
Marianne Lorena Hanson é economista da CNC

