Mercados emergentes

POR QUE DO MAU HUMOR DOS INVESTIDORES?

Felippe Serigati[1] Roberta Possamai[2]

NO CENÁRIO internacional, os dois primeiros meses de 2014 foram marcados pela mudança de humor dos investidores com relação aos mercados emergentes. Um volume significativo de capital saiu destas economias ou de ativos cujo retorno estava associado ao desempenho dos preços das *commodities*. A origem desses movimentos está nas mudanças da política monetária norte-americana e na desaceleração do ritmo de expansão da economia chinesa.

Esses movimentos não representam uma crise, mas um processo em que a economia mundial começa a se voltar para uma trajetória de maior equilíbrio. O ajuste pode causar algum desconforto às economias emergentes, principalmente àquelas que não se prepararam para o fim da política do dólar barato. Infelizmente, o Brasil encontra-se neste grupo. Diante disso, os agentes do universo agro também precisam estar atentos. Se, por um lado, há a perspectiva de que a desvalorização da taxa de câmbio irá compensar a mudança nos preços das *commodities*; por outro lado, está claro que o patamar de preços praticados nos últimos três anos não pode ser utilizado como referência para o futuro próximo.

Falta de opções para investir

Entre 2009 e 2012, enquanto os países centrais estavam em crise e seus respectivos bancos centrais praticavam políticas monetárias expansionistas, os mercados emergentes apresentaram-se como opções de investimento mais atraentes. Todavia, nesse ponto, é importante não ter a ilusão de que estes mercados foram considerados bons destinos para esses capitais por causa da solidez dos seus fundamentos econômicos ou das suas características institucionais. A realidade é que, devido à crise nos países centrais, os investidores foram mais tolerantes com algumas precariedades das economias emergentes; afinal, não havia oportunidades melhores para alocar o volume brutal de dinheiro que os bancos centrais estavam injetando nos mercados financeiros.

Na época, esse movimento de capitais para as economias emergentes ficou conhecido, aqui no Brasil, como *tsunami* monetário. Se, por um lado, este fenômeno foi o responsável pela indesejável apreciação cambial (por parte do Governo, industriais e exportadores); por outro lado, também foi o responsável pela maciça entrada de investimento estrangeiro e pela quebra de recordes históricos dos preços de diversas *commodities* agrícolas e minerais. É necessário que fique claro que essa conjuntura, embora muito favorável para a economia brasileira e para o setor agro, era resultado de um grande desequilíbrio, que envolvia um excesso de liquidez nos mercados financeiros e poucas opções de investimento nas economias centrais.

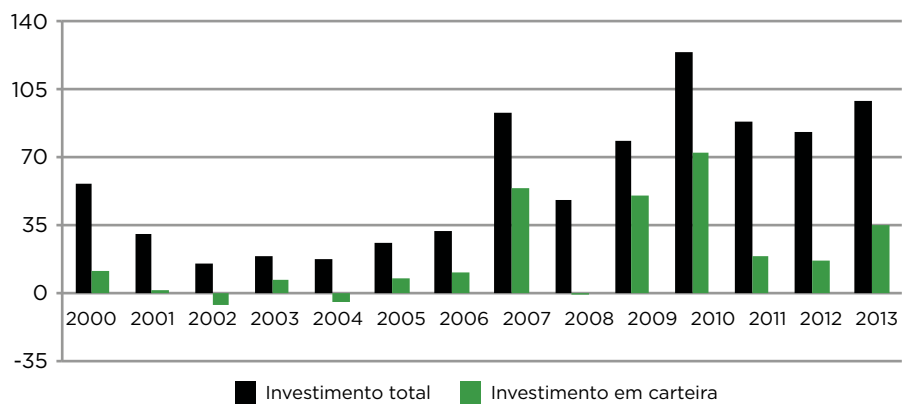
Ajustando o desequilíbrio

Conforme já apresentado, desde a crise de 2008, os bancos centrais das economias desenvolvidas têm adotado políticas monetárias frouxas, com o intuito de estimular o mercado de crédito, para, por fim, fortalecer os investimentos e o crescimento econômico. No caso do Banco Central dos Estados Unidos (Fed), entre as medidas praticadas, merecem destaque:

- a maciça injeção de dólares no balanço de diversas instituições financeiras por meio de compras mensais de títulos privados; e
- a manutenção da taxa de juros de referência da economia norte-americana (a *Fed funds rate*) próximo de zero (em termos nominais!).

Nos últimos meses, houve (i) uma redução no ritmo dessas compras de títulos privados (de US$ 85 bilhões mensais, em novembro de 2013, para US$ 65 bilhões, desde fevereiro de 2014); e (ii) a consolidação das expectativas de que a *Fed funds rate* iria subir no médio prazo. Entre as razões que justificam esse aperto da política

ENTRADA DE INVESTIMENTOS ESTRANGEIROS NO BRASIL (EM US$ BI DEFLACIONADOS PELO CPI DE 2013)



Fonte: BACEN; U.S. Bureau of Labor Statistics

monetária, estão o crescimento de 1,9% da economia norte-americana no ano passado e a queda da taxa de desemprego (6,7% em dezembro de 2013).

Após estes números favoráveis, principalmente no mercado de trabalho, o comportamento da inflação passou a ser a maior incerteza com relação a quando o Fed iniciará o processo de elevação da sua taxa de juros. O ponto é que a inflação norte-americana ainda está muito baixa (1,5%), e permanece o temor de um quadro de deflação, que poderia suspender o processo de recuperação dessa economia.

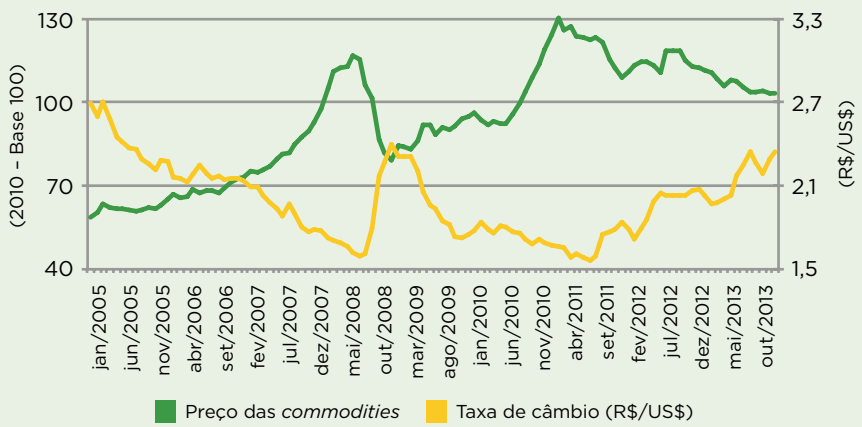
De qualquer forma, essas mudanças, combinadas à redução do ritmo de crescimento da economia chinesa, têm mudado o humor dos agentes com relação aos mercados emergentes. Com isso, investidores passaram a liquidar parte dos seus ativos associados às economias emergentes e aos mercados de *commodities* agrícolas e minerais, para investirem em ativos nos países centrais, notadamente nos Estados Unidos, mas também no Japão. Esse movimento tem levado a desvalorizações nas moedas de países emergentes e à redução das cotações de diversas *commodities*.

A desvalorização da taxa de câmbio irá compensar o novo patamar das cotações das *commodities* agrícolas?

Desde 2004, a taxa de câmbio tem se comportado como uma espécie de *hedge* natural para as cotações das *commodities* agrícolas: quando estas caem, representando uma perda para o universo agro, a primeira desvaloriza, compensando ao menos parte da contração da receita (e vice-versa). Por trás desse movimento conjunto, está o fato de que tanto as moedas de países emergentes, quanto as *commodities* agrícolas têm sido tratadas como ativos financeiros e têm respondido de maneira análoga aos estímulos monetários dos bancos centrais dos países desenvolvidos. Ou seja, a forte injeção de liquidez promovida pelos bancos centrais dos Estados Unidos, Japão, Reino Unido e Zona do Euro valorizou tanto a taxa de câmbio dos países emergentes, quanto as cotações das *commodities* agrícolas e minerais.

Ao longo de 2013, observou-se uma queda da cotação de diversas *commodities*, o que levaria a uma perda de receita para os produtores agrícolas. Porém, parte desta perda foi atenuada pela desvalorização da taxa de câmbio. Para 2014, há a perspectiva de que a taxa de câmbio manterá a tendência de desvalorização, enquanto os preços das *commodities* manter-se-ão relativamente estáveis. Com isso, a redução dos estímulos monetários dos países centrais pode proporcionar uma receita extra ao setor exportador do universo agro.

EVOLUÇÃO DA TAXA DE CÂMBIO E DOS PREÇOS DAS *COMMODITIES* AGRÍCOLAS (JAN/05 A DEZ/13)



Fonte: Banco Mundial; BACEN

Menor tolerância dos investidores

Como já exposto, parte significativa dos recursos que as economias emergentes receberam nos últimos anos estava associada muito mais à falta de opção de onde investir do que às reais qualidades do seu ambiente econômico e das suas características institucionais. Dado que as economias centrais têm dado sinais de que estão recuperando seu ritmo de crescimento, os investidores passam a ser mais rigorosos e reduzem suas posições em ativos associados aos mercados emergentes.

Naturalmente, nessa situação, os agentes ficam menos tolerantes com economias associadas a maior risco. Logo, os países que tiveram menor cuidado com relação aos seus fundamentos irão sofrer mais nesse período de reversão dos fluxos de capitais. Infelizmente, o Brasil faz parte deste grupo, assim como a Argentina, Turquia, Índia etc. Se, por um lado, é importante reconhecer que o Brasil não está com os fundamentos tão deteriorados quanto os demais países citados; por outro lado, é necessário assumir que ele também não está com números tão favoráveis a ponto de se aproximar de países como Chile, México, Colômbia e Peru.

Enfim, é hora de pôr os pés no chão e reconhecer que a conjuntura vivida nos últimos anos, desde 2009, foi resultado de um grande desequilíbrio, que, cedo ou tarde, precisaria ser corrigido. É importante ter claro que o mundo está voltando à normalidade, e isso pode ser desfavorável às economias emergentes, principalmente àquelas que cometeram excessos, como o Brasil. ■

1 Doutor em Economia pela Escola de Economia de São Paulo (EESP/FGV), professor e pesquisador do GV Agro (felippeserigati@gmail.com)
2 Economista pela USP (rc.possamai@gmail.com)