



Como as taxas de juros dos Estados Unidos afetam os mercados financeiros das economias emergentes

15 de maio de 2014

Alexander Klemm, Andre Meier e Sebastián Sosa

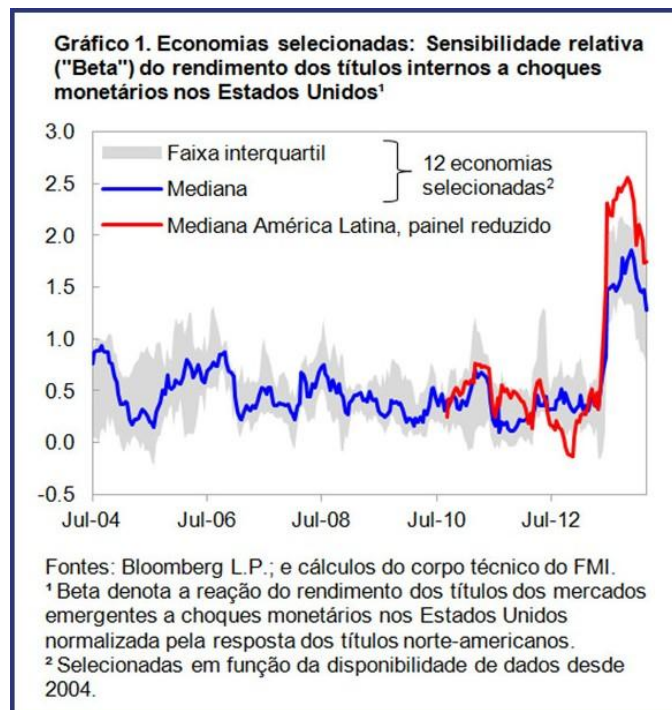
Os governos da maioria das economias emergentes, inclusive na América Latina, reduziram sua exposição às taxas de juros dos EUA na última década ao passar a emitir uma maior parcela da dívida pública em moeda nacional.

Mesmo assim, uma variação súbita nas taxas de juros dos EUA ainda tem o poder de perturbar os mercados financeiros das economias emergentes. Uma prova disso é o tumulto que se seguiu ao anúncio do Fed, em 2013, que poderia começar a reduzir suas compras de títulos antes do previsto, o que provocou um forte aumento dos rendimentos.

A turbulência do mercado acalmou desde então e os investidores dos mercados emergentes estão, de modo geral, menos preocupados com as repercussões da política monetária norte-americana. Mas o que as séries de dados mais longas nos mostram em relação a essas repercussões? A mais recente edição do relatório [Perspectivas Econômicas Regionais: As Américas](#) aborda essa questão a partir de duas perspectivas distintas: os rendimentos dos títulos públicos e os fluxos de capital.

Impacto sobre os rendimentos dos títulos públicos

As variações nas taxas de juros dos EUA podem reverberar em todo o sistema financeiro mundial. Em especial, o aumento das taxas de juros nos EUA reduz a atratividade dos investimentos em outras moedas, o que cria pressão sobre as taxas de câmbio e preços dos títulos dos mercados emergentes. Nosso estudo se concentra nas variações das taxas de juros dos EUA que refletem a interpretação de notícias relacionadas com as perspectivas da política monetária. Definimos como choques monetários contracionistas as notícias que elevam o rendimento dos títulos norte-americanos de 10 anos e reduzem os preços das ações norte-americanas. Tais notícias podem incluir, entre outras, pressões inflacionárias maiores que as esperadas, uma orientação de política inesperadamente agressiva, ou a intensificação da incerteza quanto à política monetária futura. Em contrapartida, presumimos que as surpresas positivas em termos de crescimento ou um maior apetite pelo risco elevariam os rendimentos dos títulos e também os preços das ações, diferenciando-os dos choques monetários.

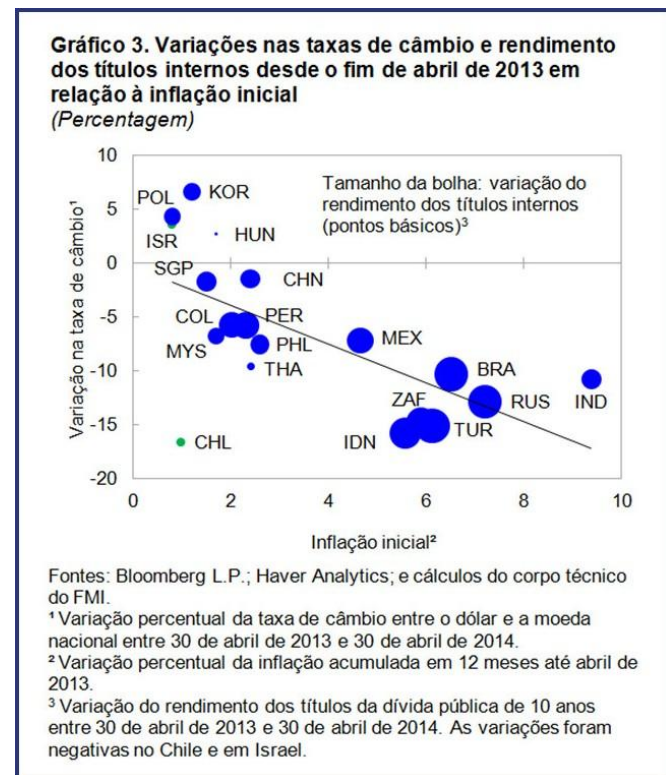
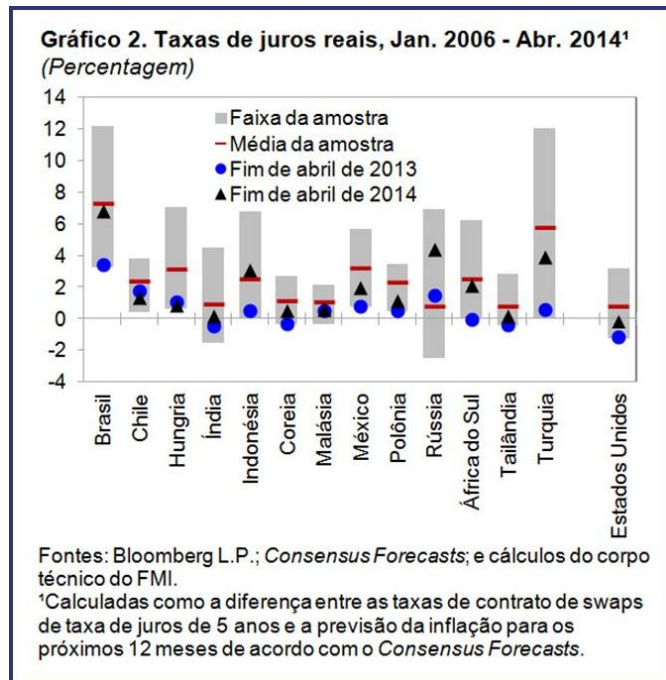


Como os rendimentos dos títulos dos mercados emergentes reagem a choques de política monetária dos Estados Unidos? Nossos resultados indicam que, até dois dias após um choque contracionista, os rendimentos dos títulos públicos em moeda nacional dos mercados emergentes tendem a aumentar, mas em geral o aumento é menor do que o do rendimento dos títulos norte-americanos correspondentes. Como observado no gráfico 1, a sensibilidade relativa dos mercados emergentes foi de cerca de 0,5, em média, nos últimos 10 anos.

Depois da tempestade vem o tédio?

Contudo, essa sensibilidade aumentou de forma acentuada com o choque relacionado à possível redução das compras de títulos em meados de 2013, quando os rendimentos dos títulos na maioria dos mercados emergentes — e em especial na América Latina — reagiram com muito mais intensidade que os rendimentos dos próprios títulos dos EUA. Um fator que poderia explicar essa reação incomum é a situação extrema que os mercados viviam imediatamente antes do choque (ver gráfico 2). Em quase todas as economias emergentes, as taxas de juros a mais longo prazo haviam chegado a níveis historicamente baixos, impelidas por uma intensa “busca de rendimento”. Como um elástico esticado ao extremo, os rendimentos reagiram com violência quando veio o choque. Na medida que as taxas de juros se normalizaram desde então, novos choques poderiam ter efeitos mais moderados, coerentes com o padrão dominante na última década. Ainda assim, persiste o risco de novos surtos de volatilidade.

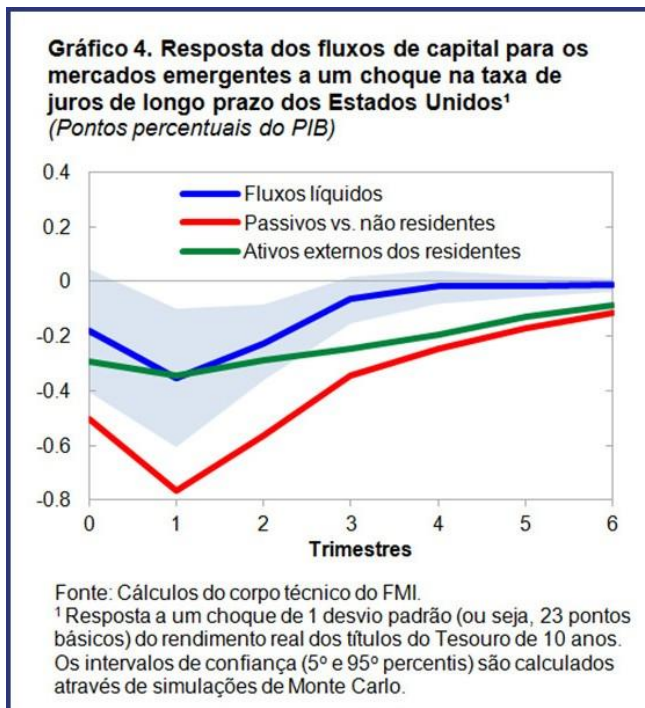
O aumento quase universal dos rendimentos dos títulos desde maio de 2013 indica que as economias emergentes não podem se proteger totalmente de choques financeiros externos. Todavia, os mercados parecem ter conseguido diferenciar os países conforme seus fundamentos, punindo as economias com déficits mais elevados em conta corrente e problemas internos de inflação (ver gráfico 3), como Turquia, África do Sul e Brasil. Isso destaca a importância de preservar a



solidez dos balanços e a credibilidade dos quadros de políticas para reforçar a resistência econômica.

Uma perspectiva relacionada aos fluxos de capital

Os fluxos de capital constituem outro ponto de observação para a análise do impacto das variações das taxas de juros dos EUA. Nossos resultados — baseados em um painel amplo de economias emergentes, com dados que remontam a 1990 — indicam que choques da taxa real dos títulos norte-americanos têm um impacto significativo sobre os fluxos de capital para os mercados emergentes (ver gráfico 4). As entradas de capital não residente sofrem queda expressiva (de quase 2% do PIB em seis trimestres) em resposta a um aumento de 100 pontos básicos na taxa real de títulos do Tesouro de 10 anos. O impacto sobre a entrada líquida de capitais, embora também negativo, é menor, o que reflete o papel estabilizador dos residentes, que reagem repatriando ativos externos. A evolução em 2013 segue esse padrão histórico quase à risca na maioria dos mercados emergentes, incluindo os da América Latina.



Em lugar de um choque da taxa de juros, podemos considerar o caso de um choque positivo do produto dos Estados Unidos. Nesse caso, observa-se que os fluxos líquidos de capitais para os mercados emergentes *umentam*, apesar do aumento correspondente nas taxas de juros dos EUA. Esse resultado indica que as economias emergentes não teriam muito a temer de uma normalização ordenada da política monetária norte-americana que melhor reflita o crescimento do país. Em contrapartida, um aumento independente das taxas de juros provavelmente geraria pressões para a saída de capital.

Conclusão

Embora muitas economias emergentes tenham reduzido sua dependência da dívida expressa em dólares, não se verifica um isolamento completo dos choques monetários dos Estados Unidos. Em um cenário de normalização gradual da política monetária norte-americana, as repercussões negativas relacionadas com o aumento das taxas de juros dos EUA seriam contidas. No caso dos parceiros comerciais mais próximos, é provável, inclusive, que predomine o impulso positivo de um crescimento mais vigoroso nos Estados Unidos.

De qualquer modo, as autoridades econômicas devem estar preparadas para enfrentar novos episódios de volatilidade. A chave para reforçar as defesas da economia interna reside em:

- Balanços robustos, que resistam ao escrutínio dos investidores, até mesmo em épocas de aversão aguda ao risco.

- Quadros de política credíveis, que permitam aos países aplicar políticas macroeconômicas de apoio quando necessário.

Biografias:

- **Alexander Klemm** é Economista do Departamento do Hemisfério Ocidental e se dedica a temas macroeconômicos regionais na América Latina. Ocupou cargos no Departamento de Finanças Públicas e Departamento Europeu, onde participou de programas financeiros para países membros, atividades de supervisão econômica, assistência técnica e vários projetos de pesquisa. Também trabalhou no Institute for Fiscal Studies e no Banco Central Europeu. Tem doutorado pela University College London e publicou numerosos estudos.
- **Andre Meier** é Subchefe da Divisão de Estudos Regionais do Departamento do Hemisfério Ocidental, que produz estudos e análises transnacionais sobre a América Latina e o Caribe. Trabalhou em diversas missões a países da África, Ásia e Europa, e foi Representante Residente do FMI na RAE de Hong Kong entre 2011 e 2013. Seus estudos publicados abordam a transmissão das políticas fiscal e monetária, a dinâmica da inflação e as imperfeições nos mercados financeiros.