

# O pecado original restaurado

Por Luiz Fernando de Paula, Barbara Fritz e Daniela Prates

Valor, 19/10/2020

**Novo perfil de passivos externos cria uma nova fonte de vulnerabilidade externa**

Pode-se identificar três ondas principais de fluxos de capitais desde a década de 1990 para economias emergentes (EMs): a primeira começa no início e termina no final desta década com uma sequência de crises cambiais na América Latina, Leste Asiático e a Rússia; uma segunda onda inicia-se com o novo milênio, terminando com uma parada abrupta em 2008 com a Crise Financeira Global (CFG); por fim, desencadeado por políticas de afrouxamento quantitativo do Fed um terceiro ciclo começa a partir de meados de 2009, com fluxos de capitais cada vez maiores e diversificados e aumento da participação de não-residentes em aplicações em moeda local nos mercados domésticos das economias emergentes.

A pandemia da covid-19 levou a uma forte reversão nos fluxos de capitais para as EMs. A alta incerteza relacionada à propagação da pandemia aumentou os temores sobre o futuro, desencadeando saídas de portfólio sem precedentes dessas economias, atingindo primeiro os mercados acionários e, na sequência, os mercados de títulos públicos, resultando em deflação nos preços das ações, um aumento acentuado nos spreads e abrupta depreciação das moedas domésticas.

As saídas líquidas de capitais das economias emergentes somaram US\$ 104,8 bilhões durante a crise da covid-19, mais de três vezes os US\$ 33,0 bilhões registrados na CFG, em ambos considerando os 90 dias após o início do evento, e resultou em uma forte desvalorização cambial entre o final de fevereiro e final de março de 2020, tendência que persistiu em algumas EMs.

No entanto, desde abril de 2020, esse movimento perdeu ímpeto com a recuperação parcial dos influxos de portfólio de capital para as EMs, o que fez com que os preços de muitos ativos retornassem mais perto aos níveis anteriores. Como os bancos centrais das grandes economias avançadas injetaram quantidades sem precedentes de liquidez em suas economias, os investidores globais tiveram pouca escolha a não ser buscar maiores rendimentos nas EMs.

Um importante determinante das saídas de capital recorde das EMs durante a crise da covid-19 é a crescente importância dos fundos orientados por benchmark ou fundos passivos, que seguem um índice de referência emblemático com uma lista predefinida de países e títulos com pesos específicos (JP Morgan EMBI ou Morgan Stanley's MSCI). O comportamento desses fundos tem contribuído para a forte correlação entre as decisões de portfólio dos gestores de ativos durante a crise da covid-19, reforçando o comportamento de manada dos investidores. Além disso, os fundos ativos também são influenciados por esses benchmarks, pois seus gestores não podem correr o risco de ter um desempenho inferior aos fundos passivos: segundo estimativas, cerca de 70% das alocações dos fundos de investimento dedicados às EMs sofrem influência desses índices.

A maior presença de investidores estrangeiros nos mercados de capitais locais aumentou a transmissão de choques financeiros internacionais para esses mercados, uma vez que os surtos de entrada e saída de não-residentes afetam não apenas os preços dos ativos domésticos, mas também as taxas de câmbio. As enormes desvalorizações cambiais têm um forte impacto nas EMs, podendo afetar tanto residentes que tenham acumulado dívidas em

moedas estrangeiras, quanto os preços dos produtos comercializáveis em moeda doméstica. Vejamos com mais detalhes esse processo.

Em primeiro lugar, como a maioria das EMs acumulou dívida externa corporativa antes da crise de covid-19, estimulada por custos de empréstimos historicamente baixos, uma desvalorização cambial mais acentuada, juntamente com uma forte alta dos spreads, aumentou os custos para os tomadores de dívidas em moeda estrangeira.

Em segundo lugar, a redução dos preços dos ativos financeiros em termos da moeda local detidos por investidores estrangeiros desencadeou a venda de ativos financeiros que resultou em novas rodadas de saídas de capitais. Este último evento está relacionado ao surgimento de uma nova fonte de vulnerabilidade externa - denominado recentemente por economistas do BIS de “pecado original restaurado”, em inglês “original sin redux”: como os investidores estrangeiros têm ativos nas moedas das EMs, mas obrigações com os clientes na moeda de seu país, a depreciação da moeda de uma EM pode desencadear vendas de títulos e ações.

O novo perfil de passivos externos das EMs detidos por investidores globais - acima referido - cria novos canais de transmissão de choques financeiros e, com isso, uma nova fonte de vulnerabilidade externa, relacionada à presença de investidores estrangeiros em mercados domésticos. Até onde sabemos, esse novo fenômeno tem permanecido bastante despercebido pelos analistas e na orientação de políticas.

O “pecado original restaurado” capta este novo tipo de vulnerabilidade que veio à tona com mais força do que na CFC no ápice da crise da covid-19 e ajuda a explicar a saída de capitais das EMs nunca vista antes e também contribui para a compreensão da rápida e parcial recuperação dos investimentos estrangeiros de portfólio para essas economias, mas com comportamento muito volátil. À medida que os investidores internacionais procuraram vender o mais rápido possível os ativos nos mercados financeiros domésticos com preços em queda, exerceram uma pressão ainda mais forte sobre as taxas de câmbio desses países. Entretanto, quando os preços dos ativos atingiram mínimos recordes, esses investidores com sua fome recuperada por rendimentos voltaram gradual e parcialmente a investir em ativos das EMs.

Adicionalmente, os efeitos do pecado original, tal como concebido na sua forma original por Barry Eichengreen e Ricardo Hausmann, também aumentaram no período de globalização financeira, devido aos maiores volumes de dívidas e da maior sofisticação financeira. Este conceito destaca a impossibilidade de um país emitir títulos no exterior em sua própria moeda, o que pode gerar um problema de descasamento de moedas no balanço patrimonial do tomador de crédito, fenômeno que foi típico do período de internacionalização financeira (anos 1970 e 1980) quando houve predomínio dos empréstimos externos nos fluxos de capitais, mas que se manteve também na atual fase de globalização financeira.

Concluindo, o novo padrão de vulnerabilidade externa criou um grau de complexidade sem precedentes, reforçando a vulnerabilidade das EMs aos choques externos e à volatilidade dos fluxos de capitais com todos os seus conhecidos e danosos efeitos sobre o crescimento econômico.

**Luiz Fernando de Paula, Barbara Fritz e Daniela Prates são, respectivamente, professor de Economia da UFRJ, professora de Economia da Freie Universitat Berlin e economista sênior da Unctad**