

Política monetária nas economias emergentes começa a se diferenciar

Thiago Angelis
Fabiana D'Atri

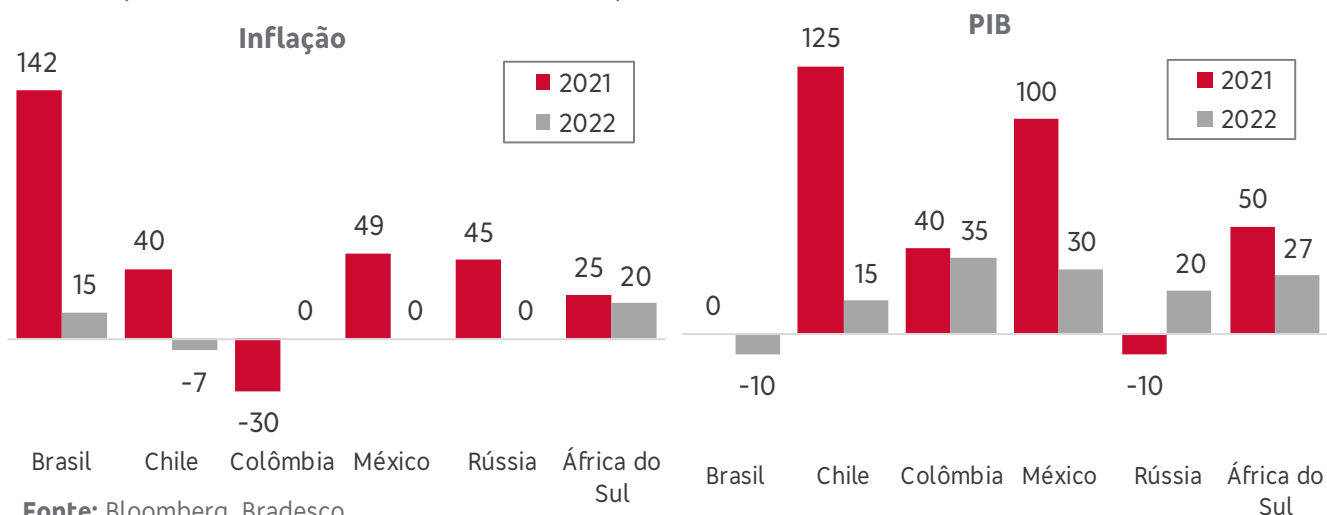
Nas últimas semanas, os bancos centrais de países emergentes começaram a tomar caminhos diferentes na condução da política monetária. O ano de 2020 foi marcado pela adoção sincronizada de estímulos monetários em todas as economias, inclusive nos emergentes. Agora, parece surgir uma divisão entre esse grupo de países com 3 grandes subconjuntos. Um primeiro conjunto, contendo países como Brasil e Rússia, viu seus BCs iniciarem um processo de ajuste da política monetária. Um segundo conjunto, que inclui países como Colômbia, México e África do Sul, não elevaram os juros, mas ajustaram o tom da comunicação reduzindo as chances de novos cortes, sinalizando as condições necessárias para a manutenção da política acomodatória daqui em diante ou já sinalizando a intenção de retirar os estímulos. Apenas um terceiro grupo, que mais se assemelha ao comportamento de economias desenvolvidas, manteve o tom de política monetária frouxa ainda por um longo período.

Especialmente para esses dois primeiros grupos, cabe uma investigação acerca das condições para a mudança de comportamento. O início de um ciclo de alta de juros geralmente tem por base ao menos uma das seguintes motivações: i) alta da inflação corrente que vá além de um choque temporário e contamine as expectativas futuras de inflação; ii) a percepção ou perspectiva de aceleração da atividade econômica para além do potencial ou iii) um limite imposto por condições financeiras globais mais restritas, condição particularmente importante para a condução da política monetária de economias emergentes.

Uma avaliação das expectativas de inflação e do crescimento diminui a importância relativa das duas primeiras explicações. Em alguns casos, houve um ajuste relevante das expectativas de inflação para 2021, mas pouco ou nenhum ajuste para 2022. No caso da atividade econômica, a percepção de um ritmo mais forte para este ano existe, mas ainda parece insuficiente para levar a uma expectativa de sobreaquecimento das economias emergentes. Na verdade, talvez um dos poucos países para o qual essa visão se aplique seja para os EUA, que viu se confirmar a expectativa de volumosos pacotes de estímulos e agora vivencia um processo de reabertura da economia conforme avança o processo de imunização.

Gráfico 1: Expectativas de inflação ao consumidor e crescimento, 2021 e 2022

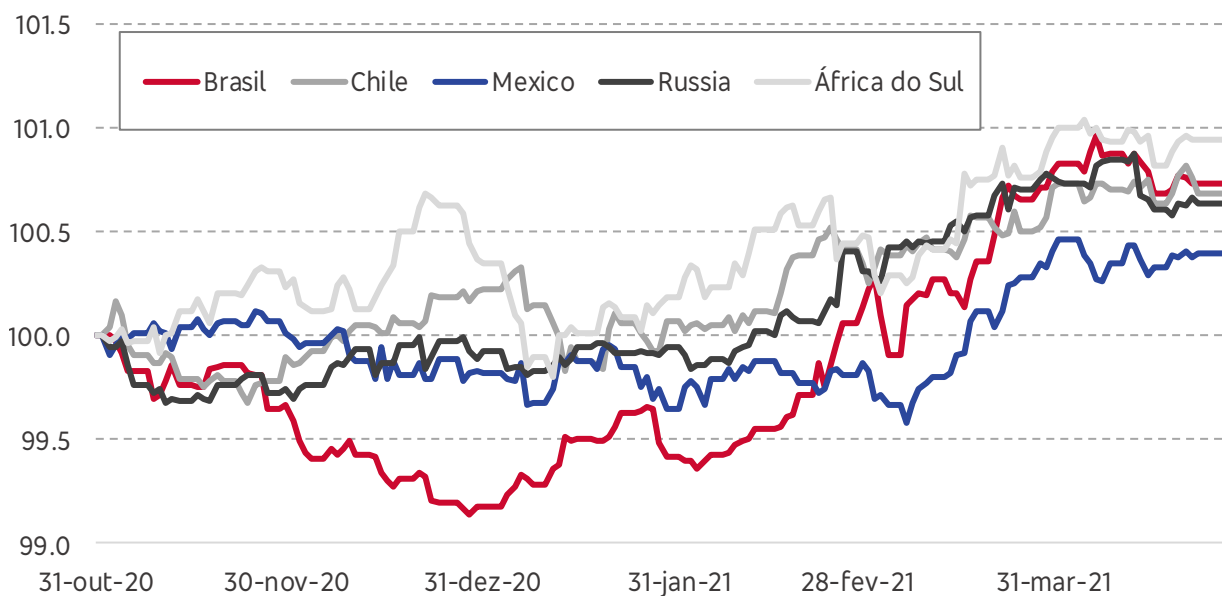
Delta expectativas entre out/20 e mar/21 (em b.p.)



Fonte: Bloomberg, Bradesco

Mas, as economias emergentes enfrentam um aperto de condições financeiras. Revertendo o movimento iniciado em meados de 2020 – quando se consolidaram as políticas ultra expansionistas das economias centrais – e amplificado a partir de novembro – quando se vislumbra a superação da pandemia com o advento das vacinas – as condições financeiras se tornam mais restritas a partir de meados de fevereiro, mesmo momento em que as taxas de juros mais longas nos EUA começaram a acelerar mais rapidamente.

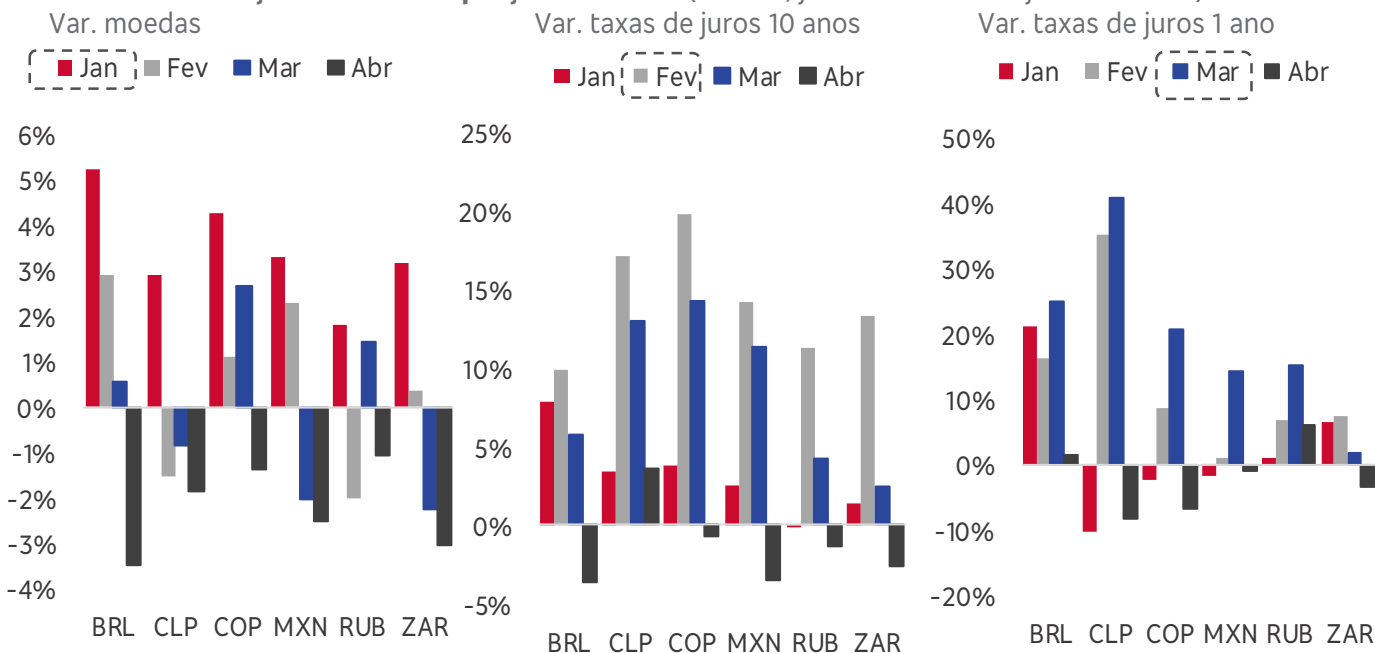
Gráfico 2: Índice de condições financeiras



Fonte: Bloomberg, Bradesco

Aqui se nota um movimento faseado e sincronizado dos preços de ativos de países emergentes, refletindo o movimento global de reflução, motivado pelos EUA. Em janeiro, quando se consolidou a percepção de uma segunda onda da covid-19 causada por variantes que afetariam a economia global antes da disponibilização em massa das vacinas, algum movimento de aversão ao risco – certamente muito mais limitado do que aquele visto em 2020 – fortaleceu o dólar, em especial em relação às moedas emergentes. Em um segundo momento, a rápida aceleração da economia norte-americana levou ao referido aumento das taxas de juros, que por sua vez produziu aumento mais do que proporcional nas taxas equivalentes para os emergentes. Por fim, em março, a ponta curta da curva de juros desses países começou a precificar algum tipo de ajuste, especialmente nos países do primeiro e segundo grupos, quando alguns desses BCs, inclusive, iniciaram um aumento efetivo de juros.

Gráfico 3: Variação mensal dos preços de ativos (câmbio, juros de 10 anos e juros de 1 ano)



Fonte: Bloomberg, Bradesco

Neste momento, cabe o esforço de buscar anteceder os próximos grandes movimentos.

Continuaremos observando movimentos globais e razoavelmente sincronizados na condução da política monetária de economias emergentes ou estaremos entrando em um momento de relativa normalidade, em que prevalecem as características de cada país? Paradoxalmente, ambos podem acontecer.

Um primeiro conjunto de elementos pertence ao grupo de tendências globais.

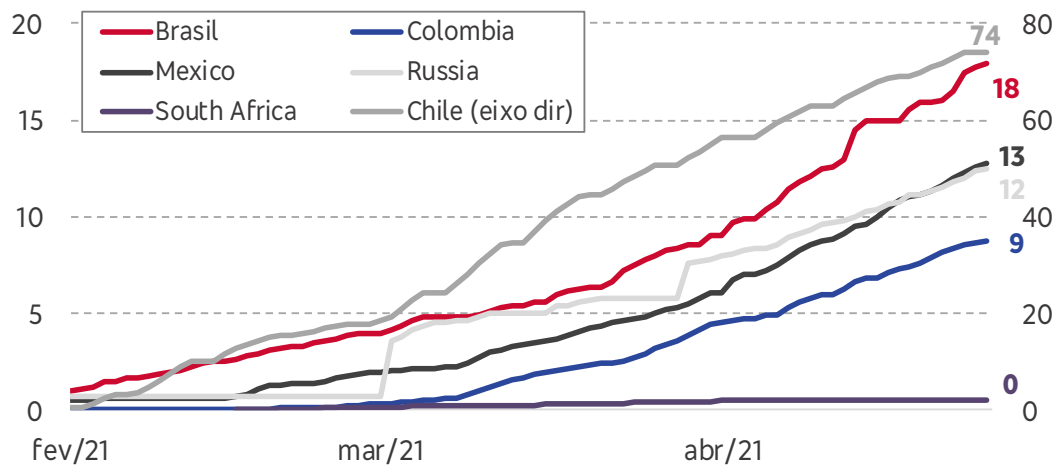
Tanto o desempenho do dólar quanto o avanço das taxas de juros nos EUA se encaixam nessa categoria. No caso do dólar, o debate está em aberto, mas entendemos que um movimento de apreciação em relação aos emergentes, se acontecer, tende a ser limitado. Já no caso das Treasuries, parece haver algum consenso de que o patamar atual ainda não representa o “equilíbrio” de médio prazo. Mas o *timing* para essa elevação adicional ainda é incerto e dependerá da reação da economia americana nos próximos meses. Se a taxa das Treasuries de 10 anos retornar ao patamar médio de 2,25%-2,50% observado na última década, um movimento de cerca de 1 p.p. em média ainda precisaria ser incorporado às taxas longas locais.

Um segundo conjunto de elementos está relacionado às características individuais.

Inicialmente, destaca-se o diferencial na velocidade de imunização e o conseqüente retorno à normalidade da atividade econômica. Quanto mais rápido esse processo acontecer, mais rápido também se dará a normalização da política monetária. Porém, as condições fiscais têm figurado como importante fator de diferenciação entre os países. Além da própria restrição à capacidade de implementar políticas diretas de estímulo fiscal, quanto mais deterioradas forem as condições das contas públicas, menor será o espaço para a política monetária estimular a atividade. Os últimos discursos e projeções feitos pelos organismos internacionais, como o FMI e o Banco Mundial, têm reforçado o alerta quanto ao limitado espaço dos países emergentes para fazer frente aos desafios da pandemia e às suas sequelas. Em países como Brasil e Colômbia, por exemplo, as condições fiscais têm sido explicitamente elencadas como eventuais limitantes à condução da política monetária.

Gráfico 4: Evolução da vacinação nos países emergentes

Doses aplicadas a cada 100 habitantes



Porém, uma ressalva importante há de ser feita com relação às condições das contas externas dos emergentes. Em geral, os países têm apresentado melhor desempenho tanto no saldo em conta corrente quanto no passivo externo líquido em comparação à crise financeira de 2008/09. Melhores fundamentos externos podem limitar movimentos de depreciação da moeda local no caso de uma nova rodada de apreciação do dólar. A perspectiva ainda bastante positiva para os preços de commodities apenas reforça essa tendência.

Apesar das diferenças entre os países, 2021 ainda será um ano de juros baixos frente ao padrão histórico dos emergentes. Ao que tudo indica, a política monetária nas economias centrais ainda levará tempo para ser normalizada. O próprio comportamento das Treasuries, que se acomodou no patamar de 1,5-1,6% ao ano nas últimas semanas, sugere que parte importante das expectativas de inflação e atividade econômica já estão precificadas, sendo necessárias surpresas adicionais para uma nova rodada de correção. Porém, de maneira gradual e por motivos diversos, o excepcional ambiente de baixas taxas de juros nos emergentes começa aos poucos a ser revertido.

Tabela 1: Expectativas para as taxas de juros nos países emergentes

Consenso extraído da Bloomberg para as taxas básicas de juros,

País	Taxa atual	2021 2T	2021 3T	2021 4T	2022
Turquia	19.00%	18.35%	17.15%	15.20%	13.00%
Brasil	2.75%	3.70%	4.55%	4.75%	5.65%
Rússia	4.50%	4.75%	4.95%	5.05%	4.95%
Colômbia	1.75%	1.75%	1.75%	1.95%	3.00%
Chile	0.50%	0.50%	0.50%	0.65%	1.45%
Peru	0.25%	0.25%	0.25%	0.30%	1.00%
México	4.00%	3.90%	3.85%	3.90%	4.05%
África do Sul	3.50%	3.50%	3.50%	3.55%	4.10%
Polônia	0.10%	0.10%	0.10%	0.10%	0.20%
Tailândia	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%	0.65%
Malásia	1.75%	1.70%	1.70%	1.70%	2.05%
Indonésia	3.50%	3.50%	3.50%	3.50%	3.85%

Fonte: Bloomberg, Bradesco

Equipe Técnica

Diretor de Pesquisas e Estudos Econômicos

Fernando Honorato Barbosa

Economistas

Constantin Jancsó / Ederson Luiz Schumanski / Fabiana D'Atri/ Felipe Wajskop França / Myriã Tatiany Neves Bast / Priscila Pacheco Trigo / Renan Bassoli Diniz / Robson Rodrigues Pereira / Thiago Coraucci de Angelis / Thomas Henrique Schreurs Pires

Assistentes de pesquisa

Ana Beatriz Moreira dos Santos

Estagiários

Bruna Andreata Valentino / Henrique Monteiro de Souza Rangel / Lorena Pres Sene / Lucas Daniel Duarte

economiaemdia.com.br

O DEPEC – BRADESCO não se responsabiliza por quaisquer atos/decisões tomadas com base nas informações disponibilizadas por suas publicações e projeções. Todos os dados ou opiniões dos informativos aqui presentes são rigorosamente apurados e elaborados por profissionais plenamente qualificados, mas não devem ser tomados, em nenhuma hipótese, como base, balizamento, guia ou norma para qualquer documento, avaliações, julgamentos ou tomadas de decisões, sejam de natureza formal ou informal. Desse modo, ressaltamos que todas as consequências ou responsabilidades pelo uso de quaisquer dados ou análises desta publicação são assumidas exclusivamente pelo usuário, eximindo o BRADESCO de todas as ações decorrentes do uso deste material. Lembramos ainda que o acesso a essas informações implica a total aceitação deste termo de responsabilidade e uso. A reprodução total ou parcial desta publicação é expressamente proibida, exceto com a autorização do Banco BRADESCO ou a citação por completo da fonte (nomes dos autores, da publicação e do Banco BRADESCO)