

Turbulência financeira nas economias emergentes: preâmbulo de outra coisa?

Este ano de 2018 não está a ser um ano positivo para os ativos financeiros das economias emergentes. Após um ano de 2017 onde foram obtidos retornos elevados, a volatilidade regressou em 2018 por intermédio das perdas nas bolsas, maiores prémios de risco e da desvalorização de moedas em dimensões que não são de subestimar: no corrente ano, o índice bolsista MSCI para o conjunto dos países emergentes acumula perdas de cerca de 10%, o índice EMBI de obrigações emergentes mostra uma recuperação nos spreads de crédito de mais de 50 p. b. e os índices das moedas emergentes refletem uma desvalorização que ultrapassa ligeiramente os 10% (que é muito mais forte nas moedas de países como a Turquia ou a Argentina, com 37% e 55%, respetivamente).

Esta instabilidade não foi resultado do acaso. Na última década, o crescimento das economias emergentes tem sido favorecido tanto por condições monetárias globais permissivas (através das quais obtiveram um financiamento barato e abundante proveniente do exterior) como pela expansão do comércio internacional, suportada por um crescente papel central da economia da China. No entanto, a perspetiva inverteu-se e os mercados estão a começar a operar num contexto de restrição das condições financeiras (com aumentos nas taxas de juro dos EUA e um dólar mais forte) e maiores tensões comerciais e incertezas (tanto políticas como em torno da desaceleração da economia chinesa). Estas alavancas, aliadas às elevadas vulnerabilidades idiossincráticas de alguns países, como a Turquia ou a Argentina, provocaram uma maior aversão ao risco para as economias emergentes: será o preâmbulo de outra coisa?

Características das recentes turbulências

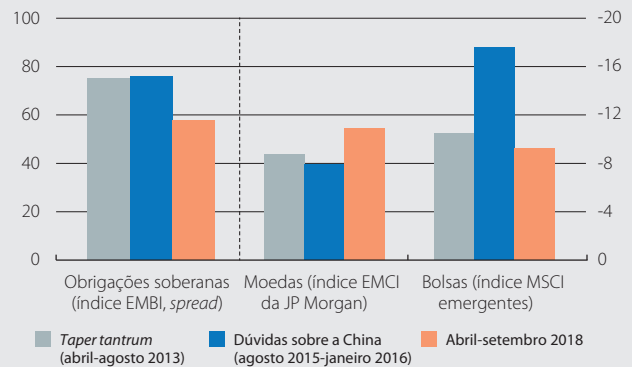
O fraco desempenho dos ativos financeiros emergentes foi particularmente acentuado a partir de abril de 2018, quando a erosão da incerteza política, as tensões comerciais (especialmente entre os EUA e a China) e o aperto monetário dos EUA começou a ser sentido no sentimento de investimento em relação às economias emergentes. Desde então, embora a maior parte dos países emergentes tenham sido afetados pela instabilidade, houve alguma discriminação entre economias com fundamentos macroeconómicos mais e menos sólidos. De facto, como mostra o segundo gráfico, existe um forte paralelismo entre a desvalorização da taxa de câmbio que cada país sofreu e a perceção do risco de incumprimento da sua dívida soberana.

Assim, as moedas que mais sofreram foram as das economias com vulnerabilidades externas significativas (com maiores necessidades de financiamento externo, poucas reservas de moedas internacionais e/ou participação elevada de investidores não residentes no mercado de títulos

Turbulências nas economias emergentes: reação dos mercados

Variação (p. b.)

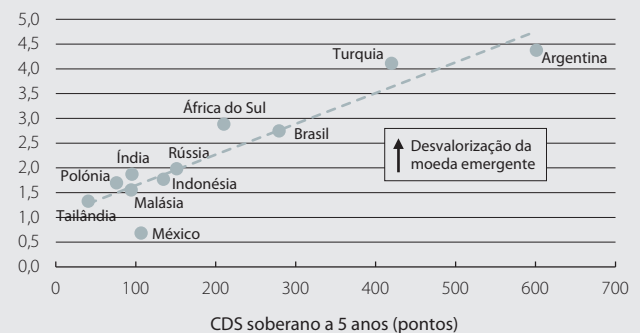
Desvalorização das moedas e perdas bolsistas (%)



Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Bloomberg.

Moedas emergentes: desvalorização e risco de incumprimento soberano

Variação da taxa de câmbio (escala logarítmica)

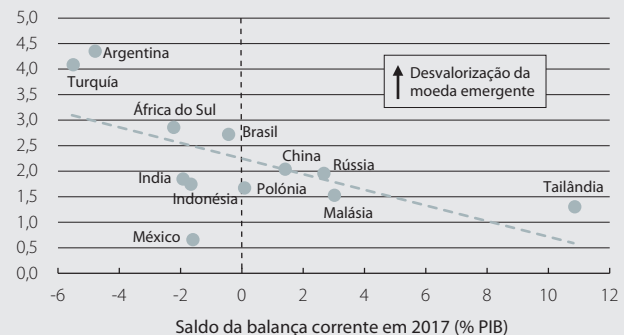


Nota: Cada ponto representa a desvalorização em relação ao dólar norte-americano acumulada entre o final de abril e o início de setembro de 2018 de uma moeda emergente. Devido às fortes desvalorizações na Argentina e na Turquia, utilizamos uma transformação logarítmica.

Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Bloomberg.

Moedas emergentes: desvalorização e desequilíbrios exteriores

Variação da taxa de câmbio (escala logarítmica)



Nota: Desvalorização em relação ao dólar norte-americano acumulada entre o final de abril e o início de setembro de 2018. Devido às fortes desvalorizações na Argentina e na Turquia, utilizamos uma transformação logarítmica.

Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Bloomberg e do FMI.

local), como é possível observar no terceiro gráfico, enquanto as cotações bolsistas das economias asiáticas, que estão altamente integradas no comércio internacional e, em particular, na cadeia comercial da China, foram especialmente penalizadas. Por último, e na mesma linha, ao longo deste período as entradas de capital em carteira abrandaram e até ocorreram saídas de fundos de investimento, que afetaram particularmente as economias asiáticas, como a Indonésia e a Malásia.¹

No geral, a dimensão da turbulência não foi muito menor do que a de episódios anteriores, como o denominado *taper tantrum* de 2013 ou as correções da bolsa chinesa em 2015 (ver o primeiro gráfico). No entanto, até agora existe uma diferença básica: os investidores mostram um grau mais elevado de discriminação e sugerem dúvidas sobre alguns emergentes (conhecidos como frágeis), mas não sobre os restantes.

Qual é a saúde macroeconómica dos emergentes?

Como vimos, esta discriminação parece agir sobre os desequilíbrios externos das economias emergentes. Mas o aperto das condições financeiras globais, as tensões comerciais e a desaceleração económica na China fazem com que os investidores possam questionar as próprias fontes de crescimento dos países emergentes na última década.

Devido aos seus desequilíbrios macroeconómicos, noutros anos² já identificámos as economias emergentes mais vulneráveis perante mudanças no sentimento de investimento global (Argentina, Turquia e África do Sul), bem como um grupo secundário (Brasil, Colômbia, Hungria, Indonésia, Malásia e Polónia) onde os focos de risco são menos generalizados e se concentram na acumulação de dívida (principalmente institucional, mas também pública, como no caso do Brasil). O primeiro destes grupos foi o que sofreu maiores consequências derivadas do atual episódio de stress financeiro, enquanto alguns do segundo foram afetados mais pontualmente e com menos intensidade.

Os casos da Turquia (analisados no Focus «Crise financeira turca: em tempo de desconto» nesta mesma *Informação Mensal*) e da Argentina são explicados pela má combinação entre uma posição externa delicada, a presença de desequilíbrios internos (como uma taxa de inflação elevada) e erros de política económica. No entanto, a fragilidade das cotações financeiras noutros casos como a Rússia, a Índia ou o Brasil, especialmente relevantes devido ao seu maior papel sistémico, é mais difícil de caracterizar. Neste sentido, devemos ir além da expressão convencional dos desequilíbrios, que pode ser demasiado agregada.

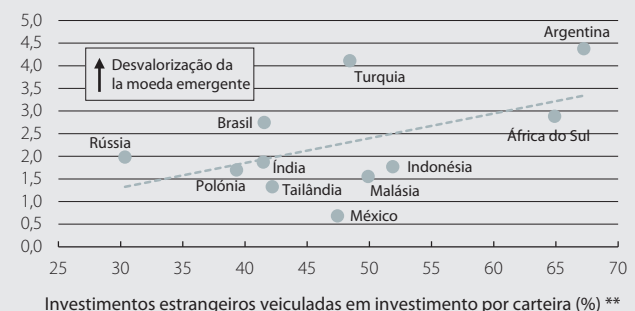
Por um lado, em relação às necessidades de financiamento externo, não importa apenas a sua dimensão como

também a sua composição. Em particular, como já foi constatado por vários autores,³ a dívida em carteira, os créditos e depósitos de bancos estrangeiros são especialmente sensíveis a picos de volatilidade global. De facto, a análise do episódio atual parece confirmar que as moedas dos países com maior proporção de investimento estrangeiro veiculado por intermédio de fluxos de carteira (e uma proporção menor de investimento estrangeiro direto) estão a sofrer pressões depreciativas maiores (ver o quarto gráfico). Isto ajuda a explicar – pelo menos parcialmente – por que é que economias como a Índia, que têm um défice na balança corrente aparentemente não excessivo, estão a ser questionadas.

Por outro lado, as vulnerabilidades externas não esgotam os riscos existentes. Embora o vínculo direto evidenciado seja entre crises cambiais e de dúvidas, num sentido amplo, sobre o financiamento externo, dentro de uma situação de dívida global em máximos históricos, a dívida

Moedas emergentes: desvalorização e composição do investimento estrangeiro

Variação da taxa de câmbio (escala logarítmica)*

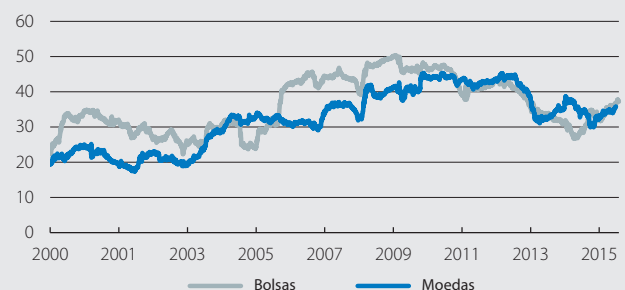


Notas: * Desvalorização em relação ao dólar norte-americano acumulada entre o final de abril e o início de setembro de 2018. Devido às fortes desvalorizações na Argentina e na Turquia, utilizamos uma transformação logarítmica. ** Fração referente à soma dos investimentos estrangeiros diretos e por carteira (passivos da posição de investimento internacional). Dados referentes a 2017.

Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Bloomberg e do FMI.

Externalidades financeiras: impacto dos emergentes sobre os avançados

(p. p.)



Nota: As externalidades financeiras são definidas como a fração do erro de previsão de 12 dias das contribuições financeiras das economias que recebem a externalidade, que pode ser explicado pela evolução das contribuições financeiras da economia que emite a externalidade.

Fonte: BPI Research, a partir dos dados do Relatório de estabilidade financeira global do FMI de abril de 2016.

1. Para mais informação, consultar o FMI (2018), «External sector report».
2. Ver o Focus «Emergentes frágeis: Argentina e Turquia, nem são casos excecionais, nem os primeiros de vários», na IM06/2018.

3. Ver, por exemplo, Hoggarth, G. et al. (2017), «Assessing the riskiness of capital inflows based on lender and currency», VoxEU.org.

agregada também requer atenção. Se recapitularmos, vemos que grande parte da discussão anterior decorre de um aumento no custo do financiamento externo devido ao impacto combinado de uma valorização do dólar e de taxas de juro mais elevadas nos EUA. No entanto, o impacto de condições financeiras menos acomodáticas no centro do sistema também afeta as taxas de juro nas moedas locais dos países emergentes: de certa forma produz externalidade. É que, de facto, análises diferentes confirmam que estas externalidades variam consideravelmente de acordo com os países, mas tendem a coincidir que, com base em dados históricos, são mais intensas nalguns dos países emergentes afetados pelo atual episódio de stress financeiro, como o Brasil, México, Indonésia, Hungria, África do Sul ou a Turquia.

Em suma, o episódio atual parece validar três premissas básicas. Primeiro, que a situação entre os países emergentes é claramente diferente e que a crise monetária está a afetar principalmente os denominados «autênticos frágeis». Como contrapartida lógica da primeira, uma segunda premissa é que muitos outros emergentes possuem fundamentos razoavelmente satisfatórios. Finalmente, a terceira premissa é que os investidores estão a verificar vulnerabilidades de natureza muito diferente e que isto pode ser considerado uma pista para o que o futuro nos pode trazer (é preciso ter atenção à dívida!) e, em particular, ao facto de saber se a atual situação de contágio moderado demonstra sinais de persistir num futuro próximo ou não.

Contágio moderado... mas com riscos

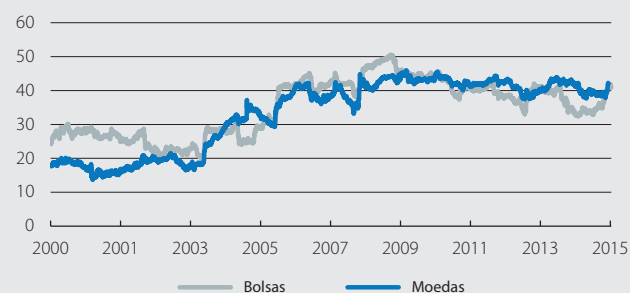
A conclusão de que muitas economias emergentes baseiam-se em fundamentos económicos razoavelmente sólidos poderia oferecer uma boa explicação para o facto de que o contágio observado até agora tenha sido limitado. No entanto, existem elementos que sugerem precauções.

Em primeiro lugar, vários autores têm alertado para o aumento da influência das cotações das economias emergentes sobre os restantes mercados financeiros internacionais, como resultado de uma maior integração no comércio mundial e nos mercados de capital internacional.⁴ Por exemplo, esta tendência, bem refletida no quinto e no sexto gráfico, fez com que em 2016 as flutuações em certos ativos financeiros emergentes explicassem cerca de 30% da variabilidade dos retornos das bolsas e das moedas de economias avançadas, e de 40% para outras emergentes. Em segundo lugar, e relacionado com o ponto anterior, foi documentado que existe maior probabilidade de contágio quando setores com uma elevada dependência de financiamento externo e empresas com menor liquidez e maior alavancagem exercem um papel importante.

Em terceiro lugar, o forte crescimento dos intermediários globais para transmitir fluxos de capital torna a estru-

Externalidades financeiras: impacto dos emergentes sobre outros emergentes

(p. p.)



Nota: As externalidades financeiras são definidas como a fração do erro de previsão de 12 dias das contribuições financeiras das economias que recebem a externalidade, que pode ser explicado pela evolução das contribuições financeiras da economia que emite a externalidade. **Fonte:** BPI Research, a partir dos dados do Relatório de estabilidade financeira global do FMI de abril de 2016.

tura financeira mais propensa a produzir contágios: ao operar em várias jurisdições, os ajustamentos em carteira de uma economia que estes intermediários provavelmente façam, produzem reajustamentos nas carteiras que outras economias possuem. Finalmente, e na mesma linha, nas últimas décadas os fundos de investimento geridos passivamente (entre os quais se destacam os denominados ETF⁵) cresceram fortemente e conquistaram uma participação de mercado significativa como condutores de investimento em ativos de economias emergentes.⁶ De acordo com vários autores,⁷ esta importância crescente dos instrumentos de investimento passivos como veículos para canalizar fluxos de capital para economias emergentes traz consequências à sua capacidade de resistir à turbulência e ao contágio que as mesmas podem provocar. Em particular, a análise empírica dá indícios de que os fundos de investimento passivo são relativamente mais propensos a reajustar as carteiras em resposta a eventos globais do que em resposta a fatores locais próprios de países onde foram investidos ativos. Assim, o surgimento de fundos de investimento passivo ajudaria a reduzir o papel restritivo que fundamentos macroeconómicos mais fortes podem desempenhar face às flutuações das cotações emergentes (pelo menos a curto prazo). Nesta mesma linha, índices como o apresentado no sétimo gráfico mostram que as economias emergentes receberam maiores investimentos provenientes de investidores com maior propensão a retirar capital de forma abrupta.

O que é que o futuro nos reserva?

Economias frágeis, como a Argentina e Turquia, terão que enfrentar uma agenda de ajustamentos económicos para corrigirem os seus elevados desequilíbrios macroeconómicos, enquanto nas restantes, de forma geral, encontra-

4. Ver Gelos, G. e Surti, J. (2016), «The growing importance of financial spillovers from emerging market economies», VoxEU.org.

5. Proveniente do inglês, *exchange-traded funds*.

6. Algumas estimativas situam a sua quota de mercado em 20%. Ver Converse, N. et al. (2018), «How exchange-traded funds amplify the global financial cycle in emerging markets».

7. Ver a referência da nota anterior.

mos várias combinações de fundamentos macroeconômicos sólidos e algumas fraquezas idiossincráticas.⁸ Não obstante, é provável que dentro de um contexto internacional menos favorável, os ativos financeiros emergentes continuem a sofrer moderadamente nos próximos meses, o qual irá repercutir num pequeno impacto – mas apreciável – no seu ritmo de crescimento.

Entre os fatores que vão determinar a dimensão deste entrave, destaque para: o aperto das condições financeiras globais, a extensão da desaceleração na China e a evolução dos preços do petróleo. O último é especialmente difícil de prever, mas existe algum consenso entre os analistas de que tanto o aperto das condições financeiras como a desaceleração na China serão processos graduais. Assim, é provável que a desaceleração do crescimento nos países emergentes seja pequena. No entanto, é necessário analisar o que poderá acontecer se a dinâmica destes três fatores for diferente daqueles considerados dentro deste cenário central.

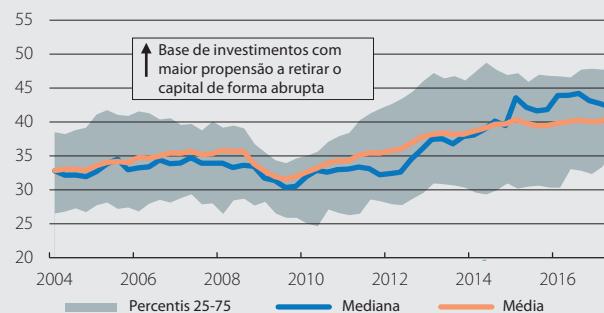
Primeiro, os picos de inflação nos EUA e/ou os sinais claros de sobreaquecimento poderiam provocar uma política monetária mais restritiva do que a prevista pela Fed e, consequentemente, das condições financeiras globais. Neste cenário, poderiam ser especialmente afetadas economias desfavorecidas com uma elevada dívida denominada em moeda estrangeira, como a Malásia, bem como aqueles países com necessidades de financiamento externo significativas, como a Indonésia, a Índia ou a África do Sul. Em segundo lugar, no que diz respeito à China, é esperada uma desaceleração muito gradual devido à extensa margem disponível para as autoridades (tais como o grande colchão de reservas e a possibilidade de aplicar políticas fiscais e monetárias mais expansionistas). No entanto, as estimativas sugerem que uma acentuação das tensões comerciais com os EUA poderia começar a prejudicar o crescimento chinês em 1 p. p. Neste cenário, o impacto sobre o bloco emergente seria heterogêneo, mas afetaria direta e claramente os produtores de metais industriais (como o Brasil, Chile e a África do Sul) e os países do Leste Asiático mais ligados a cadeias de valor globais que se concentram em torno da China (como a Malásia, Taiwan ou a Coreia do Sul). Finalmente, se o preço do petróleo continuar a crescer constantemente, deparar-nos-íamos com um cenário com vencedores (exportadores líquidos que agora aparecem nas listas das economias frágeis, como o Brasil e a Colômbia) e perdedores (importadores de crude como a Índia, que aumentariam o seu défice na balança corrente).⁹

8. Por exemplo, a maioria possui almofadas de reserva adequadas, enquanto existe uma maior heterogeneidade em termos de margem de política fiscal (de uma situação relativamente delicada no Brasil para posições mais confortáveis na Ásia emergente).

9. Neste cenário, a situação na Índia merece uma referência especial. A sua balança corrente é muito sensível às flutuações do petróleo e, além disso, o aumento das importações pode provocar uma inquietação social em 2019, ano em que o presidente Modi procura a sua reeleição.

Economias emergentes: índice de risco da base de investimento

Índice (0-100)

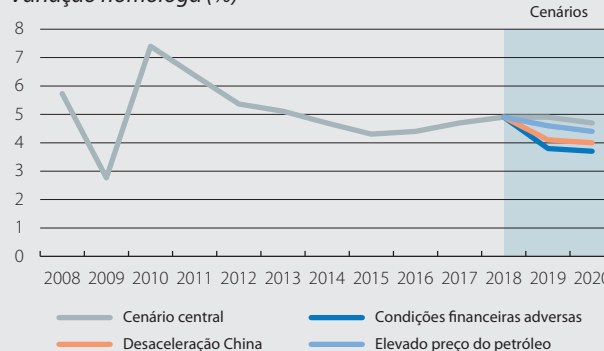


Nota: O índice de risco da base de investimentos de Arslanalp, S. e Tsuda, T (2012), «Tracking Global Demand for Advanced Economy Sovereign Debt», captura a probabilidade de sofrer saídas repentinas de capital de acordo com o tipo de investidor.

Fonte: BPI Research, a partir dos dados do Relatório de estabilidade financeira global do FMI de abril de 2018.

Economias emergentes: PIB

Variação homóloga (%)



Nota: Cenários construídos a partir das sensibilidades estimadas nos artigos «O que está por trás do aumento do preço do petróleo?» na IM07/2018, «China: na prosperidade e na adversidade» na IM06/2018 e «Crescimento nos emergentes e condições financeiras globais: uma relação comprometida» na IM05/2018.

Fonte: BPI Research.

Segundo estimativas apresentadas em análises anteriores,¹⁰ estes cenários poderiam subtrair o crescimento do bloco nos próximos dois anos entre 0,3 p. p. e 1 p. p., números significativos face aos quais devemos permanecer vigilantes, embora aparentemente não sejam o suficientemente prejudiciais para colocar em risco a expansão da economia mundial. Isto reflete a visão de que, na sua totalidade, os países emergentes estão melhor do que há 10 anos e, especialmente, do que nos nefastos anos 90. Existem algumas exceções patológicas, agravadas por más decisões em termos de política económica (Turquia e Argentina) e, num contexto global mais complexo, é provável que os ativos financeiros das economias emergentes continuem a ser afetados negativamente. No entanto, os seus fundamentos e a discriminação demonstrada pelos investidores até ao momento devem impedir a ativação de dinâmicas de sanções mais severas.

10. Ver o Focus «Crescimento nos emergentes e condições financeiras globais: uma relação comprometida» na IM05/2018, «China: na prosperidade e na adversidade» na IM06/2018 e «O que está por trás do aumento do preço do petróleo?» na IM07/2018.