

23/06/2022 10:15:32 - AE NEWS

ARTIGO/MARCELO KFOURY MUINHOS: SANÇÕES FINANCEIRAS, O DÓLAR E A ECONOMIA DOS EUA



Pela primeira vez, desde 1940, o mundo ocidental está aplicando fortes sanções a um país soberano, no caso a Rússia, isso acontecendo num contexto da maior inflação em 40 anos em vários países ocidentais. O que as sanções podem significar para o domínio do dólar nas transações internacionais e para a economia mundial no longo prazo? Presentemente, não há nenhuma outra moeda que possa efetivamente substituir o dólar como moeda das transações internacionais, mas pode haver uma diminuição do uso do dólar e dos títulos americanos nas reservas internacionais dos países emergentes. Além disso, analisamos as chances de um pouso suave da economia americana no processo de desinflação no contexto do conflito.

O congelamento dos ativos do banco central da Rússia no exterior e a exclusão da Rússia do sistema de pagamento Swift são ações bastante radicais e não eram esperadas que ocorressem de maneira tão rápida e coordenada, como foi o caso. Porém, segundo Richard Berner, Stephen Cecchetti, Kim Schoenholtz no artigo [Russian sanctions: Some questions and answers](#), no *VOX, CEPR Policy Portal*, a sanção pode não ser eficaz para sufocar financeiramente a Rússia. Dado o potencial em gerar saldos de conta corrente ao redor de US\$ 100 bilhões por ano, apenas a suspensão das exportações de petróleo e gás podem fazer com que a Rússia sinta as consequências do boicote financeiro, se disposta a negociar o fim das agressões à Ucrânia.

Segundo Markus Brunnermeier, Harold James e Jean Pierre Landau em outro artigo no *VOX, CEPR Policy Portal*, intitulado [Sanctions and the international monetary system](#), as sanções não devem afetar o uso do dólar como a moeda das transações internacionais, mas podem reduzir a dependência das reservas em dólar de limitar a exposição cambial a choques e restringir o movimento de capitais também, além de apressar uma nova arquitetura financeira internacional com redução da integração global.

No curto e no médio prazo, não há outras moedas em que podem ser investidos centenas de bilhões de dólares de forma segura e líquida. Por isso, ao redor de 70%, das transações internacionais ainda são denominadas em dólares e só 10% em renminbi. Segundo esses autores há dois pré-requisitos para uma moeda ser usada na denominação das transações financeiras: (i) ter um enorme e super líquido mercado de títulos públicos (Europa não tem) e (ii) ter um conta de capital inteiramente aberta (China não possui). Portanto, ainda não há risco para que as transações internacionais sejam emitidas e pagas em outra moeda que não o dólar.

Porém, os países emergentes, que carregam trilhões de dólares de suas reservas internacionais em títulos denominados em dólar, podem não mais achar que esses títulos são 100% seguros. Abriu-se um precedente grave, indicando que há uma probabilidade diferente de zero, dessas reservas serem desapropriadas. Há mais de 20 países, quase todos emergentes, que têm mais de US\$ 100 bilhões de dólares em reservas em dólares e podem a partir de agora reduzir a sua demanda por essas reservas.

Concluindo, a demanda por reservas servia para assegurar estabilidade cambial em um mundo cada vez mais integrado em termos financeiros. Se a globalização e a integração financeira começarem a ser

23/Jun/2022 14:14

reduzidas com as sanções e com o ambiente internacional voltando para a lógica da Guerra Fria, do mundo dividido em blocos, não haveria mais necessidade de se demandar reservas internacionais líquidas para proteger o câmbio.

Por outro lado, os Estados Unidos não estão cuidando bem de seu principal ativo do mundo globalizado, o dólar. A dinâmica descontrolada de dívida pública e a maior inflação em 40 anos podem solapar pouco a pouco a confiança no dólar. Mormente, podemos verificar um impasse entre inflação e recessão se forem adotadas sanções contra as exportações russas de petróleo e gás.

A inflação americana medida pela CPI alcançou 8,6% no acumulado de 12 meses até maio, maior valor desde 1982, devido ao crescimento do preço das commodities e dos produtos industriais. A economia dos Estados Unidos já estava claramente superaquecida mesmo antes do conflito, basta ver os dados do mercado de trabalho com desemprego em 3,6% e excesso de vagas, provocando aumento dos salários. O resultado do PIB do primeiro trimestre, mesmo sendo negativo, mostra forte diminuição dos estoques e aumento da importação. O episódio da guerra foi a cereja no bolo no processo inflacionário ao aumentar o preço do petróleo de US\$90/barril em fevereiro para 120 dólares em média.

A grande dúvida é se o Federal Reserve vai conseguir subir os juros num ritmo tal que desacelere a inflação sem gerar recessão em 2023. Há uma queda nos dados de confiança e nas projeções de crescimento para o ano. O próprio Fed revisou a projeção de crescimento de 2022 de 2,8 para 1,7% e a de 2023 de 2,2% para 1,7%, ligeiramente abaixo da estimativa dele para o PIB potencial americano.

O Fed está claramente atrasado no aperto da política monetária. Há um mês, os juros de 1 ano estavam em 2,0% agora já estão próximos de 3% e o mercado prevê que no final do ano os juros estejam ao redor de 3,5%, taxa mais alta, porém, ainda menor do que a inflação projetada para o final do período.

A subida de juros ainda não provocou um efeito significativo nas ativos, pois a bolsa e o preço dos imóveis ainda estão muito elevados, além da significativa poupança acumulada durante a pandemia, cerca de 12% do PIB, que pode dificultar o processo de desinflação nos Estados Unidos, ao manter a demanda aquecida durante o presente ano. Como os preços dos imóveis ainda estão muito altos, há ainda bastante inflação de aluguel para entrar no índice. Lá o peso do aluguel é cerca de 30% do índice, pois há aluguel imputado mesmo para os proprietários de imóveis.

Um fator que pode complicar é se houver realmente sanções contra o petróleo russo, afetando ainda mais o preço da commodities. É esperada alguma contribuição da queda na inflação da gasolina, se o petróleo continuar nos níveis atuais. Porém, se houver outra rodada de alta do petróleo com o agravamento do conflito ou, mesmo sanções rigorosas, o impacto inflacionário será inevitável.

Se o Fed realmente conseguir reduzir a inflação dos níveis atuais (núcleo do PCE ao redor de 5%) para 2,3% em 2024, sem provocar recessão num ambiente de conflito mundial e reversão parcial da globalização, será um feito extraordinário e Jerome Powell tomará o lugar de Paul Volcker como o melhor banqueiro central americano, o que é bastante improvável, dado o que já conhecemos dele.

Lembrando que grande parte da desinflação dos anos 1990 foi devido à queda do petróleo e diminuição dos preços industriais ante o aumento do comércio com a China, exatamente o inverso ao que vemos atualmente. O mercado já coloca 31% de chance de recessão no próximo ano e, mesmo assim, os preços dos ativos estão resistindo razoavelmente. A história nos mostra que será difícil fazer omelete sem quebrar os ovos.

Marcelo Kfoury Muinhos é professor da FGV-EESP e consultor econômico. Foi economista-chefe do Citi-Brasil e chefe do Departamento de Pesquisa Econômica do Banco Central.

Os artigos publicados no **Broadcast** expressam as opiniões e visões de seus autores.