

**Comité Latinoamericano de Asuntos Financieros**  
**Comitê Latino-americano de Assuntos Financeiros**  
**Latin-American Shadow Financial Regulatory Committee**

---

**Declaração N°10**

**19 de abril de 2004**  
**Cidade de Panamá, Panamá**

**¿QUÉ POLÍTICAS FINANCEIRAS SERIA NECESSÁRIO IMPLEMENTAR PARA  
FAZER FRENTE AO RESURGIMENTO DOS FLUXOS DE CAPITAIS PARA  
AMÉRICA LATINA?**

Em alguns países da América Latina existe preocupação pelo incipiente ressurgimento dos fluxos de financiamento e de capital para a região e suas conseqüências econômicas e financeiras. O Comitê Latino-Americano de Assuntos Financeiros (CLAAF) tem analisado os diferentes aspectos, causas e efeitos desse fenômeno. Com base nesta análise, o Comitê apresenta as seguintes recomendações:

- Devem fortalecer-se as metas de superávit primário a níveis consistentes com um processo gradativo e sustentado de redução do coeficiente da dívida ao PIB.
- Os governos devem aproveitar a conjuntura favorável para melhorar o perfil de vencimentos da dívida e/ou incrementar a disponibilidade de ativos internacionais líquidos.
- A conjuntura favorável deveria ser aproveitada para neutralizar futuros choques adversos por meio de medidas que protejam contra os efeitos de eventuais e agudas depreciações cambiais. Isto poderia obter-se emitindo, por exemplo, bônus indexados à inflação em lugar de bônus denominados em dólares.
- Caso os setores públicos se exponham a riscos cambiais excessivos, o Comitê recomenda que os organismos internacionais considerem imputar o custo implícito do seguro não adquirido aos resultados fiscais correntes.
- Proteger o patrimônio bancário contra os efeitos nocivos das flutuações no tipo de câmbio real, verificando que a constituição de provisões nas normas vigentes cobram adequadamente este tipo de riscos.
- A regulação existente nos mercados financeiros e de capitais não deveria discriminar em contra de instrumentos financeiros viáveis. Dados os riscos e características da região, é desejável que o mercado conte com um leque de instrumentos o mais amplo possível, que permita avançar para completar os mercados financeiros.

## 1. Desenvolvimentos Recentes nos Fluxos de Capital para a Região

Depois da crise russa de agosto de 1998, os fluxos de investimento direto e de carteira para a América Latina colapsaram de um nível aproximado aos 100.000 milhões de dólares anuais para menos de 10.000 milhões no ano finalizado no terceiro trimestre de 2002. Desde então, se produziu uma reversão significativa e, de acordo com as projeções, espera-se que os influxos netos de capital para a região ultrapassem os 35.000 milhões de dólares durante o ano de 2004.

Esta significativa reversão foi produzida como consequência de uma extraordinária melhora nas condições financeiras para os ativos de alto risco. A Fed Funds rate atingiu recentemente seu nível mais baixo nos últimos 50 anos e os spreads que pagam os “high yield bonds” ou “junk bonds”, como são conhecidos nos EUA e que estão altamente relacionados com os spreads nos mercados emergentes, caíram de quase 1.100 pontos em outubro de 2002 para 350 pontos na atualidade, seu nível mais baixo em seis anos.

Esta significativa melhora nas condições financeiras para a classe de ativos de alto risco, junto com uma vigorosa recuperação do preço dos principais commodities, que começou em meados de 2002 e a dissipação da incertidão política no Brasil, possibilitou uma redução muito significativa dos spreads dos países da região. Estes atingiram recentemente os níveis mais baixos desde que se produzira a crise asiática em meados de 1997. A via de exemplo, cabe mencionar que o spread do Brasil caiu de 2.400 pontos básicos em outubro de 2002 para 600 pontos na atualidade.

Os efeitos sobre as variáveis financeiras desta reversão nos fluxos de capital e financiamento não se fizeram aguardar. Desde outubro de 2002, o tipo de câmbio real de algumas economias importantes da região tem se apreciado significativamente, e a apreciação teria sido maior de não ter existido a intervenção dos Bancos Centrais que adquiriram volumes significativos de reservas internacionais. O preço dos ativos experimentou um boom formidável: os bônus soberanos dos principais países da região incrementaram-se, em média, em 80% desde outubro de 2002, e algumas bolsas de valores experimentaram subas superiores a 100%. Em parte como resultado deste significativo incremento no preço dos ativos e, por conseguinte, seu valor do colateral, o crédito bancário que tinha se reduzido de forma significativa desde a crise russa, começou uma reativação incipiente desde fins de 2002. Junto com o crédito bancário começou também a reativar-se o investimento e a acelerar-se a taxa de crescimento da atividade econômica. Efetivamente, espera-se que a América Latina cresça 4% no ano de 2004, a taxa mais elevada desde 1997. E junto com o ressurgimento da atividade econômica, a arrecadação e os resultados fiscais têm melhorado.

É claro que esta reversão positiva nos fluxos de capital, bem como os seus efeitos financeiros e econômicos, poderia mudar totalmente sem aviso prévio. Uma restrição monetária nos EUA, que resulte em uma suba significativa da taxa de juros da Fed poderia resultar em um incremento substancial dos spreads para as economias emergentes e uma desaceleração abrupta das entradas de capital.

O Comitê está ciente destes riscos. Porém, o manejo fiscal e financeiro, em tempos de oferta abundante de fluxos de capital tem sido, no passado, uma fonte importante de instabilidade quando sobrevêm tempos de seca. Por esse motivo, o Comitê entendeu que era pertinente analisar as oportunidades e desafios que, desde a perspectiva da gestão fiscal e financeira, se apresentam aos países da região nas condições atuais dos mercados internacionais financeiros.

Estas considerações são particularmente importantes em um contexto no qual, a consolidação de níveis baixos e estáveis de inflação em vários países da região permite uma variedade de opções até há pouco impensáveis, no manejo financeiro.

Por exemplo, a emissão de bônus a taxas nominais fixas relativamente moderadas (10 por cento ou menos) e a prazos significativos, que freqüentemente são entre cinco e dez anos e que, em tempos recentes, começam a atingir lapsos ainda mais longos. Também, graças a causas diferentes da redução inflacionária, se emitiram bônus indexados ao IPC (Índice de Preços ao Consumidor) a prazos que chegam até 30 anos e a taxas reais que chegaram a reduzir-se em menos de 5 por cento.

Nestes fenômenos jogou um papel muito importante o desenvolvimento de certos tipos de investidores institucionais, como os sistemas de pensões baseados no princípio de capitalização e de contas individuais, em lugar dos sistemas de “repartição”. No México, por exemplo, o montante dos valores em circulação, a prazo maior de um ano, denominados em pesos ou em UDIS (quer dizer Unidades de Investimento, cujo valor diário reflete a evolução do Índice de Preços ao Consumidor) chegou em fins de 2003 ao equivalente em pesos de quase 100.000 milhões de dólares. Estes bônus foram emitidos tanto pelo Governo Federal e as empresas públicas quanto pelas empresas privadas; a maior parte dos quais tem um prazo original de mais de 5 anos, atingindo em alguns casos até 30 anos.

## **2. Políticas Financeiras Diante da Maior Oferta de Fluxos de Capital**

Na atual conjuntura externa favorável, o Comitê recomenda:

### **2.1 Incrementar el superávit primário, reduzir os coeficientes da dívida pública e melhorar seu perfil temporal**

Em um contexto expansivo deveriam fortalecer-se os objetivos de superávit primário a níveis consistentes com um processo gradativo e sustentado de redução do coeficiente da dívida a PIB. Esta estratégia permitirá consolidar os sucessos em matéria de redução da inflação e criar o colchão necessário para ter uma política fiscal contra-cíclica em tempos de adversidade. A regra de “superávit estrutural”, utilizada pelo Chile, ilustra a aplicação deste princípio recomendado pelo Comitê.

Adicionalmente, os governos devem aproveitar a conjuntura favorável para melhorar o perfil de vencimentos da dívida e/ou incrementar a disponibilidade de ativos internacionais líquidos. Isto permitirá dar-lhe tempo aos países para ajustar-se em caso de que o acesso aos mercados de capitais seja interrompido de forma abrupta.

### **2.2 Explicitar o custo fiscal de “assegurar-se” contra a volatilidade do tipo real de câmbio**

A experiência dos últimos anos nos ensinou que conjunturas favoráveis dos mercados internacionais induzem a políticas financeiras atraentes no curto prazo mas muito caras no longo prazo. Por exemplo, as condições muito favoráveis de taxas e prazos para a colocação de bônus denominados em dólares nos anos 90, levou a muitos países da América Latina a dolarizar a sua dívida. Não somente contraíam uma dívida nova denominada em dólares, mas

a dívida vigente em moeda local era trocada por dívida em dólares para aproveitar as condições *conjunturais*.

Esta tentação de focalizar as decisões da política nos desenvolvimentos de curto prazo se magnificou devido ao efeito, também de curto prazo, sobre as contas fiscais. As menores taxas de juros da dívida denominada em dólares permitiram apresentar melhores resultados fiscais imediatos. Quando as condições conjunturais se revertiram, também se revertiram os resultados fiscais, deixando um saldo neto negativo.

Estes resultados evidenciam como é importante para as autoridades tomar decisões em base a conceitos intertemporais. Se levássemos em consideração este conceito, advertiria-se que a conjuntura deveria ser aproveitada para neutralizar futuros choques adversos por meio da aquisição de um “seguro” contra estes riscos. Seria possível obter isto emitindo, por exemplo, bônus indexados à inflação. A razão é que no ciclo econômico, períodos de entradas de capitais estão associados a uma apreciação real do tipo de câmbio que é, geralmente, temporal e termina revertendo-se com outro período de depreciação real. Nestas circunstâncias, a prudência indica emitir um bônus indexado que aparentemente é mais caro no princípio, no período de apreciação real cambial, mas cujos benefícios se evidenciam no período de depreciação real cambial. Isto se deve a que uma desvalorização abrupta em um momento de reversão de fluxos de capitais não impacta significativamente o valor real do estoque da dívida.

No caso daqueles países cujos setores públicos optarem por manter descasamentos financeiros que os exponham a riscos cambiais excessivos, o Comitê recomenda que os organismos internacionais imputem o custo implícito do seguro não adquirido aos resultados fiscais correntes.

### **2.3 Assegurar a correta cobertura dos descasamentos cambiais das instituições financeiras**

O Comitê recomenda proteger o patrimônio bancário das flutuações no tipo de câmbio real por meio da constituição de provisões que cobram estes riscos adequadamente. O Comitê considera que existe uma variedade de mecanismos para atingir esse objetivo. Por exemplo, embora a maioria das regulações na América Latina cobrem o descasamento de moedas entre passivos e ativos bancários, as provisões não levam em consideração o potencial impacto sobre os ativos de risco bancário dos descasamentos cambiais entre os passivos e os ativos do devedor. Uma recomendação poderia ser requerer diferentes provisões bancárias para devedores no setor transigível a diferença do não transigível. Porém, é conhecido que esta distinção entre setores não somente é muito difícil de identificar mas também varia com o tempo. Nessas circunstâncias, uma recomendação alternativa é que as entidades bancárias avaliem o efeito de movimentos no tipo de câmbio real sobre o patrimônio empresarial. Para que esta recomendação seja implementada em forma acreditável, parte da supervisão deveria incluir a análise de sensibilidade dos estados financeiros dos devedores diante das variações abruptas no tipo de câmbio.

### **2.4 Promover uma ampla variedade de instrumentos financeiros e seus derivados**

A discussão recente sobre a denominação de instrumentos por moedas na América Latina centrou-se nos extremos, desde recomendar a dolarização plena até recomendar a

desdolarização. O Comitê considera que, dados os riscos e características da região, os possuidores de ativos beneficiariam-se de uma ampla variedade de instrumentos e, por conseguinte, a regulação não deveria discriminar em contra de instrumentos financeiros viáveis.

Dentre esta variedade de instrumentos existem os denominados de taxa fixa, taxa flutuante, indexados ao dólar ou ao IPC e seus derivados, Cada um deles tem as suas vantagens e inconvenientes e, por conseguinte, estão chamados a atender uma diversidade de necessidades de cobertura de riscos.

Os ativos denominados em dólares sofrem fortes variações no seu valor real em presença de forte volatilidade do tipo real de câmbio. Mas, ao mesmo tempo, estes podem ser um incentivo para desenvolver os mercados em moeda local, enquanto o investidor contaria com um ativo “seguro” ao qual poderia mover-se em caso de crescentes expectativas de depreciação cambial sem abandonar o sistema financeiro local.

Em um contexto de alta variabilidade na taxa de juros, os títulos com taxa flutuante facilitam a colocação de bônus a longo prazo. Mas, ao mesmo tempo, uma taxa nominal de juros elevada, que responda a incrementos não previstos da inflação, pode significar uma amortização acelerada e não prevista do valor real do principal da dívida. Esta amortização acelerada do endividamento pode traduzir-se em graves problemas para os devedores, já que pode diminuir a capacidade de realizar as amortizações correspondentes.

Outro exemplo claro de “trade offs” são os bônus indexados ao IPC. Estes permitem emitir a longo prazo, em contextos de inflação elevada e variável e permitem também assegurar os balanços contra a volatilidade do tipo real de câmbio. No Chile, para fins do ano 2000, 89% de toda a dívida doméstica emitida no Chile estava indexada à inflação. Junto a várias reformas estruturais, a indexação do sistema financeiro no Chile ajudou a completar e desenvolver seus mercados financeiros, permitindo a existência de um mercado de bônus de médio e longo prazo que de outra forma não teria existido. Porém, como no caso dos outros instrumentos considerados, os bônus indexados não são uma “panacéia” já que apresentam o inconveniente de que choques reais (como por ex. uma suba abrupta no preço do petróleo) que afetem o IPC produzam efeitos adversos sobre a situação patrimonial dos devedores e dos bancos. Além da indexação financeira, pode levar a formas generalizadas de indexação potencialmente contraproduzentes em outros setores da economia.

Com respeito aos mercados de derivados, o Comitê opina que o uso destes instrumentos negociados habilita operações de cobertura de riscos e de engenharia financeira a custos reduzidos. Porém, os instrumentos derivados não oferecem, ainda naqueles mercados de maior desenvolvimento na região, a possibilidade de realizar coberturas a prazos relativamente longos, que permitam assegurar uma correta gestão dos riscos em um contexto de alta volatilidade.

---

O Comitê Latino-Americano de Assuntos Financeiros agradece o apoio financeiro do Banco Mundial, da CAF e da FELABAN pela sua contribuição à reunião realizada na cidade de Panamá. O Comitê é completamente independente e autônomo para emitir suas declarações.