

**Latin American Shadow Financial Regulatory Committee  
Comité Latino Americano de Asuntos Financieros  
Comitê Latino Americano de Assuntos Financeiros**

---

**Declaração Nº 18  
21 de Maio de 2008  
Washington DC, EUA**

**Navegando em águas TORMENTOSAS:  
A Resposta da América Latina à Crise Financeira  
Internacional e à Crise de Preços dos Alimentos**

**I. Introdução**

Desde meados do ano de 2007, diversos *shocks* têm afetado a economia mundial, questionando os prospectos para o crescimento e a estabilidade mundial. Até pouco tempo atrás, a maioria das economias latino-americanas pareciam ser bastante imunes aos efeitos destes *shocks*, especialmente ao impacto da crise financeira internacional DETONADA pela crise do mercado de hipotecas *sub-prime* estadunidense. Isto se deve aos diferentes motivos explicados a seguir.

Em primeiro lugar, o efeito de contágio directo para os mercados financeiros da América Latina foi extremamente limitado. Por ejemplo, os preços dos bônus soberanos se mantiveram estáveis, os mercados locais de valores atingiram um novo PICO em termos de dólares americanos (para abril do ano de 2008, o índice MSCI da América Latina cresceu mais de 40% com relação ao seu valor correspondente do ano passado) e não apareceram sinais de uma fraqueza financeira sistémica na região. Os bancos têm permanecido bem capitalizados e com amplos níveis de liquidez. Em grande medida, estes desenvolvimentos refletem que: (a) os mercados de capitais domésticos não admitem as operações em grande escala dos produtos estruturados mais sofisticados; e (b) o estrito marco regulatório na maioria dos países da região tem limitado as atividades de investimento dos bancos y fundos de pensões. Além disso, as políticas macro-econômicas se fortaleceram na maioria dos países, refletindo uma melhora nos balanços fiscais e um significativo acúmulo de reservas internacionais.

Em segundo lugar, a maioria dos países da região se beneficiaram da melhora nos termos do intercâmbio. Em parte, a contínua depreciação do dólar estadunidense, agravada pela crise *sub-prime*, criou incentivos nos investidores para cobrir-se diante da fraqueza do dólar com investimentos em matérias primas (petróleo e gás, metais e minerais).

Efetivamente, com a exceção da América Central e o Caribe, o resto dos países na região parecem ser vencedores netos.

Em terceiro lugar e ligado com o anterior, os esforços concertados pelas autoridades estadunidenses para PREVENIR uma crise bancária sistêmica reduziram a probabilidade de uma recessão profunda e prolongada nos Estados Unidos. Apesar da possibilidade deste cenário, extremamente negativo, não puder ser descartada nestes momentos, as quedas potenciais na demanda estadunidense por exportações latino-americanas parecem estar contidas e, com certeza, não são tão grandes como para induzir uma desaceleração importante na região. As projeções mais recentes do Fundo Monetário Internacional apoiam este cenário: enquanto prediz que a economia estadunidense crescerá só 0.5 por cento no ano de 2008 (diante de 2.2 por cento no ano de 2007), o crescimento econômico da América Latina se prevê que alcançará 4.4 por cento, o que constitui uma queda importante mas não tendencialmente determinante, a respeito da taxa de crescimento econômica de 5.8 por cento alcançada no ano de 2007.

Porém, desde meados do ano de 2007 estas perspectivas positivas estiveram afetadas pelas crescentes pressões inflacionárias e, em particular, pelo forte incremento dos preços dos alimentos. A inflação alimentária traz CONSIGO certas implicações econômicas e sociais para a região. Económicamente, quando se combinam com o incremento mais dramático dos preços do petróleo, exerce pressões na inflação doméstica e apresenta novos desafios para as políticas monetárias e cambiais. Em termos sociais, a inflação está impondo uma carga pesada naqueles segmentos da população nos quais os alimentos constituem uma grande proporção de sua CANASTA de consumo: os pobres urbanos e alguns segmentos rurais.

Estes desenvolvimentos expuseram o *talão de Aquiles* do desempenho da economia latino-americana: em vários países o crescimento econômico não esteve acompanhado pela confiança do público na democracia e instituições e políticas baseadas no mercado. Para a sustentabilidade do sucesso na região, atingido até o presente, é essencial que esta região faça frente aos problemas de legitimidade social e trate com a inflação alimentária.

Da mesma forma, as perspectiva a médio prazo da região também podem ver-se afetadas pela atuação da política monetária estadunidense no futuro, em particular, pela resposta potencial da política monetária dos Estados Unidos diante da crescente inflação.

## **II. A recente aceleração da inflação alimentária e energética: ¿como aconteceu?**

Existem duas explicações diferentes mas mutuamente EXCLUiNTES para a crise de preços dos alimentos e energia atual. Uma explicação está baseada no incremento da demanda de alimentos e de energia proveniente do notável crescimento de algumas economias de desenvolvimento e emergentes, tais como a China e a Índia, e no redirecionamento do uso da terra para culturas orientadas para a produção de biocomustíveis. Esta explicação, a que está centrada em temas estruturais que afetam a demanda e oferta dos alimentos e energia, tende a ver a inflação essencialmente como o resultado de mudanças nos preços relativos, os que provavelmente persistam.

Uma segunda explicação, que recebeu menos atenção, está sustentada em causas monetárias e aponta a um incremento na inflação mundial, promovido por fatores relativos à demanda e oferta de dinheiro. Quando à demanda, existe uma preocupação de que o acúmulo de reservas internacionais das economias emergentes se REVIRTA e procurem utilizar estas reservas para adquirir, por exemplo, ativos mais arriscados através do uso de Fundos Soberanos. Desta forma, se esta mudança na carteira não for acompanhada de um incremento das taxas de juros dos bancos centrais dos países industriais, gerar-se-á um incremento nos agregados monetários e, por conseguinte, nos preços nominais. Este efeito inflacionário é provável que seja mais agudo nos Estados Unidos, dado que originalmente as reservas internacionais têm um maior componente em dólares estadunidenses. CASUALMENTE, isto poderia ajudar a racionalizar a desvalorização das reservas em dólares diante das reservas em outras moedas. Os Fundos Soberanos permitiriam esta mudança na carteira pois parte dos seus fundos vêm da posse de reservas internacionais. Atualmente, os fundos soberanos alcançam US\$ 4 trilhões e podem duplicar-se facilmente nos próximos anos.

No tocante à oferta monetária, as preocupações estão ligadas com as respostas dos bancos centrais dos países industriais à crise financeira associada à crise de hipotecas *sub-prime*. Essa resposta resultou na absorção de uma ampla variedade de ativos pelos bancos centrais em troca de liquidez.

Apesar do Comitê reconhecer a importância dos fatores estruturais na explicação do incremento do preço das matérias primas desde 2002, ele acredita que a explicação monetária tem a virtude de levar em consideração a aceleração do aumento dos preços que se deu desde o início da crise *sub-prime*. Esta aceleração viu-se AGRAVADA pela reação de alguns países ao incremento do preço das matérias primas através de proibições e restrições às exportações. **Este Comitê acredita que, dada a conjuntura atual, a aceleração da inflação alimentária e energética é a que representa o desafio mais significativo para os FAZEDORES da política na América Latina.**

En tanto uma explicação monetária foca-se essencialmente na mudança de preços absolutos, também visa a possibilidade de um incremento transitório nos preços relativos. Um aumento da inflação, com maior precisão, nos seus primeiros estágios tende a manifestar-se como um processo não uniforme. Em particular, os preços das matérias primas reagem mais rapidamente que os salários e os preços dos serviços produzidos localmente. Desta forma, no curto prazo, a alta na taxa de inflação traz consigo um incremento no preço das matérias primas diante dos preços menos flexíveis da economia. Cabe salientar que a explicação monetária implica que no longo prazo não haverá uma mudança importante nos preços relativos. Em consequência, o cenário completo pode parecer-se com uma borbulha de preços.

Da mesma forma, o incremento nos preços das matérias primas vira o indicador líder de uma inflação GERALIZADA futura. Por conseguinte, **o Comitê acredita que não pode deixar-se de lado um cenário futuro em que a Reserva Federal dos Estados Unidos se encontre induzida a implementar um forte ajuste monetário.**

Estas explicações estruturais e monetárias requerem diferentes respostas de políticas, tal como será discutido na seguinte seção.

### **III. O impacto na América Latina e a desposta da política**

Os recentes incrementos dos preços internacionais dos alimentos e energia afetaram as taxas de inflação da maioria dos países latino-americanos. Alguns países da região estão ultrapassando os seus níveis de alvos de inflação. Por ejemplo, a inflação no Peru está atualmente ao redor de 5% anual, comparado com um alvo de 2%, enquanto que no Chile a inflação anual ultrapassa 8% com relação a um alvo de 2% - 4% e, no Uruguai, a inflação anual se aproxima do 10%, em comparação com um alvo de 4% - 6%. Porém, quando se eliminam os efeitos dos preços dos alimentos e da energia, a inflação subjacente permaneceu relativamente controlada na região. Sob a interpretação monetária, isto último pode refletir simplesmente as diferenças nas velocidades de ajustes nos preços das matérias primas, se comparados com os dos salários e preços internos.

Além do mais, o incremento agudo nos preços das matérias primas teve um forte impacto nos termos de intercâmbio da região e, em consequência, na demanda agregada e no tipo de mudança real do equilíbrio. Para o grupo de países que são exportadores netos de matérias primas (principalmente América do Sul e México), o *shock* nos termos de intercâmbio tem sido positivo, incentivando a despesa agregada. Embora suavizado pela apreciação nominal das moedas nacionais, o aumento na despesa tem contribuído para as pressões inflacionárias já afetadas pelo incremento dos preços dos alimentos e da energia. No caso dos países importadores netos de matérias primas (principalmente América Central e o Caribe), o *shock* nos termos de intercâmbio tem sido negativo dentro de um contexto de contas correntes e posições fiscais fracas.

#### **III.1 Política monetária**

Implícitamente, vários bancos centrais da região têm operado sob o suposto de que a aceleração atual do preço das matérias primas está explicada principalmente pelas mudanças estruturais mencionadas anteriormente, em lugar de um fenômeno monetário, tal como a recente injeção de liquidez pela Reserva Federal dos Estados Unidos, ou o TRASLADO dos ativos financeiros expressados em dólares estadunidenses para ativos reais por parte dos Fundos Soberanos.

A pesar de que na mayoría dos países os bancos centrais estão comprometidos com a estabilidade de preços, o diagnóstico de que os incrementos recentes de preços refletem maiormente *shocks* mundiais de demanda e oferta dos alimentos e energia, mais do que fatores monetários, explica porquê a resposta da política monetária tem sido relativamente fraca, permitindo que o nível de preços absorba a mudança nos preços dos alimentos e da energia.

**O Comité acredita que, sob o suposto de que os *shocks* aos preços relativos são dominantes, essa resposta de política é desejável nos países que possuem regimes**

**monetários creditáveis e têm uma forte e longa reputação combatendo a inflação.** Nesses casos, uma política monetária restritiva seria um custo INCESSÁRIO pois forçaria uma DEFLAÇÃO em outros preços de bens para PREVENIR um incremento no nível geral de preços. Em contraste, **onde o compromisso das autoridades monetárias com a estabilidade de preços carece de credibilidade, o Comitê acredita que essa resposta da política poderia incrementar as expectativas inflacionárias, provocando potencialmente uma dinâmica perigosa de preços. Neste último caso, uma política monetária restritiva é necessária para ANCLAR as expectativas e preservar a estabilidade de preços obtida com grande esforço nos últimos anos.**

No caso de que os fatores monetários sejam as forças dominantes por trás do incremento agudo dos preços dos alimentos e da energia, então **o Comitê acredita que a resposta da política deve ser diferente. Neste caso, os preços nominais dos alimentos e da energia devem ser neutralizados em maior medida, permitindo uma apreciação nominal da moeda nacional.** Esta política não deveria resultar em uma mudança importante no tipo de cambio real de longo prazo.

A possibilidade de um futuro incremento agudo na taxa de juros estadunidense não deve ser DESCARTADA e constitui uma fonte de preocupação para o Comitê. Por isso, **o Comitê recomenda que os bancos centrais tomem medidas preventivas, tais como desenvolver linhas de crédito contingentes e acumular mais reservas internacionais** (idealmente através de SUPERAVIT fiscais e não através de intervenções esterilizadas).<sup>1</sup> Da mesma forma, os bancos centrais deveriam passar por “exercícios de crise” para discutir estratégias para a utilização eficiente da liquidez internacional (incluindo as reservas internacionais), assegurando que a liquidez dos bancos centrais seja provista adequadamente através do sistema financeiro aos setores críticos sem criar incentivos excessivos de risco moral. Adicionalmente, **o Comitê recomenda seguir políticas que considerem a restrição eventual da política monetária estadunidense. Como exemplo, estão as políticas de despesa pública contra cíclico e requerimentos regulatórios prudenciais e contra cíclicos.**

### **III.2 Políticas de superação da pobreza**

O incremento no preço dos alimentos e do petróleo está tendo um impacto significativo no ingreso real dos pobres na América Latina, bem como nas classes médias, em diferentes graus. Estas diferenças também estão relacionadas se os países são exportadores ou importadores netos, como aparece na seguinte MATRIZ.

## **EXPORTADORES E IMPORTADORES NETOS DE ALIMENTOS E ENERGIA**

---

<sup>1</sup> La Declaración de CLAAF No. 16 desarrolla en detalle las recomendaciones del Comité respecto al desarrollo de líneas contingentes de crédito internacionales.

		ENERGIA	
		Importadores	Exportadores
ALIMENTOS	Importadores	América Central	Bolívia, Venezuela, Equador, México
	Exportadores	Brasil, Uruguai, Colômbia, Chile, Paraguai	Argentina, Peru

Existem situações diferentes entre os países em cada CELDA CELULA; por exemplo, Venezuela e México compartilham a mesma CELULA, mas os controles de preços dos alimentos no primeiro caso têm AGRAVADO a crise reduzindo a oferta, enquanto no segundo caso, os elevados preços levaram a distúrbios severos. O impacto da crise é muito maior na América Central, já que se trata de uma região importadora NETO tanto de alimentos quanto de energia, e exportadora principalmente para os Estados Unidos.

Nos países que são importadores netos de alimentos, a alta dos preços internacionais tem reduzido o ingresso real, especialmente dos pobres urbanos e, num menor grau, da classe média e dos habitantes de zonas rurais que não produzem alimentos. No caso dos importadores netos de petróleo, a crise tem incrementado a despesa da CANASTA de consumo doméstica. O efeito combinado dos maiores preços dos alimentos e da energia tem DETERIORADO os termos de intercâmbio, PERTURBANDO as condições sociais e gerando estresse político. A ampla variedade de condições nos diferentes países impede o desenvolvimento de uma resposta única e geral que ENCAJE COM todos. No entanto, em todos os casos a desposta da política provavelmente incluía ações em diferentes frentes, as quais se espera que funcionem de um dia para outro.

Efetivamente, os países adotaram diferentes ENFOQUES para fazer frente à crise, os quais incluem: controles de preços, impostor às exportações, quotas e proibições à exportação, e outras medidas que DISTORTEM o funcionamento do sistema de preços. **O Comitê acredita que os controles de preços são contraproduzentes pois demoram a resposta da oferta e promovem o desenvolvimento de mercados paralelos. Os impostos às exportações, bem como as quotas, afetam os produtores domésticos, agravando a alta dos preços internacionais e vai em contra de novos investimentos. O Comitê acredita que a superação da pobreza deve ser tratada através de programas focados que considerem explicitamente o orçamento público e que sejam desenhados para maximizar o impacto das transferências nos setores afetados diretamente.**

*O Comitê Latino-americano de Assuntos Financeiros (CLAAF) reconhece com gratidão o apoio financeiro da Corporação Andina de Fomento (CAF), do Center for Global Development (CGD) e da Federação Latino-americana de Bancos (FELABAN).*