

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

**Declaração No. 21
8 de Dezembro, 2009
Washington, D.C., Estados Unidos**

**A América Latina no Caminho da Recuperação Global: Os Desafios
Macroeconômicos de Curto Prazo**

I – Introdução

Em comparação com as crises financeiras internacionais do passado, a América Latina saiu-se bem do último distúrbio global. Isso se deveu, em parte, ao bom desempenho da região, como reflexo de uma melhoria em seus fundamentos macroeconômicos, representada por melhores balanços fiscais e de conta corrente, e por uma ampla acumulação de liquidez externa. Por outro lado, durante o período prévio à crise, houve a ajuda de um benigno ambiente externo, caracterizado por baixas taxas de juros, baixa inflação e pequena volatilidade financeira. Isso contribuiu para consolidar marcos de maior credibilidade nas políticas monetárias e cambiais, para desenvolver os mercados domésticos de capitais e para fortalecer os sistemas bancários.

A América Latina permaneceu relativamente isolada do processo de inovação financeira que conduziu à economia norte-americana para a crise do *sub prime*. Os marcos relativamente mais rigorosos de regulação e de supervisão adotados na região impediram um rápido crescimento dos instrumentos sofisticados de securitização, e, em geral, inibiram a criação e o investimento em “ativos tóxicos”.

Desta vez, graças aos melhores fundamentos macroeconômicos da região, a “fuga para qualidade” dos investimentos, em decorrência do colapso do Banco Lehman, não foi totalmente direcionada para os títulos de curto prazo do tesouro norte-americano (*U.S. Treasuries*). Em diversos países da América Latina, uma parte importante dos recursos financeiros permaneceu dentro da própria região, e o que houve foi uma mudança na composição de tais recursos. Por exemplo, ocorreu uma mudança, de depósitos bancários em instituições privadas para aplicações em títulos do governo e para depósitos em bancos públicos. Adicionalmente, em alguns países, os mercados domésticos de capitais, por via dos fundos de pensão, mitigaram os efeitos do aperto internacional de crédito no financiamento das empresas domésticas. Inclusive, alguns bancos centrais (por exemplo, Brasil e México) efetivamente intervieram, mediante provisão de liquidez, para moderar a forte redução no financiamento do comércio que ocorreu durante o ponto mais severo da crise.

O prognóstico para os próximos meses é que a região deverá continuar significativamente dependente do processo de recuperação da crise financeira internacional, assim como do desenrolar de outros desequilíbrios importantes da economia global.

II – O desafio imediato da América Latina: como lidar com a apreciação do câmbio

Em diversos países da região, como Brasil, Chile, Colômbia e Peru, um significativo fortalecimento de suas moedas está rapidamente enfraquecendo a competitividade externa do seu setor “*tradable*”. Essa apreciação cambial, em parte, é o preço do seu sucesso na melhoria dos seus fundamentos macroeconômicos. Por outro lado, no entanto, é a consequência de uma política monetária excepcionalmente expansiva nos Estados Unidos, em conjugação com uma menor demanda agregada global. A perda de competitividade com relação aos mercados asiáticos, ademais, está sendo agravada pela política cambial seguida pela China e pela maior parte das economias asiáticas, de artificialmente depreciar suas moedas.

O que deve ser feito pelos fazedores de política da região? Com o intuito de evitar uma maior deterioração da competitividade externa, **o Comitê acredita que “nadar contra a corrente” é a melhor alternativa, e que os bancos centrais devem continuar intervindo no mercado cambial e acumular reservas internacionais adicionais.**

Por razões que serão discutidas adiante, **o Comitê considera que um fortalecimento adicional da posição de liquidez externa é desejável para varias economias da região.** Muito embora alguns analistas argumentem que uma excessiva acumulação de reservas internacionais possa ser uma forma ineficiente de auto-seguro, **o Comitê acredita que não se possa descartar o ressurgimento de uma maior volatilidade nos mercados internacionais de capitais, mesmo com a suposição de que perdure a atual recuperação econômica das economias avançadas.** Mesmo que a recente criação da Linha de Crédito Flexível (FCL, a sigla em inglês) pelo Fundo Monetário Internacional (FMI) se constitua num instrumento promissor para ajudar a lidar com perturbações nos mercados de capitais internacionais, **o Comitê acredita que os países da região devam continuar desenvolvendo suas próprias políticas e instrumentos para administrar os efeitos das paradas súbitas nos fluxos de capital internacionais.**

Uma alternativa à intervenção no mercado de câmbio poderia ser a adoção, pelos bancos centrais, de políticas monetárias mais expansivas. Esse tipo de política se facilita devido ao importante fortalecimento na credibilidade do marco de política monetária (em particular, naqueles países que estabeleceram regimes de metas de inflação) nos últimos anos. A despeito disso, pode ocorrer que alguns bancos centrais avaliem que uma política monetária mais frouxa possa despertar expectativas inflacionárias desestabilizadoras. Atualmente, os indicadores de mercado sugerem que, a despeito de alguns recentes aumentos, as expectativas inflacionárias estão atenuadas na maior parte dos países da região, e em geral dentro das metas anunciadas de inflação. Assim posto, **o Comitê acredita que se considere a adoção de uma redução nas taxas de juros domésticas em vários países da região. Para evitar problemas de perda de credibilidade, essa política deveria contar com o apoio do FMI, e, sendo possível, ser realizada de forma coordenada entre os países da região que necessitem adotar essa política.**

Ademais, o Brasil colocou um imposto de 2% na entrada de fluxos de capitais. **Na opinião do Comitê, os controles de capital devem ser considerados como uma política de última instância, em situações em que outras possibilidades de política não sejam alternativas viáveis. Nesses casos, a imposição de restrições à entrada de fluxos financeiros de curto prazo deve ser temporária.**

As pressões futuras sobre a apreciação das moedas da região são altamente dependentes de como evolui o ajuste dos desequilíbrios globais. Com respeito a esse assunto, existem dois temas que necessitam ser analisados.

Primeiro, **o Comitê opina que, enquanto a China mantiver sem mudanças sua atual política cambial (seguida de maneira similar por muitos outros países do Leste Asiático), o ajuste dos desequilíbrios globais porá maior pressão para a apreciação cambial nas moedas da América Latina.** Com respeito a esse tema, um fortalecimento do Yuan pode contribuir para um ajuste mais equilibrado entre as economias de mercado emergentes, particularmente na América Latina. Não obstante, uma apreciação excessiva da moeda chinesa pode ser contraproducente, pois pode contribuir para reduzir o crescimento econômico nesse país, devido às menores exportações.

Segundo, **o Comitê opina que é fundamental que os Estados Unidos reduzam seu déficit fiscal, para que se logre uma redução sustentada nos desequilíbrios globais.** De fato, enquanto que o componente do setor privado na conta corrente dos estados Unidos já se ajustou fortemente, o déficit fiscal do setor governamental segue como o principal responsável pelo déficit em conta corrente na economia norte americana. É importante reconhecer que a redução necessária desse déficit possa forçar a uma trajetória de recuperação mais moderada da economia mundial.

O grande problema ao não se prestar atenção ao atual desequilíbrio global é que se corre o risco de um aumento nas pressões protecionistas ao redor do mundo.

III – Novos riscos nos mercados de capitais: Efeitos do incremento da dívida pública nas economias avançadas

Os elevados déficits fiscais nas economias avançadas podem gerar, nos próximos anos, pressões importantes nos mercados de títulos de alta qualidade. Conforme a “fuga para qualidade” diminua ou mesmo reverta parcialmente como resposta à redução na volatilidade nos mercados internacionais de capitais, é provável que a enorme oferta de títulos governamentais emitidos pelas economias avançadas exerça pressões altistas sobre as taxas de juros. Apesar de que ainda não esteja claro de quanto aumentarão as taxas (reais) de juros da dívida pública, não existem precedentes de uma situação na qual o conjunto das grandes economias avançadas tenha de colocar um valor estimado de 2,8 a 3,5 trilhões de dólares em dívida pública nos próximos 2 ou 3 anos. As projeções recentes do FMI estimam que a dívida pública nas economias avançadas do G-20 deve alcançar níveis de 120% do PIB em 2014. Ao mesmo tempo, apesar de que se hajam recuperado as poupanças privadas nos Estados Unidos (a qual poderá se constituir num elemento de demanda adicional para os títulos governamentais), pode ser que se gere um excesso

significativo de oferta de dívida pública aos níveis atuais de taxas de juros, especialmente num processo em que a “fuga para qualidade” esteja revertendo.

Espera-se que o Departamento do Tesouro dos Estados Unidos seja o maior emissor de títulos governamentais nesse processo. Ademais, ao redor de 60% do acervo de títulos do tesouro americano (excluindo as *Treasuries* detidas pelas instituições públicas norte-americanas) são colocadas em mercados estrangeiros, e especialmente em bancos centrais.

Embora seja improvável que as economias avançadas tenham dificuldades de rolagem, **o Comitê acredita que esses enormes déficits fiscais causem riscos para a América Latina.** Muito embora os mercados maduros sejam improváveis de sofrer problemas severos, a despeito de sua enorme oferta de dívida governamental, os mercados emergentes com menor liquidez (público e privado) podem sofrer uma pressão significativa do *crowding out* exercido pelas economias avançadas. Ademais, essa pressão pode ser inclusive ampliada caso a China reduza sua taxa de acumulação de reservas estrangeiras, pois nesse caso haverá uma redução significativa da demanda por títulos norte-americanos no mesmo momento que ocorreria um aumento substancial de oferta.

Adicionalmente, embora atualmente as taxas de juros norte-americanas se mantenham baixas, um risco importante para a América Latina é que as taxas internacionais de juros subam abruptamente em consequência do cenário discutido acima. Existe uma ampla evidência empírica de que os aumentos agudos das taxas de juros mundiais se constituem numa das principais causas das paradas súbitas dos fluxos de capitais para mercados emergentes.

Graças ao papel ativo desempenhado pelo G-20, o sistema financeiro internacional está hoje em dia muito melhor preparado para lidar com os efeitos das paradas súbitas de fluxos de capitais, quando se compara com eventos ocorridos no passado de crises financeiras. Entretanto, o tamanho do recém estabelecido FCL permanece pequeno em relação às necessidades potenciais tanto do setor privado quanto do setor público nos mercados emergentes.

O Comitê encoraja os fazedores de política na América Latina a permanecerem cautelosos, a manterem políticas fiscais prudentes, e a colocarem uma alta prioridade na manutenção de uma forte posição de liquidez externa. Os governos devem considerar reverter as políticas fiscais expansionistas, na medida do possível, reconhecendo nesse processo que a evolução da atividade econômica nos diversos países da região é heterogênea, e que desse modo necessita-se utilizar diversas alternativas de política econômica.

O Comitê Latino Americano de Assuntos Financeiros (CLAAF) agradece ao apoio financeiro dos bancos centrais do Chile e da Colômbia e do Center for Global Development (CGD) por financiar a sua reunião em Washington, D.C. O Comitê é completamente independente e autônomo na formulação dessa Declaração.