

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

**Declaração No. 22
16 de Junho, 2010
Washington, D.C.**

**America Latina: Administrando Fluxos de Capital Surgidos
como efeito da Crise da Dívida Européia**

I. Cenário da América Latina em vista da Crise Européia da Dívida

Na Declaração No. 21, o Comitê discutiu os riscos para a América Latina que resultavam da crise financeira internacional. Na ocasião, o Comitê acentuou a força relativa mostrada pelo quadro de política econômica vigente na região durante a crise do Sub-Prime nos Estados Unidos. Ademais, essa mesma Declaração chamou a atenção quanto aos riscos potenciais que decorrem de uma situação fiscal em rápida deterioração nas economias desenvolvidas, assim como de volumes inéditos de emissão da dívida por parte desses países.

No curso de 2010, novas pressões se materializaram em alguns países europeus, requerendo fortes e rápidas respostas por parte dos governos da União Européia (EU) e do Banco Central Europeu (ECB). Notavelmente, em abril a EU e o FMI acertaram um pacote de 750 bilhões de Euros para diminuir a incerteza gerada pelas dificuldades financeiras enfrentadas pela Grécia e, de uma certa maneira, por Portugal, Espanha e Irlanda. O impacto da crise da dívida européia recaiu sobre diversas classes de ativos e regiões.

No presente momento, grande parte dos países da América Latina segue mostrando grande capacidade de resistência para desenvolvimentos financeiros externos adversos. Em 2010, o PIB da região deve crescer 4%, a inflação (embora aumentando) permanece sob controle e, mais significativamente, os fluxos de capital ressurgiram em níveis próximos aos existentes logo antes da crise do Banco Lehman.

Essa capacidade de resistência reflete, em parte, estruturas sólidas dos fundamentos econômicos e das políticas adotadas. A relação entre a dívida externa (pública e privada) e o PIB declinou nos últimos anos, e está comparativamente baixa vis-à-vis os níveis históricos para a região, e os correntes para os países avançados e emergentes da Europa. A prudência fiscal e o crescimento econômico, observados em diversos anos na década presente, resultaram numa historicamente baixa razão entre a dívida pública total e o PIB.

Os superávits de contas correntes, um elevado volume de reservas internacionais e o suporte dado pelas instituições multilaterais garantiram uma proteção efetiva contra a volatilidade do mercado de capitais. Embora as contas correntes tenham se deteriorado, os balanços de pagamento permanecem numa faixa confortável de comportamento. Pela primeira vez na história recente, os “*country risk spreads*” de diversos países da América Latina situam-se abaixo daqueles vigentes em algumas economias avançadas.

Embora a crise da dívida européia esteja ainda em andamento e que seus plenos efeitos não sejam ainda conhecidos, **o Comitê acredita que os bancos centrais e os governos das economias avançadas, assim como as instituições financeiras internacionais, possuem os meios para evitar um novo pânico financeiro global, nos moldes do colapso pós Lehman de 2008.** Nesse cenário, o crescimento econômico nos países avançados vai ser vagaroso, devido ao prosseguimento da consolidação fiscal e da desalavancagem privada. Desse modo, as taxas de juros internacionais deverão permanecer excepcionalmente baixas no futuro próximo. Em tal ambiente, a América Latina poderá vivenciar um período de volumosos e sustentáveis influxos de capital.

II. Os Desafios e Oportunidades para as Políticas Econômicas da Região

A perspectiva de um extenso período de entrada de fluxos de capital traz riscos significativos e coloca grandes desafios para a política econômica, mas, por outro lado, gera substanciais oportunidades para o crescimento econômico da região.

Como reflexo do ressurgimento do crescimento econômico, diversos países da região já enfrentam deterioração nos seus balanços de contas correntes, e estão começando a experimentar pressões inflacionárias. Embora os bancos centrais tenham aumentado seus esforços de intervenção e esterilização no câmbio, em resposta ao surgimento dos influxos de capital, continuam muito fortes as pressões para a apreciação do câmbio. Ademais, os bancos centrais da região estão adotando políticas monetárias mais apertadas. Diante da presença de políticas monetárias altamente expansivas nas economias avançadas, as relativamente altas taxas de juros domésticas na América Latina irão estimular ainda mais os influxos de capital de curto prazo, o que revigora as pressões para uma apreciação cambial doméstica.

O Comitê nota que os massivos influxos de capital podem aumentar o risco de maiores déficits na conta corrente e de maior apreciação da taxa real de câmbio. A deterioração nos balanços em conta corrente que acompanha o surgimento dos influxos de capital pode resultar num processo renovado de crescimento acelerado do endividamento externo. Em tal contexto de ampla liquidez nos mercados financeiros internacionais, o setor privado provavelmente irá assumir o papel central na tomada da dívida externa. O maior endividamento do setor privado requer um acompanhamento mais forte, pois algumas vezes acontece que o mesmo acaba sendo assumido, em tempos de crise, pelo setor público. Ademais, mesmo se a política fiscal aparenta solidez, na verdade ela pode estar altamente expansiva, vista sob um ponto de vista de um ajuste cíclico. Com efeito, as finanças fiscais tendem a parecer enganosamente sólidas durante os *booms*, pois as receitas são turbinadas pelo forte crescimento econômico.

O Comitê acredita que grandes influxos de capital também induzem uma rápida expansão no crédito bancário e criam condições para a emergência de bolhas de preços de ativos. Existe uma ampla experiência internacional que os *booms* de crédito, caso deixados sem controle pelos reguladores, são geralmente acompanhados por uma significativa subestimação do risco de crédito subjacente. Uma vez que a tomada de decisão privada nas instituições financeiras deixa de internalizar plenamente a sua contribuição para os riscos sistêmicos potenciais, aquilo que em algumas ocasiões possa parecer um negócio lucrativo para os bancos pode se transformar numa grande dor de cabeça quando se revertem as condições macroeconômicas. Os *booms* de crédito muitas vezes terminam em contrações e, possivelmente, em custosas crises bancárias.

Na verdade, o ressurgimento de fluxos de capital não é um fenômeno novo na região. De fato, assuntos similares já ocuparam as atenções do Comitê, com mostrado nas discussões de Abril de 2004, quando foi elaborada sua Declaração No. 10. Naquela época, as principais preocupações e recomendações focalizadas pelo Comitê visavam fortalecer os superávits fiscais primários, reduzir a dívida pública em relação ao PIB, e melhorar a gestão da liquidez por via da acumulação de reservas internacionais e do alongamento da estrutura de prazos de vencimento dos títulos da dívida pública.

Na visão do Comitê, a diferença com a presente conjuntura é que as condições macroeconômicas iniciais são significativamente melhores do que as vigentes nos episódios prévios de influxos de capital sofridos pela região. Em particular, os balanços de conta corrente exibem superávits ou então uma relativamente baixa posição deficitária. As razões de endividamento público (doméstico e externo) com o PIB estão nos seus mais baixos níveis na década, e a maior parte dos países da região estabeleceu já há algum tempo estruturas fortalecidas de regulação e supervisão prudencial, assim como políticas monetárias mais flexíveis, num ambiente de inflação de moderada para baixa.

A despeito dos importantes desafios de política econômica mostrados acima, o Comitê acredita que a perspectiva de um período relativamente longo de influxos de capital sustentáveis e volumosos possa gerar significativas oportunidades econômicas. Os influxos sustentáveis de capital criam oportunidades para consolidar um ambiente propício para forte crescimento do investimento e da economia. A existência de um período de ampla liquidez internacional e baixas taxas de juros favorece a captação de financiamentos de longo prazo e a atração de fluxos de investimento direto estrangeiro.

Entretanto, **o Comitê nota que para se capitalizar essas oportunidades vai ser preciso assegurar que o influxo de capitais não venha exacerbar grandes deficiências pré-existentes.** Isto significa remover distorções nos mercados de trabalho, bens e financeiros, com o propósito de aumentar a produtividade total dos fatores, de melhorar a infra-estrutura e de fortalecer o processo de tomada de decisão orçamentário. Mais importante, não realizar as reformas necessárias pode significar mais do que simplesmente perder oportunidades. Pode, de fato, amplificar os alcances das distorções que existem. Capacitar a América Latina para colher os benefícios de fluxos sustentáveis

de capitais de longo prazo amplia as perspectivas da região para consolidar um passo a frente de qualidade em termos de crescimento e de progresso social.

III. Recomendações de Política

O surgimento de influxos de capitais requer uma resposta coordenada de política, visando uma moderação do ritmo de tomada de empréstimos pelo setor privado assim como um fortalecimento dos instrumentos do setor público aptos a administrar o risco sistêmico trazido pelo aumento da liquidez.

O foco principal dos Bancos Centrais recai sobre taxas de juros de curto prazo e sobre metas de inflação. As considerações sobre a estabilidade financeira sugerem que se deva dar maior atenção para os créditos agregados e os preços dos ativos. As regulamentações macro prudenciais do sistema bancário são críticas para se administrar os influxos para o setor privado da economia. De modo amplo, isso abrange medidas ou alvos quantitativos para o crédito. Os requisitos de liquidez com respeito aos passivos bancários de curto prazo, incluindo os domésticos e externos, ajudam a reduzir o incentivo para uma excessiva expansão de crédito financiada com passivos de baixo custo e curto prazo, mas que aumentam a exposição do sistema bancário para o risco sistêmico de liquidez associado com os ciclos de expansão e contração do crédito. Ao mesmo tempo, a fim de enfrentar a potencial subestimação de risco de crédito que acompanha os períodos de condições frouxas de crédito, **o Comitê recomenda que se dê uma séria consideração para a adoção de provisões anticíclicas para perdas de empréstimos e para requisitos de margem nos empréstimos com colateral do sistema bancário.**

Combinadas com essas ações regulatórias, deveriam se adotar iniciativas macroeconômicas convencionais de política fiscal e monetária, a fim de assegurar que o setor público mantenha uma adequada capacidade de resposta aos efeitos de uma potencial reversão dos fluxos de capital e para assegurar que a política fiscal não fortaleça ainda mais a expansão da demanda do setor privado. Dessa maneira, **o Comitê acredita que exista espaço para uma acumulação adicional de reservas internacionais como resposta ao surgimento de influxos de capital. Ao mesmo tempo, os governos deveriam adotar estruturas orçamentárias explicitando ajustes de natureza cíclica e que fossem referenciadas para múltiplos períodos, como maneira preferencial de financiar a acumulação de reservas com genuínas receitas fiscais. Ademais, os governos deveriam manter uma disciplina fiscal, a fim de reduzir ou pelo menos manter nos níveis correntes a razão dívida pública e PIB, e deveriam se esforçar para ampliar o perfil de prazos de vencimento da dívida pública doméstica e externa.**

Houve um renascimento, no presente contexto internacional, da discussão sobre a efetividade potencial e a necessidade de controles de capital como um instrumento complementar para lidar com aumentos de influxo do capital externo de curto prazo. A discussão é particularmente difícil devido ao fato que a expressão “controle de capital” abrange um grande número de medidas muito diferentes entre si, e também existem

diversos experiências à nível mundial que se apontam como exemplo, algumas com sucesso e outras não. Com todas as cautelas apropriadas, pode se aceitar que medidas específicas permanentes, tais como a adoção de requisitos mínimos de prazo de permanência de empréstimos estrangeiros e a imposição de impostos sobre influxos de capital de curto prazo (seguindo as linhas da variedade chilena), podem contribuir para ampliar os prazos médios de permanência dos influxos de capitais externos e em alguns casos inclusive reduzir o total desses fluxos. Entretanto, **o Comitê alerta contra a adoção indiscriminada de medidas administrativas para reduzir saídas ou entradas de capital sem levar em conta o impacto sobre os ativos líquidos estrangeiros, ou intervenções de emergência que gerem incerteza com respeito ao clima de investimento estrangeiro.**

As recomendações de política que acabaram de ser discutidas têm o propósito de reduzir os riscos sistêmicos associados com o surgimento potencial de influxos de capital na região. Entretanto, para assegurar que os influxos de capital financiem uma expansão sustentável do investimento, requer-se que sejam tomadas ações decisivas pelos governos, com o propósito de estimular um aumento na produtividade e para reduzir as distorções existentes nos mercados de trabalho, bens e financeiros. Um importante elemento é o estabelecimento de uma infra-estrutura financeira estável, que permita o desenvolvimento aprofundado de mercados de ações e de dívida de longo prazo.

A fim de melhorar a qualidade do investimento público, os governos podem estabelecer parcerias público-privadas (criando para tal um adequado quadro legal), e devem tomar ações decisivas para aprimorar o seu processo orçamentário, focalizando objetivos de longo prazo que abranjam sucessivos termos de administração governamental. **O Comitê acredita que as instituições financeiras multilaterais possam desempenhar um papel-chave, agindo como um veículo para canalizar crédito internacional para projetos de desenvolvimento que obtenham lucratividade em termos sociais.**

IV. Um *Caveat*

Essa declaração assume que um pânico financeiro do tipo experimentado após o *Lehman debacle* será evitado com sucesso, devido às ações de política apropriadas e tempestivas adotadas pelas economias avançadas e pela comunidade internacional. **Entretanto, o Comitê adverte que forte cautela deve ser tomada com respeito à complacência. Devido à incerteza global no momento atual, os governos da América Latina devem ser extremamente prudentes na condução de suas políticas públicas e reconhecer que, muito embora se vislumbre um período favorável a frente, tal cenário está também sujeito a riscos consideráveis.**

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