

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

**Declaração No. 23
Novembro 16, 2010
Lima, Peru**

**A Guerra de Moedas: Riscos para a América Latina e o Papel
dos Bancos Centrais**

I. O Problema

A América Latina enfrenta um cenário externo caracterizado por fortes influxos de capitais, por um Dólar se enfraquecendo, e por um Yuan que muitos observadores estimam estar subavaliado.

A economia internacional, a partir do surgimento da Crise Financeira de 2008, experimenta profundas transformações em várias frentes. Em primeiro lugar, as empresas e as localidades dentro das economias avançadas, principalmente nos Estados Unidos, e os governos da União Européia, estão iniciando um processo de desendividamento. Em segundo lugar, a possibilidade de seguir executando uma política fiscal ativa está encontrando limitações, tanto econômicas quanto políticas, e em consequência está atingindo seus limites. Para compensar a queda de demanda que ocorre nas economias avançadas, diversas vezes advogam uma recomposição na demanda agregada, principalmente na China, mas também nas economias emergentes.

O dólar norte-americano, nos cinco anos anteriores à Crise, havia caído de maneira importante, quando medido em termos efetivos. Nos últimos meses essa mesma tendência se reafirmou, o que motivou diversos países orientados às exportações a intervir, em diferentes maneiras, no funcionamento dos seus mercados cambiais. As intervenções cambiais na China, Japão, Coréia do Sul e Suíça, entre outros países, e o anúncio da Reserva Federal dos Estados Unidos do *Quantitative Easing 2* (chamado de QE2), criaram a possibilidade de que se desate uma guerra de divisas com o objetivo de produzir a aludida recomposição da demanda agregada por meio da política cambial.

Com efeito, a história econômica mostra que uma política de depreciações competitivas pode derivar para uma sequência de medidas protecionistas com custos enormes para a economia mundial e, finalmente, para o conjunto da população.

A pretensão que a resolução dos desequilíbrios globais e a recomposição internacional da demanda possa ser alcançada por meio da política cambial ignora que o principal problema que deve ser atacado pelos Estados Unidos e pelas demais economias avançadas continua sendo o financeiro. Ao não atacar explicitamente a debilidade do sistema financeiro e ao não reconhecer a existência de uma sobre-avaliação significativa dos ativos bancários, isso induz a que uma ampla porção do setor privado deixe de receber créditos ou de poder financiar investimentos.

Nesse contexto, o QE2 resulta ser uma medida pouco efetiva, já que a liquidez injetada acaba sendo depositada na Reserva Federal, que ademais remunera os excedentes de reserva desde 2008 com o fim de apoiar o saneamento dos balanços dos bancos, ou termina em setores que se encontram muito líquidos.

Ademais, ao ser implementado por meio de operações de *mercado aberto*, pelas quais a Reserva Federal compra no mercado instrumentos de dívida do Tesouro Americano cujo rendimento está próximo a zero, não fica claro que o QE2 represente, em termos econômicos, uma significativa expansão monetária. Na visão do nosso Comitê, a efetividade do QE2 pode estar sendo sobre-estimada pelo mercado, e o recente enfraquecimento do dólar como resposta ao anúncio do QE2 pode resultar ser um fenômeno transitório.

Existe, no entanto, um aspecto que deve ser destacado no anúncio do QE2. Este anúncio pode ser interpretado como uma garantia ao mercado que a Reserva Federal assegurará a estabilidade do sistema financeiro. Neste sentido, seu impacto é o de descomprimir o aumento na demanda pela liquidez. Com efeito, dado que vastos setores dos Estados Unidos e de outras economias avançadas não apresentam atratividade devido aos problemas bancários não resolvidos, esta descompressão induz a um aumento significativo dos fluxos de capitais na direção das economias emergentes.

No caso da América Latina, o Comitê já havia antecipado, em nossa Declaração anterior (No. 22), que a região enfrentaria importantes desafios, derivados do aumento no ritmo de entrada de capitais induzidos pelo diferencial das taxas de juros associadas, dentre outros fatores, às expectativas de depreciação do dólar (e apreciação cambial das moedas latino-americanas). Nesse momento, diversas economias da região enfrentam um processo incipiente de re-aquecimento de suas economias, e exibem um déficit em conta corrente, fatores que justificariam a apreciação cambial.

Em função dessas tendências, alguns bancos centrais já iniciaram um ajuste em suas políticas monetárias, elevando as taxas de juros (Chile, Brasil, Peru), enquanto que outros já sinalizaram sua preocupação. Com efeito, o fato que a China resiste para que haja um maior fortalecimento do Yuan, gera o risco que se deteriore a competitividade externa da nossa região. Nesse sentido, enquanto que a demanda agregada deve aumentar em países que gozam de fortes superávits em conta corrente (China e outros países emergentes da Ásia), a América Latina (exceto Argentina, Bolívia e Venezuela), ao

invés, deverá enfrentar o risco de uma rápida deterioração em seus balanços de transações correntes.

II. Recomendações de Política

Quais são, então, as principais ações que as autoridades podem tomar nesse contexto de fortes entradas de capitais, e quais são as ações que devam ser tomadas ao nível da comunidade internacional para atenuar os desequilíbrios vigentes?

Na verdade, os países da região já estão efetuando diversas ações para enfrentar os efeitos das fortes entradas de capitais externos. Em primeiro lugar, diversos países estão enfrentando as pressões para apreciação de suas moedas mediante um aumento da intervenção dos bancos centrais junto aos mercados de câmbio. Nesse sentido, na medida que os países da região já estão enfrentando um processo de re-aquecimento de suas economias, seria desejável permitir uma apreciação moderada de suas moedas. No entanto, na medida em que a China limite a apreciação da sua moeda Yuan, o fortalecimento das moedas da região pode gerar uma sensível perda de competitividade.

Nesse sentido, **o Comitê acredita que o primeiro cenário de política que deveria ser explorado de forma explícita é um acordo com a China para que exista certa coordenação entre a política cambial de dito país e a nossa região.** Já que a economia chinesa também se encontra numa situação de rápida expansão de sua demanda agregada, seria desejável que dito País permita uma maior apreciação do Yuan e que as moedas da região adotem uma movimentação coordenada na mesma direção. Possíveis foros de negociação com a China incluem o G-20, as reuniões dos BRICs e a APEC.

No caso que não seja possível coordenar a política cambial com a China, então **o Comitê vê como resposta razoável por parte dos bancos centrais da região a adoção de uma política de intervenção cambial, buscando freiar uma possível apreciação brusca das moedas.** Aqui aparecem duas questões fundamentais. Deve o Dólar ser a moeda de referência para esa política? A intervenção deve ser esterilizada ou não-esterilizada?

Com respeito a primeira indagação, **o Comitê recomenda que os bancos centrais da região considerem a possibilidade de que o Yuan adote um papel crescente como moeda de referência para a política cambial.** Isso reflete a importância crescente que a economia chinesa vem tomando com respeito aos fluxos de comércio internacional na região.

Com respeito à segunda indagação, **o Comitê acredita que seja preferível a intervenção não esterilizada à intervenção esterilizada. Se, para conter as pressões inflacionárias, se opta pela esterilização, esta não deve ser utilizada de forma sistemática pois conduz a incrementos na taxa de juros que induzem um maior influxo de capital e um aumento do déficit quase-fiscal do banco central. De qualquer modo, a intervenção não esterilizada deve ser complementada por um**

esforço adicional da política fiscal. Especialmente nos casos onde as economias se beneficiam por melhorias em seus termos de intercâmbio derivado de um aumento nos preços das *commodities*, é recomendável a adoção de um mecanismo automático de política fiscal contra-cíclica em que se poupem os ingressos extraordinários de divisas, para que possam ser utilizados futuramente em tempos difíceis. Um exemplo dessa política é a adoção de uma regra fiscal como a que existe no Chile, que estabelece como objetivo um superávit primário estrutural igual a 1% do PIB. No entanto, ainda que o Comitê reconheça que a política fiscal tenha um importante papel complementar, não se deve esperar que ela sozinha seja plenamente efetiva para evitar as pressões para uma apreciação cambial em virtude da entrada de maiores influxos de capitais externos. Para aumentar a efetividade da política fiscal, **o Comitê também recomenda redirecionar o gasto público do consumo para o investimento.**

Ao mesmo tempo, é necessário reconhecer que a apreciação cambial, na presença de salários nominais rígidos, ameaça o emprego nos setores produtores de bens transáveis (aqueles relacionados com o comércio exterior) da economia. **O Comitê recomenda introduzir maior flexibilidade nos contratos salariais ou, alternativamente, estabelecer um mecanismo de compensação fiscal para equilibrar o maior custo da contratação de mão-de-obra relacionado com a movimentação da taxa real de câmbio.**

Uma segunda linha de ações, que pode complementar e reduzir as necessidades de intervenção cambial, são as políticas conhecidas pela denominação de macro-prudenciais. Neste âmbito, **o Comitê recomenda que os bancos centrais fortaleçam os requisitos de capital e de liquidez no sistema financeiro, e que adotem critérios de regulação contra-cíclica.** Um exemplo importante nessa direção é a implementação de provisões dinâmicas na Bolívia, Colômbia, Perú e Uruguai.

O fortalecimento dos marcos regulatórios prudenciais é particularmente essencial num contexto em que as baixas taxas de juros internacionais e a existência de problemas bancários não-resolvidos nas economias avançadas estão empurrando os capitais internacionais para que busquem, de maneira indiscriminada, fontes de rendimento no mundo emergente. Nessas condições, existe um risco real quanto a possibilidade que se criem bolhas especulativas nesses mercados. Nesse caso, as autoridades monetárias e regulatórias devem esforçar-se particularmente para identificar e prevenir o surgimento de tais bolhas especulativas.

Alguns países da região complementam, por meio da adoção de controles de capital, as ações de intervenção cambial. Ademais, o Fundo Monetário Internacional, recentemente, reconheceu de maneira explícita um papel potencial, na conjuntura atual, para esse tipo de medidas. Esse reconhecimento causa bastante surpresa, pois um dos papéis fundamentais do FMI é precisamente o de evitar a proliferação de ações unilaterais que entorpeçam o funcionamento adequado do mercado internacional de capitais. Ainda que **o Comitê reconheça que o uso de controles de capital possa atenuar as pressões cambiais em alguns países, também enfatiza o enorme perigo da utilização desses instrumentos na região e em outras áreas do mundo.** O problema

central é que isso conduziria a um esquema generalizado de protecionismo que reverteria os avanços em matéria financeira e comercial alcançados pela região.

O problema da entrada de capitais nas economias emergentes dificilmente pode ser manejado sómente através de ações de política à nível individual dos países. O Comitê acredita que as oportunidades positivas que se derivam para a região desse processo de entrada de capitais, assim como a contenção dos riscos potenciais que se geram, requerem a tomada de importantes ações por parte da comunidade internacional.

Em particular, resulta central assegurar-se a qualidade dos investimentos sustentados por esses fluxos de capital. Como comentado anteriormente, uma situação na qual os fluxos de capital internacional se movimentam num contexto de taxas de juros internacionais a níveis próximos a zero aumenta consideravelmente o risco de aparição de bolhas especulativas nos mercados emergentes. Resulta então ser prioritário que se estabeleçam mecanismos que ajudem a canalizar os influxos de capital para investimentos produtivos de longo prazo e assim evitar que se contribua para o surgimento dessas bolhas. Nesse sentido, **o Comitê recomenda que a comunidade internacional fortaleça adicionalmente as instituições multilaterais enfocadas no desenvolvimento, tais como o Banco Mundial, o BID, a CAF e o BCIE. Essas instituições deveriam apoiar ativamente o estabelecimento de Associações Público-Privadas (*Public Private Partnerships*) que canalizem recursos para projetos prioritários de infra-estrutura.**

A presente conjuntura internacional reflete a atuação ineficiente das autoridades dos Estados Unidos e de outras economias avançadas para atacar os problemas bancários subjacentes. Essa situação gera a perspectiva de um período prolongado de taxas internacionais de juros próximas a zero sem que exista por outro lado uma perspectiva certa de recuperação econômica. Resulta crítico, para melhorar esas perspectivas, que se atue de maneira mais efetiva e focalizada sobre os problemas bancários. **O Comitê acredita que o QE2, tal como está sendo implementado, não é efetivo e nem ataca ou resolve os problemas bancários. O Comitê acredita ser urgente que as autoridades dos Estados Unidos concentrem um foco mais ativo numa avaliação mais realista dos seus ativos bancários, para assim promover a normalização e o alívio na situação dos devedores hipotecários.**

O Comitê Latino Americano de Assuntos Financeiros (CLAAF) agradece o apoio do Banco de Reserva do Perú. O Comitê age completamente independente e autônomo ao preparar esta declaração.