

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

Declaração No. 26
19 a 22 de Maio de 2012
Washington, D.C.

Repensando as Políticas Monetária, Regulatória e Financeira no Contexto da Crise Global

I - Os Fundamentos da América Latina, embora fortes, se enfraqueceram

Contrariamente ao que aconteceu antes do colapso do *Lehman Brothers* em 2008, os fundamentos macroeconômicos da maior parte dos países da América Latina estão consideravelmente mais fracos. Os superávits das contas de Transações Correntes desapareceram em muitos países, e os balanços fiscais se deterioraram bastante. De acordo com o mais recente *World Economic Outlook* do FMI, o agregado das contas correntes dos balanços dos países da região mostrou um superávit de 1,6% do PIB em 2006, comparado com um déficit de 1,2% do PIB em 2011. O déficit fiscal aumentou de 1,3% do PIB em 2006 para 2,6% do PIB em 2011.

A despeito dos fundamentos mais fracos, a América Latina continua a receber influxos de capital. Essas entradas de recursos podem alimentar, por elas mesmas, a formação de bolhas de preços de ativos, como se fossem efeitos de manada. Entretanto, um argumento mais fundamental do que o “efeito manada” é que os grandes influxos de capital criam a percepção que os ativos sejam facilmente negociáveis e, portanto, mais líquidos, representando uma fonte adicional de apreciação do preço dos ativos. A liquidez, no entanto, está no olhar de quem possui o ativo. Ela pode rapidamente encolher, por exemplo, em face de uma crise financeira no resto do mundo.

O ambiente externo continua a estar num estado de instabilidade. Não se pode descartar a repetição de um cenário tipo Lehman, ou mesmo um resultado ainda pior. Assuntos tais como problemas sistêmicos bancários, não sustentabilidade das dívidas públicas, perspectivas de um fraco crescimento econômico ou mesmo uma depressão mais severa nas economias avançadas são fatores que podem desatar uma significativa instabilidade no mercado internacional de capitais.

Mesmo que não se materialize uma crise financeira de grande escala, a persistência de um longo período de taxas de juros extremamente baixas (livres de risco) nos países desenvolvidos pode criar novos riscos, ou a exacerbar riscos existentes.

Primeiro, as taxas de juros “livres de risco” sustentáveis podem conduzir a uma significativa subavaliação dos riscos enfrentados por instituições financeiras que estejam relativamente sólidas. Em particular, muito embora as baixas taxas de juros

possam ajudar os bancos sub-capitalizados, ou aqueles que ainda mantêm grandes volumes de “ativos tóxicos” em seus demonstrativos financeiros, elas podem induzir que haja uma tomada excessiva de risco (porém não necessariamente irracional) por parte de instituições que estejam com uma saúde financeira relativamente boa. **Desse modo, o Comitê acredita que o problema dos “ativos tóxicos” deva ser ativamente enfrentado, uma vez que uma política geral para promover baixas taxas de juros durante um longo período de tempo pode terminar plantando as sementes de futuros problemas no segmento correntemente saudável do sistema financeiro.**

Segundo, a perspectiva de um período continuado com baixas taxas de juros “livres de risco” pode distorcer significativamente as percepções sobre a sustentabilidade da dívida pública. Com taxas de juros “livres de risco” em níveis de, por exemplo, 1% por ano para debêntures de 10 anos de vencimento, mesmo um *spread* muito alto de risco de 500 “pontos básicos” pode causar um custo de financiamento (de 6% numa base anual) aparentemente consistente com os indicadores de participação da Dívida no PIB em muitas economias avançadas. Porém fica claro, desse exemplo, que mesmo pequenos aumentos das taxas “livres de risco” podem rapidamente conduzir a situações de posições insustentáveis de endividamento. As preocupações quanto à sustentabilidade podem, facilmente, se traduzir numa “seca” de liquidez.

O Comitê acredita que a liquidez é essencial. A América Latina necessita ficar alerta quanto à possível deterioração do ambiente externo e construir defesas em suas políticas econômicas.

II. A Política monetária no contexto da Crise: o que aprendemos?

A primeira lição que se pode extrair ao observar a resposta dos bancos centrais à crise financeira global é quanto a importância da função do “emprestador de última instância”. Os principais bancos centrais nas economias avançadas se apoiam na sua habilidade de emitir moeda forte (*hard currency*) com a finalidade de prover liquidez de maneira crível.

Em contraste, os governos da América Latina não emitem ativos em moeda forte e, portanto, não podem prover os seus sistemas financeiros com ativos verdadeiramente seguros. Dessa maneira, necessita-se desenvolver (e isso já acontece) instrumentos financeiros alternativos. Em particular, a recente experiência da região aponta para a importância de se contar com um grande estoque de reservas internacionais e de se impor requisitos de liquidez para bancos (sob a forma de uma fração dos passivos de curto prazo) que investem em ativos de alta qualidade em moeda estrangeira. **O Comitê recomenda que se mantenham níveis elevados de liquidez externa em moedas fortes tanto no âmbito dos bancos centrais quanto no dos sistemas financeiros.**

As políticas domésticas para fortalecer a capacidade dos bancos centrais de atuar efetivamente como um “emprestador de última instância” devem ser complementadas pelo uso de instrumentos internacionais existentes, desenhados para fortalecer a liquidez no âmbito dos bancos centrais. **O Comitê recomenda que os países da região se aproveitem da facilidade *Flexible Credit Line* (FCL) oferecida pelo FMI, que permite aos países que preenham as condições de estabilidade macroeconômica e financeira**

que se pré-qualifiquem e tenham acesso imediato à essa linha em tempos de necessidade urgente.

No momento, somente o México e a Colômbia se aproveitaram dessa facilidade. Outros países expressaram relutância para solicitar acesso à facilidade FCL. Dado que muitos países da região preenchem nesse momento os critérios para se qualificarem, **o Comitê acredita que os países que se qualificam devam aplicar para essa fonte contingente de liquidez.**

A segunda lição é sobre a importância para os bancos centrais de terem uma política mais explícita de metas de inflação. Muito embora os bancos centrais atuem em intervenções no câmbio, essas operações não estão contempladas no quadro anunciado de política monetária. Ao bem da verdade, estabelecer uma meta de inflação, por si só, não elimina a ocorrência de uma alta volatilidade no câmbio e na inflação. **O Comitê recomenda que a meta de inflação seja explicitamente complementada com a intervenção no câmbio como uma maneira de se ancorar o sistema.**

Um tema diferente está relacionado à crescente popularidade da tese que os bancos centrais devam adotar uma função objetivo que inclua o “hiato do produto” (*output gap*). Adicionar o “hiato do produto” ao objetivo da política monetária, no entanto, acaba por ignorar os problemas de política discricionária. **O Comitê acredita que, na América Latina, uma modificação no quadro da política monetária de acordo com essa tese pode ser perigosa e re-introduzir um viés inflacionário, dado o histórico inflacionário da região.**

A terceira lição é sobre a importância das finanças do comércio internacional como um canal de transmissão. A experiência da Região logo após o colapso do Banco Lehman mostrou que a súbita parada das linhas de financiamento do comércio exterior revelou-se um canal crítico de transmissão da crise financeira externa para a atividade econômica doméstica. Muito embora naquela ocasião se observou umas poucas iniciativas *ad hoc* para estabilizar e reconstituir as linhas de crédito do comércio exterior, desde então nenhum mecanismo permanente foi adotado para lidar com problemas futuros potenciais dessa natureza. Proteger o financiamento do comércio exterior implica proteger um componente central do sistema internacional de pagamentos. Dessa maneira, **o Comitê acredita que a comunidade internacional deva estabelecer instrumentos para o setor privado (possivelmente com acesso pré-qualificado e automático) a fim de proteger a estabilidade do financiamento ao comércio exterior.**

III. Políticas Regulatória e Financeira

Anteriormente à crise financeira global de 2008-2009, o “Comitê da Basileia” (*Basel Committee on Banking Supervision-BCBS*) não se manifestava com respeito ao assunto do risco de liquidez (Basileia I e II), precisamente o elemento central de risco durante a crise. O reconhecimento desse problema levou o BCBS a fazer recomendações sobre os parâmetros de liquidez que os bancos devam observar¹. Apesar dos detalhes e

¹ O BCBS recomenda uma avaliação contínua de dois indicadores: (a) o índice de cobertura da liquidez (*liquidity coverage ratio*), definido como o estoque de ativos de alta liquidez como proporção dos fluxos líquidos de caixa num período de 30 dias sob um cenário agudo de *stress*; e (b) um indicador de

maneiras de computar os indicadores recomendados, o assunto principal é o foco do BCBS no que é definido como liquidez de alta qualidade (*high-quality liquidity*). De acordo com o BCBS, os ativos com a mais alta qualidade de liquidez incluem: dinheiro a vista, reservas do banco central que possam ser disponíveis em tempos de *stress*, ativos (*claims*) do governo e do banco central (ou por eles garantidos), assim como os ativos (*claims*) do FMI, BIS e bancos multilaterais de desenvolvimento.

As posições de ativo dos bancos na América Latina parecem cumprir as recomendações do BCBS, pois em vários países os bancos carregam uma grande parcela de papéis governamentais e do banco central em seus ativos (isto é particularmente importante no Brasil, Argentina e Venezuela). Todavia, como foi discutido anteriormente, a inclusão de títulos governamentais como sendo “ativos de alta qualidade” criam uma falsa sensação de segurança quanto à estabilidade financeira. **O Comitê recomenda que o BCBS defina liquidez, para propósitos bancários, como sendo composta por ativos verdadeiramente seguros. Em diversos países os títulos governamentais não entram nessa categoria.**

O Comitê Latino Americano de Assuntos Financeiros (CLAAF) penhoradamente agradece o apoio da CAF, do Center for Global Development e dos Banco 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.

financiamento líquido estável (*net stable funding ratio*), definido como à quantidade disponível de financiamento estável como proporção da quantidade requerida de financiamento estável. A recomendação específica é que esses dois indicadores devam ser maiores que 100 por cento.