

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

Declaração No. 28

**Deixa rolar os bons tempos? Os riscos escondidos na atual
prosperidade da América Latina**

I. Introdução

O enorme choque financeiro experimentado pela economia internacional em 2008-2009 foi seguido por uma resposta de políticas sem precedente por parte das economias avançadas. Esse quadro tem provocado efeitos, em diferentes frentes, para a América Latina. Por um lado, o crescimento na região foi beneficiado pelo ambiente das baixas taxas de juros que prevaleceu nos mercados internacionais. Por outro lado, a ocorrência de substanciais influxos de capital e a melhoria dos termos de intercâmbio, exacerbados pelos efeitos de uma ampla liquidez, colocaram diversos desafios para os formuladores das políticas econômicas.

Esta Declaração é composta por duas seções principais. A primeira seção avalia as implicações do momento presente da economia mundial para o futuro da América Latina. O Comitê identifica três fontes significativas de riscos escondidos para a região: 1) o comportamento futuro das taxas de juros nos mercados internacionais; 2) a desaceleração do crescimento econômico a despeito das melhorias nos termos de intercâmbio; e 3) o papel desempenhado pelas inadequadas políticas econômicas.

Com base na discussão apresentada acima, a segunda seção discute as principais lições para a região, no que diz respeito ao desenho da política monetária e ao papel do banco central.

**II. Fontes de riscos para a América Latina decorrentes do estado atual
da economia mundial**

Existe a possibilidade que ocorra um grande aumento nas taxas de juros internacionais?

A incipiente recuperação da economia norte-americana levanta a questão de que o FED possa mudar a sua política no curto prazo e, caso isso ocorra, se haverá um grande aumento nas taxas de juros de curto prazo nos mercados internacionais. Essa mudança de política poderia ser deflagrada devido a um súbito aumento de expectativas inflacionárias, por preocupações quanto ao excesso de liquidez, ou por dúvidas sobre a efetividade das políticas adotadas. Essa questão é fundamental, pois, como amplamente conhecido, um grande aumento das taxas internacionais de juros pode estar associado com uma parada súbita dos fluxos de capitais para a região.

A preocupação de que as taxas internacionais de juros possam subir rapidamente, à medida que se consolide a recuperação norte-americana, está relacionada com os possíveis desdobramentos que resultem dos estímulos monetários proporcionados pelo FED. A visão convencional postula que, caso a oferta de crédito se recuperasse, e caso os bancos reduzissem seus depósitos junto ao Banco Central, esse último necessitaria realizar operações de *open Market* para absorver o excesso de liquidez. A venda de títulos ou outros ativos na carteira do FED iria, por sua vez, aumentar as taxas de juros. Muito embora os outros bancos centrais tenham também seguido políticas monetárias expansionistas, as perspectivas mais incertas sobre a recuperação da atividade econômica fazem com que seja menos provável um aumento nas taxas de juros desses países.

A visão convencional, no entanto, pode subestimar o papel crucial dos títulos governamentais. Nas atuais circunstâncias, os títulos governamentais são um componente integral da liquidez. Já que a crise financeira destruiu uma grande parte dos ativos seguros e como os mercados financeiros permanecem vulneráveis, existe escassez de colateral. O colateral, por sua vez, é particularmente crucial para a provisão de crédito nesse momento. À medida que a economia norte-americana reinicia seu crescimento e aumenta o crédito bancário, vai aumentar também a demanda por títulos governamentais, para serem usados como colateral. Desse modo, o crescimento das contas do FED que aumentaria a oferta de títulos do Tesouro norte-americano provocará um correspondente aumento na demanda por colaterais.

Desse modo, como consequência, **o Comitê acredita que no curto prazo as taxas de juros não devam aumentar significativamente. Todavia, no médio prazo, à medida que desapareça a segmentação do Mercado e que novos ativos seguros sejam criados pelo setor privado, a demanda por títulos do tesouro norte-americano irá eventualmente cair, e as taxas de juros irão aumentar.**¹

Embora continue favorável um cenário de permanência de baixas taxas de juros, a busca por rentabilidade (*yields*) está também reduzindo a rentabilidade de investimentos financeiros em mercados emergentes para níveis recordes, e dessa maneira o risco pode estar mal precificado. Nesse contexto, **o Comitê acredita que a resposta dos mercados emergentes para um**

¹ A hipótese que um aumento nas taxas internacionais de juros possa ser atrasado por algum tempo pode ser refutada caso as expectativas de Mercado sobre a sustentabilidade da dívida nos Estados Unidos se tornem pessimistas. Nesse caso, haveria um aumento acentuado das taxas de juros.

aumento nas taxas internacionais de juros possa se amplificar para *yields* mais altos. Ademais, uma continuação de baixas taxas de juros pode induzir os condutores da política econômica a serem complacentes e adiar a realização das reformas necessárias.

Existe uma “ameaça” como resultado da melhoria nos termos de intercâmbio?

Nos anos que antecederam a crise financeira global, a melhoria dos termos de intercâmbio resultante dos preços mais altos das *commodities* estimulou um forte crescimento econômico. Na presente década, essa melhoria sem precedente dos termos de intercâmbio coexistiu com um longo período de alta liquidez internacional. Os superávits de conta corrente permitiram que muitos países reduzissem suas dívidas externas e aumentassem seu patrimônio de reservas internacionais. Como resultado, a região se tornou mais fortalecida para enfrentar choques externos.

Como contraponto, a alta liquidez externa e o forte crescimento econômico também induziram uma significativa apreciação em termos reais das moedas domésticas, especialmente nos países em que os bancos centrais deixaram flutuar as taxas nominais de câmbio. A expansão econômica foi associada a salários reais crescentes e a queda do desemprego.

Todavia, a despeito dos óbvios ganhos resultantes da melhoria dos termos de intercâmbio, muitos países da América Latina começam experimentar um cenário mais difícil. Por um lado, a melhoria dos termos de intercâmbio pode estar atingindo o seu término, e parece pouco provável que haja crescimento econômico adicional nos próximos anos com base nessa fonte. Por outro lado, a apreciação real da moeda e os altos salários em termos reais estão colocando um crescente obstáculo competitivo no setor *tradable*, em particular o setor industrial, caracterizando um caso de “*Dutch disease*”.

Desse modo, **o Comitê acredita que o cenário de crescimento da região se deteriorou, atingindo vários países, e, em particular, as perspectivas do setor *tradable* parecem ruins.** A “ressaca” causada pela mudança de importância dos ganhos nos termos de intercâmbio é bastante generalizada, e também afeta os países menos integrados ao mercado financeiro internacional. Por exemplo, a Argentina e a Venezuela estão também experimentando uma significativa desaceleração do crescimento. A despeito de maior utilização de controles de capital e de menor flexibilidade da taxa de câmbio, a apreciação real das suas moedas foi induzida por uma inflação mais alta.

Políticas domésticas com risco maior

Especialmente nos últimos cinco anos, a melhoria nos termos de intercâmbio fez com que a política fiscal e as contas correntes parecerem estar mais fortes do que realmente estão, devido ao fato de que as receitas advindas das *commodities* podem estar temporariamente sobre estimadas.

Ademais, em alguns países, o aumento das receitas fiscais associado ao setor de *commodity* acabou se direcionando para gastos adicionais do governo e aplicações que são difíceis para serem reduzidas caso ocorra uma reversão nos termos de intercâmbio. Assim, **o Comitê acredita que os riscos fiscais associados com uma possível reversão no futuro dos termos de intercâmbio aumentaram e podem ser ampliados pelas perspectivas de menor crescimento discutidas anteriormente.**

No Chile, por exemplo, as receitas fiscais originadas no cobre vão totalizar em 2013 apenas a metade do que foram em 2012. Ademais, a contribuição do setor de cobre para o total das receitas fiscais irá representar menos de 10 por cento em 2013, comparado com 21 por cento em 2010, e 14 por cento em 2012. O declínio das receitas oriundas do cobre reflete não só as mudanças de preços como também o efeito de salários reais mais elevados devido ao fortalecimento da moeda doméstica.

O Comitê também acredita que a recente deterioração das contas correntes em várias economias é preocupante, porque, na eventualidade de uma reversão dos termos de intercâmbio, aumentariam também os déficits das contas correntes. Por sua vez, um grande déficit nas contas correntes vai expor os países ao risco de um significativo ajuste real no evento de uma parada súbita nos influxos de capital.

Uma fonte adicional de risco advém diretamente da expansão do setor financeiro não bancário. Impulsionado pela ampla liquidez externa e pelas baixas taxas de juros, uma tendência recente nos mercados financeiros da América Latina foi expandir o crédito não bancário, incluindo a emissão nos mercados doméstico e internacional de títulos de dívida pelas grandes empresas, e aumentar o montante do crédito realizado por companhias de serviços financeiros e grandes empresas de varejo. Nesse contexto, os bancos tradicionais também aumentaram o volume de crédito ao consumidor e para hipotecas.

A expansão das diversas modalidades de crédito fora do setor bancário pode ser vista como um evento positivo, pois reflete o desenvolvimento dos mercados domésticos de capitais. Todavia, **o Comitê acredita que, por tal desenvolvimento se dar em condições de um grau mais baixo de supervisão regulatória, ele pode estimular a acumulação de riscos financeiros escondidos. Isso é especialmente verdadeiro caso o crescimento do crédito não bancário se origine de arbitragem regulatória, e, dessa maneira, provoque uma alavancagem excessivamente elevada na economia.**

III. Lições da crise financeira global para os bancos centrais da América Latina

A crise financeira global abalou o quadro convencional de políticas seguidas pelos principais bancos centrais e proporciona uma rica experiência para se repensar o papel dos bancos centrais na América Latina. Em cada crise financeira, a resposta dos bancos centrais pode ser vista como sendo uma combinação do quadro existente de instrumentos de política com ações que respondam aos novos e imprevistos desafios. Dessa maneira, a atuação dos bancos centrais no bojo da crise financeira dificilmente será “ótima”, muito embora ofereça lições valiosas para o desenho de futuras ações e política.

No início, os bancos centrais dos países avançados se apoiaram na taxa de juros como sendo o instrumento central da política monetária: a taxa de juros assim fixada acabou virtualmente reduzida para zero. À medida que a crise financeira se aprofundava e resultava numa perda de confiança e liquidez sem precedentes, o setor financeiro se tornou segmentado devido à um grande aumento no risco da contraparte.

Quando o Mercado financeiro fica segmentado, a taxa de juros se torna menos efetiva como instrumento de política. Desse modo, os bancos centrais das economias avançadas recorreram à uma grande variedade de ações não convencionais, tais como as várias rodadas de *quantitative easing* implementadas nos Estados Unidos, Reino Unido e Japão. Nesse contexto, as condições, os requisitos colaterais e a maturidade dos empréstimos feitos pelos bancos centrais foram significativamente modificados, o acesso para a janela de desconto foi ampliado e a provisão de liquidez foi aumentada, inclusive ofertada para algumas empresas não financeiras. Em suma, os bancos centrais agiram muito além dos seus limites tradicionais, pois o aperto (*crunch*) da liquidez se espalhou numa maneira muito mais ampla do que se poderia antecipar.

Esta experiência traz importantes implicações para os bancos centrais da América Latina. Primeiro, **o Comitê acredita que a taxa de juros determinada pela política econômica não deva ser vista como sendo o único instrumento de política monetária. A condução da política monetária deve se apoiar também numa gama maior de instrumentos de política, tais como liquidez ou requisitos de reserva, requisitos de provisão e de capital contra cíclico.** Estes são comumente chamados de macro prudenciais. Alguns países, tais como Brasil e Peru, já utilizam esses instrumentos.

Ademais, **o Comitê acredita que a intervenção no mercado de câmbio pode ser desejável mesmo quando os bancos centrais operem num regime de taxas flexíveis de câmbio. É aconselhável que tal política seja claramente anunciada a fim de evitar desnecessária incerteza no mercado.** Em adição ao papel importante das reservas internacionais como um mecanismo de seguro contra a volatilidade no mercado de capitais, a intervenção no mercado de câmbio deve ser utilizada quando os influxos de capital coloquem uma forte pressão na moeda doméstica. Por exemplo, quando um país enfrenta grandes entradas de capital o banco central pode ser tentado a aumentar a taxa de juros como um meio de contenção das pressões inflacionárias. Mas, contrariamente ao pensamento convencional que associa o aumento da taxa de juros a um exemplo de política monetária restritiva, o resultado pode ser o oposto. Um

aumento na taxa de juros pode induzir maiores entradas de capital que podem se tornar expansionistas para a economia. Ademais, a moeda doméstica pode se fortalecer de modo excessivo. Dessa maneira, a política que pode ser adotada em face de fortes entradas de capital é uma redução na taxa de juros e a imposição de requisitos mais altos de liquidez ou, alternativamente, a adoção de maiores controles na entrada de capitais.

A experiência da crise financeira global também mostra que os bancos centrais necessitam identificar cuidadosamente a definição relevante de liquidez na economia com o objetivo de determinar a extensão com que a liquidez do banco central possa ser disponibilizada caso exploda uma crise. **O Comitê acredita que, ao se identificar onde os bancos centrais necessitem atuar como emprestadores de última instância, isso possa redundar numa ampliação das suas responsabilidades regulatória e supervisória.** O crescimento nos anos recentes de diferentes formas de crédito não bancário acentua os riscos de se ter a responsabilidade do banco central limitada apenas ao sistema bancário tradicional.

O desenvolvimento dos mercados financeiros norte americanos está sendo acompanhado por uma crescente integração financeira. Como resultado, diversos bancos internacionais originários da América Latina expandiram seus negócios *cross-border*. Por exemplo, bancos tais como o Itaú do Brasil, Bancolombia da Colômbia, e Banco de Credito do Peru correntemente operam em diversos países da região. Ademais, os mercados financeiros da América Central e da Colômbia estão se tornando altamente integrados por meio da expansão dos bancos colombianos na América Central. Embora isso possa ser visto como um desenvolvimento positivo, **o Comitê acredita que deva ser acompanhado por uma mais forte cooperação formal entre supervisores bancários e que os quadros regulatórios devam ser harmonizados para se evitar arbitragem regulatória. Como requisito mínimo, tais bancos devem ser efetivamente supervisionados numa base consolidada.**

A recente experiência mostra que os bancos centrais necessitam agir com flexibilidade no contexto de uma crise financeira, pois podem surgir novos desafios. O quadro legal em que operam a maior parte dos bancos Latino Americanos costuma ser muito inflexível. É evidente que proporcionar maior flexibilidade pode conflitar com a credibilidade do banco central. **Todavia, já que muitos bancos centrais da região alcançaram efetivamente forte credibilidade, o Comitê acredita que em tais casos o quadro legal deva ser modificado a fim de permitir que essas instituições possam ajustar suas respostas para os novos desafios que são prováveis de aparecer durante a gestão de crises financeiras.**

Finalmente, a crise global levantou a questão de se faz sentido focar a atuação dos bancos centrais só no objetivo de manter a estabilidade dos preços. Por exemplo, baseado na discussão prévia, **o Comitê acredita que, ao ficar restrito à um único objetivo, o banco central pode induzir uma excessiva apreciação da moeda que afete adversamente o setor *tradable*.** No caso de economias que tenham grande dependência em *commodities*, os choques reais podem ser muito grandes e necessitar de uma ativa resposta de política monetária.

O Comitê Latino Americano de Assuntos Financeiros (Claaf) agradece o recebimento de suporte do Center for Global Development, Central Bank of Chile, e FLAR por financiarem suas atividades durante 2013. O Comitê agradece Maria Alejandra Amado por seu suporte na elaboração dessa declaração. O Comitê é totalmente independente e autônomo na redação dessa declaração.