

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

**Declaração No. 30**

**A América Latina está preparada para o fim da Bonança?**

**I. Antecedentes Globais e Regionais**

Na década passada, a América Latina desfrutou de um extenso período de bonança econômica, caracterizado por baixas taxas internacionais de juros, ampla liquidez global, e altos preços de *commodities* e de relações de intercâmbio. Todavia, os desenvolvimentos recentes na economia mundial, assim como na própria região, estão alterando esse quadro. O novo ambiente irá criar desafios e riscos significativos para a condução de políticas econômicas na região, não obstante o aumento previsto para o próximo ano do crescimento econômico mundial.

O anúncio do US Federal Reserve, em 22 de maio último, de que estava cogitando ainda nesse ano reduzir significativamente a compra de títulos, provocou uma importante mudança das percepções do mercado financeiro quanto aos mercados emergentes. Logo em seguida ao anúncio, os indicadores de risco subiram marcadamente na maior parte das economias emergentes, assim como declinaram os fluxos líquidos de capital para esses mercados. Na América Latina, as taxas domésticas de juros referentes à títulos públicos de longo prazo aumentaram de 150 a 200 pontos, incluindo Colômbia, México e Peru. O aumento de outras medidas de risco, tais como *Credit Default Swaps* (CDS), foi moderado. A reação das taxas domésticas de juros reflete, em parte, a expectativa de depreciação da moeda.

A reavaliação de riscos, feita no mercado internacional, está afetando os fluxos de capital para as maiores economias de mercado emergentes, tais como Brasil, Índia, Indonésia, África do Sul e Turquia. A totalidade das classes de ativos dos mercados emergentes pode ser classificada, no futuro, e de maneira significativa, como sendo de risco maior. Tal evento seria provavelmente seguido por sistêmicas saídas líquidas de capital. Nesse contexto, a combinação de valores de ativos depreciados com uma incipiente recuperação na Europa e nos Estados Unidos pode contribuir para uma realocação global de investidores em detrimento dos mercados emergentes.

Existe a crescente preocupação que a atividade econômica e o investimento possam desacelerar nos BRICS, particularmente na China e na Índia. A atividade no Brasil já está desacelerando há algum tempo. A desaceleração do crescimento e o declínio de investimentos da China podem redundar em efeitos reais significativos na América Latina. Os analistas atribuem o *boom* passado de preços das *commodities* como sendo principalmente derivado do rápido aumento da demanda por parte de países emergentes e, principalmente, da China e da Índia.

Um agravante ao que ocorre no ambiente global é a frágil situação econômica e política na Argentina e na Venezuela, que criam riscos adicionais para o restante da região. A despeito de controles estritos da taxa de câmbio e de restrições disseminadas das importações e da transferência de dividendos, a enorme perda de reservas do banco central da Argentina aumenta a probabilidade de uma crise cambial e monetária. Existe alto grau de consenso que a Argentina será capaz de controlar a situação até o fim do mandato da administração atual, mas que a ocorrência de uma crise monetária, não obstante a sua relativa autarquia financeira, possa ter significativos efeitos de contágio na região.

O *boom* de preços de *commodities* pode ser visto como representando um ganho transitório. No entanto, sem inovações e sem reformas que aumentem a produtividade (e, mais importante, melhorias educacionais), os estímulos ao crescimento eventualmente desaparecem. Caso, no entanto, se perceba como sendo permanente o cenário de preços crescentes de *commodities*, as poupanças irão cair a medida que aumenta a demanda agregada.

## II. Os Riscos associados com o novo ambiente

O primeiro risco importante está associado a uma marcante deterioração das contas de transações correntes em várias economias da América Latina. Muitos países da região que mostravam na primeira metade da década passada superávits de transações correntes estão agora sofrendo déficits na ordem de 4-6 por cento do PIB (e.g., Brasil, Colômbia, Chile e Peru). Em geral, a existência de grandes déficits se constitui num dos melhores previsores de paradas súbitas (“*sudden stops*”) e de crises financeiras.

A deterioração dos balanços de transações correntes em muitos países foi também bastante turbinada pela apreciação das taxas reais de câmbio, por sua vez causada pelas políticas monetárias altamente expansionistas seguidas nos anos recentes pelas economias avançadas. Por exemplo, enquanto que o PIB do Brasil, medido em US dólares, cresceu quatro vezes entre 2003 e 2013, o PIB, em preços correntes, cresceu apenas 43 por cento no mesmo período.

A política fiscal seguida pela maior parte dos países Latino Americanos não foi capaz de reverter a deterioração dos balanços em transações correntes. De acordo com os dados do FMI, a posição fiscal na América Latina piorou significativamente entre 2008 e 2013.

O segundo risco importante está associado com a possibilidade de ocorrer um substancial arrefecimento do crescimento econômico, o qual provavelmente causará aumento de desemprego, menores receitas fiscais, distúrbios sociais, e instabilidade institucional. Em vários países da região, o período de bonança foi associado com rápido crescimento dos salários reais, aumentos esses que não se derivaram de aumentos da produtividade, devido à ausência de reformas estruturais no lado da oferta.

A elevação dos salários reais cria riscos de distintas naturezas. Pode causar um índice maior de desemprego do que seria o caso, e, para muitos países, um nível maior de desemprego implica em maiores gastos governamentais para dar suporte às redes sociais de seguridade. Os riscos fiscais são agravados por receitas fiscais decrescentes. Ademais, o desemprego aumenta o risco de crédito para os bancos e outros emprestadores. Em alguns países, a dívida das famílias aumentou de maneira significativa, tanto em empréstimos bancários como com outros agentes, tais como empréstimos via crédito consignado. Na Colômbia, esse último tipo de endividamento, em termos reais, aumentou em cerca de 60 por cento desde 2007.

A terceira maior fonte de risco decorre de que as economias da região, ao vivenciar um extenso período de vigência de taxas de juros significativamente baixas, podem ter criado uma precificação distorcida de risco no sistema bancário. Tal distorção pode ser causada, em parte, pela superavaliação de ativos, e, especialmente, por colaterais bancários gerados por essas taxas de juros extraordinariamente baixas. De fato, o crédito bancário cresceu rapidamente em várias economias da América Latina. Na Colômbia, por exemplo, o crédito bancário para consumo das famílias (i.e., excluindo hipotecas) aumentou cerca de 60 por cento entre 2008 e 2013.

Um efeito adicional da existência de ampla liquidez e de taxas mundiais de juros extremamente baixas refletiu-se na rápida expansão das dívidas externas privadas. As companhias na América Latina aceleraram desde 2008 a emissão de títulos denominados em moedas estrangeiras. As companhias podem ter depositado os recursos obtidos com esses empréstimos no sistema bancário doméstico, contribuindo assim para aumentar a expansão de crédito. Uma vez que a companhia tomadora de recursos tem uma dívida denominada em moeda estrangeira e um depósito desses recursos num banco doméstico, essa companhia tem um descasamento de moedas que pode afetar adversamente o setor bancário. Dessa maneira, muitos bancos domésticos podem estar enfrentando maiores níveis de riscos de crédito em seus demonstrativos financeiros do que aqueles que seriam revelados por uma análise contábil padrão.<sup>1</sup>

A quarta fonte de preocupação (e de risco) é que a própria resposta da política econômica pode contribuir para desestabilizar ainda mais a situação. Por exemplo, diante da presença de inflexibilidade de salários e de crescente desemprego, os “*policymakers*” podem estar tentados a

---

<sup>1</sup> Para uma discussão adicional, veja Caruana (2013) “Debt, global liquidity and the challenges of exit”, speech at 8<sup>th</sup> FLAR-CAF, Cartagena, Colombia, 8 July 2013, <http://www.bis.org/speeches/sp130708.pdf>

se apoiar numa política fiscal excessivamente expansionista. Muito embora a utilização de estímulos fiscais faça parte da visão convencional de política econômica adotada pelas economias avançadas durante a recente crise global, tal resposta pode ser muito arriscada para as economias da América Latina, já que o acesso ao financiamento externo pode estar secando e as receitas fiscais caindo diante de um cenário de parada súbita (“*sudden stop*”).

Ademais, caso o ajuste macroeconômico ocorra de maneira súbita, isso pode gerar pressões significativas na taxa de câmbio. Diante dessa situação, o Comitê acredita ser inapropriado para os bancos centrais da região a resistir indiscriminadamente tais pressões. O enfraquecimento das moedas domésticas pode contribuir significativamente para mitigar os efeitos da parada súbita (“*sudden stop*”), ajudando a restabelecer a balança de transações correntes.

Outra fonte de risco decorre de escolhas inadequadas de política para responder às demandas de regulação. O Comitê acredita que um relaxamento dos padrões de regulação e supervisão durante um período de piora do ambiente externo econômico pode acarretar riscos significativos, pois se segue a um período anterior caracterizado por um “*boom*” de crédito e de rápida expansão de várias formas de “*shadow banking*” e dos passivos ocultos a eles associados.

Um risco comum aos mercados emergentes dentro e fora da região resulta de que, atualmente, é provavelmente muito mais limitada a rede de segurança oferecida pela comunidade de instituições multilaterais e internacionais, em comparação com aquela existente para lidar com as crises passadas. Apesar do fato que o FMI estabeleceu a “*Flexible Credit Line*”, o volume de seu financiamento pode não ser suficiente para cobrir a demanda que iria surgir diante de um evento sistêmico de crise nos mercados emergentes. Diferentemente dos episódios anteriores, o Comitê acredita que as condições econômicas e políticas dos países avançados fazem com que seja extremamente improvável que eles possam dar suporte para uma substancial assistência financeira bilateral ou multilateral que possa complementar o papel potencial das multilaterais.

Ademais, caso um evento sistêmico fosse ocorrer nos mercados emergentes, a experiência das crises globais do passado, e também da recente experiência europeia, sugere que será necessário, como parte de qualquer financiamento internacional multilateral de emergência, o envolvimento do setor privado, tanto dos investidores em debêntures quanto das partes interessadas dos bancos.

### **III. Desafios de Política**

O Comitê identificou quatro áreas em que os *policymakers* necessitam tomar uma atitude pró ativa, em antecipação às mudanças nas condições econômicas, tal como acima identificadas. A primeira área diz respeito à necessidade de identificar as fontes e de avaliar a magnitude dos passivos ocultos na economia. Pesquisa recente realizada pelo BIS, citada anteriormente, sugere que o problema possa estar aumentando.

A segunda área diz respeito à avaliação da adequação das reservas internacionais em face do novo ambiente. Como bem conhecido, as reservas internacionais se constituem num poderoso instrumento que as economias emergentes podem usar para reduzir suas vulnerabilidades em face de súbitas interrupções nos fluxos de capitais. Com efeito, com a exceção da Argentina e da Venezuela, as reservas internacionais aumentaram significativamente na maior parte dos países da América Latina. Por exemplo, as reservas internacionais no Brasil e no México aumentaram de USD 193 bilhões e USD 94 bilhões em 2008 para USD 379 bilhões e USD 167 bilhões em 2013, respectivamente.

Existe, todavia, uma continua discussão nos círculos acadêmicos e políticos sobre a adequação do grau de acúmulo das reservas internacionais, a qual busca se posicionar se o mesmo está sendo excessivo ou não, e nesse debate se encontram pontos de vista favoráveis para os dois lados da questão. Com base numa cuidadosa avaliação empírica, o Comitê acredita que, relativamente aos estoques existentes no momento, o nível “desejado” de reservas internacionais aumentou, tendo em vista os acontecimentos recentes. A razão básica para esse resultado (a favor de reservas maiores) deve-se ao que foi escrito acima sobre a deterioração das balanças de transações correntes dos países da região.

No que diz respeito aos efeitos reais de uma parada súbita (“*sudden stop*”), o Comitê acredita que os *policymakers* possam enfrentar um importante *tradeoff* entre nível de emprego e grau de desigualdade na distribuição de renda ao decidir o tipo de política monetária a ser adotado.

À medida que a economia for se ajustando à uma parada súbita (“*sudden stop*”), uma decisão crucial a ser enfrentada pelo banco central é se vai ou não permitir uma depreciação significativa da moeda doméstica. Isto é especialmente verdadeiro sob as circunstâncias presentes, dado que uma parada súbita (“*sudden stop*”) viria após um *boom* de crédito, o qual apreciaria as moedas dos países emergentes de mercado em níveis que se mostrariam insustentáveis após o fim do *boom* (“*credit crunch*”).

Análises empíricas, feitas recentemente, sugerem que os países que escolhem um grau maior de flexibilidade da taxa de câmbio (o que temporariamente implica maiores pressões inflacionárias) tendem a experimentar diminuição de salários reais, menos desemprego e diminuição da participação de salários no total da renda nacional. Em contraste, países que adotam<sup>2</sup> taxas de câmbio mais rígidas experimentam salários reais mais altos, maior desemprego, permanecendo estável a participação da parcela do trabalho no total da renda real. Estas são as razões fundamentais que se embutem no *trade-off* entre nível de emprego e grau de desigualdade na distribuição de renda.

Finalmente, o Comitê acredita que a política a ser adotada durante o processo de ajuste, quando se tem de enfrentar a redução da demanda agregada em face de uma parada súbita

---

<sup>2</sup> Veja, Calvo, G., F. Coricelli and P. Ottonello (2013) “Jobless recoveries during financial crises: Is inflation the way out?” NBER Working Paper No. 19683, November 2013.

(“*sudden stop*”), deve priorizar a estabilidade do investimento em relação ao consumo. Nas crises anteriores, os déficits em transações correntes foram corrigidos em sua maior parte por colapsos no investimento, que produziram consequências adversas para o crescimento da economia no médio prazo.

*O Latin American Shadow Financial Regulatory Committee (LASFRC) é grato em reconhecer o suporte financeiro concedido pelo Center for Global Development, o Banco Central do Chile, a CAF (Banco de Desarrollo de America Latina), e o FLAR para financiar suas atividades durante 2013. O Comitê agradece a Maria Alejandra Amado e a Maria Cecilia Ramirez por sua colaboração na produção dessa declaração. O Comitê é totalmente independente e autônomo para a redação de suas declarações.*