

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

Declaração No. 31

Surge o Dragão: Os Riscos para a América Latina vindos da China

Um constante objetivo do Comitê é monitorar e avaliar os riscos para a América Latina que resultam de mudanças no cenário econômico global. Na sua Declaração anterior, o Comitê discutiu as implicações para a região decorrentes do “*tapering*” (normalização e aumento das taxas de juros) das compras de *bonds* pelo US Federal Reserve. Nesta Declaração, o Comitê discute as implicações de uma grande desaceleração do crescimento econômico da China, um fator que pode piorar o ambiente externo para a região.

I. As Mudanças nas Perspectivas de Crescimento da China

Desde a eclosão da crise financeira global de 2007/2008, o crescimento econômico da China evoluiu de uma estratégia baseada na exportação de produtos primários para outra de crescente investimento na economia. Como resultado, o investimento na China cresceu e já alcança 50 por cento do PIB.

Muito embora haja uma alta taxa de investimento, existem várias razões importantes para explicar porque a China possa estar enfrentando uma significativa desaceleração do crescimento.

Primeiro, a qualidade do investimento é desigual, pois conduziu à um excesso de capacidade no setor imobiliário e a uma enxurrada de gastos dos governos locais em projetos ambiciosos porém de baixa produtividade. Ademais, a qualidade declinante dos projetos, conjugadas com um significativo endividamento de empresas do setor corporativo e de governos locais, provavelmente vai resultar em menores coeficientes de investimento e redução do potencial de crescimento.

Segundo, o rápido aumento do investimento chinês está associado com um igualmente rápido aumento do crédito doméstico. O financiamento social total aumentou de seu patamar de cerca de 120 por cento do PIB em 2008 para mais de 200 por cento em 2014. Muito embora uma porção significativa da expansão de crédito tenha se dado por meio do sistema bancário regulado, está existindo uma crescente canalização do crédito por meio de “*trusts*” e outros veículos não regulados. Esses últimos são chamados de “*shadow banking*”. Estima-se que os ativos no “*shadow banking system*” representem atualmente 30 por cento dos

ativos do sistema bancário tradicional. A combinação de um rápido “boom” de crédito e sua utilização para investimentos de baixa produtividade aumentou a fragilidade do sistema financeiro na China.

No lado do passivo, a presença de tetos para a taxa de juros pagas pelos bancos estimulou a expansão de instituições financeiras não reguladas. Numa tentativa de aumentar a competição no sistema financeiro e de reduzir o crescimento no “*shadow banking*”, as autoridades chinesas estão considerando instituir uma redução desses tetos nas taxas de juros de depósitos; as taxas de empréstimo foram liberalizadas em 2013. Deve-se considerar, no entanto, que um aumento nos custos de financiamento pode resultar numa maior deterioração dos demonstrativos financeiros do setor financeiro.

O Comitê acredita que as atuais fragilidades financeiras possam resultar numa rápida contração de novos empréstimos, contribuindo para a desaceleração do crescimento do PIB na China. A contração pode estar ocorrendo num momento em que as autoridades chinesas estão apertando as regulamentações, como tentativa de conter a expansão do “*shadow banking*”. Ademais, caso a solução encontrada para lidar com as fragilidades financeiras se estenda demasiadamente no tempo, o cenário de menor crescimento econômico pode se tornar persistente.

II. Canais de Transmissão para a América Latina

Um cenário em que haja uma significativa desaceleração do crescimento econômico da China traz importantes implicações para a América Latina. O Comitê identificou os seguintes maiores canais de transmissão para a região, muito embora a importância desses canais varie significativamente entre os países:

a) Preço das “*Commodities*”

A América do Sul, historicamente, tem sido uma exportadora líquida de *commodities* primárias. Em 2012, para exemplificar, a soma de exportações agrícolas, minerais e de petróleo representou 97, 84, 78, 64, e 62 por cento das exportações totais da Venezuela, Chile, Colômbia, Argentina, e Brasil, respectivamente. Com a exceção do Brasil, as exportações dos outros quatro países são pesadamente concentradas em uma ou duas *commodities*.

O papel da China como importadora de *commodities* primárias acentuou-se na década passada, passando a exercer pressão altista nos preços internacionais dessas *commodities*. Isso implicou, para a maior parte dos países, numa melhoria substancial dos termos de intercâmbio. Desde os picos de baixa de 2000 até os de alta em 2012, os termos de intercâmbio aumentaram, por exemplo, em 82 por cento no Chile, 63 por cento no Peru e 51 por cento na Colômbia.

O ambiente internacional favorável que os exportadores de *commodities* experimentaram nesses anos foi um importante elemento contribuindo para seu rápido crescimento. **Desde meados de 2011, no entanto, houve um arrefecimento na maior parte dos preços das *commodities*, e o Comitê acredita que uma marcada desaceleração na China possa exacerbar essa tendência.**

A amplitude de um choque adverso decorrente da desaceleração chinesa irá diferir entre os países, dependendo de um número de fatores, tais como o grau de abertura e de dependência do comércio internacional, a composição da pauta das exportações, e a sensibilidade dos preços das *commodities* com respeito às mudanças no crescimento econômico da China.

Qualquer que seja o resultado específico em cada caso, a desaceleração e a busca de um novo balanço na China irão criar desafios fiscais para a América Latina, que inclusive, para alguns países, podem ser substantivos. Primeiro, os governos que são muito dependentes de receitas obtidas com *commodities* terão de se ajustar, com o objetivo de manter a sustentabilidade fiscal. Segundo, as autoridades governamentais terão de lidar com pressões para subsidiar os setores produtores de *commodities* afetados por essas mudanças na conjuntura. Terceiro, os governos terão necessidade de reavaliar os passivos contingenciais associados com a dívida vigente dos produtores de *commodities*.

O grande volume de influxos de capital para a região e o investimento direto estrangeiro até 2013 foram resultados tanto do “*commodity boom*” e da alta liquidez global, quanto, a partir de 2008, das baixas perspectivas de crescimento dos países industrializados. Um enfraquecimento adicional em termos de comércio pode, por si mesmo, conduzir à uma redução ou reversão dos influxos de capital e à um aumento dos custos de empréstimos.

b) Reavaliação do Risco nos Mercados Emergentes

Para os mercados emergentes fora da Europa do Leste, a década de 2004-2013 foi relativamente livre de crise. No quadro geral, não obstante a aguda interrupção associada com a crise do *subprime*, e seus desdobramentos globais durante 2008-2009, os mercados emergentes, vistos como um “*asset class*”, foram reavaliados com base em seus fundamentos econômicos relativamente robustos, notavelmente *vis-a-vis* as economias avançadas carregadas de dívidas. Esse período de prosperidade comparativa, de aumento nos “*sovereign credit ratings*” e de substanciais influxos de capital contrastou com a turbulência da década precedente, na qual se assistiu à crise do peso Mexicano de 1994-1995 e seus desdobramentos, a generalizada crise Asiática de 1997-1998, as crises Russa e do Long Term Capital Market no outono de 1998, e a crise Argentina de *default* e o contágio com o Uruguai durante 2001-2003.

Os fatores externos, notavelmente as taxas de juros baixas e declinantes nos Estados Unidos e em outras economias avançadas, os elevados preços das *commodities* e o robusto crescimento Chinês favoreceram grandemente os mercados emergentes, numa época na qual os “*credit ratings*” nas economias avançadas (especialmente nos países periféricos Europeus) estavam caindo, ficando em alguns casos abaixo do “*investment grade*”.

Em começos de 2013, em seguida à uma das mais prolongadas bonanças de influxo de capitais registradas na história, reemergiram sinais de vulnerabilidade em diversos países de economias emergentes. Os “*Fragile Five*”, compostos pelo Brasil, Índia, Indonésia, África do Sul e Turquia, juntamente com outros países, começaram a manifestar um conjunto de fraquezas fundamentais que incluem, em graus variados, os seguintes elementos: a reaparição de déficits em conta corrente, *booms* de crédito doméstico, sobre avaliação do câmbio e bolhas de preços no mercado imobiliário. O crescimento começou a esmorecer e em alguns casos a inflação reapareceu como motivo de preocupação. A situação piorou com os problemas domésticos que se desdobram na Argentina e na Venezuela. Nesse contexto, divulgou-se em maio de 2013 que reverteu-se o amolecimento de crédito, ou seja, o “*quantitative easing*” - chamado de “*QE tapering*” -, que provocou a primeira reavaliação de risco significativa pós-bonança para o “*Market Class*” das economias emergentes. Dessa maneira, a tendência em prol da convergência nos “*credit ratings*” entre mercados avançados e emergentes chegou a uma parada, pelo menos no momento atual.

A despeito de uma diminuição nas preocupações quanto à um iminente aperto na política monetária dos Estados Unidos, apareceram outras mudanças no cenário externo que colocam riscos para os mercados emergentes como um todo, e para os países produtores de *commodities* em particular. **O Comitê acredita que uma desaceleração na China e sinais de estabilização na periferia Europeia (que foi atingida por massivas saídas de capital e perdas de acesso aos mercados de capitais durante 2013) começam a afetar negativamente as avaliações de risco dos mercados emergentes feitas pelos mercados financeiros.**

No passado, tal como sucedido no período que se seguiu à crise Asiática, esse reduzido apetite por ativos dos mercados emergentes estava associado com uma marcante redução nos influxos de capital, e, em alguns casos, com uma parada súbita (“*sudden stop*”), trazendo consequências desastrosas para o crescimento desses países. **O Comitê acredita que essas condições colocam os mercados emergentes numa posição de vulnerabilidade, que, tal como ensinado por episódios passados, podem espalhar o contágio.** Desse modo, a crise num mercado emergente importante pode rapidamente se espalhar para a totalidade do “*asset class*”. Ademais, como mostra a crise de 1998, o contágio pode ser exacerbado caso os participantes dos mercados de capitais nas economias avançadas sofram um aperto de liquidez (“*liquidity crunch*”) em seguida a

uma crise nos mercados emergentes. A evidência mais recente mostra que os investidores estrangeiros aumentaram nos últimos anos, de maneira significativa, sua *exposure* na China, um fato que pode aumentar os riscos de um contágio rápido e furioso (“*fast and furious*” contagion).

c) Investimento Estrangeiro Direto

Nos anos mais recentes, o investimento estrangeiro direto feito pela China aumentou substancialmente na região, e adicionou um elemento de crescimento para suas economias. O investimento se direcionou principalmente para a Argentina, Brasil e Peru, e, em menor grau, para Equador e México. Esses investimentos se concentraram principalmente na agricultura, energia e mineração e, num segundo plano, em telecomunicações, automóveis e ferrovias. Ainda mais recentemente, os investimentos chineses começaram a serem feitos no setor bancário, por meio da compra pelo ICBC e CCBC de bancos de tamanho médio na Argentina e no Brasil.

Num ambiente de incerteza sobre as perspectivas de crescimento econômico da China, não fica claro se os investimentos diretos desse País na América Latina continuarão fortalecidos. Um possível cenário é que a desaceleração do investimento doméstico na China possa causar um aumento nas suas contas correntes. Nesse caso, podem aumentar os investimentos diretos Chineses em setores estratégicos da região. Isto é especialmente possível caso os investimentos adicionais na agricultura, mineração e energia se tornem relativamente mais atraentes num contexto de preços declinantes das *commodities*.

Alternativamente, o declínio no investimento pode ser mais generalizado, afetando tanto o investimento doméstico quanto o estrangeiro. Neste cenário, a transmissão internacional da desaceleração da China pode adicionar uma pressão recessiva na economia global.

d) Vínculos Financeiros Emergentes via Bancos Chineses

Tal como mencionado acima, os bancos Chineses entraram recentemente nos mercados financeiros da América Latina. Até o momento, o tamanho dos investimentos é relativamente pequeno, mas se espera que a presença desses bancos na região vá se expandir no futuro. A presença de tais bancos é provavelmente um desenvolvimento positivo para a região em termos dos seus papéis em prover finanças para o comércio exterior, desse modo dando suporte ao crescimento dos fluxos de comércio entre a América Latina e a China.

Ademais, a presença dos bancos Chineses na região pode ser um reflexo de uma estratégia desse País para aumentar o financiamento dando suporte para o crescente papel das suas empresas para que façam *hedge* de câmbio e do risco político.

As autoridades reguladoras da América Latina, no entanto, devem se conscientizar dos potenciais efeitos contagiantes das fragilidades financeiras da China. Na recente crise, alguns bancos internacionais utilizaram suas agências externas e subsidiárias na região para canalizar fundos para suas matrizes, com a finalidade de mitigar os efeitos do “*credit crunch*” sofrido pelas economias avançadas. Uma situação semelhante pode surgir também nesse contexto, embora a presença atual dos bancos Chineses esteja muito limitada em tamanho. A falta de convertibilidade do renmimbi limita significativamente a importância desse canal.

Os vínculos financeiros entre a China e a América Latina também cresceram recentemente ao nível governamental. Em setembro de 2013, houve um acordo para se criar um Fundo BRICS de liquidez de USD 100 bilhões até 2015. As contribuições esperadas para esse Fundo são de USD 41 bilhões pela China, em comparação com as contribuições do Brasil, Índia e Rússia de, respectivamente, USD 18 bilhões cada, e a contribuição pela África do Sul de USD 5 bilhões. Ademais, os bancos centrais da Argentina e do Brasil estabeleceram acordos de *swap* de moeda doméstica com o Banco Popular da China (People’s Bank of China). O principal objetivo desses acordos é complementar o papel de outras instituições multilaterais para melhorar o acesso ao financiamento externo na presença de episódios sistemáticos de turbulência nos mercados internacionais de capital, e para reduzir o potencial de rupturas no financiamento do comércio exterior. Muito embora essas iniciativas não tenham sido testadas, elas poderão, eventualmente, desempenhar um papel benéfico para reduzir a vulnerabilidade da região para choques externos.

III. Recomendações de Política

A fim de ajudar os países na adoção de políticas cautelares, e para que as instituições financeiras internacionais (international financial institutions - IFIs) estejam preparadas para prover suporte adequado em caso de necessidade, **o Comitê recomenda que se siga um enfoque em dois níveis para quantificar os riscos de contágio identificados anteriormente. No curto prazo, os países devem realizar e divulgar, de maneira crível e transparente, uma série de testes de *stress* quanto às vulnerabilidades financeiras, fiscais e externas que decorram do declínio no preço das commodities e de rupturas financeiras, causadas por diversas combinações entre uma potencial forte desaceleração da China e um significativo aperto da liquidez internacional.**

No médio prazo, **o Comitê recomenda que esses testes de *stress* sejam realizados de modo coordenado, dentro de um quadro comum, e com o suporte dos IFI’s, globais e regionais, em particular o International Monetary Fund (IMF).** Os resultados devem ser divulgados segundo estritos padrões de transparência.

O Comitê acredita que, a luz dos riscos discutidos, o FMI deva fortalecer seus esforços para que possa atuar como um emprestador internacional de última instância (“international lender of last resort”). Agora é o momento para exercer a tarefa de se recapitalizar o FMI, quando os riscos avaliados nessa e nas declarações anteriores da CLAAF ainda não se materializaram. Essa recapitalização é essencial para permitir que se torne confiável a existência de um canal automático para facilidades de financiamento emergencial em prol de membros elegíveis, sem comprometer a capacidade do FMI para utilizar plenamente suas outras facilidades.

Enquanto o FMI não se tornar um pleno emprestador internacional de última instância, o **Comitê acredita ser crítico que os países construam ou mantenham mecanismos adequados de liquidez internacional, comensuráveis com esses riscos.** Uma instituição regional tal como o Fondo Latinoamericano de Reserva (FLAR) pode desempenhar um importante papel complementar para o fortalecimento da liquidez na região.

Com a finalidade de se ter bastante espaço político para se responder à deterioração das condições externas e para facilitar a suave absorção de choques potenciais, os países necessitam seguir fortes políticas de ordem monetária e fiscal, e permitir flexibilidade na taxa de câmbio. É reconfortador saber que alguns países que sofrem uma alta exposição aos riscos de uma significativa desaceleração da China são precisamente aqueles que estão melhor preparados para enfrenta-los (tais como Chile e Peru).

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(Fundo de Reserva Latinoamericano) para financiar suas atividades durante 2014. O Comitê agradece a Maria Cecilia Ramirez por sua colaboração na produção dessa declaração. O Comitê é totalmente independente e autônomo para a redação de suas declarações.