

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

Declaração No. 34

Washington D.C., 17 de Novembro de 2015

America Latina: Volta para os 1980s ou Caminhando para uma Retomada?

I. O Ambiente Internacional Afetando a América Latina

Nas declarações anteriores, o Comitê alertou sobre a existência de diversos fatores de risco que estavam deteriorando o ambiente externo enfrentado pelos países emergentes, em especial aqueles da América Latina. Fica evidente, hoje em dia, que muitos desses riscos estão se materializando e que, pela primeira vez desde os 1990s, a região se depara com o potencial de um contágio financeiro. O contágio pode surgir, por exemplo, de fatores externos tais como a China e outros mercados emergentes, ou de dentro da própria região.

Em comparação com a crise dos mercados emergentes dos 1980s e 1990s, em que os picos de taxas de juros internacionais jogaram um papel central, os canais de contágio para a região podem ser bastante diferentes no contexto atual. Muito embora a esperada normalização da política monetária nas economias avançadas, em particular nos Estados Unidos, possa causar algum aumento nas taxas de juros internacionais, **o Comitê acredita que tal aumento provavelmente vai ser pequeno e gradual. No entanto, mesmo aumentos modestos nas taxas de juros internacionais podem causar significativas elevações adicionais nos prêmios de risco soberano dos países da região.**

Outros fatores impactando os prêmios de risco soberano incluem o marcante declínio dos preços mundiais das *commodities*, a significativa desaceleração do crescimento econômico nos mercados emergentes, em particular na China, a ausência de recuperação no comércio global, e a opacidade dos demonstrativos financeiros dos setores público e privado. Existe uma considerável incerteza sobre o nível de alavancagem pública e privada assim como sobre a recente extensão das perdas de reservas. Os riscos geopolíticos, particularmente na Turquia e no Oriente Médio, complicam ainda mais o ambiente global.

A incerteza sobre a extensão da alavancagem em diversos mercados emergentes, em especial o endividamento em moedas estrangeiras, surge num contexto de expansão do “*shadow banking*”, tal como discutido pelo Comitê em declarações prévias. O endividamento externo do setor privado pode estar subestimado tanto para as empresas financeiras como para as não-financeiras. O endividamento com a China, que cresceu marcadamente durante o “*commodity boom*” passado, permanece pobremente documentado nas bases de dados padrão (i.e., o FMI, o Banco Mundial e o BIS). Mais recentemente, a posição das reservas internacionais de muitos países emergentes pode sobre estimar os recursos verdadeiros, já que pode ter se intensificado o uso de derivativos, dívidas em moeda estrangeira e intervenções de terceiras partes no mercado de câmbio. Como exemplo, aponta-se a comparativamente recente preocupação de que as “*swap lines*” possam induzir uma dupla contagem das reservas internacionais. Em resumo, existe uma considerável incerteza quanto às posições líquidas de reservas, o que pode contribuir potencialmente para uma piora das avaliações de riscos. **O Comitê recomenda que os governos credores e devedores ajam no sentido de melhor quantificar o nível e a composição, a níveis setorial e nacional, dos passivos e contingências. O Comitê também recomenda que os bancos centrais ampliem sua transparência no que diz respeito às reservas líquidas internacionais e aos seus demonstrativos financeiros em geral.**

Em graus variados, os mercados emergentes conseguem suprir suas necessidades de financiamento em duas fontes globais: mercados financeiros tradicionais, largamente ancorados nas economias avançadas (especialmente os Estados Unidos), e crescentemente a China. Estes dois emprestadores comuns aos mercados emergentes estão num processo de retraimento. Os Estados Unidos podem estar num processo de “*tapering*” por algum tempo, enquanto que a diminuição do crescimento da China está associado com menor investimento direto e financiamento no exterior. Os produtores de *commodities*, em especial, foram duramente atingidos pela diminuição do crescimento chinês (acompanhado por um reequilíbrio de investimento para consumo), pois houve uma notável queda nos investimentos estrangeiros diretos relacionados com as *commodities*. Dentro da América Latina, aqueles países com acesso limitado ou mesmo inexistente aos mercados financeiros (i.e., Argentina, Venezuela e Equador) dependem fortemente do financiamento de origem chinesa.

Fazendo um balanço, nota-se haver tanto similaridades como diferenças no atual ambiente externo, em comparação com os oitentas. Em ambos períodos houve profundos e continuados declínios nos preços internacionais das *commodities*, assim como as mudanças na política monetária dos Estados Unidos ocuparam um lugar central. Todavia, no momento presente, as mudanças nas atividades econômicas e nos fluxos financeiros da China desempenham um papel tão importante quanto as mudanças nas atividades econômicas e fluxos financeiros dos Estados Unidos e de outras economias avançadas. Ademais, o “*shadow banking*”, embora exibindo uma longa história nas economias avançadas, é um fenômeno relativamente novo nos mercados emergentes.

II. O Ciclo Interno e Externo na Região

Tal como nos ciclos anteriores, os influxos de capital “*commodity boom*” estimularam aumentos significativos no crédito doméstico (segundo graus variados nos países da região). Desta vez, em alguns casos, uma parcela dos influxos de capital que ocorreram durante o *boom* não foram intermediados por meio dos sistemas bancários. Através de vários mecanismos, o aumento de crédito ocorreu por meio do setor privado não-financeiro. Por exemplo, as empresas de grande porte com acesso aos mercados internacionais de capital se tornaram uma fonte de crédito doméstico não regulamentado. Os exemplos mais frequentes se referem aos setores de mercado imobiliário e comércio varejista. Em conexão com a ampla disponibilidade de crédito, se materializaram na região significativos *booms* de preços de ativos, associados com moedas sobre valorizadas (i.e., aumentos no preço dos bens *non-tradable*).

Em seguida à um desaquecimento de vários anos de duração na atividade econômica e de agudas depreciações de câmbio, esses “*asset price booms*” começaram a arrefecer, muito embora com considerável variação, entre os países da região. Nessas situações, na medida que parte da oferta de crédito é efetivamente não regulamentada, os riscos bancários podem estar, em última análise, subestimados. No Brasil, onde o crédito ao consumidor se expandiu marcadamente, a inadimplência está crescendo fortemente. No entanto, nem todos os riscos associados ao fim do “*lending boom*” já se manifestaram até agora.

Em vários países da região, assim como em outras economias de mercado, os “*lending booms*” estão associados com taxas de poupança declinantes. Como resultado, os balanços de conta corrente, que exibiam fortes posições sob um ponto de vista histórico, começaram a se deteriorar em consequência da crise econômica global. A queda dos preços das *commodities* piorou significativamente os déficits de conta corrente. Esses déficits ainda são significativos em muitos países, a despeito da diminuição do crescimento nos anos recentes, e das agudas depreciações das moedas domésticas.

Os grandes choques no termos de intercâmbio que resultaram da queda nos preços das *commodities* contribuem para o desaquecimento na atividade econômica, uma vez que esses choques são um importante indutor dos ciclos de negócios em muitos países da região. Em adição, o “*commodity price boom*” dos anos precedentes gerou mudanças nos preços domésticos relativos que induziram “*Dutch Disease effects*”, o que resultou numa realocação setorial da capacidade produtiva e do investimento, particularmente em favor do investimento imobiliário. Isso implica que o ajuste macroeconômico (quando caem os preços das *commodities* e mudam os preços domésticos relativos) irá persistir, pois a realocação do capital necessita tempo para reverter.

A volatilidade dos fluxos de capital de curto prazo aumentou, particularmente para o componente sensível à taxa de juros, na medida que a incerteza sobre o curso e *timing* da política monetária dos Estados Unidos continua influenciando os mercados financeiros globais. O aumento da volatilidade dos fluxos de capitais está complicando a gestão do risco bancário. Não aconteceram crises bancárias em grande escala. No entanto, ocorreram numerosos “*credit-ratings downgrades*” de instituições financeiras. Na Declaração anterior, o Comitê acentuou o risco associado com o dólar mais forte, nos casos em que as dívidas dolarizadas, tanto privadas quanto públicas, sejam significativas. Desde então, as agudas depreciações domésticas de câmbio ocorridas em vários países reforçaram essas preocupações.

III. As Implicações para a Região

Desde a última Declaração, a região continuou a se deteriorar, e o PIB, de acordo com o FMI, deverá declinar 0,3% em 2015. De fato, o crescimento da América Latina nesse ano deverá ser o menor dentre as economias de Mercado emergentes. O Brasil, que é a maior economia da região, deverá experimentar uma contração de 3 por cento em 2015. Existe a expectativa de que a recessão irá continuar em 2016. Esses desenvolvimentos estiveram associados com grandes depreciações do câmbio, efeitos relativamente modestos na inflação, e aumentos no prêmio de risco dos países. Isso reflete o fato que a região se apoia mais fortemente de que no passado em taxas flexíveis de câmbio, o que ajuda a explicar porque, a despeito da severidade dos choques externos, a região evitou ataques especulativos nas moedas domésticas, um fenômeno comum nos 80s e 90s.

O Comitê acredita que a flexibilidade da taxa de câmbio tem sido um importante absorvedor de choques, mas existem *caveats*. Existem riscos associados com a dependência extrema na taxa de câmbio para conter o impacto de um ambiente global adverso. Significativas depreciações acumuladas da taxa de câmbio podem prejudicar a credibilidade dos “*policymakers*”, exacerbar o “*pass-through*” da taxa de câmbio, e aguçar as expectativas inflacionárias. Os sistemas de taxas flexíveis de câmbio que almejam sucesso requerem que eles sejam ancorados em expectativas de baixa inflação. De outra maneira, as crescentes expectativas inflacionárias podem conduzir à aumentos nas taxas de juros, e criar potencialmente um círculo vicioso de endividamento insustentável, um fenômeno com o qual a região esteve familiarizada nos 1980s.

Um caso a destacar é o Brasil. A credibilidade de sua política monetária baseou-se, simultaneamente, na introdução de um sistema de metas de inflação em 1999 e, mais fundamentalmente, num forte compromisso para sustentar um significativo superávit fiscal primário, em excesso de 3% do PIB. A âncora fiscal enfraqueceu-se desde a crise Lehman, e o Brasil apresentou um déficit fiscal primário em 2014. A perda da sua âncora fiscal, num contexto de condições externas mais adversas, forçou o Brasil a depender grandemente na taxa de juros

como uma maneira de ancorar a inflação e as expectativas inflacionárias. Como resultado, o déficit fiscal se ampliou, devido aos significativamente maiores desembolsos com o pagamento de juros. Apoiar-se pesadamente em aumentos de taxas de juros pode tornar-se uma política contra produtiva.

Alcançar a sustentabilidade fiscal requer que se vá além da restauração do superávit primário. Na ausência de credibilidade, o ajuste fiscal por meio de maiores taxas de juros pode deprimir a economia e ser autodestrutivo. Recuperar a âncora fiscal e a credibilidade da política monetária para baixar as taxas de juros pode requerer o suporte da comunidade internacional. Isto é especialmente relevante num momento em que o Brasil tem um precário *rating* de crédito e já começa a experimentar uma reversão significativa dos fluxos de capital.

O Comitê recomenda que a comunidade internacional, e particularmente o FMI, se prontifique a dar suporte aos ajustes no Brasil. Isto se torna mais urgente, na medida em que as ramificações de um aprofundamento das dificuldades correntes do Brasil impacta significativamente em vários países da região e em outros mercados emergentes. Os efeitos potenciais podem se manifestar tanto por meio de vínculos de comércio (países do Mercosul) como por meio de canais financeiros, dado o peso do Brasil como uma “*asset class*” nos mercados da dívida da América Latina, e o comparativamente alto grau de liquidez dos seus mercados financeiros.

Caso as reverberações da situação Brasileira possam ser contidas, um grupo significativo de países da região, tais como os da América Central e os países da Aliança do Pacífico (Chile, Colômbia, Peru e México) poderiam e recuperar sem experimentar grandes percalços.

Existem diferenças importantes entre os países. O México está se beneficiando com base na recuperação dos Estados Unidos. Todavia, dado sua grande dependência orçamentária nas receitas de petróleo, o país está experimentando um ajuste fiscal pró-cíclico. A América Central em seu todo está agora experimentando um choque positivo nos termos de intercâmbio (pois esses países são importadores líquidos de *commodities*) e se beneficiando graças à recuperação da economia dos Estados Unidos, que é o seu maior mercado de exportação e a fonte de remessa de divisas de seus trabalhadores. No entanto, um choque financeiro adverso pode produzir importantes efeitos em alguns desses países.

No Chile, Colômbia e Peru (assim como em outros países da América do Sul) a queda aguda de preço das *commodities* causou uma significativa redução nos termos de intercâmbio, uma ampliação dos déficits de conta corrente (a despeito dos efeitos mitigadores das grandes depreciações cambiais), um aumento no risco país, e um fortalecimento de investimentos no setor primário. Todos esses fatores resultaram em significativos desaquecimentos das economias. A Colômbia enfrenta a necessidade de um significativo ajuste fiscal dado a sua dependência orçamentária de receitas petrolíferas e ao fato que, diferentemente do Chile e do Peru, não produziu superávits fiscais durante o *boom*. Os bancos centrais nesses países estão enfrentando

um dilema. As pressões inflacionárias devidas ao “*exchange-rate pass-through*” requerem aumentos nas taxas de juros a fim de ancorar as expectativas inflacionárias, num momento em que o crescimento baixou para 2 a 3 por cento por ano. Na ausência de choques externos adicionais, o Comitê espera uma recuperação nos próximos anos à frente.

A contenção de um potencial agravamento na situação brasileira pode ser particularmente importante para as perspectivas da economia argentina. A Argentina está vivenciando um processo de mudança governamental e enfrenta significativos desafios de política econômica. **O Comitê acredita que um grande déficit fiscal, reservas em declínio, apertos de capital e controles de câmbio, inflação alta, estagnação econômica e os não resolvidos conflitos legais com detentores de dívida colocam um formidável desafio para as autoridades que irão conduzir o novo governo, e requerem um abrangente programa de reforma econômica.**

This statement was jointly written by:

Laura Alfaro, Warren Alpert Professor of Business Administration, Harvard Business School; former Minister of Planning and Economic Policy, Costa Rica

Guillermo Calvo, Professor, Columbia University, former Chief Economist, Inter-American Development Bank

Pedro Carvalho de Mello, Professor, Esags Business School (Sao Paulo); former Commissioner, Brazilian Securities Commission, Brazil

Roque Fernandez, Professor of Economics, Universidad UCEMA; former Minister of the Economy, Argentina.

Pablo Guidotti, Professor, Torcuato di Tella University; former Vice-Minister of Finance, Argentina

Guillermo Perry, Non-resident Fellow, Center for Global Development; professor, University of the Andes; former Minister of Finance, Colombia

Enrique Mendoza, Presidential Professor of Economics and Director the Penn Institute for Economic Research, University of Pennsylvania.

Carmen Reinhart, Minos A. Zombanakis Professor of the International Financial System, John F. Kennedy School of Government, Harvard University

Liliana Rojas-Suarez, President, CLAAF; Senior Fellow, and Director Latin American Initiative, Center for Global Development; former Chief Economist for Latin America, Deutsche Bank

Ernesto Talvi, Director, Brookings Global-CERES Economic & Social Policy in Latin America Initiative, Brookings Institution; Academic Director, CERES; former Chief Economist, Central Bank of Uruguay

The Latin-American Shadow Regulatory Financial Committee (CLAAF) is grateful to the Center for Global Development (CGD) for its overall support; and to the Banco de Desarrollo de America Latina (CAF), the Latin American Reserve Fund (FLAR), the Central Bank of Chile and the Bank of the City of Buenos Aires for their financial support during 2015. The Committee thanks Brian Cevallos Fujiy for his support in the production of this statement. The Committee is fully independent and autonomous in the drafting of its Statements.