



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

Declaração No. 35

Washington D.C., 5 de Abril de 2016

A Desafiadora Trajetória da Argentina para Mercados Mais Abertos

Na última década, ou um pouco mais cedo, a América Latina se caracterizou pela divisão em dois grupos bem distintos de países. Por um lado, países tais como Chile, Colômbia, Costa Rica, México, Perú e Uruguai expandiram suas economias ancoradas num modelo econômico favorecendo mercados, e integrados aos mercados internacionais de capitais. Por outro lado, em graus variados, países como Argentina, Brasil, Equador e Venezuela adotaram modelos econômicos calcados em diferentes matizes de intervenção governamental e em amplos controles de comércio internacional e fluxos de capital. Dentro desse último grupo, a Argentina e a Venezuela representaram a versão mais extrema do paradigma neo-populista.

Com a eleição de Mauricio Macri em Dezembro último, os Argentinos votaram a favor de iniciar mudanças potencialmente substantivas na política econômica. O retorno da Argentina em prol da adoção de políticas pró-mercado e da sua integração aos mercados internacionais de capital está recheada de desafios em termos do desenho da estratégia de reformas e em termos dos riscos de execução dessas políticas.

Caso a Argentina tenha êxito nesse empreendimento isso provavelmente influenciará os debates sobre políticas públicas em andamento em diversos outros países da região. Em particular, em vista das crescentes dificuldades econômicas no Brasil e na Venezuela, a experiência da Argentina pode se tornar altamente relevante.

1. Condições Iniciais

Já de início, o novo governo da Argentina teve de enfrentar um conjunto complexo de desequilíbrios e distorções econômicas, incluindo:

(a) Uma situação fiscal muito difícil caracterizada por um altíssimo e recordista déficit fiscal na ordem de 8 % do PIB, e um inédito nível de despesas públicas totais (aos níveis federal, provincial e municipal) de cerca de 50% do PIB em 2015, que representa o dobro dos níveis observados em começos dos anos 2000. O expressivo aumento no gasto público deveu-se principalmente às maiores despesas com funcionalismo público, folha de salários, pensões, aposentadorias e subsídios. Enquanto isso, o investimento do setor público manteve-se baixo e ineficiente.

(b) A reestruturação da dívida realizada em 2005 resultou numa série de litígios legais, que foram perdidos pela Argentina nas cortes norte-americanas, e finalmente referendadas pela Suprema Corte dos Estados Unidos. Isso efetivamente isolou o país do acesso aos mercados internacionais de capital. A falta de acesso às finanças baseadas no mercado forçou o governo a depender do financiamento monetário pelo Banco Central, o que, por sua vez, provocou uma inflação crescente e grandes perdas de reservas internacionais.

(c) A crescente perda de reservas internacionais levou o governo anterior a adotar controles draconianos de câmbio e de movimentos de capital, que interromperam quase que completamente os influxos de capital e de investimento estrangeiro, refletindo-se numa taxa de câmbio no mercado paralelo que ficou 50% a 70% maior que a taxa oficial de câmbio. Como a adoção de restrições cambiais provou ser incapaz de interromper o dreno nas reservas, outras restrições arbitrárias foram impostas à remessa de pagamento de dividendos e à provisão de divisas para pagar importações à taxa oficial de câmbio. A medida que as reservas internacionais caíam a próximo de zero, as crescentes restrições arbitrárias às importações contribuíram ainda mais para aumentar as distorções nos incentivos de empreendedorismo e de consumo doméstico numa economia já estagnada.

(d) A decisão de substituir um Sistema de fundos de pensão plenamente capitalizado (*fully funded pension system*) por um Sistema de benefícios definidos (*pay-as-you-go system*) facilitou a descapitalização do setor público e aumentou as necessidades de fluxo de caixa ao nível do governo federal em cerca de 4% do PIB anualmente entre 2010 e 2015.

(e) A despeito de uma taxa de inflação entre 25% e 40% por ano entre 2008 e 2015, o governo anterior manteve quase congelado em termos nominais os preços dos serviços públicos. A manutenção de uma estrutura de preços que falhava em refletir adequadamente os custos médios da provisão de serviços públicos – tais como eletricidade, gás, e transporte—resultou numa falência do investimento necessário na infraestrutura. Ademais, ao compensar as perdas operacionais com subsídios diretos, o governo acrescentou cerca de 4% do PIB ao déficit anual do setor público, ao mesmo tempo em que a qualidade da provisão de serviços públicos se deteriorava severamente.

(f) No bojo da reversão dos termos de intercâmbio experimentada pela Argentina, assim como por outros países da região, o governo anterior manteve impostos de exportação elevados e insustentáveis que tiraram a competitividade de várias atividades produtivas regionais.

Contexto Internacional

O processo de ajuste da Argentina terá de ser feito numa quadra de vários fatores adversos ocorrendo no restante do mundo. Os preços das commodities, e em particular aqueles das commodities agrícolas, caíram significativamente e devem continuar deprimidos. Como exemplo, o preço mundial da soja caiu cerca de 50 por cento do seu pico em 2012, e os preços futuros até 2019 sinalizam uma fraqueza continuada, com preços situando-se num patamar parecido ao de hoje.

As condições nos mercados financeiros globais são também desfavoráveis. As taxas internacionais de juros devem permanecer muito baixas e ficou mais devagar o ritmo do aperto da política monetária dos Estados Unidos. No entanto, não se espera que, em geral, os fluxos de capitais para os mercados emergentes possam se recuperar com força, e existem outros riscos negativos associados com a desaceleração da China. O acesso da Argentina aos mercados de capitais é muito incerto e vai depender do sucesso das políticas de ajuste e da volta ao crescimento sustentável.

O fraco crescimento do comércio internacional e a crise no Brasil indicam que a demanda externa será um entrave para o crescimento da Argentina no futuro próximo. O Brasil, o maior parceiro comercial da Argentina, está sofrendo a sua maior recessão em décadas. O PIB do Brasil caiu em 3.8% em 2015, e se espera que caia entre 3.0% e 3.5% em 2016. Do total de exportações de USD 68.3 bilhões em 2014, a Argentina exportou USD 13.9 bilhões para o Brasil, seguido pela China com USD 4.5 bilhões e os Estados Unidos com USD 4.0 bilhões. Comparado com 2013, isto implica uma redução de exportações para o Brasil de cerca de USD 2.3 bilhões. A maior parte das exportações da Argentina para o Brasil são bens manufaturados (veículos, cerca de USD 6 bilhões em 2014, caindo dos USD 8 bilhões em 2013) enquanto que as exportações para outros mercados são principalmente commodities. Ademais, os efeitos negativos da recessão no Brasil vão afetar o turismo e os luxos de capital. Portanto, **o Comitê acredita que o Brasil irá continuar a ser um fator de risco para a Argentina no curto prazo.**

2. Decisões iniciais

A nova administração implementou políticas em várias áreas cruciais nos primeiros 100 dias, e implicitamente revelou um sequenciamento de reformas que reconhece as restrições impostas pelo ambiente político—em particular, por não ter maioria no Congresso.

No seu começo, a nova administração se movimentou rapidamente para remover as duras restrições de câmbio e para atuar efetivamente a fim de unificar o mercado de câmbio externo. A

reunificação da taxa de câmbio—o que implica uma depreciação de cerca de 40% da taxa oficial de câmbio—parece ter tido um limitado *pass-through* para o nível de preços. De fato, a unificação da taxa de câmbio tinha sido esperada já a algum tempo, e existe evidência que o *pass-through* para os preços havia acontecido durante 2014 e 2015, e que a taxa de câmbio no mercado paralelo já havia se tornado a taxa relevante para as decisões de tomada de preços.

A segunda área importante onde a nova administração agiu rapidamente foi a de tributação. Em particular, respeitando as promessas da campanha, a nova administração dobrou o mínimo não - tributável do imposto de renda das pessoas, e eliminou todos os impostos de exportação exceto o incidente na soja. Nesse último caso, a eliminação de 35% do imposto de exportação será gradual, com reduções de 5 pontos percentuais por ano começando em 2016. Essas reduções na tributação devem adicionar 1,3 % do PIB ao déficit fiscal de 2016. Não ocorrer perdas adicionais de receita devido a uma decisão da Corte Suprema emitida em Dezembro pela qual uma parte significativa da receita tributária será realocada para os governos provinciais. Tal decisão, que foi estendida pelo governo anterior para todas as províncias por decreto, foi agora renegociada para ser transferida por um período de 5 anos.

Parcialmente em conexão com as medidas fiscais, a nova administração também se moveu na direção de ajustar vários preços regulados, para remover distorções e reiniciar investimentos na infraestrutura. Os preços regulados da energia, transporte público, água, gás e petróleo sofreram aumentos substantivos, reduzindo os subsídios governamentais por cerca de 1.5% do PIB. Espera-se que o impacto social desses ajustes seja largamente compensado pelas previamente mencionadas reduções tributárias.

Finalmente, o governo rapidamente buscou resolver a situação presente de *default* gerada pelos processos legais perdidos pela Argentina nas cortes dos Estados Unidos e por processos legais em disputa no International Centre for Settlement of Investment Disputes (ICSID). Alcançou-se o Acordo com a maior parte dos *holdouts*, e o governo obteve um significativo sucesso político no Congresso com a derrubada das duas leis que impediam a execução desses acordos. A resolução dessa situação de *holdout* é vista pelo governo como instrumental para permitir a economia Argentina recuperar o acesso aos mercados internacionais de capital. Os acordos para resolver obrigações com *holdouts* inicialmente implicam uma nova emissão líquida de dívida de USD 12 bilhões.

Espera-se fortemente que a normalização das relações com o mercado internacional de capitais e com o FMI possam contribuir para uma melhoria no front da política monetária. A Argentina está trabalhando em prol da restauração da credibilidade das suas estatísticas—em particular, do índice de preços e do PIB—e ao mesmo tempo o governo também anuncia a intenção de focalizar o papel do Banco Central para gradualmente reduzir tanto a inflação quanto o financiamento monetário do déficit orçamentário, e para também reduzir o seu foco na taxa nominal de câmbio para ser uma âncora de preços. A anunciada gradual redução no financiamento monetário do deficit repousa na hipótese que o deficit orçamentário será crescentemente financiado por endividamento.

Para administrar a difícil transição monetária, o Banco Central se apoia num forte programa de esterilização por meio da emissão de dívida doméstica de curto prazo detida pelo sistema bancário, com taxas de juros que atualmente chegam a 38% por ano. A esterilização é necessária não apenas para responder à criação de moeda resultante do deficit orçamentário, mas também para absorver a criação endógena de moeda gerada pelo enorme número de contratos de câmbio a termo (*forward exchange contracts*) com base na taxa oficial de câmbio, assumida pela prévia administração do Banco Central.

Muito embora as ações mostradas acima não possam em sua totalidade serem caracterizadas como graduais, o governo colocou ênfase no anúncio de que a redução no deficit orçamentário e na inflação será gradual. No front fiscal o governo anunciou metas para o deficit primário até 2019, sem especificar como essas metas serão atingidas. No front da inflação as metas não foram explicitadas, salvo dizer que a inflação irá declinar bastante na segunda metade de 2016. Os ajustes nos preços administrados e a unificação da taxa de câmbio resultam numa taxa de inflação mensal de cerca de 4% no primeiro trimestre de 2016.

3. Desafios e recomendações a luz da experiência Latino Americana

O sucesso da estratégia de reforma da Argentina requer a construção de uma forte credibilidade na estrutura de políticas sendo desenhada. Nesse respeito, **o Comitê suporta as ações tomadas até agora pelo governo argentino para reconstruir a capacidade institucional—tais como a reconstrução de um órgão de estatísticas que se baseie na transparência, e a solução dos litígios da questão de *holdouts* —e remover severas distorções—tais como os ajustes em preços administrados.** No entanto, e reconhecendo que essas reformas não possam ser feitas da noite para o dia, **o Comitê acredita que para alcançar a credibilidade necessária para estimular investimentos, o governo tem de ir além de ajustes de preço e deve desenvolver novos quadros regulatórios, modernos e estáveis, para serviços públicos e de infraestrutura de transportes.** A modernização dos quadros regulatórios é crucial afim de melhorar os procedimentos de financiamento e de investimento nesses setores.

Ademais, o Comitê enxerga mérito na adoção de um enfoque gradualista para reduzir o déficit orçamentário e o financiamento monetário, mas esse enfoque, para ter credibilidade, **requer um plano bem elaborado e claramente anunciado que seja consistente com a redução da inflação e com os limites externos financeiros que a Argentina provavelmente terá de enfrentar.** A importância da credibilidade não deve ser subestimada, já que a qualidade das instituições argentinas se deteriorou significativamente ao longo da última década.

Faz sentido adotar um enfoque gradualista para reduzir o déficit orçamentário, pois não só a economia está experimentando nesse momento uma contração moderada, mas também porque um enfoque suavizado é eficiente dado que as medidas estruturais sendo adotadas provavelmente irão gerar uma retomada do crescimento no futuro, o que por sua vez pode contribuir para a redução

do déficit. Dessa maneira, não seria razoável depender exclusivamente de uma antecipação (*frontloading*) do ajuste fiscal, especialmente num momento em que a necessária remoção de distorções já está gerando significativos custos sociais líquidos.

O ritmo gradual do ajuste fiscal anunciado pelo governo requer um acesso significativo ao financiamento da dívida. Estima-se em USD 30 bilhões o déficit fiscal de 2016, e as necessidades de empréstimo, adicionalmente, incluem USD 8 bilhões em *debt rollover* mais um pagamento *lump-sum* de USD 12 bilhões para os *holdouts*.

Dado que o mercado de capitais doméstico é pequeno—devido em parte à nacionalização do sistema de pensão realizado pelo governo anterior—a maior parte das necessidades de financiamento da dívida deverá ser financiada pelos mercados internacionais de capitais. As necessidades de empréstimo para 2016 são estimadas em USD 32 bilhões, isso após se deduzir o financiamento intra setor público de USD 11 bilhões e uma emissão estimada de dívida no mercado doméstico de USD 7 bilhões.

Dado o precário *credit rating* of Argentina, e considerando que a emissão total de *bonds* no exterior pelos mercados emergentes em 2015 foi da ordem de USD 75 bilhões, **o Comitê acredita que o governo irá necessitar de financiamento monetário ao redor de USD 12 bilhões para poder reduzir o volume de emissão de dívida externa para um nível ainda maior de cerca de USD 20 bilhões. O Comitê acredita que este volume de financiamento externo, embora possível durante 2016, irá testar os limites de acesso da Argentina ao mercado internacional de capitais.** O financiamento monetário necessário, portanto, é consistente com uma moderada redução na inflação, abaixo do nível de 30% nos três últimos anos.

O Banco Central anunciou que o seu objetivo prioritário é o de controlar a inflação, e de descartar paulatinamente a taxa de câmbio do seu papel de âncora nominal. **O Comitê acredita que se trata de uma abordagem sensata, uma vez que: (a) as reservas internacionais se encontram num nível baixo; (b) os coeficientes de *pass-through* na região declinaram; portanto, parece haver um menor risco que a depreciação da moeda, por exemplo, possa se traduzir numa maior inflação, tal como foi o caso nos 1990s; e (c) a desdolarização reduziu significativamente os *balance-sheet risks* da volatilidade da taxa de câmbio.** Devido a isso, o Comitê também acredita que a corrente dependência numa política de esterilização (*sterilization policy*) com dívida de curto prazo do Banco Central à altas taxas de juros corre o risco de criar um efeito “bola de neve” na dívida que pode prejudicar a credibilidade dos objetivos do governo no combate à inflação, assim como desestabilizar as expectativas de inflação.

No contexto de construir um quadro macroeconômico robusto e com credibilidade, **o Comitê se preocupa com a possibilidade de um súbito aumento na emissão de dívida no mercado internacional de capitais por parte de diversos governos provinciais.** Por exemplo, a província

de Buenos Aires já emitiu dívida externa pagando uma elevada taxa de juros e outras províncias podem seguir esse exemplo assim que o *holdout problem* for resolvido.

No passado, a insolvência fiscal ao nível provincial afetou adversamente a estabilidade financeira da Argentina. Nos anos 1980s e nos últimos anos dos 1990s, algumas das maiores províncias emitiram um grande volume de dívida (nos mercados local e externo) usando como colateral as receitas futuras de repartição da receita federal. Por exemplo, logo após as crises da Rússia e do Brasil (1998), várias províncias descobriram que não seriam capazes de honrar seus pagamentos da dívida, em parte porque uma grande proporção desse endividamento havia sido utilizado para pagamento de salários e de outras despesas correntes, ao invés de investimentos produtivos. O resultante resgate (*bailout*) pelo governo federal complicou severamente a sustentabilidade fiscal da Argentina. Tais eventos ainda estão bem presentes nas avaliações dos investidores internacionais, afetando a credibilidade da Argentina. **O Comitê acredita que o governo federal e as províncias devam buscar seu acesso ao mercado internacional de capitais com cuidado e de maneira coordenada; devem devotar uma atenção especial para evitar um endividamento excessivo que possa prejudicar a credibilidade do programa macroeconômico.**

Uma estratégia para retomar e sustentar o crescimento

A estratégia para estabelecer credibilidade requer não só uma estrutura macroeconômica coerente mas também uma estratégia para fortalecer a atividade econômica e a criação de empregos. **O Comitê acredita que, em adição às medidas estruturais promotoras do crescimento que produzam resultados à médio prazo e que são politicamente difíceis para serem implementadas (por exemplo, promover uma integração internacional mais dinâmica; fortalecer os direitos de propriedade, as instituições e a governança; reduzir a carga fiscal que incide na rentabilidade do capital e do investimento), o governo deveria priorizar a atração de investimentos voltados para remediar a severa descapitalização dos serviços públicos e a falta de uma adequada infraestrutura de transportes.** Essa estratégia teria três vantagens: (a) iria gerar um imediato choque na demanda, (b) iria criar uma futura capacidade de produção e aumentar a produtividade, (c) iria criar demanda por empregos com baixa especialização, e em consequência produzir efeitos positivos na distribuição de renda. Para isso se materializar, o governo necessita assegurar que se estabeleçam adequados quadros regulatórios para os serviços públicos e infraestrutura, incluindo procedimentos para compras governamentais (*government procurement procedures*). Na transição, os arranjos financeiros e legais em setores específicos para fortalecer os direitos de propriedade podem ajudar na atração de projetos de investimento focalizados.

A estratégia macroeconômica gradual já se apoia bastante no sistema de financiamento doméstico e de mercados de capital internacionais. Desse modo, **o Comitê acredita que a recapitalização dos serviços públicos e do investimento em projetos de infraestrutura deva se apoiar também no suporte de agências multilaterais e de bancos regionais de desenvolvimento.**

Tal suporte deve incluir maneiras criativas de ajudar a mobilizar recursos externos e de capital privado de longo prazo, replicando exemplos já realizados em outros países. Assim, por exemplo, os bancos multilaterais de desenvolvimento podem investir em fundos de infraestrutura e em fundos *private equity*, juntamente com investidores privados e institucionais, tal como o IFC está fazendo por meio do seu “Global Infrastructure Fund”, o IDB por meio de seus fundos regionais de infraestrutura (“Regional Infrastructure Funds”) e a CAF por meio de fundos de infraestrutura sub-regionais ou nacionais em vários países da região (Colômbia, México, Perú, Uruguai, Brasil). Ademais, os Bancos de Desenvolvimento Multilaterais (“Multilateral Development Banks”) podem também investir ou se associar com bancos nacionais de desenvolvimento para esses e outros propósitos. Os exemplos incluem o investimento da CAF e do IFC na Financiera de Desarrollo Nacional na Colômbia e no COFIDE no Perú, os investimentos da CAF com Banobras e Nafin em seus fundos de fundos (“Funds of Funds”) no México e casos múltiplos de programas de co-financiamento (co-financing programs) e projetos com tais instituições domésticas.

O Comitê apoia a declaração do governo de que normalizará relações com o FMI. Isso não só contribui para melhorar o acesso da Argentina aos mercados de capitais mas também facilita o acesso ao financiamento oficial dos bancos de desenvolvimento.

Essa declaração foi escrita em conjunto por:

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

Alberto Carrasquilla, Senior Partner, Konfigura Capital; former Minister of Finance, Colombia

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.

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 for their financial support during 2016. 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.