

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

Declaração No. 32

Lima, 28 de Outubro de 2014

Desaceleração das economias emergentes: Desafios da política econômica à nível global e nacional

I. Mudanças nas perspectivas de crescimento da economia global

Até fins da crise de 2008 era comum se supor que as economias avançadas haveriam de recuperar-se de maneira similar a como o haviam feito em outras ocasiões recessivas do passado, enquanto se esperava que as economias emergentes fossem atuar como a locomotiva do crescimento mundial durante um extenso período de tempo. Até meados de 2011 essa perspectiva parecia que iria se concretizar. No entanto, o efetivamente observado difere num grau relativamente importante com respeito à esse cenário. Por exemplo, as projeções sobre crescimento econômico publicadas pelo FMI no World Economic Outlook (WEO) de Outubro de 2009 estavam prevendo uma taxa de crescimento mundial de 4,5 por cento para 2014, enquanto que na versão mais recente dita estimativa se reduziu para 3,3 por cento. Embora no caso dos Estados Unidos o ajuste é mínimo, em outras regiões o tamanho da revisão é importante. Na Europa, a projeção se revisa em -1,3 por cento, no Japão -0,9 por cento e no mundo emergente -2,2 por cento.

O sentimento generalizado entre os observadores da economia internacional é, portanto, crescentemente pessimista e os ajustes nas projeções respondem ao fato de que na realidade a recuperação observada está sendo bastante mais débil do que se antecipava. Inclusive, no caso das economias avançadas, a lentidão do processo de recuperação levou alguns comentaristas a sugerir a possibilidade que elas estariam entrando num processo de estagnação secular. Isso está levando a se enfatizar de modo crescente a necessidade de se implementar as reformas estruturais que aumentem a inovação e a produtividade. Em particular, a estagnação na Europa alcançou todo o continente.

As revisões estão sendo particularmente fortes no caso da América Latina, a região na qual o prognóstico de crescimento publicado no WEO baixa de 4 por cento para 1,3 por cento entre 2009 e a atualidade. Em particular, as maiores economias da região foram as que sofreram as maiores revisões em suas perspectivas para 2014. Entre 2009 e a atualidade, a revisão para a

Argentina é de -4,7 por cento, no Brasil, Chile e Venezuela é -3,4 por cento, no México é -2,5 por cento e no Peru é -1,9 por cento.

Na América Latina, seguramente uma parte importante dessas revisões se deve à uma reversão das taxas de crescimento, no sentido de uma volta às taxas potenciais similares a seu promédio histórico que existiram antes de um período de forte expansão. Com isso se interrompe o processo de convergência do PIB per capita da região com o dos Estados Unidos, que havia se iniciado em 2003.

Com efeito, como se discutiu na Declaração No. 26, a região se viu beneficiada pela agressividade com a qual os bancos centrais do mundo avançado, em especial o FED, responderam ao choque de 2008. As fortes reduções na taxa de juros e a compra volumosa de ativos financeiros modificaram fortemente a dinâmica do mercado de capitais internacional, aumentando a demanda por ativos emitidos na região. Entre 2010 e 2013 a região aumentou seu financiamento externo para sustentar fluxos crescentes de gastos, tanto público como privado, o que se refletiu em maiores déficits de conta corrente.

Paralelamente, a região se beneficiou com a forte política anticíclica implementada pela China para enfrentar a crise de 2008. A política econômica da China, inclusive, foi mais expansiva do que aquela seguida nos países avançados, e implicou numa expansão substancial do crédito bancário e não bancário e um impulso na demanda por matérias primas que tendeu a contrabalançar o efeito adverso proveniente do mundo avançado.

Parte da desaceleração da região é claramente cíclica, uma vez que, devido ao *boom* no preço das matérias primas, existiu um forte aumento nos investimentos associados a esses setores que agora está se concluindo. Isto foi particularmente relevante no Chile e Peru. Por último, em algumas economias, dificuldades de política doméstica e incerteza frente à implementação de reformas frearam a expansão da demanda.

Os estímulos monetários nos Estados Unidos e em boa parte do mundo avançado, junto com a expansão creditícia na China, mitigaram os efeitos da crise de 2008 na região, atenuando os efeitos sobre os gastos e a taxa de crescimento. Com efeito, desde que se começaram a anunciar as medidas tendentes a normalizar a postura da política monetária nos Estados Unidos, é claro que os mercados financeiros da região se viram afetados. Desde que se anunciou a retirada do estímulo monetário nos Estados Unidos, por exemplo, as moedas da região se depreciaram e aumentaram os prêmios de risco.

II. Fatores adicionais de risco no cenário global

Comparado com o cenário descrito, o Comitê entende que existem dois fatores adicionais de risco que não foram internalizados adequadamente pelo consenso atual. Em primeiro lugar, estamos assistindo a um fenômeno financeiro mundial sem antecedentes no pós-guerra. A crise hipotecária se originou nos países economicamente avançados e causou fortes repercussões nos emergentes. Estas repercussões tiveram um giro inesperado. Inicialmente, se temeu que resultassem numa forte recessão nas economias emergentes, dada as características da crise anterior da Rússia em 1998, em que um fator relativamente menor associado com o *default* parcial da dívida russa teve um impacto generalizado muito forte nos emergentes. A crise hipotecária, pelo contrário, ao invés de provocar uma forte contração nas exportações dos emergentes, esteve associada com uma recuperação rápida e inesperada que, ademais, manteve seu dinamismo até meados de 2011. Este é um dos aspectos mais novos da fase pós-Lehman da crise.

A crise do Lehman produziu uma destruição forte e generalizada de ativos líquidos de baixo risco (chamados de *Safe Assets*). Estes ativos são importantes como meios de pagamento e como colateral do crédito. Alguns cálculos estimam que esta destruição de ativos líquidos de baixo risco foi ao redor de 25 por cento do produto mundial. Esta situação criou uma demanda insatisfeita por eles, dando incentivos para a criação de outros ativos que, sem chegar à esse nível de baixo risco, tiveram liquidez similar.

Os ativos dos emergentes, que sofreram relativamente menos os estragos da crise financeira, se tornaram uma boa alternativa para os ativos líquidos de baixo risco, melhorando sua liquidez. Na América Latina, a melhora da qualificação creditícia dos países que alcançaram o grau de investimento foi um fator importante que incrementou a demanda de seus ativos por parte de investidores institucionais, tais como fundos de pensão e companhias de seguros.

A criação de liquidez nos emergentes foi facilitada por uma taxa de juros de curto prazo perto de zero nos avançados e ao fato de que a crise do Lehman estimulou a criação, nos países avançados, de maior regulação (requisitos de capital e liquidez) dos bancos tradicionais e também dos bancos de investimento. Este último deu lugar a uma forte expansão de instituições, tais como fundos de investimento e de cobertura, muito menos reguladas e com menores limitações para intermediar e manter ativos de risco nas suas carteiras. Este processo, por sua vez, contribuiu para dar maior liquidez aos bônus das economias emergentes.

O problema central que enfrentam os emergentes neste momento é que a liquidez desses ativos poderia ser altamente suscetível à uma forte queda quando subirem as taxas de juros do FED, um fato que o mercado já começou a antecipar. O FED, por sua vez, já começou a endurecer sua política monetária através de uma contração do que se chama de *Quantitative Easing* (QE), porém esse endurecimento é muito menos perigoso que a alternativa de subir a taxa de juros da política econômica nos avançados, dado que os ativos de altíssima liquidez, como são os bônus do Tesouro dos Estados Unidos, competem diretamente com os ativos líquidos dos emergentes, especialmente aqueles que se expandiram em resposta à crise

financeira. Este fator cria o temor de que um aumento nas taxas de juros internacionais detenha o influxo de capitais do estilo mencionado mais acima (ou seja, causando um *Sudden Stop*), podendo provocar uma queda importante do nível de atividade e emprego.

Um problema adicional é a falta de clareza do FED com respeito à suas decisões futuras, devido à alta complexidade da situação. A normalização da situação financeira nos Estados Unidos deveria estar acompanhada por um aumento nas taxas de juros para evitar pressões inflacionárias. Sem dúvida, o aumento das taxas de juros pode ter efeitos importantes nesse país e na economia global, difíceis de antecipar, que colocam o FED num dilema capaz de gerar incerteza sobre a natureza e o *timing* das suas decisões.

Um segundo fator de risco adicional é que existem razões de peso pelas quais a China poderia estar enfrentando uma desaceleração muito mais significativa no seu crescimento do que aquela surgida no consenso atual. Por um lado, a qualidade do investimento foi desigual, já que deu lugar a um excesso de capacidade no setor de bens de capital e a um aumento no gasto por parte dos governos locais em projetos de infraestrutura ambiciosos, porém de baixa eficiência. Por sua vez, a qualidade decrescente dos projetos, associada a um endividamento significativo por parte do setor empresarial e dos governos locais, poderia conduzir a taxas de investimento mais baixas e a perspectivas de menor crescimento. De fato, o investimento no mercado imobiliário já começou a cair e os preços das habitações em várias cidades começaram a deprimir-se.

Por outro lado, o rápido aumento do investimento na China foi associado ao aumento, igualmente rápido, do crédito interno. O financiamento social total se incrementou de cerca de 120 por cento do PIB em 2008, para mais de 200 por cento do PIB em 2014.¹ Se bem que uma parte importante da expansão do crédito se deu através do sistema bancário regulado, o crédito se canalizou crescentemente através de fideicomissos e outros instrumentos não regulados, que habitualmente se conhecem como “*shadow banking*”. O ativos nesse sistema se estimam atualmente em 30 por cento dos ativos do sistema bancário tradicional. A combinação de um auge de crédito com investimentos de baixa produtividade aumentou a fragilidade do setor financeiro na China.

III. Fatores regionais de risco

Um terceiro fator de risco adicional, particularmente relevante para a região, é a possibilidade que os preços das matérias primas se reduzam de maneira mais rápida do que o consenso atual internaliza. De fato, temos assistido recentemente à uma diminuição significativa do preço dos produtos agrícolas, do petróleo, e dos metais desde seus picos mais altos.

Estes riscos adicionais que o Comitê identificou incidem sobre uma América Latina em condições iniciais mais frágeis do que as existentes em 2008. Em primeiro lugar, o excesso de gasto público e/ou privado e um nível insuficiente de poupança levou à uma deterioração dos saldos de conta corrente, mesmo antes de que caíssem os preços das matérias primas. Em

¹ O financiamento social é definido pelo Banco Popular de China como um barômetro econômico que agrega o financiamento total por parte de entidades chinesas não estatais, incluindo indivíduos e empresas não financeiras.

segundo lugar, o déficit fiscal aumentou em vários países, incluindo aqueles em que as políticas anticíclicas adotadas em 2009 não se reverteram durante a recuperação posterior. Em terceiro lugar, os custos domésticos de produção cresceram mais rapidamente que o valor da produtividade, reduzindo a competitividade dos setores transáveis não produtores de matérias primas. Em quarto lugar, os níveis de endividamento das empresas e famílias são relativamente altos em vários países. Em quinto lugar, os esforços para aumentar a produtividade na região foram claramente insuficientes.

Devido à esas condições, aumentou a probabilidade que as avaliadoras de risco reduzam a qualificação creditícia em alguns países. Esta eventualidade poderia agravar-se e generalizar-se no caso em que ocorra uma revisão do risco da classe de ativos que representam os bônus das economias emergentes, como consequência de um eventual aumento das taxas de juros nos Estados Unidos.

Assim mesmo, esta combinação de fatores poderia gerar depreciações abruptas, o que, em alguns países, que ainda mantém um alto grau de dolarização financeira, poderia gerar efeitos adversos sobre os balanços públicos e dos setores privados não transáveis e em outros, onde ainda existe um *pass-through* significativo, poderia gerar pressões inflacionárias.

IV. Implicações de Política

Os riscos do cenário global descrito anteriormente têm uma dimensão claramente sistêmica. Um aumento repentino nas taxas de juros internacionais, acompanhado por uma queda no preço de uma ampla gama de ativos, em um contexto de desaceleração econômica, pode gerar uma forte perda de confiança nas economias emergentes. O Comitê acredita que, caso se materialize este cenário, a arquitetura financeira atual, composta por bancos centrais locais e as instituições multilaterais, é inadequada para responder aos desafios que dito cenário assinala. Sendo assim, o restabelecimento do equilíbrio muito provavelmente irá requerer uma nova provisão de liquidez por parte do FED, desta vez para as economias emergentes. No entanto, parece improvável que dita ação conte com o apoio do Congresso dos Estados Unidos, na medida em que a recuperação da economia desse país continue em processo de consolidação e que, ademais, não resulte claro que a injeção de liquidez seja de interesse dos Estados Unidos.

Nesse contexto, o Comitê acredita que seja desejável avançar decididamente com vistas a um maior fortalecimento da arquitetura financeira internacional no que diga respeito a sua capacidade de responder a uma deterioração repentina no contexto financeiro global. Em particular, o Comitê favorece à criação de um Fundo para Mercados Emergentes (FME) com capacidade de intervir nos mercados de dívida soberana com o fim de contribuir para reduzir a volatilidade. Dito Fundo poderia intervir nos mercados de dívida em situações de turbulência financeira sistêmica e sob regras predeterminadas, tais como realizar transações baseadas numa cesta de bônus (por exemplo, a do EMBI), ou estabelecer linhas de *swaps* com bancos centrais ao estilo da experiência durante a crise financeira global.

Um potencial problema com este tipo de iniciativa é que está sujeita à crítica usual de risco moral. No entanto, o Comitê acredita que este problema não é de grande envergadura, pois o

FME se centra em estabilizar um índice de preços de uma cesta de bônus de muitos países e não de países individuais. Ainda assim o argumento de risco moral pode ter algum mérito, assim como não pode descartar-se que o FME experimente perdas durante suas intervenções. A experiência da crise 2007-2009 demonstrou que contar com instrumentos poderosos que tenham a característica de prestamista de última instância em situações sistêmicas de perda de confiança pode derivar em benefícios que superam os custos.

Já em declarações anteriores (ver Declaração No. 27), o Comitê havia expressado claramente a necessidade de complementar o papel das instituições multilaterais atuais, em particular o FMI. Nesse sentido, e a nível regional, o Comitê se manifestou em favor de criar um Fundo Latino Americano de Liquidez com duas funções principais: 1) a provisão de liquidez para o setor público e 2) a provisão de empréstimos para mitigar a possível volatilidade nas linhas de comércio exterior. O Comitê estimou que dita instituição devia contar com um objetivo de capital de USD 50 bilhões e uma capacidade de empréstimos de USD 100 bilhões, equivalente à necessidade líquida de liquidez da região durante a crise de 2007-2009.

Ante o cenário atual, o Comitê recomenda aos países da região realizar novos *stress tests* que permitam atualizar as possíveis necessidades de financiamento dos setores público e privado associadas com um repentino incremento nas taxas de juros internacionais num contexto de desaceleração econômica e queda dos preços internacionais de matérias primas.

Nas seções anteriores identificamos como fonte importante de risco o crescimento do “*shadow banking*” em resposta à uma maior pressão regulatória no sistema bancário tradicional. Para conter a arbitragem regulatória, o Comitê recomenda que os marcos regulatórios tendam a tratar de maneira coerente à atividades similares, independentemente de se tais atividades são realizadas por um banco ou outra entidade, na medida em que se derivem riscos sistêmicos que requeiram a ação potencial de um prestamista de última instância como o banco central. Isto implica numa mudança do enfoque regulatório tradicional de “regular por instituições” para o de “regular por funções”. Ademais, com o fim de evitar a interconexão entre os riscos soberano e risco financeiro, é recomendável excluir a dívida pública da definição de “ativos da mais alta liquidez” recomendada por Basileia III quando se trate de países cujos títulos soberanos estejam sujeitos à alta volatilidade em situações de turbulência financeira.

A mudança de enfoque mencionada nos marcos regulatórios sugere a conveniência de consolidar as responsabilidades regulatórias e de supervisão bancária, dos mercados de capitais e de seguros numa mesma instituição. Alguns países da região, como Colômbia e México, já se moveram nessa direção. No entanto, nos Estados Unidos e na União Europeia os reguladores bancários permanecem separados dos outros reguladores dos mercados de capitais.

A perspectiva de que aumente a volatilidade nos mercados de capitais e que a região enfrente interrupções bruscas nos influxos de capitais também apresenta desafios para a política econômica doméstica a nível regional. Uma deterioração na confiança nos mercados de capitais pode gerar uma contração no crédito bancário que pode magnificar o freio ao

crescimento econômico. Durante a crise de 2007 a 2009, se demonstrou que nesse caso os bancos públicos podem ter um papel anticíclico benéfico, que mitigue a contração do crédito da banca privada. Nos países em que existem bancos públicos, o Comitê acredita que se deva fortalecer o papel anticíclico de crédito oferecido por ditas instituições, e para isso as administrações dos bancos públicos devem adotar explicitamente tal objetivo de política e desenvolver estratégias específicas para exercer adequadamente esse papel.

Em termos da política cambial, o Comitê novamente chama a atenção para a necessidade de manter uma adequada flexibilidade cambial e evitar comportamentos do tipo “medo de flutuar”. Os países que consigam reduzir ao máximo as distorções cambiais nas suas contas externas e na dolarização estarão em melhores condições para enfrentar os desafios de uma maior volatilidade financeira e um menor crescimento econômico.

Esta declaração foi redigida conjuntamente por:

Guillermo Calvo, Professor, Universidade de Columbia; ex Economista Chefe do Banco Interamericano de Desenvolvimento

Alberto Carrasquilla, Sócio Fundador, Konfigura Capital S.A.; ex Ministro de Fazenda, Colômbia

Pedro Carvalho de Mello, Professor, Fundação Getulio Vargas; ex Diretor, Comissão de Valores Mobiliários, Brasil e da BM&F Bovespa

José De Gregorio, Professor, Universidad de Chile; ex Presidente do Banco Central de Chile

Roque Benjamin Fernandez, Professor, Universidad del CEMA; ex Ministro de Economía, y Obras y Servicios Públicos, Argentina

Pablo Guidotti, Professor, Universidad Torcuato di Tella; ex Secretário de Hacienda e Vice-Ministro de Economía, Argentina

Guillermo Perry, Professor, Universidad de los Andes; ex Ministro da Fazenda, Colômbia e ex Economista Chefe para América Latina do Banco Mundial

Liliana Rojas-Suarez, Presidente, CLAAF; Diretora, Iniciativa Latinoamericana, Center for Global Development, e ex Economista Chefe para América Latina do Deutsche Bank

Ernesto Talvi, Diretor, CERES e Iniciativa Brookings Global-CERES para América Latina; ex Economista Chefe, Banco Central del Uruguay

O Comitê Latinoamericano de Assuntos Financeiros (CLAAF) agradece ao apoio do Banco Central de Reserva de Perú para a elaboração desta declaração, e ao Centro para o Desenvolvimento Global (CGD), ao Banco Central de Chile, e ao Fondo Latinoamericano de Reservas (FLAR) pelo financiamento adicional de suas atividades durante 2014. O Comitê é completamente independente e autônomo na emissão de suas declarações.