



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

Declaração No. 36

Buenos Aires, 14 de Dezembro de 2016

A América Latina diante de um Novo Cenário Político e Econômico Global? O que isso implica para a Região?

1. O novo cenário político e econômico global

O Comitê, em declarações passadas, já havia alertado que a região, desde o ano de 2013, estava enfrentando uma confluência de acontecimentos adversos. Estes se apresentavam como ondas: se materializa um evento, logo em seguida vem um período de calma e logo aparece outro. Até meados de 2016, estes acontecimentos (interrelacionados) incluíram: 1) a falta de dinamismo nas economias avançadas; 2) a desaceleração da economia da China; 3) a forte queda de preços das commodities de exportação da região; 4) a apreciação do dólar; e 5) a diminuição dos fluxos de capitais. No entanto, diferentemente do que aconteceu em outros períodos de turbulência financeira originados em fatores externos, desde o ano 2013 esses eventos se mostraram ser de longa duração, o que implica que seus efeitos para a região se estão acumulando e suas economias estão se debilitando, mesmo num contexto de baixas taxas de juros e de ampla liquidez internacional.

Desde meados de 2016, uma nova onda de acontecimentos políticos nos países avançados sacode a América Latina. Desta vez, suas características são diferentes, pois se referem ao crescimento dos movimentos políticos que promovem um retrocesso da globalização. No Reino Unido, o fenômeno Brexit deu começo à essa nova tendência e a eleição presidencial nos Estados Unidos a

cimentou. Esta tendência está ainda se materializando, pois as eleições em outros países Europeus poderão fortalecer ainda mais as posturas anti-globalização no mundo avançado.

De todos esses desenvolvimentos, o mais relevante foi o triunfo eleitoral de Donald Trump nos Estados Unidos, o qual, nas suas declarações durante a campanha política, sacudiu a ortodoxia política reinante, tanto no partido democrata como no republicano. Ainda que exista uma considerável incerteza com respeito às políticas de uma futura administração Trump, pois essa ainda não começou, as variáveis econômicas e financeiras já começaram a antecipar o que se considera possam ser suas principais consequências para a economia americana. Por exemplo, um mês depois da eleição, o dólar se fortaleceu 10% frente ao yen e 6% frente ao euro, o Dow subiu 7,7%, a volatilidade implicada por VIX está em níveis próximos aos mais baixos historicamente e o índice de confiança do consumidor subiu 4,5% em dezembro.

As perspectivas da futura administração norte-americana estão associadas com os seguintes desenvolvimentos. Em primeiro lugar, se espera que a nova administração reduza a carga tributária nas empresas e nas pessoas, adote incentivos fiscais para promover o emprego à nível de setores e/ou empresas específicas, e tente implementar uma forte expansão do gasto público em infraestrutura. O resultado desse estímulo fiscal, que se espera não sofrerá forte oposição no Congresso dos Estados Unidos, será um aumento possivelmente significativo no déficit fiscal porém também uma expansão da demanda agregada. É por isso que distintos analistas da economia dos Estados Unidos estão antecipando uma maior taxa de crescimento, pelo menos no curto prazo.

Com efeito, estas expectativas fizeram subir as taxas de rendimento dos bônus do Tesouro norte-americano de longo prazo. Em particular, a possibilidade de que o Tesouro dos Estados Unidos recorra à uma significativa emissão de bônus de maturidade “ultra longa” (maior que 30 anos) pode alimentar a expectativa de um empinamento da curva de rendimentos dos bônus do Tesouro americano. O aumento nas taxas de juros nos Estados Unidos coincide com o início de um período de normalização mais rápida da política monetária da Reserva Federal, com altas esperadas nas taxas de juros de curto prazo da ordem de 50 a 100 pontos básicos durante o ano 2017. A pressão para alta das taxas de juros também está alimentada por vendas crescentes de bônus do Tesouro americano por parte do banco central de China, um dos seus maiores adquirentes.

Em segundo lugar, se espera que a futura administração Trump se direcione para um maior protecionismo comercial, em particular visando a China e o México, e que desista do Tratado Transpacífico (TPP por sua sigla em inglês). Como no caso anterior, é possível que um maior protecionismo dos Estados Unidos seja expansivo para a dita economia no curto prazo, mesmo que possa gerar, com alta probabilidade, efeitos muito negativos para a economia global. Ademais, o aparente êxito no curto prazo de tais políticas pode possivelmente impulsionar um maior crescimento de outros movimentos anti-globalização e antisistema no restante das economias avançadas, em particular na Europa.

Uma brusca mudança de orientação nas políticas da principal economia do mundo traz consigo implicações preocupantes para o panorama econômico global. Em primeiro lugar, a expansão fiscal, como se indicou, resultará num aumento das taxas de juros internacionais e isto, tal como

em ocasiões anteriores, pode impulsionar uma maior volatilidade nos fluxos de capitais que afetem tanto à economias emergentes como avançadas. Em segundo lugar, o enfoque mais protecionista e menos interessado na coordenação global pode fazer aumentar a volatilidade das taxas de câmbio entre as principais moedas (por exemplo, a taxa USD/Euro), revivendo a possibilidade de que se gerem desvalorizações competitivas à nível global. Em consequência, os mercados de capitais podem facilmente enfrentar severas turbulências.

Como este Comitê já enfatizou em suas últimas declarações, a economia da China vem enfrentando severas dificuldades, inclusive anteriormente à eleição presidencial nos Estados Unidos. Tais dificuldades financeiras derivam em grande parte de um amplo programa de estímulo fiscal e monetário que causou um sobredimensionamento do sistema financeiro, formal e informal. A consequente e brusca diminuição na taxa de crescimento e a retração nos fluxos de capitais gerou uma redução sustentada do amplo estoque de suas reservas internacionais, com o propósito de conter uma rápida depreciação do renmimbi. O Comitê acredita que um dos principais riscos que derivaria da adoção de medidas mais protecionistas por parte dos Estados Unidos - dirigidas em particular para a China- é que pode agravar de maneira significativa uma situação de fragilidade pré-existente. Por exemplo, uma depreciação do renmimbi pode ser interpretada pela administração dos Estados Unidos como sendo uma manipulação cambial.

Esta situação ocorre num contexto de aumento do protecionismo que já estava ocorrendo, de maneira relativamente sofisticada, via utilização de medidas “para tarifárias” no contexto das regras da OMC. De fato, uma das características salientes da economia global tem sido o decréscimo do comércio mundial. Por exemplo, o volume de exportações globais, visto como uma medida do volume de comércio, mostra, desde 2008, uma redução na sua taxa de crescimento para a metade do que ocorria historicamente. Inclusive, situando-se num nível inclusive menor que o ritmo de crescimento do produto mundial.

Adicionalmente, Trump anunciou a intenção de relaxar as restrições ambientais existentes para a utilização de técnicas de *fracking* e para a construção de oleodutos e gasodutos. Com isso, pode haver uma expansão considerável da oferta de hidrocarburetos não convencionais nos Estados Unidos, a qual, unida ao efeito de um menor crescimento da China, poderia deprimir ainda mais os preços internacionais dos produtos energéticos ou, ao menos, mante-los em níveis baixos por um prolongado período de tempo.

As economias emergentes são observadoras passivas desses desenvolvimentos. Com menor flexibilidade de resposta que as economias avançadas, e em muitos casos com déficits de conta corrente, o mundo emergente e, em particular, a América Latina, se encontra particularmente exposta aos riscos que se derivam do novo enfoque de política no hemisfério norte.

2. Que implica para a região?

As mudanças no panorama econômico global, descritas na seção anterior, irão afetar a região a través de três canais principais: 1) um provável aumento nas taxas de juros internacionais; 2) dificuldades adicionais na economia da China, por suas fragilidades financeiras; 3) um eventual maior protecionismo por parte dos Estados Unidos e, em particular, seu efeito sobre a economia da China; e 4) um maior grau de incerteza sobre a evolução das principais variáveis econômicas, incluindo as taxas de câmbio entre as principais moedas.

Desde o ano 2013, o contexto externo está se tornando progressivamente mais desfavorável. Os fluxos de capitais para a América Latina já vinham decrescendo mesmo antes da eleição presidencial nos Estados Unidos, a despeito de existirem baixas taxas de juros no mercado. A redução dos influxos de capitais conviveu com uma significativa queda dos preços das matérias primas, porém o impacto não foi tão forte porque, ao manter-se as taxas de juros internacionais em níveis baixos, a liquidez dos mercados foi ampla.

Como resultado, apesar da deterioração no contexto externo, os setores públicos e privados da região não sofreram uma interrupção séria em seu acesso ao financiamento porque os mercados centrais exibiram taxas reais de rendimentos próximas a zero, ou mesmo negativas. A busca por rendimentos impulsionou os investidores internacionais a ofertar o financiamento necessário para a região, para que se pudessem refinar os vencimentos mesmo sem que houvessem novos projetos de investimento, especialmente em países com estagnação ou queda da sua atividade econômica (por exemplo, Brasil).

Caso aumentem as taxas de juros internacionais, a região poderá enfrentar uma combinação de fatores que já gerou sérios problemas no passado: 1) redução de fluxos de capital; 2) deterioração nos termos de intercâmbio comercial; e 3) um aumento no custo de financiamento para os setores públicos e privados.

O impacto de um possível aumento da taxa de juros nos Estados Unidos, e de uma possível apreciação do dólar, dependerá das características particulares de cada economia da região, em particular, o tamanho e composição do endividamento público e privado, e do espaço e credibilidade do banco central para responder com uma política monetária flexível. Por exemplo, na medida em que a maior parte da dívida esteja denominada em moeda estrangeira, o impacto de um aumento da taxa de juros internacional terá um efeito direto sobre o custo do financiamento. Ademais, a apreciação do dólar magnificará este impacto, medido em termos reais. Ante uma maior dolarização da dívida, a política monetária estará mais pressionada a evitar movimentos significativos na taxa de câmbio.

No caso de países onde a dívida esteja denominada em moeda local, o efeito de um aumento da taxa de juros internacional dependerá de sua transmissão às taxas de juros doméstica, às condições de inflação, e ao nível de endividamento doméstico. Em alguns países, como o Brasil e a Colômbia, os bancos centrais aumentaram as taxas de juros para evitar um recrudescimento das expectativas de inflação, diante da muito severa desvalorização que ocorreu depois de 2013, mesmo num contexto de baixas taxas de juros internacionais. No Brasil, a medida que o efeito

sobre as taxas de inflação começou a ceder, a taxa de juros doméstica já começou a baixar de seus níveis muito elevados, apesar de um aumento nos custos de financiamento em moeda estrangeira.

Outro elemento que importa, ao se analisar os efeitos sobre a região de um aumento da taxa de juros dos Estados Unidos, é a adequação do estoque de reservas internacionais. Esse elemento, como se recorda, foi instrumental para mitigar os efeitos da crise financeira global de 2008/2009. Nesse sentido, a situação dos distintos países da região é diversa. Num extremo, se encontram Argentina, Equador e Venezuela, com um baixo nível de reservas internacionais como proporção da dívida de curto prazo. No outro extremo, com alto nível de reservas, estão a Bolívia, Chile (incluindo os ativos internacionais do governo) e Peru. A acumulação de reservas do Brasil, Colômbia e México é também importante.

A capacidade da região para enfrentar condições financeiras externas mais adversas como a que temos descrito dependerá de maneira importante da posição fiscal das economias. A posição fiscal estrutural na grande maioria dos países da região se deteriorou, particularmente na Argentina e Brasil. No caso da Argentina, onde existe um alto grau de dolarização da dívida pública, isto acarreta uma alta necessidade de financiamento em moeda estrangeira.

O segundo canal de transmissão para a região, devido ao novo contexto externo, é o comercial. Na opinião do Comitê, os maiores riscos de um aumento do protecionismo se relacionam com os efeitos sobre as economias do México e da China. No momento atual, está posta em dúvida a permanência dos tratados de livre comércio da região com os Estados Unidos, sendo o da NAFTA (o qual afeta particularmente o México) aquele onde existe a maior incerteza. O potencial incremento de tarifas alfandegárias irá incidir sobre produtos que os Estados Unidos importam e que são considerados como competindo com os produtos elaborados internamente. No entanto, o Comitê considera que a integração que já existe nas cadeias de valor de bens produzidos na Nafta atuará na direção de reduzir as pressões protecionistas sobre o México. Apesar dessa ressalva, a simples incerteza que já foi criada com base nas declarações da campanha política pode produzir um freio no investimento estrangeiro direto no México.

Um maior protecionismo atingindo a China, pelo contrário, pode ter um impacto muito importante sobre a região. Em alguns casos, uma desestabilização da já frágil situação em que se encontra a China terá um efeito direto sobre as economias que já haviam estreitado laços financeiros diretos com esse país. Por exemplo, Equador e Venezuela, que estão utilizando de maneira crescente o financiamento da China (entre 15% e 25% do PIB, respectivamente, até o ano 2015), podem enfrentar um freio nos fluxos de financiamento provenientes do dito país.

Uma possível deterioração adicional da economia da China afetará a região através de uma deterioração nos preços das matérias primas, obviamente recaindo com maior força nos países exportadores das mesmas. Este fenômeno poderia agravar-se no caso em que se materialize um significativo desmantelamento das restrições ambientais nos Estados Unidos. Especialmente na área de hidrocarburetos, a eventual adoção de uma postura menos ambientalista por parte da futura administração americana pode resultar num aumento da oferta de tais produtos.

3. Desafios e recomendações em vista da experiência latinoamericana

Na opinião do Comitê, o cenário externo que a região terá de enfrentar nos próximos anos será desafiador. No atual contexto, o crescimento potencial da região já está diminuindo, como reflexo de uma baixa taxa de produtividade e, em vários países, de altos níveis de pressão tributária. O espaço para utilizar a política fiscal para estimular a economia se reduziu. As recomendações do Comitê devem ser vistas como contribuição para reduzir o impacto adverso dos desafios discutidos nas seções anteriores. Estas recomendações são válidas em geral, porém particularmente num período onde a situação externa está sujeita à uma significativa volatilidade e incerteza.

Políticas fiscal, monetária, e gestão da dívida

Diversos analistas sugerem que a América Latina deveria aproveitar a conjuntura de alta liquidez e baixas taxas de juros internacional, enquanto dure, para financiar a longo prazo e baixo custo programas ambiciosos de infraestrutura que, no curto prazo, mitigariam o efeito da baixa demanda externa e, no médio prazo, contribuiriam para melhorias de produtividade.

Embora levando isso em conta, o Comitê adverte que a maioria dos países da região já aumentou seu déficit fiscal estrutural, em comparação com a média da década anterior, e vários incrementaram com rapidez seu nível de dívida pública e, em alguns países, o endividamento externo com a China se tornou significativo e não está incorporado nas bases de dados convencionais. Ademais, para um número importante de países a dívida privada externa aumentou muito. No passado, em momentos de dificuldade a dívida privada foi estatizada, o que sugere que, em algumas circunstâncias o endividamento privado externo gera um passivo contingente para o setor público.

Nessas condições, o Comitê recomenda prudência fiscal. Alguns governos, como o do Brasil e da Colômbia, se encontram num processo de implementar medidas de consolidação fiscal. No Brasil, a consolidação fiscal está sendo implementada por meio de um teto para o gasto público e uma reforma do sistema de seguridade social, enquanto que na Colômbia se está discutindo uma reforma tributária que compense parcialmente a perda de receitas fiscais geradas pela queda dos preços das matérias primas.

No entanto, uma maior prudência fiscal não impede aproveitar a conjuntura para financiar programas de investimento cuidadosamente selecionados e executados, sob a égide de estruturas institucionais confiáveis e utilizando em maior medida a capacidade financeira e técnica do Banco Mundial, do BID e da CAF para esses propósitos.

Enquanto as taxas de juros internacionais permanecerem relativamente baixas, o manejo ativo da estrutura da dívida pública pode contribuir significativamente para reduzir a vulnerabilidade externa. Isto inclui tomar medidas para melhorar o perfil do endividamento, evitando concentrações em seus vencimentos. Assim mesmo, resulta prioritário reduzir a exposição para a volatilidade da taxa de câmbio, e fortalecer a adequação das reservas internacionais.

Como se indicou acima, a região apresenta debilidades em matéria de produtividade que limitam de maneira relevante seu potencial de crescimento. A região não voltará a crescer aos ritmos observados durante os anos do *boom* dos preços das matérias primas enquanto não aumentar de

maneira duradoura a produtividade. Contudo, o atual cenário global somado aos riscos descritos anteriormente debilitaram a demanda e ampliaram a ociosidade da capacidade instalada. Nesse contexto se justifica um estímulo de demanda. Como se disse anteriormente, o espaço fiscal está limitado, e portanto este ajuste deveria fazer-se pelo lado monetário. Não obstante, a efetividade da política monetária em períodos de turbulência depende fundamentalmente de sua credibilidade, e portanto o *timing* e magnitude deveria depender das condições de cada país. Ademais, a credibilidade estará determinada pela sustentabilidade de longo prazo da posição fiscal.

A debilidade econômica com relação à sua plena capacidade produtiva se refletiu, na maioria dos países, em trajetórias inflacionárias consistentes com suas metas. Depois de haver enfrentado sérios desafios, causados pelas massivas depreciações da taxa de câmbio ocorridas desde princípios de 2013, com arriscadas consequências sobre a ancoragem das expectativas de inflação. Hoje em dia se abrem espaços para estímulos monetários que devem contribuir para uma recuperação econômica, num contexto de estabilidade de preços. Num ambiente de expectativas inflacionárias bem ancoradas o “medo de flutuar” não deverá entorpecer a condução da política monetária.

Integração regional

Aqueles que sempre foram partidários de praticar o protecionismo na nossa região, se sentem justificados diante dos anúncios protecionistas e nacionalistas que provêm agora do mundo desenvolvido. O Comitê considera, no entanto, que seria muito inconveniente ceder diante dessas tentações.

Pelo contrário, a resposta da América Latina deveria ser a de uma maior integração regional, como forma de dinamizar nossas economias no curto prazo e de prepara-las para uma integração mais eficiente com a economia global, quando passarem as atuais tendências protecionistas do mundo desenvolvido. Com efeito, uma integração regional profunda, que tenda para a livre circulação de bens, serviços, pessoas e capitais na região, no curto prazo mitigaria alguns dos efeitos adversos do escasso dinamismo do comércio global, que posivelmente se agrave se os anúncios protecionistas no primeiro mundo se tornem realidade, assim como a eventual redução de fluxos de capitais para a região. E, ao incrementar a eficiência produtiva regional converteriam a nossa região em uma área mais produtiva e competitiva para sua inserção global. Os frutos se apreciariam especialmente quando o comércio global supere o período de postração atual.

O Comitê observa que estão dadas as condições para um impulso considerável visando atingir esses objetivos de integração aberta. De uma parte, há dois grupos de países que já optaram por uma estratégia agressiva desta natureza: os membros do mercado comum centroamericano e os da Alianza del Pacífico. A América Central já se caracteriza por uma significativa mobilidade de bens, serviços, capitais e pessoas dentro dessa subregião, assim como por uma considerável integração comercial e financeira com o resto do mundo. A Alianza del Pacífico, por sua parte, está dando seguimento às suas atividades com uma ambiciosa agenda na mesma direção.

Um e outro grupo já se desvincularam da excessiva dependência do comércio mútuo de trocas dentro do mesmo grupo de países, já harmonizaram suas regras de origem e permitem a acumulação, com o qual se facilita o surgimento de cadeias de valor regionais. O mercado bancário e de seguros está virtualmente integrado na América Central e com a Colômbia. Para tornar mais eficiente esse processo e, ao mesmo tempo reduzir os riscos de contágio financeiro, o “Consejo de Reguladores e Supervisores de Centroamérica y Colombia” colabora de forma estreita na supervisão financeira e tem avançado na harmonização de regulações. Por sua parte, a Alianza del Pacífico iniciou um ambicioso processo de integração das suas Bolsas de Valores. O Comitê observa, ademais, a participação societária adquirida pela BM&F Bovespa em três das bolsas da AP, o que sinaliza o interesse e a potencialidade de um processo agressivo de integração financeira regional. O momento é muito oportuno, dado os riscos de uma redução importante de fluxos de capital para a região e da retirada de vários bancos globais como consequência de seu enfraquecimento desde a crise de 2008 e as regulamentações de Basilea 3.

Por sua parte, os membros do Mercosul estão começando a replanejar suas estratégias de integração regional. Isso é particularmente certo no caso do novo Governo Argentino, porém também se percebe uma mudança no novo Governo Brasileiro. Essas reviravoltas, acentuadas por um entorno global adverso, poderiam resultar numa convergência gradual entre Mercosul e a Alianza del Pacífico, como já proposto pelo Governo Chileno. Como já fizeram notar muitos observadores, o que faz mais falta para a integração Latinoamericana é precisamente estabelecer vínculos comerciais e financeiros mais sólidos entre os países do Cone Sul e os do Norte.

Organismos multilaterais

Finalmente, espera-se que as entidades financeiras internacionais desempenhem um papel precaucionário mais agressivo diante dos novos riscos do entorno global. Em particular, o FMI, já capitalizado, deveria ser mais proativo no oferecimento da linha de crédito contingente à países que estejam saudáveis em seus fundamentos. O Comitê considera que chegou a hora de contemplar que o Fundo prequalifique automaticamente os países que poderiam beneficiar-se do acesso incondicional e imediato à esta facilidade, sem necessidade de que medie sua solicitação ou faça o pagamento de uma comissão de compromisso, em troca de que a taxa de juros de desembolso seja mais alta que a atual.

E, como já se disse, o Banco Mundial, o BID e a CAF deveriam aproveitar o entorno de taxas de juros baixas, enquanto durarem, para canalizar recursos a baixo custo e de muito longo prazo para projetos de infraestrutura bem estudados e administrados na região.

A região deveria proceder, como complemento, a fortalecer suas instituições financeiras regionais (CAF e FLAR). Como observado pelo Comitê, converter a FLAR em um Fundo Monetário Regional de primeira instância (com o FMI como prestamista de última instância) constituiria um desenvolvimento lógico dos princípios acordados para a arquitetura financeira internacional e resultaria muito oportuno dado os riscos que se percebem no mercado financeiro internacional.

Esta declaração foi redigida conjuntamente por:

Guillermo Calvo, professor, Universidade de Columbia; ex economista chefe, Banco Interamericano de Desarrollo

Alberto Carrasquilla, socio majoritario, Konfigura Capital; ex Ministro de Finanças, Colombia

Pedro Carvalho de Mello, professor senior da ESALQ/USP; Coordenador Internacional, FGV/IDE; ex Diretor, Comissão de Valores Mobiliários, Brasil; ex-Diretor, BMF Bovespa

José De Gregorio, professor de Economía, Universidad de Chile, Senior Fellow, Peterson Institute for International Economics, y Ex Presidente del Banco Central de Chile

Roque Fernandez, professor de Economía, Universidad UCEMA; ex ministro de Economía, Argentina

Pablo Guidotti, professor, Universidad Torcuato di Tella; ex viceministro de Finanzas, Argentina

André Lara Resende, Adjunct Senior Research Scholar, International and Public Affairs, Columbia University, USA, y Ex Membro da Diretoria do Banco Central de Brasil

Guillermo Perry, investigador não residente, Center for Global Development; professor, Universidad de los Andes; ex Ministro de Finanzas, Colombia

Carmen Reinhart, Minos A. Zombanakis Professor of the International Financial System, Harvard Kennedy School, USA.

Liliana Rojas-Suarez, presidente, CLAAF; investigadora principal e diretora da Iniciativa Latinoamericana, Center for Global Development; ex economista chefe para América Latina, Deutsche Bank

Ernesto Talvi, diretor, Brookings Global-CERES Economic & Social Policy in Latin America Initiative, Brookings; diretor acadêmico, CERES; ex economista chefe, Banco Central de Uruguay

O Comité Latinoamericano de Assuntos Financeiros (CLAAF) agradece ao apoio financeiro do Centro para o Desenvolvimento Global (CGD), do Banco de la Ciudad de Buenos Aires, do Banco de Desarrollo de América Latina (CAF), do Fondo Latinoamericano de Reservas (FLAR) e do Banco Central de Chile para financiar suas atividades. O Comité é completamente independente e autônomo na emissão de suas declarações.