

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

Resolução No. 16

Abril 12, 2006
Washington DC, USA

A América Latina precisa do Fundo Monetário Internacional?

I. O FMI ainda é relevante?

Há uma percepção geral de que o FMI perdeu relevância na América Latina: já não é mais necessário a nível macro nem desejado a nível micro (reformas estruturais).

A maioria dos países latino-americanos vêm se desempenhando a nível macro muito melhor que anos atrás. A região está atravessando um período de crescimento sólido e baixa inflação. Se levarmos em consideração que em 2007 o crescimento PIB será menor que em 2006, e superior a 4%, a atual expansão é a melhor registrada desde 1970. A inflação regional diminuiu durante este período de crescimento, mantendo atualmente uma média levemente superior a 5%.

A economia latino-americana tem se beneficiado das exportações, registrando um importante crescimento econômico dos sócios comerciais e ótimas condições financeiras globais. Entretanto, o êxito deve-se também às boas políticas domésticas. Os balanços fiscais e externos são muito mais sólidos do que em expansões anteriores; a maioria dos países possui taxas cambiais flexíveis que certamente os ajudam a combater os possíveis choques externos; a regulação e supervisão bancárias melhorou e os bancos centrais foram se tornando cada vez mais independentes e confiáveis no combate à inflação, permitindo taxas de juros mais baixas que sustentam o crescimento.

Não obstante este bom desempenho, os níveis de pobreza continuam sendo muito altos e a distribuição do ingresso é desigual em muitos países. Como resultado, os votantes estão insatisfeitos com os resultados econômicos e as políticas aplicadas, associadas ao Consenso de Washington e, principalmente, ao FMI.

Apesar deste panorama promissor, resultante de uma combinação pouco comum de alto crescimento, superávit de conta corrente, posições fiscais consistentes e reservas internacionais altas, o Comitê Latino-Americano de Assuntos Financeiros (CLAAF) considera que a região permanece vulnerável a mudanças desfavoráveis das condições externas.

Em primeiro lugar, os indicadores macroeconômicos e financeiros regionais beneficiaram-se em boa medida desta fase de expansão do ciclo atual, especialmente das condições externas excepcionalmente favoráveis e do intercâmbio comercial positivo. Se estas condições variassem, a região ficaria em uma posição de vulnerabilidade. Uma evolução desordenada dos desequilíbrios globais provavelmente afetaria a região com menores exportações e fluxos negativos de capital devido a mudanças na composição dos investimentos estrangeiros de *portfolios* a favor de ativos de menor risco.

Em segundo lugar, as taxas de juros internacionais baixas e os níveis de risco, inclusive o risco-país latino-americano, ocorreram simultaneamente com o rápido e significativo crescimento dos intermediários financeiros não sujeitos a regulações, principalmente fundos de cobertura (*hedge funds*) e fundos de investimentos (*equity funds*) e com o desenvolvimento de instrumentos financeiros complexos, não provados em condições desfavoráveis. Embora isto tenha contribuído a distribuir o risco de maneira mais eficiente, devem ter contribuído também a desvalorizar o risco sistêmico. Uma eventual correção do mercado poderia impactar consideravelmente a América Latina.

O Comitê está altamente preocupado de que uma variação no preço do risco possa resultar em um impacto no sistema de liquidez para a América Latina. De fato, os detonantes das duas últimas crises na região –a começo de 1980 e final de 1990- e que acarretaram um período de contração econômica, crise financeira e reestrutura da dívida, afetaram os mercados de capital global: o primeiro com aumento da taxa de juros em dólares, e o segundo com descumprimento de obrigações (default) por parte da Rússia e aumento do prêmio de risco para mercados emergentes.

O aumento colossal de fluxos de capital para as economias emergentes, a partir da metade de 1970, esteve associado à grande volatilidade dos mercados. Por conseguinte, os choques para a região procederam em sua maioria das contas de capital. Em contraste com os choques de contas comerciais que apresentam uma dimensão de fluxo, os choques de contas de capital têm uma dimensão de endividamento: em períodos de turbulência dos mercados de capital internacional, as economias de mercados emergentes podem ter dificuldades no refinanciamento (“roll-over”) da dívida existente.

Os choques que acabam interrompendo repentinamente o fluxo internacional de capital ou que abalam o setor de bancos domésticos potencialmente alteram a cadeia de crédito e pagamentos com implicações econômicas, sociais e políticas importantes. Além disso, os choques de contas de capital raramente correspondem a um país cada vez. Está comprovado um alto grau de acumulação (bunching). Portanto, os choques podem ser graves e em alguns casos até envolver de maneira crítica o setor bancário doméstico.

Neste contexto, para muitos o FMI está perdendo relevância em duas dimensões. Em primeiro lugar, porque muitos países da região que mostram um bom desempenho macroeconômico já não mantêm programas com o FMI e os seus governos já não procuram assessoria política no Fundo. Em segundo lugar, os importantes mercados privados de capital e o volume dos choques de contas de capital frente aos recursos do FMI tem levado muitos analistas a acreditar que o FMI desempenhará um papel muito limitado na solução de crises futuras.

O Comitê não concorda com a opinião de que o FMI tenha se tornado irrelevante. Por um lado, porque em um mundo cada vez mais integrado financeiramente é preciso que os

países cooperem no sentido de promover estabilidade monetária e financeira. Apesar de imperfeitas, as instituições multilaterais são veículos apropriados de cooperação. Por outro lado, embora o FMI careça de capacidade mandatária e financeira para o manejo de crises de liquidez sistêmica, agindo como prestamista de último caso em mercados internacionais de capital, pode no entanto desempenhar um papel de estabilizador individual de países afetados por uma escassa liquidez internacional. Em terceiro lugar, e como tem acontecido, quando uma crise desestabiliza simultânea e financeiramente muitas economias emergentes e cujas necessidades superam os recursos do FMI, são necessárias ações coordenadas dos governos de países industrializados. E nesse contexto o FMI, com a experiência que possui sobre os países afetados, é o veículo apropriado para canalizar a assistência. E, em quarto lugar, os recursos do FMI podem ser complementados por um auto-seguro (self insurance) de cada país.

Desde uma perspectiva latino-americana, a importância de contar com uma instituição global como o FMI, encarregado de promover estabilidade monetária e financeira, não está esgotada. Os mercados financeiros domésticos relativamente pequenos da América Latina, os riscos permanentes da dolarização e contas de capital aberto as tornam vulneráveis a mudanças súbitas em liquidez global que afetam as economias de mercados emergentes.

II. Um FMI mais focalizado

O Comitê acredita que o FMI deve tornar-se uma instituição mais focalizada, concentrada em suas principais responsabilidades, por exemplo, a política monetária e cambial, o sustento fiscal, o nível e estrutura de dívida pública, a solidez do sistema bancário doméstico. Quando voltados para assuntos como o nível e composição das despesas governamentais, as reformas estruturais que não envolvam responsabilidades principais e os assuntos relacionados com a pobreza e distribuição do ingresso, os esforços e recursos do FMI se dirigem para temas mais próprios de outras organizações ou deveriam ser deixados ao processo político de cada país.

Nesse sentido, o Comitê apóia os esforços tendentes a concentrar o trabalho do FMI nos assuntos financeiros, bem como integrar os assuntos financeiros e macroeconômicos ao trabalho analítico. O Comitê recomenda que o FMI promova estudos para melhor entender e medir os riscos de contágio derivados do alto nível de integração das economias latino-americanas com os mercados de capital internacionais.

Devido à integração financeira a região se ve afetada por regulações e práticas de operação de mercados. Uma dessas práticas é a metodologia denominada valor-em-risco que estima o potencial de perda máxima que pode resultar de um *portfolio* durante um determinado período de tempo. Devido aos riscos serem considerados em valores líquidos (net terms), a metodologia oferece incentivos para compensar posições de risco (pelo menos parcialmente) com a finalidade de reduzir a “perda máxima esperada” de um investimento. Nesses mercados, até um pequeno sinal de problema pode resultar em vendas do instrumento a grande escala e a preços irrisórios.

Diante desta situação (tipos de liquidez e práticas regulatórias de mercado), os investidores de países industrializados, interessados em instrumentos de renda alta e iliquidez relativa de uma economia emergente, investirão também em outros instrumentos de países com mercados de maior liquidez compensando os investimentos com o instrumento de iliquidez. Em caso de choque inesperado, isto reduz de maneira drástica a liquidez do instrumento e o

investidor tem a opção de vender holdings dos instrumentos mais líquidos, reduzindo a perda líquida do *portfolio*. Isto derivará no contágio de instrumentos ilíquidos e líquidos. O melhor exemplo desta situação é a crise russa.

Estas características dos mercados emergentes em geral e latino-americanos em particular não são levadas em conta quando o FMI assessora os países em matéria de vulnerabilidade. O Fundo identifica com cuidado os riscos derivados de políticas fiscais, monetárias e cambiais mas não abrange os riscos de liquidez gerados tanto por instrumentos de países, negociados internacionalmente nem o impacto potencial de falta de liquidez em uma economia de mercado emergente sobre o preço de dívida de outra economia de mercado emergente (mais líquida). Por exemplo, os exercícios de dívida sustentável são realizados assumindo que os problemas de liquidez não ocorrerão durante o período em estudo e, portanto, não estão alinhados com a busca de liquidez dos mercados privados de capital.

O Comitê salienta a capacidade de ação do FMI em crises de mercados de capital e reconhece o papel importante dos programas tradicionais do Fundo sobre crises que devem enfrentar os países não relacionadas com mercados de capital (por exemplo: deterioração dos termos de negociação, desastres naturais, etc) ou quando devem fortalecer os contextos de políticas e recuperar sustento fiscal. No contexto atual, é particularmente necessário desenvolver metodologias efetivas para um monitoramento apropriado das políticas fiscais e das reservas internacionais em tempos de boom.

O Comitê solicita ao Fundo a revisão de suas práticas com o propósito de fortalecer a capacidade de dar cumprimento à condicionalidade, assegurando consistência dos programas econômicos do FMI com os altos padrões democráticos e institucionais. A “propriedade” por parte dos países-membros é um requisito para o êxito dos programas do FMI. Mas a propriedade varia de maneira importante se os programas passam a ser propriedade do Poder Executivo de um país-membro (que normalmente é a contraparte do FMI nas negociações) porém sem contar com o apoio do Congresso ou da sociedade em geral. O Comitê acredita que assegurar a propriedade das políticas do FMI é essencial à sustentabilidade das reformas no tempo e que finalmente é legitimada, mesmo à custa de um lento processo de reforma dos países. Por outro lado, a propriedade e sustentabilidade das reformas ajudará o FMI a recuperar o profundo relacionamento com a sociedade e os elaboradores de políticas (policymakers) de muitos países da América Latina, recuperando assim a credibilidade na região.

III. Instrumentos efetivos do FMI na administração de crises

O Comitê considera que o FMI deveria expandir o seu desempenho e os instrumentos no sentido de tratar a prevenção e solução de crises derivadas de contas de capital. A esse respeito, o Comitê acredita que é importante que o FMI prossiga e fortaleça o seu papel de supervisor apresentando, por exemplo, um panorama do contexto das políticas e economias dos países-membros, prestando assessoramento sobre riscos de mercados emergentes e estabelecendo um relacionamento com as autoridades dos países. A informação resultante deste processo de supervisão é essencial para dar resposta aos momentos de crise, assegurando apoio aos países-membros. A partir desta perspectiva, a supervisão é essencial ao processo de tomada de decisão (que também pode incluir características de bens públicos se a informação for compartilhada com os mercados).

Devido à sua natureza, a supervisão é uma operação permanente, independente do número e tamanho dos programas do Fundo. A este respeito, o Comitê apóia os trabalhos do Comitê para Estudo de Financiamento Sustentável a Longo Prazo do FMI no sentido de procurar recursos estáveis para financiamento de operações, além daqueles derivados de operações de empréstimos.

O Comitê acredita que o trabalho mais urgente é prestar apoio ao FMI com instrumentos adequados de administração de crises de mercados de capital e financeiras por meio da criação de uma “facilitação monetária” (liquidity facility), sucessor efetivo da Linha de Crédito Contingente (CCL),

O Comitê celebra o fato de que o CFMI tenha dado ao Fundo o mandato de trabalho em propostas específicas e que se tenha iniciado o diálogo sobre a nova “facilitação monetária”. No entanto, não concorda com as recentes declarações sobre uma “ausência de sentido de urgência entre os sócios” para que o Diretor-Geral do FMI possa avançar mais rapidamente na criação do mencionado mecanismo.

A criação de uma “facilitação monetária” deve estar baseada na experiência passada, evitando repetir alguns erros que levaram à inoperância do CCL. Referimo-nos principalmente a três aspectos –um de dimensão política e dois de natureza técnica- O aspecto político é que o CCL foi criado no meio de uma crise com usuários potenciais enquanto que, ao mesmo tempo, o instrumento estava sendo colocado no mercado para proteger os países que não eram afetados pela crise do momento. Os problemas técnicos estavam relacionados com os processos de “entrada” e “saída” do crédito –por ex. a conotação negativa de solicitar acesso ou perder elegibilidade. A experiência deveria servir à comunidade internacional como reminiscência de que instrumentos como este, de natureza permanente, são válidos e politicamente aceitos em momentos em que não é preciso responder a uma crise.

O Comitê deseja contribuir à discussão da nova “facilitação monetária” que evita os problemas de “entrada” e “saída. Uma possibilidade seria prestar qualificação e acesso automático ex-ante com base em ações prévias limitadas dos países-membros, dirigidas a reduzir a vulnerabilidade perante crises de liquidez. A este respeito, o Comitê considera que a qualificação deve estar baseada em indicadores de auto-seguro expressos em termos de obtenção de padrões mínimos predeterminados, relacionados com um coeficiente (ratio) reserva-dívida, média de vencimentos, tamanho e composição monetária da dívida pública de um país. Com esses padrões, a qualificação deveria ser ex-ante, automática e não requerer opinião do FMI em programas econômicos futuros. Na medida em que exista conexão entre a qualificação e as políticas de auto-seguro, o novo crédito de liquidez incentivará fortemente os países a adotar estratégias de monitoramento de liquidez adequadas e proativas em momentos de normalidade para complementar a implementação de políticas fiscais prudentes. Por sua vez, os incentivos à manutenção adequada de políticas de auto-seguro de um número importante de economias de mercados emergentes contribuirá a reduzir o contágio potencial de mercados de capital internacional.

O Comitê acredita também que deveria vincular-se a qualificação ao desempenho transparente recente de um país bem como ao cumprimento dos contratos internacionais de dívida e padrões internacionais de reestrutura de dívida, no sentido de incentivar, por um lado, que o país cumpra com padrões internacionais de disseminação de informação e, por

outro, evitar comportamentos delituosos ou atrasos oportunistas no cumprimento de obrigações (defaults).

O acesso à nova “facilitação monetária” deve ser amplo e o Comitê concorda com a aplicação apropriada de 300 a 500 por cento de quota. Porém, deve existir um limite superior pré-estruturado não específico e, de preferência, a decisão deveria ser deixada à administração do FMI, em função do tipo de crise e a demanda acumulada de recursos do Fundo.

O Comitê reconhece que a automaticidade da qualificação e do acesso concorre de maneira importante a reduzir os problemas de “entrada” e “saída” mas pode apresentar problemas de salvaguardas adequadas no uso dos recursos do Fundo. A este respeito, o Comitê acredita que esta linha deveria contar com garantia explícita sobre as atuais e futuras reservas internacionais do sócio emissor. A este respeito, os países-membros interessados em qualificar para o acesso à nova “facilitação monetária” deverão contar com uma legislação apropriada a fim de obter a respectiva autorização do FMI sobre a garantia.

O acesso aos recursos do FMI poderá ser importante, sobretudo se as crises se caracterizam por um contágio importante. Tendo em vista os recursos limitados do FMI, o Comitê recomenda considerar novos instrumentos de flexibilização de fundos para o FMI. Estimulamos o FMI a adotar procedimentos apropriados de captação de fundos nos mercados de capital, bem como securitização de empréstimos de países que se recuperaram e puderam acessar mercados de capital.

Os acordos regionais podem ser vistos, em alguns casos, como instrumentos complementares de melhoria efetiva no processo de solução de crises. A utilidade dos acordos regionais fundamenta-se no princípio de combinação de risco, assumindo que as condições econômicas dos países não estão relacionadas positivamente. No caso da América Latina, o Comitê acredita que a margem para um bom desempenho em acordos regionais de previsão de emergência de liquidez é limitada, devido à experiência passada de correlação positiva de condições econômicas entre as maiores economias da região.

O monitoramento da crise requer coordenação efetiva e resposta rápida. O Comitê acredita que o FMI deve ser o âmbito de discussão apropriado para o esboço de políticas. Deveriam estabelecer-se consultas multilaterais entre grupos de países importantes dentro do FMI para discutir e coordenar ações políticas adequadas e poder responder às crises financeiras.

IV. Conclusões

A ausência de crises não deve levar o FMI a procurar novos rumos. Há muito a ser aprendido sobre as características dos mercados de capital para economias de mercados emergentes, sobre a anatomia das crises derivadas de turbulência nos mercados de capital e políticas efetivas de prevenção e monitoramento de crises. O FMI deveria desempenhar um papel importante neste sentido, aproveitando para trabalhar, em tempos mais tranquilos, sobre novas idéias e projetos.

O FMI deveria praticar com Simulacros de Crises, da mesma maneira que os Bombeiros exercitam Simulacros de Incêndio. Esta atividade é bem importante, até mais importante que os trabalhos de pesquisas. Os Simulacros de Crises deveriam ser responsabilidade das diversas áreas de trabalho. Alguns argumentam que as crises variam e os simulacros seriam

de pouco valor. No entanto, a experiência tem demonstrado que mesmo com detonantes de índole diversa, as crises de liquidez, as grandes depreciações e os colapsos têm sido uma constante em todas as crises.

O Comitê Latino-Americano de Assuntos Financeiros (CLAAF) reconhece com gratidão o apoio financeiro do CAF, do “Center for Global Development”, da FELABAN, e do “Open Society Institute” pelo financiamento da reunião em Washington D.C. O Comitê é totalmente independente e autônomo na redação de suas declarações.