

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

**Declaração No. 24  
6 de Junho de 2011  
Washington, D.C.**

**As Incertezas no Norte estão semeando uma Nova Crise no  
Sul? Opções para a América Latina**

**I. O panorama global**

Ainda que o ambiente externo para a América Latina tenha melhorado significativamente desde o deflagrar da crise financeira global de 2008-2009, a atual dinâmica nas economias avançadas permanece sujeita à uma significativa incerteza e traz potencialmente importantes riscos para a nossa região no médio prazo. Os riscos para a América Latina se derivam de três principais (e não relacionadas) fontes: 1) a evolução da economia dos Estados Unidos, 2) o desenrolar da crise europeia da dívida, e 3) as políticas dos países desenvolvidos e as mudanças regulatórias afetando o mercado internacional de capitais.

No que diz respeito à economia dos Estados Unidos, a crise financeira impôs significativos desafios estruturais. O impacto da crise está sendo bastante diferenciado entre os setores da economia desse País. As famílias e as instituições financeiras estão num processo gradual de desalavancagem, enquanto que os pequenos negócios se deparam com duras condições para obtenção de crédito. Em contraste, as grandes corporações e o Governo Federal dos Estados Unidos estão atualmente se beneficiando de amplas condições de liquidez. Nesse contexto, os grandes assuntos ainda não resolvidos são o peso da dívida hipotecária e o crescente endividamento do setor público.

A economia dos Estados Unidos já há algum tempo recebe uma forte pressão para diminuir os salários reais, como resultado da expansão da economia chinesa (especialmente, o crescimento de sua força de trabalho movida por baixos salários) e o uso de práticas de “outsourcing” pelas suas próprias corporações. Essas pressões foram compensadas nos anos anteriores à crise financeira pelo forte expansão ocorrida nos setores intensivos de mão-de-obra e de “non-tradeables” (tais como na construção civil) e estimuladas pela bolha do mercado imobiliário. Como a crise financeira teve o maior impacto nesses setores, a pressão para baixo nos salários reais está agora jogando um significativo papel para explicar a lentidão no mercado de trabalho dos Estados Unidos, a despeito da recuperação na atividade econômica e do patrimônio das famílias.

Devido às complicações políticas com a questão orçamentária, provavelmente a política econômica dos Estados Unidos irá depender quase que totalmente da política monetária. Num contexto de persistente desemprego, baixo crescimento e altos níveis de

endividamento tanto no setor público quanto no privado, a política monetária provavelmente vai se manter acomodada e evitar significativas surpresas negativas quanto à inflação.

Portanto, diante desse cenário básico, o Comitê acredita que a recuperação da economia dos Estados Unidos, e especialmente do seu nível de emprego, com certeza será modesta pelos padrões históricos. Ademais, o provável baixo nível da taxa nominal de juros e como resultado as taxas reais negativas de juros nos Estados Unidos continuam dando suporte e condições para a entrada de novos fluxos de capitais para os mercados emergentes.

No que diz respeito aos desenvolvimentos potenciais da crise europeia da dívida, o Comitê enxerga a existência de riscos e incertezas significativas, como resultado da atual estratégia na Eurozona. Baseado em experiências do passado no contexto mundial, o Comitê acredita que é improvável que a atual estratégia de fornecer assistência financeira em troca do ajuste fiscal na Grécia restaure o crescimento no médio prazo, a menos que a situação fiscal desse país se torne claramente sustentável na visão do mercado de capitais. Embora a atual estratégia provavelmente vá adiar uma resolução, o Comitê acredita que, no final das contas, a Europa terá de enfrentar um de dois possíveis cenários: 1) uma tumultuada reestruturação da dívida na Grécia e provavelmente em outras economias europeias, ou 2) um grande resgate dos títulos gregos e possivelmente de outros países europeus afetados pelos governos da Eurozona que resulte numa significativa redução da dívida e num tratamento relativamente benigno para os detentores de títulos. No entanto, uma gestão desordenada da crise europeia da dívida pode causar severos efeitos de contágio na América Latina, especialmente à luz da larga presença de bancos estrangeiros na região.

A situação de grande endividamento na Europa revelou um grande desafio para a região, que na verdade já vem de muito tempo: o da necessidade de um significativo aumento de produtividade. No entanto, as reformas estruturais necessária para gerar uma significativa melhoria nos prospectos de crescimento enfrentam grandes desafios políticos e econômicos. Em vista dessas condições, nosso cenário básico assume uma lenta recuperação do crescimento econômico nas economias avançadas como um todo.

O Comitê entende que seja improvável o desenvolvimento no curto prazo de pressões inflacionárias sustentadas nas economias avançadas. Todavia, em termos do mercado internacional de capitais, as ações de política como resposta à deterioração das condições da dívida pública podem resultar na adoção de regulações que possam ser reminiscentes de medidas associadas historicamente com o conceito de repressão financeira. Um exemplo de tais ações é a crescente parcela da dívida pública nos ativos dos bancos comerciais e dos fundos de pensão<sup>1</sup>

---

<sup>1</sup> Por exemplo, em 2009 o Reino Unido aumentou os depósitos requeridos de títulos governamentais detidos por bancos. Em 2010, a França converteu a reserva do fundo de pensão para se tornar um comprador cativo da dívida governamental. Os requisitos de liquidez de Basileia III requerem que os bancos invistam em títulos governamentais domésticos.

## II. Efeitos do panorama global na América Latina

De acordo com o cenário externo básico previamente discutido, a América Latina provavelmente irá enfrentar influxos de capital significativos e continuados. Vigorosos influxos de capital têm sido, em graus variados, associados com crescentes déficits de conta corrente, apreciação da taxa real de câmbio e “booms” de crédito<sup>2</sup>.

Desde o começo dos influxos, ocorreram rápidas expansões no mercado imobiliário e no preço das ações, e por causa disso está aumentando a preocupação com o desenvolvimento de “bolhas de ativos” em várias economias da América Latina. As “bolhas de ativos” são reforçadas pela percepção de que está havendo uma ampla liquidez nos mercados domésticos, muito embora essa percepção possa provar ser muito volátil. O aumento nos preços dos ativos é também reforçado por regulações que requerem os fundos de pensão a investir em ativos domésticos.

Causa também preocupação o fato de que as taxas de poupança na região se mantêm baixas e mesmo caindo como proporção do PIB. As balanças de transações correntes estão mudando para uma posição deficitária nos países superavitários ou estão se deteriorando ainda mais na maioria dos países deficitários. Portanto, a região está retornando para sua dependência histórica das poupanças estrangeiras. Esta deterioração está ocorrendo mesmo tendo como pano de fundo os preços altos de *commodities* no mercado mundial.

A expansão da demanda doméstica está contribuindo para uma apreciação da taxa real de câmbio por toda a região, e ressurgiram preocupações quanto a problemas de “Dutch disease”. Como alguns bancos centrais intervêm nos mercados de câmbio com o fim de mitigar a apreciação nominal do câmbio, isto também está fomentando um crescimento rápido do crédito e aumentando a inflação doméstica. Existe na região uma considerável variação com respeito à essas tendências apontadas acima.

O aumento nos influxos de capital disparou a adoção de diversas políticas econômicas, em geral sem coordenação. Vários bancos centrais optaram por uma ampla intervenção no mercado de câmbio, por operações de esterilização, por aumentos nos requerimentos de reservas, e pela adoção de controles de capital. Em alguns países, os reguladores implementaram, ou estão considerando adotar, requisitos contra-cíclicos de capital e/ou outras regulações macroprudenciais.

A despeito da ampla resposta de política econômica, os influxos de capital continuam fortes. Ademais, a adoção de controles de capital por alguns países pode estar deslocando as pressões de apreciação cambial para outras economias vizinhas. A ausência ou limitada apreciação de câmbio na China e em outras economias da Ásia exacerba as pressões assinaladas acima.

A rápida expansão do crédito levanta a questão se ela está sendo direcionada para a formação de capital e para projetos produtivos, ou se está apenas se direcionando para aumentar o consumo e a dívida das famílias. Ademais, o crescimento significativo do crédito aumenta as preocupações quanto à qualidade total dos novos empréstimos, assim como de criação de pressões inflacionárias.

---

<sup>2</sup> Para agregados regionais, veja IMF’s World Economic Outlook, April 2011.

### III. Recomendações de política econômica

Em vista dos desafios que a região enfrenta para lidar com o aumento dos influxos de capital, o Comitê considerou um número de opções adicionais de política econômica que podem ser úteis para lidar com os riscos associados com esse aumento de fluxos de capital, assim como com as potenciais “paradas súbitas” nos fluxos de capital que podem ocorrer se as condições externas piorarem no futuro.

As recomendações do Comitê focalizam principalmente os riscos criados pelo “boom” de crédito em andamento num contexto de baixas taxas de poupança. Algumas recomendações tem uma natureza predominantemente estrutural para formatar incentivos para a poupança, enquanto que outras lidam com políticas contra-cíclicas em resposta aos fluxos.

#### *Cíclicas: “Booms” de crédito*

Dado a relativa importância mostrada pelo sistema bancário no desenvolvimento dos “booms” de crédito, o Comitê concluiu que o quadro macro prudencial aplicado no sistema financeiro necessita ser fortalecido nas seguintes direções:

- **Os bancos centrais devem considerar a adoção de “caps” explícitos para o crescimento do crédito (i.e., uma meta máxima aplicável para o crescimento anual dos ativos bancários, implementada ao nível da cada banco).** Tal instrumento pode ser altamente efetivo para prevenir um excessivo crescimento do crédito, e para alinhar o crescimento dos ativos do banco com os objetivos macroeconômicos, assim como com a capacidade dos bancos de administrar os riscos associados com uma rápida expansão de seus balanços.
- **No atual contexto é apropriado aumentar ainda mais os requisitos mínimos de capital (que na maior parte dos países fica na faixa de 10 a 12% dos ativos de risco) e introduzir requisitos de provisionamento e de capitais ciclicamente ajustados, nas linhas recomendadas por Basileia III porém adaptados e calibrados para as instituições financeiras da América Latina.**
- O financiamento feito por outras fontes que depósitos bancários mostrou ser muito volátil para os bancos. Desse modo, **deve se limitar os prazos (“maturity”) e os descasamentos de moeda associados com o “wholesale funding” (especialmente externo).**
- De maneira similar, **os bancos centrais devem considerar a adoção de regulamentos desenhados para limitar o tamanho das atividades “off-balance” dos bancos.** Isto é especialmente importante para os países onde é insuficiente a habilidade de supervisionar adequadamente os riscos.
- Uma fonte de preocupação é o efeito negativo potencial sobre o crédito, causado por problemas bancários externos à América Latina, causados pela operação de bancos estrangeiros que operam na região. Os supervisores bancários na região devem avaliar rigorosamente o impacto potencial dos problemas externos bancários em seus países. Em condições normais, as filiais e subsidiárias dos

bancos estrangeiros devem estar sujeitas aos mesmos requisitos de capital e liquidez. No entanto, **os supervisores devem ser autorizados a impor requisitos suplementares de liquidez nas filiais e subsidiárias dos bancos estrangeiros no evento que as condições afetando suas casas matrizes possam estar sujeitas à mudanças materiais adversas**<sup>3</sup>.

O fortalecimento das regulações no sistema bancário pode deslocar os influxos de capital para instituições financeiras não-bancárias e para o mercado de capitais. Dado o potencial para a ocorrência de “bolhas de ativos”, **o Comitê recomenda que se aumente os requisitos de margem nas transações do mercado de capitais, numa base contra-cíclica, pois isso pode contribuir para mitigar os efeitos de surgimento de fluxos de capital fora do sistema bancário.**

Adicionalmente, **o Comitê recomenda que se relaxem os requisitos dos fundos de pensão que os obrigam a investir uma parcela significativa dos seus ativos em ativos domésticos, passando a poder investir no exterior, pois dessa maneira isso irá contribuir para reduzir a pressão dos influxos de capital nos preços dos ativos domésticos.**

#### *Estrutural: Taxa de poupança*

**O Comitê recomenda o uso de medidas tributárias direcionadas para mudar os incentivos relativos entre poupança e consumo, pois ele vê nisso uma maneira de aumentar a taxa de poupança na América Latina.** Em alguns países, como a Argentina, o atual Código Tributário cria um desmedido benefício para se tomar empréstimos, pois isentam os juros pagos, que podem ser deduzidos da renda tributável como despesas. Ademais, assim como acontece nos Estados Unidos, uma prática comum é permitir a dedução de juros de empréstimos imobiliários para fins de cálculo da renda tributável. **Dessa maneira, os códigos tributários existentes devem ser revisados para se eliminar qualquer viés pró-dívida e para se estimular o investimento em capital.**

O desenvolvimento de mercados domésticos de capitais com liquidez e profundidade pode estimular o aumento das poupanças assim como a eficiência na alocação de recursos. **O Comitê reconhece que embora o objetivo de uma política contra cíclica seja prevenir os riscos associados com “booms” de crédito, ela deve ser desenhada com a finalidade de minimizar sua interferência com o desenvolvimento do mercado de capitais.**

Será que as incertezas no Norte estão semeando uma nova crise no Sul? As baixas taxas de juros no mercado internacional oferecem um quadro benigno para a América Latina, porém influxos contínuos de capitais têm sido muito ruins de um ponto de vista histórico e sempre terminam mal. Os “booms” de crédito e os grandes déficits de transações correntes são os precursores das crises bancárias e das dificuldades da dívida e, dessa maneira, uma política ativa contra cíclica é apropriada e tempestiva.

---

<sup>3</sup> Regulamentações similares existem e já foram aplicadas pelas autoridades reguladoras dos Estados Unidos.

*O Comitê Latino Americano de Assuntos Financeiros graciosamente agradece o apoio do Center for Global Development, o Banco Central do Chile e o Banco Central da Colômbia para a sua reunião em Washington D.C. O Comitê é totalmente independente e autônomo para redigir suas declarações.*