

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

Declaração No. 33

Montevidéu, 17 de Março de 2015

O Fim de um Ciclo na América Latina e seus Riscos

I. A região ao final da bonança

A América Latina não está isenta da mudança que se produziu nas condições das economias emergentes desde maio de 2013. A primeira onda de más notícias para os mercados emergentes, que marcou o fim da bonança que caracterizou o período 2004-2013, incorporou fatores, tanto externos como de origem doméstico, que o Comitê identificou em declarações passadas.

Em primeiro lugar, o anúncio por parte da Reserva Federal dos EEUU em maio de 2013 que reduziria seu programa de compra de ativos alterou a percepção de risco das economias emergentes. A partir desse evento, o potencial de que ocorra um aumento nas taxas de juros dos EEUU passou a fazer parte dos cálculos dos investidores internacionais e gerou uma redução substancial, ainda que gradual, nos fluxos de capitais para as economias emergentes.

Em segundo lugar, o Comitê enfatizou o risco para a região de uma substancial desaceleração da taxa de crescimento da economia chinesa. O Comitê alertou sobre as consequências do fim do super ciclo nos preços das matérias primas. Em particular, o Comitê alertou que o processo de diminuição dos preços das matérias primas, que se iniciou em 2011, poderia exacerbar-se, devido à desaceleração econômica da China.

Em terceiro lugar, a queda no crescimento da economia chinesa se deriva do esgotamento do processo de forte investimento em setores de baixa produtividade iniciado como reação à crise financeira global. O Comitê pôs ênfase especial sobre a forte expansão do crédito, canalizado em grande medida por meio de instituições que operam à margem do sistema financeiro tradicional (conhecido como *shadow banking*). Este fator faz com que os riscos provenientes da China possam exceder simplesmente àqueles derivados de uma desaceleração econômica, na medida em que tal fenômeno se combine com uma crise financeira.

Tendo em vista os fatores mencionados, o Comitê deu ênfase, em sua última declaração, às consequências financeiras derivadas da mudança no cenário externo. A falta de clareza acerca da evolução futura da política monetária nos EEUU, e a reavaliação do risco das economias emergentes em geral, aumentaram a probabilidade de que ocorra um grande freio nos fluxos de capitais para a região (*sudden stop*).

Por último, as políticas domésticas contribuíram para o aumento dos riscos derivados do cenário externo. A deterioração dos balanços fiscais e de conta corrente em várias economias da América Latina, a presença de riscos ocultos associados com altos níveis de endividamento em moeda estrangeira, tanto do setor público como do setor privado, e a falta de políticas tendentes à aumentar a produtividade, contribuíram para aumentar a vulnerabilidade econômica da região.

O conjunto desses fatores já está impactando a economia da região. A América Latina e o Caribe sofreram uma forte desaceleração. O crescimento estimado caiu de um promédio regional de 4.5% em 2011 para apenas 1.2% em 2014. Em comparação, de acordo com as estimativas do FMI, o promédio de crescimento das economias emergentes passou de 6.3% a 4.4% durante o mesmo período.

Na maioria dos países da região a queda nos preços das matérias primas foi a principal causa da desaceleração observada. A redução dos preços dos produtos básicos foi muito maior do que se previu inicialmente. Por exemplo, a partir de 2012, o preço dos metais (cobre, ouro, prata, ferro) caiu em média mais de 30% e o dos produtos agrícolas em cerca de 20%; ao seu turno, o petróleo caiu posteriormente, desde fins de 2014, em aproximadamente 50%. Enquanto que a diminuição dos preços dos metais e produtos agrícolas se deveu fundamentalmente à um menor crescimento da demanda internacional, como consequência da desaceleração da economia chinesa e de outros países emergentes importadores de matérias primas, no caso do petróleo se somou, aos fatores de demanda, uma forte expansão da oferta, associada à maior produção de fontes não convencionais, especialmente nos Estados Unidos e Canadá.

Ademais, alguns dos canais de transmissão da queda dos preços das matérias primas sobre a economia foram subestimados inicialmente. O investimento nos setores produtores de matérias primas (minerais) entrou em colapso¹ e isso afetou outros setores vinculados diretamente com eles, sejam como provedores ou processadores. Mais geralmente, tanto os fluxos totais de investimento estrangeiro direto como os de *portfolio* caíram diante das menores perspectivas de crescimento econômico.² Os fluxos de capital (brutos) para a América Latina

¹ Em particular, os gastos de exploração caíram fortemente, dado que este tipo de investimento de alto risco raramente é financiado com fundos externos às empresas e as receitas das empresas minerais e petrolíferas, que tradicionalmente financiam esta atividade, se reduziram de maneira dramática diante da queda dos preços das matérias primas respectivas.

² Convém observar que a estabilidade do investimento estrangeiro direto é tradicionalmente sobre-estimada, pois o mesmo pode sofrer também um *sudden stop* (queda dos fluxos externos) quando se reduz o investimento em consequência de um *shock* real (queda nos termos de intercâmbio).

alcançaram um máximo de mais de trezentos bilhões de dólares em 2012, e caíram para aproximadamente duzentos e setenta bilhões de dólares em 2014. O Institute of International Finance projeta uma queda adicional, para cerca de duzentos e quarenta e seis bilhões de dólares em 2015. Como em outras ocasiões, os fluxos de capital amplificaram o efeito da queda brusca nos termos de intercâmbio.

O anterior significa que estamos em presença de uma moderação nos fluxos de capitais originados pela deterioração dos preços das exportações. Esta queda causou, inicialmente, uma deterioração considerável na conta corrente. Ademais, como consequência da diminuição dos fluxos de capital a que se aludiu, os países da região estão sendo forçados a realizar um ajuste no déficit de conta corrente por meio de depreciações bruscas de suas moedas e de reduções da taxa de crescimento econômico. As depreciações observadas no último ano foram particularmente fortes nos países que anteriormente haviam sofrido as maiores apreciações de sua moeda (Brasil e Colômbia) e, como consequência, já haviam apresentado os maiores déficits em suas contas correntes.

Adicionalmente, a baixa nos preços das matérias primas causou um impacto direto e indireto significativo nas contas fiscais da maioria dos países da região. Tendo se convencido de que estavam enfrentando um *shock* adverso de caráter persistente, algumas autoridades fiscais começaram a efetuar ajustes fiscais, através de cortes de gastos e aumento de recursos tributários (como são os casos do México, Colômbia e o anúncio de reformas fiscais no Brasil).

Nesse contexto, ademais, ocorreram rebaixamentos de algumas qualificações creditícias.³ Este fator acentuou a mencionada redução nos fluxos de capitais em alguns países.

II. Novos desafios do cenário externo

Existem novos riscos que podem gerar uma segunda onda de efeitos adversos para a região e para os mercados emergentes em geral. Se bem que uma reversão dos fluxos de capital possa ser repentina, também pode dar-se em etapas ou ondas.

A primeira fase se manifestou com clareza e virulência a partir de maio de 2013, quando a Reserva Federal dos EEUU (FED) anunciou o começo do fim da política de expansão monetária quantitativa (QE, o *quantitative easing*). Apesar de sua virulência inicial, as declarações inequívocas do FED de que o aumento das taxas de juros não seria iminente tiveram o efeito de tranquilizar os mercados e reverter parcialmente os efeitos do anúncio inicial. No

³ A Standard and Poor's diminuiu a qualificação do Brasil para BBB- em março de 2014 (citando as debilidades nas contas fiscais), enquanto que a Moody's mudou a perspectiva do *rating* Baa2 do Brasil (o segundo mais baixo de grau de investimento) para "negativa" em Setembro de 2014.

entanto, este episódio financeiro deixou sequelas persistentes que, somadas às já comentadas baixas repentinas dos preços das matérias primas, resultaram numa redução nos fluxos de capital para a América Latina e para as economias emergentes em geral.

Na década passada de bonança, estiveram notavelmente ausentes os riscos de contágio financeiro provenientes de crises em outros países emergentes, tal como ocorrera durante a crise do Tequila no México, a crise asiática de 1997 e a crise da Rússia de 1998. Apenas a crise global golpeou temporariamente a região em 2008 e 2009.

Dado a deterioração nas condições econômicas em vários países emergentes de importância sistêmica (por exemplo, Brasil, Indonésia, África do Sul, Turquia e a Índia, conhecidos no jargão dos mercados como “*The Fragile Five*”, aos quais mais recentemente se juntou a Rússia) o risco de contágio reemerge como uma possibilidade latente.

Existem historicamente duas formas de contágio internacional. Na primeira, uma rápida e virulenta em que ocorre uma perda abrupta do acesso aos mercados de capitais internacionais e um colapso da liquidez dos ativos financeiros.⁴ Esses episódios virulentos geralmente ocorrem quando se dão três condições: um detonante que toma por surpresa os mercados financeiros, um alto nível de alavancagem (alto nível de endividamento em relação ao valor do colateral) de credores e devedores, e um tipo de credor comum (bancos, fundos de investimento etc.) que pode ver-se forçado a reequilibrar seu *portfolio* e cortar o crédito para outros países não necessariamente conectados ao epicentro da crise.

Uma segunda forma de contágio é a que ocorre de maneira mais gradual quando essas três condições estão ausentes. Nesse caso os efeitos de contágio, ainda que possam ter consequências adversas significativas, tendem a ser mais graduais e geralmente os canais de transmissão são mais reais que financeiros. Por exemplo, quando o Brasil desvalorizou a taxa de câmbio em janeiro de 1999 teve um impacto acumulativo muito forte sobre seus principais sócios comerciais do Mercosul, embora o contágio financeiro tenha sido muito limitado.

Dado que a América Latina está experimentando o segundo ano desde o final da bonança, que já se reduziu a exposição dos investidores internacionais na região, e que as agências qualificadoras de risco já começaram a reavaliar a qualidade creditícia de vários países emergentes importantes, este episódio está se desenvolvendo em fases ou ondas que até este momento estão associadas com uma redução gradual dos fluxos de capital. A diminuição gradual da exposição dos investidores internacionais tende a fragmentar a tendência de endividamento e a diminuir a concentração em um tipo de credor comum, reduzindo a liquidez de tais instrumentos.

⁴ Ver Kaminsky G., Reinhart, C. e C. Végh, “The Unholy Trinity of Financial Contagion,” *The Journal of Economic Perspectives*, Vol. 17, No. 4 (Autumn 2003), pp. 51-74.

Na opinião do Comitê, existe a possibilidade de que se entre numa segunda fase ou onda de redução da exposição dos investidores internacionais e dos fluxos de capital para os mercados emergentes. Esses novos riscos se baseiam em desenvolvimentos e notícias que possam elevar à outro plano a volatilidade e a incerteza e assim golpear os mercados emergentes individual e coletivamente.

A lista dos riscos mais relevantes inclui:

- i) **Apertão monetário nos EEUU.** O marco de política monetária do FED está mudando na direção de abandonar as políticas monetárias expansivas não convencionais (QE). Como resultado existe a possibilidade de que o mercado mude suas expectativas sobre a rapidez e a magnitude da normalização da política monetária nos EEUU, aumentando a volatilidade e a incerteza nos mercados financeiros internacionais. Dito isto, o Comitê acredita que as taxas de juros internacionais aumentarão lentamente devido ao alto endividamento das economias avançadas, intolerantes à um aumento nos custos de financiamento.
- ii) **Apreciação abrupta do dólar.** A adoção de políticas de QE assimétricas por parte dos principais bancos centrais a nível global (em particular, o FED, o Banco Central Europeu, e Banco do Japão) resultou numa apreciação significativa do dólar frente ao euro e ao yen e praticamente todas as moedas. A velocidade e magnitude dessa apreciação teve um forte elemento de surpresa. O rápido fortalecimento do dólar voltou a colocar no centro da cena os riscos associados ao endividamento em dólares nos setores público e privado que se acumularam durante a grande bonança. A vulnerabilidade se complica porque em muitos casos essa dívida foi acumulada pelo setor privado e portanto a localização dos riscos se faz mais opaca e a capacidade de ação direta por parte do setor público fica reduzida. Os episódios recentes da Espanha e Irlanda nos recordam que a dívida privada tende a ser um passivo contingente do setor público. Cabe destacar como contrapartida, que para alguns países, a apreciação do dólar (em parte associado a um maior crescimento da economia dos EEUU) pode ser boa notícia.
- iii) **Contágio financeiro nos mercados emergentes.** Apareceram novas fontes de risco potencial de contágio nos mercados emergentes. Possivelmente, o caso mais visível é o da Rússia. Existe o potencial de que termine em um episódio de *default* como em 1998. Existe também um cenário de saída da Grécia da zona do Euro, que pode ter consequências potenciais sobre os mercados financeiros. A nível regional, a crise política e um provável rebaixamento na qualificação de risco do Brasil abaixo do grau de investimento (*investment grade*). Outros países emergentes poderiam ser também fonte de instabilidade sistêmica como, por exemplo, Turquia. Na região, ainda que, sem uma

dimensão sistêmica importante, cabe mencionar o caso da Venezuela como outra fonte potencial de instabilidade.

III. Respostas da política econômica frente ao novo cenário externo

A alta volatilidade esperada e o maior endividamento debilitam o efeito da política monetária e fiscal e tornam mais imprevisíveis seus resultados. Isso se complica ainda mais naqueles casos em que as economias exibem um alto grau de dolarização de seus passivos. Ademais, como se indicou mais acima, as mudanças que o panorama internacional está experimentando fazem supor que aquelas serão altamente persistentes, o que, como se argumenta mais abaixo, complica o panorama.

Face à essas circunstâncias, o Comitê considera que a política monetária baseada no ajuste de uma taxa de juros de curto prazo para suavizar os efeitos iniciais de um *shock* financeiro, pode perder sua efetividade rapidamente, a não ser que se complemente de uma maneira importante com outras medidas. A esse respeito, duas ferramentas de política econômica se tornam prioritárias: (1) política fiscal e (2) medidas para mitigar os efeitos de situações de forte iliquidez e de perda de acesso aos mercados internacionais de capital.

Um *shock* negativo de tipo permanente deve acomodar-se mediante um ajuste fiscal. Com efeito, é importante que este ajuste se faça de maneira gradual e crível. O gradualismo é importante para suavizar o custo social do ajuste. Por outro lado, a credibilidade é indispensável para poder financiar os desequilíbrios financeiros que o gradualismo fiscal involucra. Para isso, seria de grande importância que esses ajustes sejam acompanhados pelo apoio de instituições multilaterais como o FMI, o Banco Mundial, e o BID.

No entanto, se bem que essas políticas ajudem a mitigar os problemas de *fluxos* de financiamento, as autoridades da região também requerem que se preste atenção à desequilíbrios centrados na dívida preexistente, por exemplo, os descasamentos de moeda e de prazos. Por isso, o Comitê acredita que as reservas internacionais possam ter um papel importante, particularmente para as economias com uma alta proporção da dívida denominada em moeda estrangeira. Não se deve confundir esta política com aquela em que se utilizam as reservas para evitar fortes flutuações na taxa de câmbio. Se bem que essa última tenha um papel importante, concentrar-se exclusivamente para evitar essas flutuações pode ser contraproducente porque facilita uma *fuga de capitais*.

As reservas, ainda quando sejam altas, podem ser rapidamente absorvidas por uma fuga de capitais, especialmente, como ocorre em muitos casos, quando a entrada de capitais responde a movimentos altamente especulativos (capitais *hot money*) que, por exemplo, buscam beneficiar-se de um diferencial de taxas de juros entre países. Portanto, o Comitê considera que as reservas devem utilizar-se principalmente para facilitar o financiamento em moeda estrangeira em setores críticos. Um caso exitoso desse tipo de política, que se poderia denominar

“heterodoxa”, é exemplificado pelo acontecido no Brasil em 2002, quando ao final do governo FHC o Banco Central facilitou linhas de crédito em dólares para o setor exportador.

Um risco importante a se evitar é que o ajuste associado às políticas desenhadas para enfrentar as mudanças permanentes seja de má qualidade. Por exemplo, que o processo de ajuste resulte em reduções indevidas nos investimentos, na introdução de impostos distorcidos, ou num aumento da insegurança regulatória, que possam prejudicar os setores produtivos e expandir, ainda mais, a economia *informal*. Estamos vivendo uma época em as economias dependem relativamente mais do mercado *interno* e o crescimento vai requerer aumentos sustentados da produtividade. Portanto, o Comitê considera que se devam privilegiar *políticas de Estado* que tenham um alto grau de credibilidade e de sustentabilidade política.

Considerações acerca das mudanças recentes na arquitetura financeira internacional

A importância de se contar com um marco de políticas desenhado para reduzir a vulnerabilidade externa da economia é ainda maior à luz da evolução recente na arquitetura financeira internacional. Em particular, o marco de ajuda financeira externa proveniente de organismos multilaterais como o FMI alterou-se radicalmente em comparação com o que prevaleceu nas crises financeiras em mercados emergentes nos anos 90s.

Na atualidade, a disposição do FMI e dos governos das economias avançadas para prover assistência financeira às economias emergentes estará provavelmente condicionada pelas experiências recentes da Irlanda, Grécia, e Ucrânia. Em particular, nesses casos, a postura da comunidade internacional tem sido a de complementar a ajuda financeira com uma reestruturação agressiva de passivos, sejam bancários (caso Irlanda) ou de dívida pública (Grécia e Ucrânia).

Essa postura, na opinião do Comitê, possivelmente aumenta os riscos de contágio financeiro de surgir novas crises em economias emergentes. O modelo de *assistência com reestruturação*, cujos efeitos de contágio foram relativamente contidos no caso da Europa graças à ação do Banco Central Europeu e a fortaleza institucional de tal grupo de economias, poderia ter resultados muito mais incertos no contexto dos mercados emergentes.

Essa mudança significativa na arquitetura financeira internacional pode ser particularmente perigoso em economias em que o marco da política doméstica tem conotações populistas. Os casos da Argentina e da Venezuela aparecem claramente como os mais expostos, por não contarem com apoio significativo por parte do FMI.

Esta declaração foi redigida conjuntamente por:

Laura Alfaro, profesora, Escuela de Negocios de Harvard; ex-ministra de planificación nacional y política económica, Costa Rica

Guillermo Calvo, profesor, Universidad de Columbia; ex-economista jefe, Banco Interamericano de Desarrollo

Pedro Carvalho de Mello, professor, ESAGS e Coordenador Internacional do FGV/IDE; ex-comisionado, Comissao de Valores Mobiliarios, Brazil

Pablo Guidotti, profesor, Universidad Torcuato di Tella; ex-vice ministro de finanzas, Argentina

Guillermo Perry, investigador no-residente, Centro para el Desarrollo Global; profesor, Universidad de los Andes; ex-ministro de finanzas, Colombia

Carmen Reinhart, profesora, Escuela de Gobierno John F. Kennedy, Universidad de Harvard

Liliana Rojas-Suarez, presidente, CLAAF; investigadora principal y directora, Iniciativa Latinoamericana, Center for Global Development

Ernesto Talvi, Director, CERES; ex-economista jefe, Banco Central del Uruguay

O Comitê Latinoamericano de Assuntos Financeiros (CLAAF) agradece o apoio financeiro do Centro para o Desenvolvimento Global (CGD), o Banco Central de Chile, o Fondo Latinoamericano de Reservas (FLAR) e o Banco de la Ciudad de Buenos Aires para financiar suas atividades. O Comitê agradece o apoio logístico da equipe do CERES, e muito especialmente a Mariana Rodriguez. O Comitê é completamente independente e autônomo na emissão de suas declarações.