



**Comité Latino Americano de Asuntos Financieros**  
**Latin American Committee on Macroeconomic and Financial Issues**  
**Comitê Latino Americano de Assuntos Financeiros**

**Declaração No. 42**

**Buenos Aires, 18 de dezembro de 2019**

**América Latina: um Veleiro em Águas Turbulentas**

**I. Fragilidades estruturais da América Latina**

A América Latina, na última década, experimentou uma significativa diminuição da sua taxa de crescimento econômico. Apesar de existirem possíveis causas distintas desse fenômeno, é possível identificar na região algumas fragilidades estruturais, particularmente notórias em comparação com outras regiões.

Em primeiro lugar, a América Latina exibe uma reduzida taxa de poupança em comparação com outras regiões. Essa taxa regional se situa aproximadamente em 20% do PIB, comparado, por exemplo, a níveis superiores a 30% do PIB, tal como observado na Ásia. No caso da Argentina, a taxa de poupança caiu a níveis perto de 14%, os mais baixos da região.

Em segundo lugar, uma reduzida taxa de poupança implica que os países da região fiquem expostos a uma alta dependência do financiamento externo. O persistente excesso da taxa de investimento sobre a poupança doméstica se traduz em déficits de conta corrente do balanço de pagamentos. Estes déficits se reduziram nos últimos anos devido à falta de investimento e crescimento.

Em terceiro lugar, em comparação com outras regiões do mundo, a América Latina exhibe alto grau de abertura aos mercados internacionais de capitais, mas, ao mesmo tempo, baixo grau de abertura ao comércio internacional. Ademais, a falta de diversificação das exportações de algumas economias da região pode contribuir para aumentar sua vulnerabilidade externa, especialmente face a mudanças bruscas nos fluxos de capital.

Em quarto lugar, a vulnerabilidade da região foi agravada em tempos recentes pela deterioração das suas posições fiscais e por um significativo aumento das suas dívidas pública e corporativa. O crescimento do endividamento já começou a traduzir-se numa diminuição do apetite dos investidores internacionais por ativos latino-americanos, em favor do crescimento na demanda de ativos corporativos de alto rendimento dos Estados Unidos.

Estas debilidades estruturais estão, por sua vez, convivendo com uma maior incerteza na economia global, derivada do maior grau de conflito comercial entre os Estados Unidos e a China. Ademais, a diminuição da taxa de crescimento da economia chinesa afeta diretamente aos mercados de matérias primas importantes para a região.

Em quinto lugar, a América Latina exhibe uma baixa produtividade, o que explica em parte a diminuição recente do crescimento econômico regional. A baixa taxa de crescimento econômico convive ademais com outra característica preocupante: a América Latina é uma das regiões do mundo com mais alta desigualdade de renda, em níveis similares aos existentes na África.

A combinação de crescimento econômico anêmico e alta desigualdade é um dos fatores que está impulsionando uma forte onda de descontentamento na região. O descontentamento se manifestou de forma óbvia em diversos protestos populares no Chile, Colômbia e Equador.

Por sua vez, com o rápido desenvolvimento e crescimento das redes sociais, o descontentamento social se tornou muito mais visível e as novas tecnologias permitem que os protestos se retroalimentem com maior facilidade.

Ao mesmo tempo, existe certa dissociação entre a resposta dos setores políticos tradicionais e o fenômeno do protesto social. O sistema político não se modernizou no mesmo ritmo do desenvolvimento tecnológico das redes sociais.

## **II. Como a política econômica deve responder?**

Frente à dependência da região ao financiamento externo, a política fiscal deve voltar-se a gerar espaço fiscal para poder responder, de maneira contra cíclica, a situações de freadas bruscas nos mercados de capitais. Para poder gerar espaço fiscal, é crucial lograr níveis de dívida pública como proporção do PIB que sejam sustentáveis ao longo do tempo, face a distintos cenários de stress macroeconômico.

Embora exista discussão entre os economistas acerca de quais níveis de endividamento público possam cumprir os requisitos de sustentabilidade intertemporal, o Comitê acredita que as economias da América Latina devem buscar ter níveis de endividamento público significativamente menores aos atuais. Ademais, não é somente o volume de dívida que define sua sustentabilidade, pois também tem importância algumas de suas características essenciais, tais como sua estrutura de maturidade e seu grau de dolarização.

Na atualidade, países como Chile e Peru se encontram com proporções da dívida pública no PIB que são saudáveis, porém vários países, tais como Argentina, Brasil, Colômbia, México e Uruguai exibem percentuais de dívida pública no PIB significativamente mais altos. Na média, a região tem proporções de dívida pública no PIB superiores a 50%. Estes níveis excedem, na opinião do Comitê, aqueles níveis que permitem um amplo espaço fiscal. Ademais, o panorama regional das qualificações internacionais de risco reforça essa percepção já que mostra que a maior parte dos países se encontram classificados como de alto risco, ou, no melhor dos casos, nos escalões mais baixos do grau de investimento.

Em alguns países, apesar dos esforços para desenvolver os mercados de capitais domésticos -via o crescimento de investidores institucionais tais como fundos de pensão e companhias de seguros -, continua existindo um significativo grau de dolarização nos sistemas bancários e nos mercados da dívida. A dolarização financeira magnifica as vulnerabilidades financeiras aludidas e complica fortemente o manejo da política monetária. No entanto, o processo de diminuir a dolarização induz um viés de curto prazo na atuação dos mercados de dívida pública e privada.

Além da deterioração fiscal, o descontentamento social na América Latina também reflete uma resposta a um uso ineficiente dos recursos públicos, seja porque não se destinam suficientemente para o investimento em comparação com o gasto corrente, ou então porque ficaram mais visíveis os casos de corrupção na alocação dos fundos públicos.

A consolidação fiscal requer que se enfrentem dilemas difíceis em termos da eleição dos instrumentos para se utilizar, em particular quando se reduz o gasto público ou se aumenta a pressão tributária. A recente evidência empírica tende a mostrar que as experiências de austeridade fiscal têm efeitos bem distintos sobre a atividade econômica, dependendo se a consolidação fiscal se instrumenta via diminuições de gasto ou aumentos na pressão tributária. Em particular, dita evidência sugere que a recuperação do crescimento econômico é mais rápida e mais forte quando a austeridade fiscal se baseia em diminuições do gasto mais do que em aumentos de impostos.<sup>1</sup>

A obtenção de um maior espaço fiscal requer que se preste muita atenção ao desenho dos programas de gastos, a fim que eles possam responder claramente às políticas contracíclicas. Um programa transitório de gasto público permite que este tenha um impacto mais expansivo sobre a atividade econômica, ao reduzir as expectativas do público de que o maior gasto permanente debilite a sustentabilidade fiscal ou se traduza em maiores impostos no futuro.

A política monetária e cambial é outro elemento central quando surgem situações em que se tenha de enfrentar ou diminuir a vulnerabilidade externa. O Comitê reconhece que a maioria dos países da região considera a flexibilidade cambial como sendo o melhor mecanismo para amortizar os efeitos de choques externos sobre a economia doméstica. Do mesmo modo, o Comitê também reconhece a importância de se acumularem reservas internacionais em níveis acima das necessidades de financiamento externo e a conveniência de intervir no mercado de câmbio para evitar apreciações rápidas e profundas no tipo de câmbio.

Frente a uma baixa taxa de crescimento os governos podem ficar tentados a estimular a atividade econômica por meio de incentivos ao consumo, as vezes focalizados especialmente naqueles setores de menores recursos e voltados para os beneficiários do sistema de previdência social. O estímulo da demanda é muitas vezes visto como um mecanismo válido para incrementar a oferta. Ainda que em alguns casos isto possa ser válido, três considerações são relevantes.

---

<sup>1</sup> Alesina, A., Favero, C. y F. Giavazzi, "Austerity: When it Works and when it Doesn't", Princeton University Press, 2019

Em primeiro lugar, as políticas destinadas a fomentar o consumo podem colidir com o objetivo de aumentar a taxa de poupança da economia, uma das debilidades que aumentam a dependência do financiamento externo.

Em segundo lugar, uma política de estímulo ao consumo mediante o gasto público deteriora a situação fiscal e a sustentabilidade da dívida pública. Assim, uma política de estímulo da demanda tem sentido naquelas situações em que o governo conta com espaço fiscal, tal como aconteceu no caso do Chile durante a última crise global, e pode responder com uma política contracíclica. Nesses casos, é importante que os programas de gastos estejam especificamente desenhados como estímulos transitórios e que não deprimam a demanda via a antecipação de uma maior pressão tributária no futuro.

Em terceiro lugar, o estímulo ao consumo não se traduz automaticamente num maior investimento. Para que isso ocorra as decisões de investimento devem contar com a expectativa de condições tributárias, regulatórias e financeiras estáveis. Aqui também a percepção de que existe um espaço fiscal genuíno e que os estímulos fiscais não coloquem em perigo a sustentabilidade fiscal é central para se deflagrar no tempo um círculo virtuoso que redunde num maior investimento.

O baixo crescimento econômico da região é, em grande parte, o reflexo de uma baixa taxa de produtividade. Parte das causas da baixa produtividade são, em alguns casos, o resultado de políticas que visam favorecer às pequenas e médias empresas que são identificadas como setores vulneráveis, mas que por outro lado são importantes geradores de emprego. Um bom exemplo deste tipo de distorções se apresenta no caso do México. Apesar de que ao longo dos anos o México tenha expandido e diversificado seu sector “*tradable*” com base numa sólida base manufatureira, esse crescimento não se espalhou para o resto da economia. Essa falha é fruto principalmente da existência de significativas e crescentes distorções microeconômicas que inibem a alocação eficiente dos recursos domésticos e criam incentivos para que a maioria das empresas permaneçam pequenas e a ser majoritariamente familiares. Esses incentivos se baseiam em sistemas tributários e regulatórios segmentados que colocam a maior parte do gravame nas empresas maiores e eficientes, enquanto protege as pequenas dos impostos e das contribuições para o seguro social, muito embora acabem provendo escassa seguridade social e benefícios de saúde.

Em outros casos, a ênfase para favorecer às pequenas unidades econômicas é contraproducente em termos do aproveitamento de economias de escala e de uma maior eficiência em geral e contribui para uma maior informalidade trabalhista e tributária.

### **III. A Importância das Redes de Segurança Financeira**

As políticas domésticas devem ser complementadas por uma rede de segurança financeira tanto a nível internacional como a nível regional. O Fundo Monetário Internacional (FMI) constitui a principal rede de segurança financeira global com que conta a América Latina. Durante 2018 e 2019, o FMI participou de maneira importante como prestamista de última instância a países que solicitaram tal ajuda. O caso mais substantivo de apoio financeiro foi o da Argentina que recebeu até agora uma assistência de USD 44 bilhões baixo a modalidade de acesso excepcional, equivalente a aproximadamente 6% da capacidade de empréstimo do organismo, excluindo o uso do “*General Agreement to Borrow (GAB)*”. Após uma renegociação no ano de 2018, o programa foi interrompido no contexto de mudança de governo durante as eleições presidenciais de novembro de 2019 e se encontra na atualidade a espera de uma renegociação. Mesmo assim, o Equador alcançou um “*Acordo de Facilidades Estendidas*” com o FMI em 2018 que acaba de ser renegociado com êxito.

Dessas experiências surge que a capacidade do FMI de atuar como prestamista de última instância na região é sem dúvida considerável a nível de países individuais, muito embora sua capacidade de empréstimo parece ainda algo limitada no caso de criar situações de paradas bruscas nos movimentos de capitais a nível sistêmico. Ademais, o Comitê nota que a assistência financeira do FMI requer, ademais do cumprimento dos critérios de condicionalidade estabelecidos no acordo, uma determinação do organismo sobre a probabilidade de cumprimento futuro e sobre a sustentabilidade da dívida pública. Esta situação gera a probabilidade que, em casos de mudanças de governo, a assistência do FMI pode interromper-se, como ocorreu no caso Argentino.

O Comitê acredita que situações como a descrita são bons exemplos da razão explicando a conveniência da região seguir aprofundando o desenvolvimento de uma rede de segurança regional. O organismo que na atualidade encabeça dita tarefa é o “*Fondo Latinoamericano de Reserva (FLAR)*”. O FLAR tem cumprido precisamente um papel muito complementar, no julgamento do FMI. Em particular, interveio brindando um

apoio financeiro ponte a países que se encontravam em negociações para alcançar acordos com o FMI, tal como no caso de Colômbia.

O Comitê acredita que para fortalecer e expandir a capacidade de empréstimo e dotar com melhores instrumentos a rede de segurança financeira regional organizada pelo FLAR, é necessário que as principais economias da região ingressem como membros desse organismo, em particular, Argentina, Brasil, Chile e México. O Comitê acredita que uma forte rede de segurança financeira regional, em complemento com o FMI, constitui não só uma proteção de interesse individual de seus membros, como também contribuirá para reduzir a probabilidade de crises financeiras sistêmicas na América Latina.

*O Comitê Latino Americano de Assuntos Financeiros (CLAAF) reconhece agradecidamente ao apoio financeiro do Center for Global Development, o Banco de la Ciudad de Buenos Aires, o Banco Central de Chile, e FLAR por financiar as atividades durante 2019. O Comitê é totalmente independente e autônomo para redigir suas declarações.*

*Esta declaração foi redigida conjuntamente por:*

*José De Gregorio, Decano del Departamento de Economía de la Universidad de Chile.  
Ex Presidente del Banco Central de Chile.*

*Guillermo Calvo, professor, Universidad de Columbia; ex economista jefe, Banco Interamericano de Desarrollo.*

*Roque B. Fernández, professor de Economía, Universidad UCEMA; ex ministro de Economía, Argentina*

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

*Paulo Leme, Executivo em Residência, Professor de Finanças, Miami Business School, Universidade de Miami*

*Liliana Rojas-Suarez, presidente, CLAAF; Directora de la Iniciativa Latinoamericana y Senior Fellow del Center for Global Development; ex economista jefe para América Latina, Deutsche Bank*