



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

**Declaração no. 40
Buenos Aires, 11 de Dezembro de 2018**

Desafios Globais e locais na Argentina e no Brasil

1. Introdução

As últimas eleições presidenciais na Argentina (2015) e no Brasil (2018) redundaram numa mudança - de populismo para políticas econômicas mais ortodoxas - em dois países importantes da região. Essa mudança não é apenas econômica, pois reflete também outras mudanças fundamentais no eleitorado, em particular a crescente insatisfação da população com temas tais como aumento da insegurança e a crescente corrupção das instituições políticas.

Existem graves problemas fiscais em ambos países, e necessidade de ajustes. No entanto, nas democracias modernas, o sucesso ou fracasso da política econômica está fortemente ligado aos eventos políticos. Notavelmente, os dois países enfrentam seus desafios macroeconômicos tendo diante de si uma minoria parlamentar; aliás, uma situação que é comum no presente à diversos países da região.

As economias altamente integradas nos mercados internacionais de capitais, que tenham desequilíbrios macroeconômicos herdados de governos populistas, enfrentam em especial um difícil desafio. Por um lado, o aperto fiscal requerido implica na execução de políticas que podem resultar numa maior inquietude social, o que acaba por estimular a adoção de um enfoque gradual. Por sua vez, o enfoque gradual requer uma corrente maior de fundos de financiamento, expondo assim a economia para um maior risco financeiro. O dilema de escolher entre ajuste de choque ou ajuste gradual passou a ser central para o entendimento do que aconteceu na Argentina, e é essencial para se avaliar as opções disponíveis para o próximo governo brasileiro.

O dilema quanto à velocidade ótima do ajuste fiscal já foi enfrentado no passado por outros países da região. Em alguns casos de sucesso com o gradualismo, a presença de um claro mecanismo de compromisso com a trajetória fiscal, incluindo a implementação de metas acordadas com o FMI, jogou um papel decisivo para mitigar o hiato de credibilidade que é tipicamente ligado aos enfoques graduais. Uma questão que o Comitê enfatiza no correr dessa declaração é em que medida a experiência da Argentina implica lições relevantes para o Brasil? A fim de entender

detalhadamente essas possíveis lições e os desafios que os dois países enfrentam, é importante considerar as similaridades e diferenças entre a Argentina e o Brasil.

Não existe dúvida que ambos países estejam lidando com formidáveis desafios fiscais. Nos dois países, existe um déficit fiscal primário e elevados níveis da dívida pública em relação ao PIB. Ambas economias igualmente enfrentam baixas ou mesmo negativas taxas de crescimento do PIB, em parte devido à fatores cíclicos ou temporários e em parte devido à baixos níveis de produtividade devido à complexos regimes regulatórios e sistemas tributários que inibem o investimento.

Por outro lado, as realidades da Argentina e do Brasil são muito diferentes em alguns aspectos importantes. O Brasil não tem tido de lidar com uma crise monetária e com problemas de financiamento externo tais como a Argentina; o último está tendo de reduzir seu déficit substancial nas contas correntes do balanço de pagamentos. Em contraste, no Brasil a dívida pública externa e as necessidades de financiamento externo do setor público são baixas. No entanto, enquanto a dívida externa do setor privado é bastante moderada na Argentina, ela é relativamente alta no caso do Brasil. No que diz respeito à política monetária e inflação, a situação nos dois países também é muito diferente. Enquanto a taxa de inflação na Argentina sofreu um aumento substancial ao longo desse ano no contexto da baixa credibilidade da sua política monetária, o Brasil manteve uma taxa de inflação baixa e estável e está obtendo um aumento significativo na credibilidade do banco central.

Essas similaridades e diferenças requerem uma discussão diferenciada em cada país, mesmo que alguns desafios enfrentados pelo Brasil e Argentina sejam compartilhados, e que suas respectivas experiências forneçam lições de um para outro. O contexto internacional joga um papel internacional nas duas economias para determinar os resultados da política econômica. Antes de embarcar numa análise mais detalhada dos desafios que o Brasil e Argentina terão de enfrentar no próximo ano, vai ser analisada, na seção a seguir, como o contexto internacional mudou recentemente.

2. O contexto internacional

Na declaração prévia de abril deste ano, o Comitê advertiu sobre a possibilidade que a economia global iria enfrentar uma tempestade perfeita. A tempestade seria causada pelos fluxos reduzidos de capital devido ao aperto da política monetária do US Federal Reserve e pelo aumento das fricções no comércio internacional, particularmente entre os Estados Unidos e a China. É importante mencionar que embora a Argentina e o Brasil tenham sido excluídos de medidas protecionistas diretas dos Estados Unidos, essas economias serão indiretamente afetadas pelos conflitos de comércio exterior de outros países.

Com base em desenvolvimentos recentes, **o Comitê acredita que os desafios externos da América Latina irão aumentar significativamente durante 2019, por diversas razões.** Para começar, existe uma diminuição do crescimento global. Já houve, na segunda metade de 2018, um declínio do crescimento da economia global, incluindo regiões tais como os Estados Unidos, Europa e China. O crescimento da economia global é esperado cair para 3.5% em 2019, comparado com 3.8% em 2018 e 2017. Isso implica um menor volume do comércio internacional para a América Latina e um declínio dos preços das *commodities*. O preço do petróleo caiu em

quase 35% em 2018, devido à uma menor demanda global e um consequente excesso de oferta, afetando os países produtores de petróleo da região.

A probabilidade de uma escalada de conflitos comerciais pode contribuir ainda mais para piorar o cenário global, a despeito de sinais efêmeros de *détente* entre a China e os Estados Unidos que ocorreram durante o último *G-20 summit*. Essa piora poderia ocorrer por duas maneiras: primeiro, através de uma redução do fluxo de comércio internacional, levando à uma menor taxa de crescimento global. Segundo, por meio de aumento da incerteza nos mercados financeiros, já evidenciada por um agudo declínio nos preços de ações nos Estados Unidos e nos mercados globais de bolsas de valores.

A normalização da política monetária nos Estados Unidos vai impactar os fluxos de capital. Na medida em que o *Federal Reserve* continue aumentando por questões de sua política monetária a taxa de juros em 2019, as economias emergentes irão sofrer uma redução adicional nos fluxos de capital. Isso iria criar maiores dificuldades para os países da América Latina planejando a emissão de novos instrumentos de dívida e de ações nos mercados globais de capital.

Os mercados de capitais estão mostrando maior probabilidade de uma desaceleração maior do que se esperava da economia dos Estados Unidos e da economia global, juntamente com um aumento na aversão ao risco. Os principais sinais são uma queda de 10% no *S&P index* e um aumento em dobro no indicador da volatilidade do mercado de ações (*VIX index*). Os mercados de renda fixa mostram um achatamento, mesmo uma leve inversão da *yield curve* nos mercados de *Treasury bonds* dos Estados Unidos, e um aumento no prêmio de risco do *high yield corporate bonds market*. A piora nessas condições, que são estreitamente ligadas para construir incerteza em torno do desdobramento das fricções comerciais, podem levar a fuga de capitais para ativos de maior liquidez e com qualidade mais alta, e consequentemente levar a uma parada súbita nos fluxos de capitais para os mercados emergentes. Todavia, esses sinais coexistem com *lagging indicators* que apontam numa direção oposta, tais como um dinâmico mercado de trabalho com uma taxa de desemprego historicamente baixa, ao menos nos Estados Unidos.

Em suma, baixo crescimento global, incerteza sobre a política de comércio e um declínio dos fluxos de capitais para economias emergentes parecem criar os ingredientes de uma tempestade perfeita para a região em 2019. **Por essa razão, o Comitê acredita que a América Latina, e a Argentina e o Brasil em especial, não possuem um fluxo seguro de finanças externas. Seria muito arriscado postergar o ajuste macroeconômico e a implementação das reformas estruturais que promovam a produtividade e o crescimento econômico.**

3. Argentina

O ano de 2018 está sendo extremamente difícil para a economia argentina. O enfoque inicial gradualista para a política monetária e fiscal conduziu a uma crise significativa e multifacetada. Começou por uma crise cambial que provocou uma importante depreciação, a qual rapidamente transbordou para o mercado de crédito, por meio de uma parada súbita dos fluxos internacionais de capital, e em consequência aumentou o prêmio de risco do país. Esses eventos paralisaram a incipiente recuperação do crescimento econômico, empurrando a economia para uma recessão, que o Comitê estima que irá produzir uma contração de 1,8% do PIB em 2018. Ademais, a crise cambial causou maior inflação, que deverá alcançar 45% em 2018.

O Comitê acredita que foi crucial a rápida iniciativa do governo, em solicitar suporte financeiro do FMI, e, ao mesmo tempo, a pronta resposta de aprovação do FMI para o pleito argentino. Especialmente, cabe assinalar que houve um volume recorde de assistência, na ordem de 57 bilhões de dólares, e com um acelerado desembolso. Isso evento foi particularmente importante, tendo em vista as preocupações manifestadas pelo Comitê sobre como a comunidade oficial internacional responderia à um novo tumulto financeiro nos mercados emergentes.

O programa do FMI deve resultar em importantes mudanças na política fiscal e monetária. Por um lado, o governo abandonou o enfoque gradualista e decidiu acelerar a redução do déficit fiscal, objetivando alcançar uma eliminação do déficit primário em 2019. Isso irá reduzir as preocupações quanto à sustentabilidade da dívida. Dado a alta dolarização da dívida pública (por volta de 70% da dívida total), a proporção da dívida do setor público no PIB aumentou para mais de 80% como resultado da depreciação cambial.

Por outro lado, o governo modificou substancialmente o seu quadro de política monetária, ao eliminar inconsistências (tais como o financiamento monetário do déficit fiscal) e migrar de metas de inflação (*inflation targets*) para metas de base monetária (*monetary base targets*). Ademais, o banco central definiu uma zona de não intervenção para a política de taxas de câmbio.

O Comitê acredita que as mudanças implementadas nas políticas fiscal e monetária, juntamente com um massivo suporte financeiro do FMI, serão efetivas para estabilizar a economia argentina e que, caso se mantenha um alinhamento estreito com os objetivos acordados, é possível alcançar-se a recuperação econômica, deixando a crise para trás.

No entanto, esse cenário positivo está sujeito à riscos significativos. Em particular, o Comitê acredita que a melhoria nas condições financeiras e a diminuição do prêmio de risco serão muito graduais, com a incerteza crescendo em meados do ano, devido a um contexto internacional mais desafiador e devido às eleições presidenciais em fins de 2019. Mesmo assim, esse Comitê acredita que a economia argentina deverá melhorar em começos de 2019, o que iria contribuir muito para a credibilidade e a viabilidade política do programa econômico.

Em vista disso, **o Comitê recomenda às autoridades que tenham um papel muito ativo na gestão da composição e da estrutura de maturidade da dívida pública durante o primeiro semestre do próximo ano, a fim de assegurar a independência de financiamentos externos em 2020.** O suporte financeiro do FMI garante que as necessidades do setor público serão satisfeitas em 2019; mas dado a incerteza política, será vital melhorar a estrutura de maturidade da dívida pública, assim como reduzir a dolarização.

No que concerne ao último ponto, o Comitê acredita que o mais importante é reduzir significativamente a dolarização da dívida pública dentro de seus próprios setores (intra-public-sector debt)¹. O Comitê não encontra razões que justifiquem que esse *intra-public-sector debt* seja denominado em moeda estrangeira. Como os investidores e *experts* focalizam suas análises no estoque da dívida pública bruta, essa situação aumenta a percepção da dolarização desse tipo de dívida.

Com a finalidade de reforçar a credibilidade dos bancos centrais, o Comitê acredita que seja conveniente eliminar a dívida emitida pelo banco central. Foi feito progresso nessa

¹A Argentina possui um importante estoque da dívida pública em posse de instituições governamentais, em que parte dela são denominadas em moeda estrangeira; a razão para isso é em parte histórica.

direção em 2018, pois conseguiu-se virtualmente eliminar o estoque de dívida emitida pelo banco central e detida por instituições não bancárias (*Lebacs*). O Comitê acredita que eventualmente será conveniente fazer o mesmo com o estoque de dívida emitido pelo banco central e detido por instituições financeiras (*Leliqs*); e substituí-las por instrumentos financeiros emitidos pelo Tesouro em operações de mercado aberto para propósitos de política monetária. Muito embora o Mercado cambial tenha permanecido calmo nas últimas semanas, a taxa de câmbio se aproxima do limite inferior da zona de não-intervenção, e a presença ainda de uma taxa de referência do banco central muito alta (taxa *Leliq*) mostra que a confiança na moeda local continua fraca. A reconstrução da credibilidade precisa ser acompanhada por uma queda de juros não-inflacionária.

O Comitê acredita que o atual quadro monetário vai permitir ao banco central atingir uma mais rápida taxa de desinflação. Isso vai requerer um declínio ainda maior da taxa de ajuste da faixa de não-intervenção para 1% ao mês, começando em abril de 2019.

4. Brasil

Em janeiro de 2019, Jair Bolsonaro vai começar o seu mandato presidencial de quatro anos. O Comitê acredita que seus três maiores desafios serão os de implementar um forte ajuste fiscal que estabilize a dívida pública doméstica, incorporar reformas estruturais que aumentem a produtividade e o crescimento econômico e melhorar os serviços públicos voltados para segurança, saúde e educação.

Os fatores que dão suporte à nova administração são a solidez das instituições monetárias e financeiras, e uma baixa taxa de inflação que está dentro da meta do banco central (4%). O Brasil possui uma forte posição externa, marcada por um reduzido déficit de transações correntes (0.8% do PIB), altos níveis de reservas internacionais (US\$382 bilhões) em relação a dívida externa de curto prazo, e administráveis necessidades financeiras externas para o próximo ano. Ademais, o Brasil tem o potencial para experimentar uma recuperação econômica no curto prazo, devido ao elevado nível de capacidade industrial ociosa, altíssima taxa de desemprego (12.2%) e baixos níveis de salários reais.

Apesar disso, o novo governo terá de enfrentar importantes desafios. O principal problema é o sério problema fiscal em todos os níveis de governo (federal, estadual e municipal) que são um reflexo da prevalência de um estado ineficiente e inchado. A dívida pública doméstica é elevada, está aumentando, e de duração muito curta, embora a participação de investidores externos seja relativamente pequena. Ademais, o déficit fiscal é um dos mais altos dentre os mercados emergentes, cerca de 7.5% do PIB, dos quais dois terços se destinem à pagamento de juros. A fim de estabilizar a dívida pública federal, o governo terá de implementar um ajuste primário de 5-6% do PIB.

O ajuste fiscal vai necessitar de uma implementação imediata e difícil de uma reforma da previdência social, cortes em subsídios, eliminação da indexação de salários e pensões, e diminuições no grau de receitas com destinação pré-determinada. Tais reformas, na sua totalidade, irão enfrentar enormes resistências políticas. Ademais, o governo terá de implementar um amplo programa de privatizações e concessões, não só para gerar receitas mas também para reduzir o tamanho do estado e aumentar a qualidade dos serviços públicos.

O Segundo maior desafio é a baixa taxa de crescimento econômico, que reflete insuficiência de investimento e baixa produtividade. O foco central do programa de Bolsonaro é retomar o

crescimento econômico, para torna-lo politicamente viável. Isto vai exigir um conjunto de reformas politicamente difíceis, que deverão priorizar três áreas: abertura comercial, reformas financeiras para promover crescimento do crédito e reduzir *spread* bancários, e a redução do denominado “custo Brasil”. Essa terceira área é a consequência de diversos fatores, dentre os quais se destacam um sistema tributário custoso, complexo e criador de distorções; um mercado de trabalho com altos custos unitários de mão de obra; e uma gama de regulações que inibem a competição, investimento e eficiência do mercado.

A indicação de uma competente equipe econômica, voltada para implantar e seguir normas liberais e pró-mercado, envia um sinal importante e positivo. No entanto, o novo governo terá de enfrentar um difícil desafio político para negociar com o Congresso um conjunto de reformas estruturais potencialmente contracionistas (no curto prazo). Muitas reformas vão necessitar de aprovação na Câmara dos Deputados e no Senado, em duas votações, com maioria de pelo menos 60%. Vai ser especialmente desafiador pois o partido de Bolsonaro (PSL) possui uma representação de não mais de 10% na Câmara dos Deputados e 5% no Senado, e isso num Congresso repartido em mais de 30 partidos políticos.

Nesse sentido, ter um bom programa e uma boa equipe econômica são condições necessárias - porém insuficientes - para assegurar o sucesso do governo. **O Comitê acredita que será extremamente importante coordenar a sequência e intensidade das reformas e ajustes, por meio de medidas para recuperar a confiança dos mercados e do setor privado, a fim de que o governo possa estimular o crescimento através dos investimentos privados e exportações.** De igual importância será a habilidade do governo para atrair capital estrangeiro a fim de reconstruir a infraestrutura e financiar o investimento privado.

O Comitê reitera que uma lição valiosa da experiência argentina é que a severidade do problema fiscal vai impedir que haja qualquer espaço para o novo governo brasileiro poder adotar um enfoque excessivamente gradualista na implementação do seu programa econômico. Isso é especialmente importante pois o Brasil enfrenta no momento um ambiente externo mais adverso do que a Argentina em 2016-2017.

5. Além do Ajuste

A boa notícia é que tanto a Argentina quanto o Brasil têm espaço para iniciar uma recuperação econômica cíclica, desde que os programas macroeconômicos tenham credibilidade. A retomada econômica é bastante possível, simplesmente porque os dois países vêm de crescimento negativo ou muito baixo. No entanto, a recuperação não implica que haja maiores taxas de crescimento no médio e no longo prazo. A retomada é relativamente a parte mais fácil; o maior desafio é aumentar de maneira consistente os padrões de vida e fechar o hiato de renda per capita com os países desenvolvidos. Essa agenda é mais ampla do que a prevista pelas políticas macroeconômicas e requer grandes esforços para conduzir as reformas estruturais.

As reformas estruturais para promover o crescimento terão de ser determinadas de acordo com as circunstâncias de cada país. Não existe uma prescrição uniforme de política. No entanto, é essencial que as reformas sejam desenhadas para efetivamente mitigar o *downside risk* (i.e., reduzir a probabilidade de crises macrofinanceiras, com persistentes efeitos adversos no crescimento potencial), assegurar que o bem-estar seja maximizado, e não exacerbar a desigualdade de oportunidades que marcam a região. Essas são áreas comuns em ambos países que não podem ser ignoradas.

É essencial promover uma maior e mais profunda integração dos mercados internacionais de bens e serviços e fatores de produção. A evidência histórica mostra que os países emergentes que alcançaram um crescimento alto e sustentável são aqueles que mostraram um forte desempenho no seu setor de exportação e que puderam conectar em tempo hábil e de maneira adequada as grandes cadeias de valor global, e/ou a países que são os motores do crescimento global.

Em declarações prévias, **o Comitê enfatizou o conceito de *Open Regionalism*, entendido como um ciclo virtuoso no qual o processo de integração comercial com o mundo seja desenhado para fortalecer ainda mais a integração e investimento em bens públicos regionais. Nesse sentido, o Comitê nota que ambos eventos, a mudança de governo no Brasil, e o governo da Argentina, vão oferecer uma extraordinária oportunidade para promover uma transformação substancial do Mercosul e sua convergência para os padrões da *Pacific Alliance*. Isto irá deslocar a região na direção do *Open Regionalism*.**

A integração comercial será mais fácil quando as políticas macroeconômicas domésticas forem mais estáveis e particularmente com a consolidação da credibilidade dos bancos centrais. Esse quadro melhorou bastante na América Latina. Apesar das grandes vantagens de ter um banco central com credibilidade e profissionalismo, os países da América Latina, incluindo o Brasil e a Argentina, não são emissores de moedas de reserva, e isso levou a um entesouramento de reservas internacionais a fim de reduzir a vulnerabilidade vinda de choques adversos dos mercados internacionais de capital.

Alguns países emergentes estão mitigando esses riscos com acordos de coordenação regional. Por exemplo, os países do sudeste da Europa têm acesso ao *European Central Bank* e ao *European Stability Mechanism (ESM)*. Os países emergentes asiáticos e o Japão estabeleceram um fundo de liquidez chamado *Chiang-Mai Multilateralized Initiative*. **O Comitê acredita que a América Latina possa fortalecer sua rede de segurança financeira regional ampliando e modernizando o *Fondo Latinoamericano de Reserva (FLAR)***².

² CLAAF publicou uma declaração sobre o papel da FLAR em dezembro de 2012. Veja https://br.claaf.org/wp-content/uploads/sites/2/2016/06/27_Declaracao.pdf

Essa declaração foi escrita em conjunto por:

Guillermo Calvo, Professor, University of Columbia; former Chief Economist, Inter-American Development Bank

Augusto De la Torre, Adjunct Professor, School of International Public Affairs, Columbia University, USA; Former Chief Economist for Latin American and the Caribbean, World Bank and Former Governor, Central Bank of Ecuador

Roque Benjamín Fernández, Professor of Economics, CEMA University and Former Minister of Finance, Argentina

Pablo Guidotti, Full Professor of the School of Government, University of Torcuato di Tella; former Vice minister of Economy, Argentina

Paulo Leme, Professor of Finance, University of Miami School of Business, USA, and former CEO of Goldman Sachs Brazil.

Guillermo Perry, Non-resident Fellow, Center for Global Development; Professor, University of the Andes; former Minister of Finance, Colombia; former Chief Economist for Latin America, the World Bank

Liliana Rojas-Suarez is a senior fellow at the Center for Global Development, and President of the Latin American Committee on Macroeconomic and Financial Issues (CLAAF)

O Comitê Latino Americano de Assuntos Financeiros agradece ao suporte financeiro concedido pelo Center for Global Development (CGD), o Banco de la Ciudad de Buenos Aires, o Fondo Latinoamericano de Reservas (FLAR) e o Banco Central do Chile para financiar suas atividades. O Comitê é completamente independente e autônomo na publicação das suas declarações