

Estudos Econômicos e Financeiros

Perspectivas Econômicas

As Américas

.....

NOV 07



Estudos Econômicos e Financeiros

Perspectivas Econômicas

As Américas

NOV 07

©2007 Fundo Monetário Internacional

Cataloging-in-Publication Data

Perspectivas econômicas : as Américas – [Washington, D.C.] : Fundo Monetário Internacional, 2007.

p. cm. – (Estudos econômicos e financeiros)

Novembro de 2007.

Inclui referências bibliográficas.

ISBN 978-1-58906-696-0

1. Prognóstico econômico – América do Norte. 2. Prognóstico econômico – América Latina. 3. Prognóstico econômico – Região do Caribe. 4. América do Norte – Condições Econômicas. 5. América Latina – Condições Econômicas – 1982- 6. Região do Caribe – Condições Econômicas – 1945- 7. América do Norte – Condições Econômicas – Estatísticas. 8. América Latina – Condições Econômicas – 1982- – Estatísticas. 9. Região do Caribe – Condições Econômicas – 1945- – Estatísticas. I. Fundo Monetário Internacional. II. Séries (Estudos econômicos e financeiros)

HC94 .R445165 2007

Preço: US\$31,00

(US\$26,00 para docentes e estudantes em tempo integral em universidades e faculdades)

Favor enviar pedidos para:
Fundo Monetário Internacional, Publication Services
700 19th St. N.W., Washington, D.C. 20431, U.S.A.
Tel.: (202) 623-7430 Telefax: (202) 623-7201
E-mail: publications@imf.org
Internet: www.imf.org

Sumário

Prefácio	v
Resumo Analítico	vi
I. A Economia Mundial e as Perspectivas para os Estados Unidos e o Canadá	1
Perspectivas mundiais	1
Perspectivas para os Estados Unidos e o Canadá	2
II. Perspectivas para a América Latina e o Caribe	8
Principais fatos e perspectivas	8
Evolução do setor financeiro	12
Evolução externa	17
Políticas monetária e cambial	20
Política fiscal	25
Políticas sociais	30
III. É Resistente a Expansão Econômica da América Latina?	35
Canais de transmissão	35
Análise de cenários	43
Conclusão	46
IV. O Crescimento da Receita e a Solidez das Posições Fiscais Subjacentes	47
Receitas estruturais de <i>commodities</i>	48
Receitas estruturais não relativas a <i>commodities</i>	50
Despesas	52
Saldos primários estruturais	52
Conclusão	54
Apêndice	54
V. Desenvolvimento do Setor Financeiro na América Latina: Recuperação ou Superaquecimento?	58
Aprofundamento financeiro ou bolhas?	58

SUMÁRIO

Expansão do crédito ou recuperação?	59
Respostas regulatórias e opções	63
Conclusão	64
Apêndice	64
VI. Perspectivas Econômicas para o Caribe e Questões de Integração	70
Evolução recente e perspectivas econômicas	70
Questões de integração regional	72
Integração financeira	73
Incentivos fiscais e investimento	74
Erosão das preferências comerciais	76
Conclusão	77
Referências	80
Tabelas	
Panorama do Setor Financeiro, 2006	78
Quadros	
1. A Turbulência Recente no Mercado Financeiro: O Que Aconteceu e Por Quê?	3
2. A Posição Cíclica da América Latina	13
3. Tendências do Balanço de Pagamentos da América Latina	21
4. Taxas de Câmbio Reais e Competitividade	23
5. O Nível Ideal de Reservas Sob Uma Perspectiva Prudencial	24
6. A Eficácia das Intervenções dos Bancos Centrais nos Mercados de Câmbio: O Caso da Colômbia	26
7. Redução da Pobreza na América Latina	32
8. As Remessas para a América Latina São Influenciadas pelo Ciclo Econômico dos EUA?	37
9. A Crise no Mercado <i>Subprime</i> dos EUA Afetará o Crédito na América Latina?	40
10. Mercados de Derivativos na América Latina	60

Prefácio

Esta edição de *Perspectivas Regionais: As Américas* foi escrita por Roberto Benelli, Paul Cashin, Jingqing Chai, Marcello Estevão, Christopher Faircloth, Priyadarshani Joshi, Sanjaya Panth, Robert Rennhack, Ivanna Vladkova-Hollar e Jeromin Zettelmeyer sob a coordenação de Caroline Atkinson e Anoop Singh do Departamento do Hemisfério Ocidental do FMI, com contribuições de Tamim Bayoumi, Fernando M. Gonçalves, Maria Lucia Guerra, Andreas Jobst, Herman Kamil, Pär Österholm e Shaun Roache. Economistas dos Departamentos do Hemisfério Ocidental, Mercados Monetários e de Capitais, e Pesquisa proveram comentários e dados. Tom Duffy, Priyadarshani Joshi, Genevieve Lindow, Lita Ali, Joy Villacorte, e Carolina Worthington colaboraram na pesquisa e produção.

Resumo Analítico

Visão panorâmica. O contexto global em que se inserem os países do Hemisfério Ocidental é hoje influenciado pela atual fragilidade da economia americana, que se originou no mercado imobiliário, e suas repercussões nos mercados financeiros. A região da América Latina e Caribe (ALC) também sofre os efeitos de outros choques externos que atingiram uma série de países neste ano, com destaque para a alta dos preços dos alimentos. Dado esse cenário, a presente edição das *Perspectivas Econômicas: As Américas* trata da resistência da América Latina e do Caribe a choques e dos desafios de política econômica relacionados à sustentação da melhoria nos fundamentos da região e, por conseguinte, da expansão econômica atual.

Vigor global e regional recente. Os recentes choques emergiram após um período excepcional de solidez, tanto no plano mundial quanto no contexto dos países da ALC, o que tem contribuído para conter o impacto da transformação do ambiente externo. Embora nos Estados Unidos a expectativa agora seja de desaceleração do crescimento, para pouco menos de 2 por cento em 2007–08, os países emergentes devem manter um ímpeto suficiente para sustentar o crescimento global num patamar sólido de 4,75 por cento em 2008 (Capítulo 1). A região da ALC tem, de fato, conseguido enfrentar a recente turbulência nos mercados, e a demanda interna tem se mantido forte de modo geral. Dessa forma, o cenário de referência prevê a manutenção de taxas historicamente elevadas de crescimento em toda a região, em torno de 5 por cento em 2007, em média — o quarto ano ininterrupto de expansão vigorosa — e de 4,25 por cento em 2008.

Progressos sociais na América Latina. Durante a atual fase de expansão, a América Latina fez avanços significativos na redução do desemprego para a faixa de um dígito na maioria dos grandes países e no combate à pobreza e desigualdade arraigadas. É de se notar que o declínio da pobreza na região durante este período de expansão foi muito mais rápido do que na década de 1990, enquanto a desigualdade, apesar de ainda elevada, vem diminuindo desde 1999 na maioria dos países (Capítulo 2).

Elevação dos riscos. Os riscos para a conjuntura, tanto interna quanto externa, têm um claro viés negativo.

- Conforme apresentado na recente edição do *World Economic Outlook* (WEO) do FMI, verificou-se um aumento recente dos riscos externos e das incertezas em torno das perspectivas de crescimento. Alguns riscos estão relacionados ao crescimento dos principais parceiros comerciais — especialmente os Estados Unidos — e à permanência de condições anormais nos mercados de crédito.
- Na América Latina, a perenidade da atual expansão enfrenta riscos relacionados a fatores internos e externos, em decorrência das tendências recentes (incluindo o quão sustentável elas são) dos gastos públicos e da expansão do crédito. As previsões indicam, em especial, um enfraquecimento dos superávits fiscais e externos,

enquanto a inflação começa a se elevar — exacerbada pela alta dos preços internacionais dos alimentos — na medida que a produção se aproxima do seu nível potencial. A alta da inflação na região constitui um teste importante — e, em alguns casos, o primeiro teste — para os regimes de metas de inflação que vêm sendo adotados por um número crescente de países da região.

Resistência. Usando novos trabalhos analíticos, esta edição das *Perspectivas Econômicas* analisa a resistência da região a choques e examina as implicações, para a política interna, dos esforços para sustentar a atual expansão.

- *Resistência a choques externos* (Capítulo 3). Em comparação à década de 1990, a melhoria dos balanços patrimoniais dos setores público e privado, as expectativas inflacionárias mais baixas e firmemente ancoradas e políticas econômicas mais sólidas tornaram a região mais resistente a mudanças nas condições financeiras internacionais. Por exemplo, diferentemente do passado, taxas de câmbio flexíveis agora fazem parte do arsenal de reações dos bancos centrais às piores condições internacionais. Além disso, são poucos os indícios de que os bancos na América Latina venham a limitar a oferta de crédito em razão dos problemas recentes nos mercados internacionais. Entretanto, a América Latina continua bastante sensível a deteriorações substanciais na demanda externa e à possível piora em suas relações de troca. Segundo novos trabalhos analíticos, um aperto creditício e uma recessão nos Estados Unidos — aliados a uma certa repercussão no crescimento mundial e declínio equivalente nos preços das *commodities* — poderiam reduzir em até dois pontos percentuais o crescimento da região em 2008, em comparação ao atual nível de referência.
- *Solidez das posições fiscais subjacentes* (Capítulo 4). Os superávits fiscais primários latino-americanos continuaram a subir no ano passado, impulsionados pelo crescimento dinâmico da receita. Resta saber se esses ganhos são permanentes (“estruturais”) ou se resultam de fatores cíclicos. Uma análise minuciosa indica que, na maioria dos casos, os saldos primários estruturais da região continuam superavitários. Não são, porém, tão vigorosos quanto os saldos primários reportados sugerem e estão sujeitos a uma ampla margem de dúvidas, em parte em função das incertezas nas previsões dos preços das *commodities*. Ademais, segundo novas projeções, as relações receita/PIB devem permanecer estáveis ou apresentar ligeiro declínio. Se as despesas continuarem a crescer a um ritmo médio de 8 a 10 por cento em termos reais, há um risco de que os superávits fiscais primários, tanto reportados quanto estruturais, venham a se transformar rapidamente em déficits nos próximos anos. Como a região apresenta níveis ainda substanciais de endividamento, a deterioração da posição fiscal em função das atuais tendências das despesas é um motivo de grande preocupação.
- *Sustentabilidade da expansão do crédito* (Capítulo 5). As taxas médias de expansão do crédito registradas nos países latino-americanos maiores, de quase 40 por cento ao ano, suscitam dúvidas quanto à sustentabilidade da atual expansão dos setores

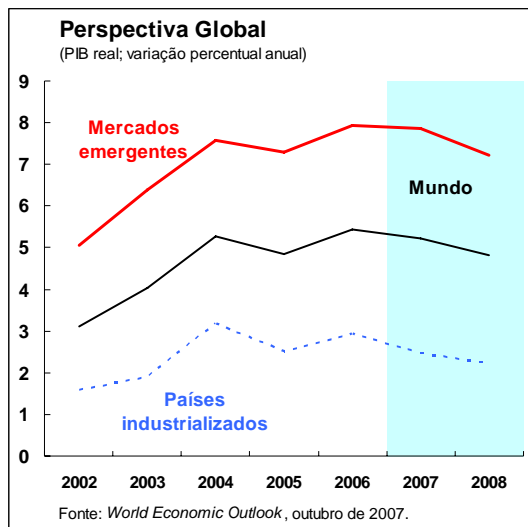
financeiros da região. Uma análise baseada em dois critérios alternativos de crescimento “excessivo” do crédito indica, porém, que a recente expansão do crédito parece estar associada, em grande medida, a melhorias nos fundamentos, e não a um superaquecimento significativo na região como um todo. Essa conclusão é consistente com os indicadores prudenciais e as estimativas mais recentes de solvência bancária baseadas no mercado de ações, que indicam níveis baixos de inadimplência ou probabilidade de inadimplência de empréstimos. Contudo, esse quadro geral basicamente sólido pode mascarar o agravamento das vulnerabilidades em instituições financeiras que podem ter relaxado suas condições de crédito no intuito de acelerar sua expansão.

Desafios de política. Tomados em conjunto, esses riscos criam grandes desafios para a política econômica a curto prazo, além dos problemas relacionados ao crescimento a longo prazo e à equidade social. Antes de mais nada, uma medida altamente recomendável para muitos países latino-americanos seria a contenção significativa do crescimento dos gastos públicos correntes, para continuar a baixar o nível de endividamento e criar espaço para ampliar os gastos de investimento. Isso também beneficiaria as contas de transações correntes da América Latina, cujos superávits tendem a declinar nos próximos anos em decorrência da estabilização dos preços das *commodities* num contexto de rápido crescimento das importações. Em segundo lugar, o ritmo acelerado de ampliação do crédito em diversos países exige maior rigor na supervisão regulatória e o reforço da capacidade de supervisão, um fato amplamente conhecido. Em terceiro lugar, considerando que a inflação começa a subir em muitos países, a política monetária tem que buscar um equilíbrio delicado entre a constante preocupação com a inflação e a perspectiva de declínio da demanda externa. Por último, a longo prazo, a região enfrenta o desafio de aumentar seus níveis de investimento e produtividade para aproximá-los dos níveis alcançados por outros países emergentes em rápido crescimento, a fim de sustentar a recente tendência de elevação do crescimento do PIB potencial.

I. A Economia Mundial e as Perspectivas para os Estados Unidos e o Canadá

Perspectivas mundiais

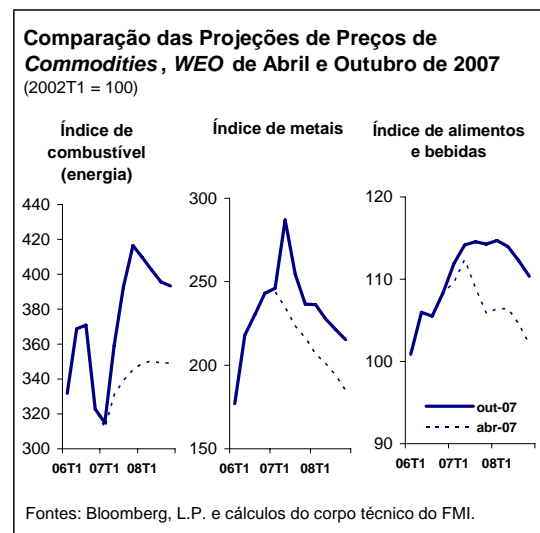
A economia mundial continua a crescer com vigor, embora a recente turbulência nos mercados financeiros tenha reduzido as perspectivas de crescimento para 2008 e aumentado os riscos de deterioração da conjuntura. Em vista da forte expansão verificada no primeiro semestre de 2007, o produto mundial deve crescer 5,2 por cento este ano e, em seguida, desacelerar para 4,8 por cento em 2008 (ver *World Economic Outlook – WEO* de outubro de 2007). Na medida em que surgem novas informações sobre fontes de debilidade financeira nas economias industrializadas, aumentam as incertezas quanto à trajetória futura da atividade econômica global.



A economia mundial tem-se respaldado numa forte expansão nos países emergentes, inclusive naqueles que se têm beneficiado da elevação dos preços das *commodities*. A Ásia emergente, em especial, atravessa uma fase de forte aceleração dos investimentos e da produção, liderada pela China e pela Índia, que devem crescer 10 por cento e 8,5 por cento, respectivamente, em 2008. O crescimento dos países

emergentes vem contrabalançando a expansão mais moderada dos países avançados. Nos Estados Unidos, o crescimento em 2008 deve ficar um pouco abaixo de 2 por cento, o que refletiria uma continuação da correção no mercado de imóveis residenciais e queda de confiança decorrente da recente turbulência financeira. A taxa de expansão deve moderar-se para 2,1 por cento na zona do euro, e para 1,7 por cento no Japão, dados o desaquecimento da demanda externa e condições de crédito mais restritivas. Em resposta a esses desdobramentos, a política monetária nos Estados Unidos tem sido afrouxada e o ciclo restritivo na zona do euro e no Japão foi interrompido.

A inflação está em queda nos países industrializados, mas o crescimento vigoroso e a alta dos preços dos alimentos e do petróleo têm pressionado os preços nas economias emergentes.



No caso dos países avançados como um todo, a expectativa é de que a inflação caia para 2 por cento em 2008, ao passo que, nos mercados em desenvolvimento e emergentes, os preços ao consumidor devem subir 5,3 por cento no ano que vem, após um aumento de quase 6 por cento em 2007. As projeções dos preços do petróleo

subjacentes ao *WEO* de outubro de 2007 foram revisadas para médias anuais de US\$68 em 2007 e US\$75 em 2008, e acredita-se que esses preços continuarão voláteis. Com base nas tendências dos mercados de futuros, os preços das *commodities* não petrolíferas (metais e produtos agrícolas) também devem permanecer elevados nos próximos anos. Já a alta dos preços dos alimentos reflete não apenas a vitalidade das economias de mercado emergentes, nas quais a rápida elevação da renda estimula o consumo, mas também a grande demanda por cereais causada pela expansão da produção de bio-combustíveis.

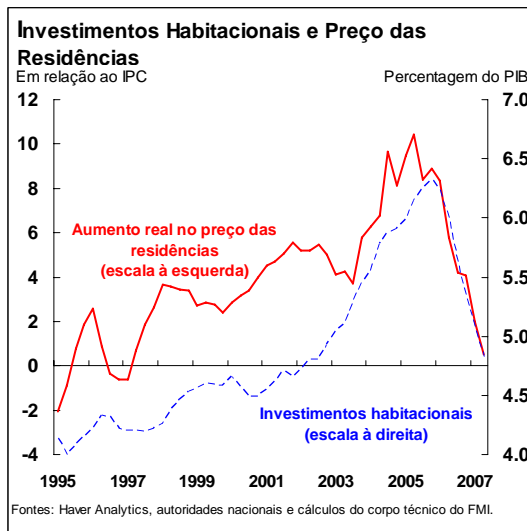
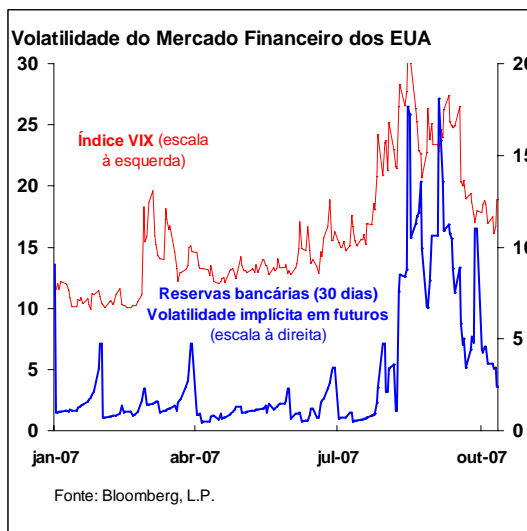
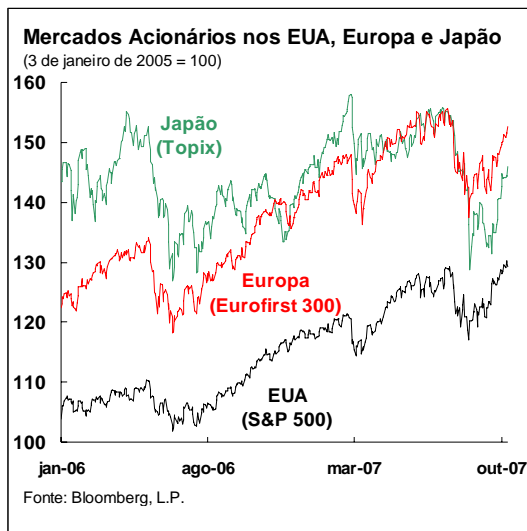
As crescentes preocupações relacionadas com a exposição ao mercado americano de crédito de alto risco (*subprime*) desencadearam a turbulência nos mercados financeiros mundiais em agosto, a qual se reverteu apenas parcialmente (Quadro 1). Embora os preços das ações tenham geralmente se recuperado após grandes quedas iniciais, os *spreads* nas taxas do mercado monetário de curto prazo e títulos de dívida têm-se mantido elevados, em que pesem as injeções de liquidez da parte dos principais bancos centrais. Os títulos de alto rendimento e *commercial papers* lastreados por ativos nos países industrializados têm sido mais afetados do que títulos de dívida de mercados emergentes.

Nesse contexto, o dólar continuou a se depreciar frente ao euro, ao dólar canadense e a uma variada gama de moedas, inclusive de países emergentes. Nestes, embora com variações entre países, pressões nos mercados de moeda estrangeira têm-se traduzido em diversos graus de valorização de taxas de câmbio, rápido acúmulo de reservas internacionais e forte crescimento do crédito interno.

Perspectivas para os Estados Unidos e o Canadá

Nos Estados Unidos, as projeções agora indicam recuo do crescimento para 1,9 por cento em 2007, significativamente abaixo do potencial de crescimento do país. Essa desaceleração resultaria,

em grande medida, de uma continuação do declínio no mercados de imóveis residenciais. Num contexto



Quadro 1. A Turbulência Recente no Mercado Financeiro: O Que Aconteceu e Por Quê?

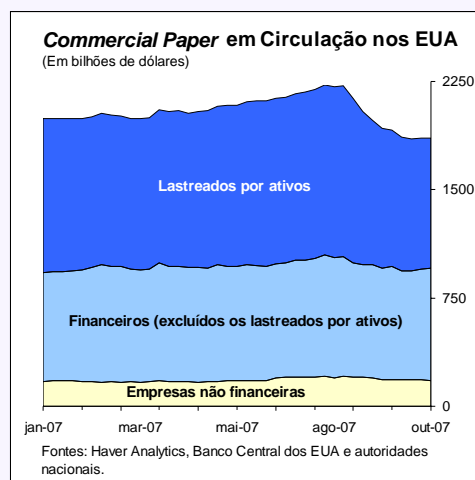
Os recentes problemas de liquidez do mercado financeiro remontam à busca por rendimentos mais altos durante a conjuntura de juros baixos em 2005-2006 e ao relaxamento das condições para a concessão de crédito, sobretudo no mercado americano de crédito imobiliário de alto risco (*subprime*). Como os investidores buscavam rendimentos mais elevados, os originadores americanos de créditos de alto risco foram fortemente estimulados a expandir a oferta de empréstimos. Enquanto muitas instituições estavam ansiosas por participar do aquecido mercado de imóveis residenciais, mas tomadores qualificados começavam a escassear, ocorreu um rápido afrouxamento nas normas de concessão de crédito — inclusive com a verificação inadequada da qualidade de crédito, aumento da relação risco/garantia e taxas de juros iniciais “atraentes” em hipotecas com taxas flutuantes — cujas conseqüências foram subestimadas pelas agências de classificação de risco e pelos órgãos de regulamentação. Com a desaceleração no mercado de imóveis residenciais dos EUA, a incidência de atrasos nos empréstimos *subprime* concedidos em 2005 e 2006 subiu rapidamente e o valor dos instrumentos lastreados por eles, particularmente sensíveis às condições de mercado, apresentou queda vertiginosa no início de 2007.

Embora alguns riscos tenham sido reconhecidos, a maior parte dos analistas esperava que a crise dos créditos *subprime* fosse contida, já que a securitização havia distribuído as perdas por todo o sistema financeiro. Como descrito em Kiff e Mills (2007), o peso da crise foi suportado inicialmente pelos próprios emprestadores que, muitas vezes, estavam obrigados contratualmente a recomprar empréstimos dos securitizadores em caso de inadimplência nos estágios iniciais do contrato e que, de qualquer forma, enfrentaram forte redução em suas perspectivas de negócios quando se tornou claro que o mercado de imóveis residenciais estava em retração. Muitos desses emprestadores saíram do mercado no início de 2007, com poucas conseqüências para o sistema bancário. Observaram-se sinais de preocupação em alguns fundos *hedge* e outros investidores com posições consideráveis em títulos lastreados por hipotecas de alto risco e em segmentos mais arriscados de obrigações de dívida garantidas (CDOs) baseadas em créditos *subprime*, inclusive subsidiárias do Bear Sterns, um grande banco de investimento americano.

Em agosto, entretanto, tornou-se claro que os sistemas bancários dos EUA e da Europa tinham exposição significativa — embora difícil de ser quantificada — às perdas nos empréstimos *subprime* por meio do mercado de *commercial papers* lastreados por ativos, o que levou a uma falta generalizada de confiança. A demora em detectar a localização das perdas relacionadas aos créditos de alto risco refletiu a complexidade de algumas estruturas através das quais os empréstimos *subprime* haviam sido colocados (particularmente em obrigações de dívida garantidas – CDOs), a baixa liquidez dos mercados afetados, que dificultou a determinação de preços de mercado, e a relutância das agências de classificação de risco em rebaixar a avaliação desses instrumentos. Entretanto, quando finalmente as agências de classificação de risco rebaixaram um grande número de títulos lastreados por ativos, tornou-se claro que muitos deles haviam sido adquiridos por subsidiárias extra balanço de instituições bancárias (“veículos”) com o uso de recursos de curto prazo captados por meio de *commercial papers* lastreados por ativos.

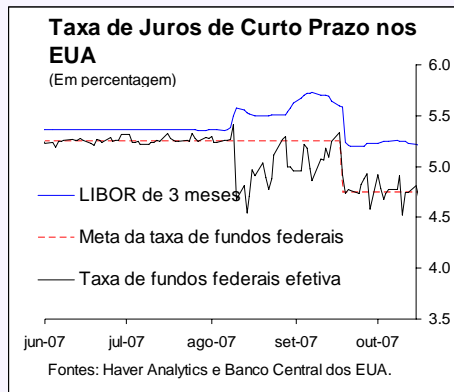
Constatando que os ativos de lastro não eram de boa qualidade, os emprestadores abandonaram esse mercado, desencadeando problemas generalizados de liquidez. Com o encolhimento do mercado de *commercial papers*, os bancos europeus e americanos foram forçados a estender linhas de crédito a esses veículos, aceitando em troca as garantias desvalorizadas.

Obs.: Este quadro foi elaborado por Tamim Bayoumi.



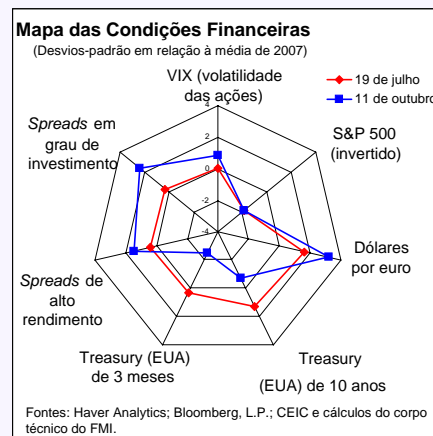
Quadro 1 (conclusão)

A incerteza em relação à qualidade dos balanços dos bancos daí resultante levou a um rápido aumento da aversão ao risco, e a “fuga para a qualidade” por parte dos investidores levou a uma queda dos rendimentos dos títulos públicos (especialmente os de curto prazo), enquanto os *spreads* sobre as dívidas de empresas classificadas como grau de investimento e, em particular, dos títulos privados de alta rentabilidade subiam rapidamente e os mercados acionários despencavam em todo o mundo. Dos dois lados do Atlântico, os mercados interbancários experimentaram sérios contratemplos, com recursos de um a seis meses praticamente inexistentes e fundos de prazo mais curto disponíveis apenas a custos muito elevados. Além disso, no Canadá, alguns bancos conseguiram evitar dar apoio a seus veículos, o que resultou numa paralisação de parte do mercado de *commercial papers*.



Os bancos centrais reagiram fornecendo liquidez a taxas punitivas. O Fed e, principalmente, o BCE, usaram operações de mercado aberto para injetar volumes substanciais de liquidez diretamente nos mercados. Para sustentar ainda mais a liquidez, o Fed também reduziu sua taxa de desconto (pela qual se dispõe a emprestar diretamente aos bancos a uma taxa punitiva, embora aceitando uma gama relativamente ampla de garantias), facilitou as condições de acesso e permitiu temporariamente aos bancos aumentarem os empréstimos a subsidiárias não bancárias além dos limites normalmente permitidos.

Entretanto, a liquidez nos mercados interbancários continuou baixa. Apesar da ampla oferta de recursos de curto prazo, os empréstimos interbancários com prazo de um a seis meses continuaram difíceis. Com a diminuição das preocupações em relação ao risco de contraparte, os bancos pareceram estar reforçando seu caixa em reação a: maior demanda por empréstimos, já que os tomadores ativaram linhas de crédito contingentes; dúvidas sobre as necessidades de caixa, já que os bancos comerciais enfrentaram a perspectiva de ter de honrar mais compromissos extra-balanco e os bancos de investimento a de atender a compromissos de empréstimos relacionados a compras alavancadas; e também por motivos mais especulativos, porque desejavam dispor de recursos para adquirir os ativos problemáticos que poderiam surgir no mercado.



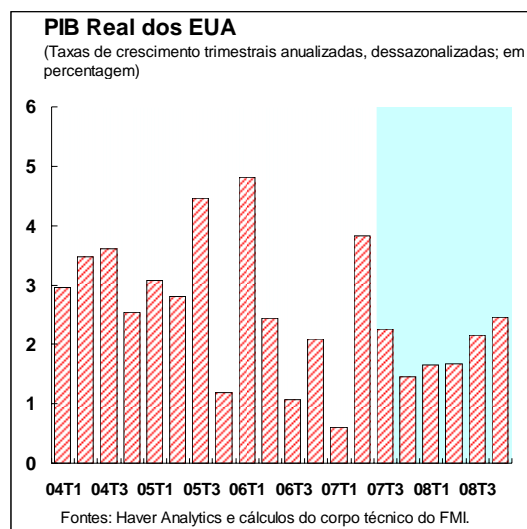
Em 18 de setembro, o Fed reagiu baixando em 0,50 ponto percentual a taxa dos fundos federais para ajudar a contrabalançar os efeitos macroeconômicos negativos. Entretanto, como a demanda dos bancos por caixa ainda continua elevada, as condições de financiamento nos mercados monetários continuam difíceis e talvez seja necessário algum tempo até que os mercados interbancários recuperem totalmente sua liquidez. No Canadá, a paralisação no mercado de *commercial papers* lastreados em ativos ainda precisa ser resolvida. De forma mais geral, aparentemente está ocorrendo um movimento global de redefinição do preço do risco, o que implica uma baixa probabilidade de que os *spreads* dos instrumentos de mais alto risco retornem aos níveis observados nos anos recentes, com conseqüências negativas para a atividade global. Em 15 de outubro, três grandes instituições financeiras — Citigroup, Bank of America e JPMorgan Chase — concordaram em estabelecer um fundo de cerca de US\$80 bilhões para ajudar a reativar o mercado de *commercial papers* lastreados em ativos, embora ainda seja cedo demais para avaliar o efeito dessa medida.

em que novas construções e aumentos dos preços de residências continuam a cair rapidamente, o acúmulo de estoques e de falências sugere que um baixo nível de investimento residencial deverá continuar a subtrair do crescimento em 2008. O crescimento do consumo declina também na medida em que a riqueza das famílias é afetada desfavoravelmente pela queda nos preços das residências, queda essa agravada pelo impacto de curto prazo das tensões no mercado financeiro sobre empréstimos e confiança. Entretanto, a demanda externa deve proporcionar um alívio já que a combinação de atividade doméstica mais lenta com sólido crescimento externo estimula as exportações líquidas.

O Federal Reserve reduziu as taxas de juros em meados de setembro para “ajudar a evitar alguns dos efeitos adversos sobre a economia que poderiam, de outra maneira, resultar das turbulências nos mercados financeiros.” A taxa de juros dos fundos federais vinha sendo mantida em um nível levemente restritivo de 5,25 por cento, não obstante a desaceleração do crescimento, permitindo que o núcleo da inflação se desacelerasse do nível desconfortavelmente alto de 2,5 por cento no início deste ano para 1,8 por cento em setembro. Como reação inicial à recente tensão nos mercados financeiros, o Fed injetou um volume significativo de liquidez nos mercados, esperando até a reunião do comitê federal de mercado aberto, programada para o dia 19 de setembro, para cortar a taxa dos fundos federais em 50 pontos-base. Embora as condições no mercado financeiro tenham melhorado recentemente, com os mercados de ações atingindo novos picos em outubro, as tensões no mercado monetário têm continuado, notadamente nos mercados interbancários de 1 a 6 meses. O Fed agirá da forma que for necessária para promover o crescimento econômico sustentável e a estabilidade dos preços, conforme observou recentemente o seu presidente, Ben Bernanke, e os mercados já estão tomando em consideração a

possibilidade de serem feitos mais cortes na taxa dos fundos federais nos próximos meses.

No cenário de referência, a redução do crescimento imposta pelo setor imobiliário deve ceder gradativamente em 2008, na medida em que a solidez dos fundamentos do mercado de trabalho dá respaldo ao consumo, apesar da diminuição da riqueza das famílias em virtude da queda dos preços residenciais. Em termos gerais,



o crescimento anualizado do PIB deve se recuperar, passando de 1,5 por cento no quarto trimestre de 2007 para pouco mais de 2,5 por cento no ano seguinte, o que manteria o crescimento ao longo de doze meses praticamente inalterado em 2008, em 1,9 por cento. As pressões sobre o núcleo da inflação devem continuar a baixar, atenuadas pelo alargamento do hiato do produto, por expectativas inflacionárias fortemente ancoradas e pela desaceleração do aumento dos preços das habitações.

O balanço de riscos que cerca as projeções de crescimento nos Estados Unidos tem viés negativo, por três motivos. Primeiro, não se pode descartar a hipótese de uma retração ainda mais profunda no setor imobiliário do que se prevê no momento, caso o número de mutuários inadimplentes cresça mais do que o esperado e os estoques elevados de imóveis à venda levem a uma correção ainda mais substancial dos

investimentos habitacionais, dos preços dos imóveis e da riqueza das famílias. Segundo, a atual turbulência no mercado financeiro pode resultar num período prolongado de forte aperto das condições financeiras, o que prejudicaria ainda mais o consumo e a expansão dos investimentos. Terceiro, existe o risco de que a recente desaceleração do crescimento da produtividade seja mais duradouro e de natureza mais estrutural do que se previa, o que, em face da expectativa de crescimento tendencial mais baixo, também reduziria o consumo e as despesas de investimento.

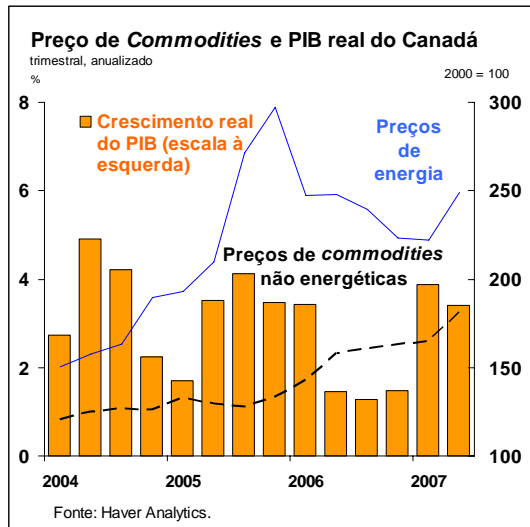
A taxas de câmbio inalteradas, o déficit em conta corrente provavelmente baixará mais, chegando a 5,75 por cento em 2007 e 5,5 por cento em 2008, apesar da continuação de altos preços do petróleo. Isso reflete, em grande medida, o impacto da desaceleração da demanda por importações e o déficit externo pode melhorar mais se se concretizarem os riscos negativos para a atividade econômica. Com relação ao financiamento, se os investidores estrangeiros mantiverem sua cautela recente quanto à compra de ativos norte-americanos, será então possível que o recente enfraquecimento do valor do dólar continue.

Em continuação da tendência de anos recentes, a evolução fiscal tem-se mantido favorável, com uma melhora de 0,75 por cento do PIB no déficit do governo federal no ano fiscal de 2007. Esse desempenho favorável reflete, principalmente, vigor do lado da receita, mas também execução de gastos a ritmo mais lento do que se esperava. O déficit deve aumentar modestamente no ano fiscal de 2008 (que se iniciou em outubro), na medida em que o vigor da receita perca impulso e o gasto se recupere. O principal desafio fiscal continua a ser a reforma de programas de transferência obrigatória (*entitlement programs*) insustentáveis, de preferência em conjunção com um objetivo fiscal mais restritivo de médio prazo, como por exemplo um orçamento equilibrado excluindo-se o superávit da seguridade social.

No Canadá, o crescimento tem mantido seu dinamismo, embora as projeções apontem uma certa desaceleração em 2008. A forte demanda interna e os ganhos substanciais nas relações de troca — com a alta dos preços das *commodities* — impulsionaram a economia, e a taxa de desemprego recuou para 6 por cento, o nível mais baixo em 33 anos. A desaceleração do crescimento nos EUA e as dificuldades nos mercados financeiros devem prejudicar a atividade econômica nos próximos anos, e a previsão é de redução do crescimento anual para 2,5 por cento em 2007 e 2,3 por cento em 2008. O balanço de riscos que cerca as projeções de crescimento para o Canadá no curto prazo também tem viés negativo, em virtude, sobretudo, da possibilidade de piora nas perspectivas da economia americana, mas também de incerteza quanto às condições financeiras internas e à valorização da moeda.

A diminuição da liquidez mundial prejudicou o mercado interbancário canadense, apesar do quadro regulatório e de práticas comerciais conservadores, que minimizaram o impacto inicial da volatilidade financeira sobre os balanços dos maiores bancos. Cerca de um terço do mercado de *commercial papers* lastreados por ativos — o equivalente a 2,5 por cento do PIB — foi paralisado em agosto, quando houve uma perda completa de liquidez. Caso essa paralisação não seja sanada rapidamente, o temor é que as condições de liquidez do mercado monetário se tornem ainda mais restritivas. Nesse contexto, as taxas de juros não foram alteradas no início de setembro, embora a atividade econômica ainda estivesse acima do seu potencial. No entanto, em vista das previsões de desaquecimento da demanda, acredita-se que a inflação volte ao ponto médio da faixa-meta de 1 a 3 por cento fixada pelo Banco do Canadá, após ter-se acelerado no fim de 2006 e início de 2007.

Os ganhos nas relações de troca ligados às *commodities* também fortaleceram o saldo da conta corrente externa, que deve atingir 1,8 por cento em 2007 e 1,2 por cento em 2008. Ao mesmo tempo, o dólar canadense, que é amplamente tido



como uma moeda-mercadoria, chegou à paridade com o dólar americano — seu nível mais elevado

em 30 anos. Em termos efetivos reais, o dólar canadense teve valorização de quase 45 por cento em relação ao seu nível mais baixo, registrado no início de 2002. Essa apreciação significativa reflete, em grande medida, a elevação dos preços das *commodities*. Entretanto, o fortalecimento recente — com apreciação de 5 pontos percentuais só nos últimos três meses — pode muito bem refletir o efeito do atual ambiente de fragilidade generalizada do dólar norte-americano. Em que pese o impacto negativo dessa valorização sobre a indústria, a economia canadense, como um todo, tem-se adaptado bem à força da sua moeda, pois a flexibilidade dos mercados de trabalho vem possibilitando ganhos em termos de emprego nos setores de serviços, construção e mineração, bem superiores às perdas da indústria.

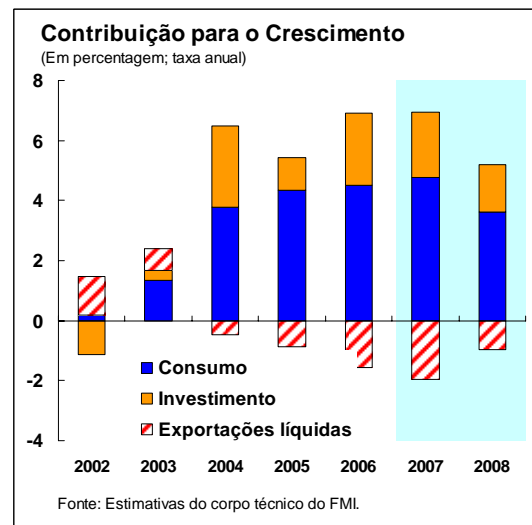
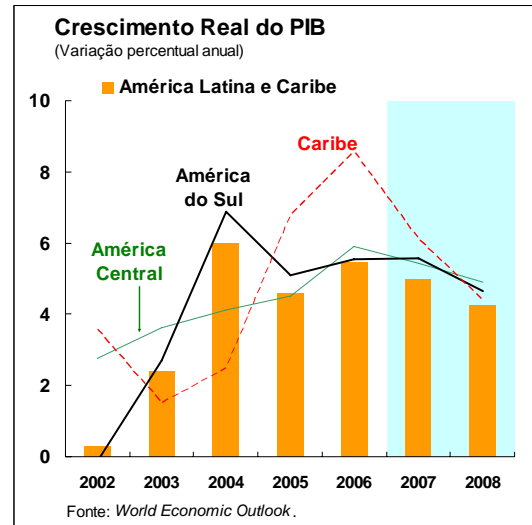
II. Perspectivas para a América Latina e o Caribe

Principais fatos e perspectivas

A região tem conseguido superar as turbulências recentes do mercado, e as perspectivas econômicas para 2007–08 continuam, em geral, bastante positivas. Todavia, os riscos de que o crescimento fique aquém do esperado aumentaram, e há alguns sinais de que as melhorias nos fundamentos que servem de base à robustez econômica da região podem vir a sofrer um retrocesso caso não se reforce a política econômica. Em muitos países, a inflação, que de maneira geral tem-se mantido baixa, começa a se elevar. Além do mais, as despesas públicas continuam em franca ascensão e as importações estão crescendo, o que provoca o declínio dos superávits fiscal e da conta corrente.

Entre os fatores cruciais para a sustentabilidade dessa expansão figuram a conjuntura externa, a solidez das posições fiscais estruturais, a resistência dos setores financeiros internos, e a contenção da inflação. Este capítulo faz um apanhado do trabalho analítico recente sobre essas questões, como pano de fundo para uma apresentação mais detalhada nos três capítulos seguintes.

A região da América Latina e do Caribe (ALC) continuou a exibir expansão vigorosa no primeiro semestre deste ano, após o sólido desempenho registrado em 2006 que foi, para alguns países, o melhor resultado em muito anos. A mudança nas condições globais a partir de meados deste ano provavelmente levará a um crescimento um tanto mais lento no próximo ano em relação à média projetada de 5 por cento para 2007. Entretanto, com base no cenário de referência para o crescimento mundial apresentado no WEO do FMI, espera-se que a expansão seja sólida, ao nível médio de 4,25 por cento em 2008 — o quinto ano consecutivo com crescimento acima de 4 por cento. Espera-se que países com vínculos mais fortes com os Estados Unidos (tais como o México e os da América Central) sejam mais afetados pela desaceleração prevista para a economia norteamericana.



A atividade econômica recuperou terreno em diversos países cujo desempenho havia sido relativamente moderado no ano passado, particularmente no Brasil, onde o crescimento anual atingiu 5,5 por cento no segundo trimestre. Na maioria dos outros países, a expansão permaneceu vigorosa, continuando a registrar níveis históricos em alguns casos. Os preços das *commodities* continuaram em alta, apesar da turbulência nos mercados financeiros no meio do ano, o que favoreceu a atividade econômica nos países exportadores de *commodities*, como o Peru e a Bolívia. Na Colômbia e no Uruguai, o principal motor do

crescimento foi a demanda interna, mas ambos também se beneficiaram do vigor das exportações. A boa safra de 2007 ajudou a impulsionar o produto na Argentina e no Paraguai. Daqui para diante, espera-se uma moderação da taxa de crescimento no ano que vem na maioria dos países, relativamente a 2007, como reflexo da conjuntura externa e, em alguns casos, gargalos de oferta. O crescimento em 2008 está projetado no intervalo de 3 a 4 por cento no México, Equador e Uruguai; entre 4 e 5 por cento no Brasil, Chile, Colômbia e Paraguai; e entre 5,5 e 6 por cento na Argentina, Bolívia, Peru e Venezuela.

O crescimento da América Central também manteve-se forte no primeiro semestre de 2007. Embora a desaceleração nos Estados Unidos, o maior parceiro comercial da região, deva produzir um efeito negativo significativo, prevê-se que o produto cresça a uma média de um pouco menos de 5 por cento em 2008. A estabilidade macroeconômica e política, juntamente com a implementação do Acordo de Livre Comércio da América Central-República Dominicana (CAFTA-DR) — que, após o referendo realizado na Costa Rica em

Crescimento do produto (Em percentagem, taxa anual)					
	1995- 2004 Média	2005	2006	2007 Proj.	2008 Proj.
América Central 1/	3.7	4.5	5.9	5.4	4.9
Costa Rica	4.3	5.9	8.2	6.0	5.0
El Salvador	3.0	3.1	4.2	4.2	3.8
Guatemala	3.4	3.5	4.9	4.8	4.3
Honduras	3.3	4.1	6.0	5.4	3.4
Nicarágua	4.3	4.4	3.7	4.2	4.7
Panamá	4.4	6.9	8.1	8.5	8.8

Fontes: *World Economic Outlook*.
1/ Ponderados pelo PIB (PPC)

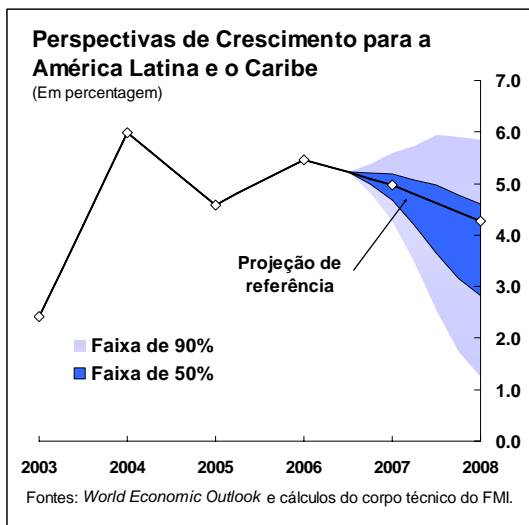
outubro, passou a ser ratificado por todos os países centro-americanos — estão estimulando o investimento e a expansão das exportações não tradicionais na região. Novos aumentos das remessas (embora a um ritmo mais lento recentemente; ver Capítulo 3) incentivaram o consumo. A expansão econômica tem sido especialmente vigorosa na Costa Rica e no Panamá.

Na maior parte do Caribe, o crescimento também tem sido robusto e deverá permanecer sólido em termos históricos, a despeito de uma certa desaceleração desde 2006. A expectativa é que Trinidad e Tobago continue sua expansão a um ritmo mais sustentado (em torno de 6 por cento), em virtude do surgimento de restrições de capacidade após vários anos de crescimento acelerado. Na República Dominicana, onde o crescimento tem se apoiado no consumo e nos investimentos relacionados ao turismo, a expectativa é de desaceleração, para 8 por cento em 2007 e entre 4,5 por cento e 5,5 por cento em 2008. As projeções para a União Monetária do Caribe Oriental (ECCU) são de crescimento em torno de 3,5 por cento em 2007–08, enquanto a taxa de crescimento da Guiana mantém-se em 5 por cento, em comparação a uma fase de crescimento desprezível durante 2002–05.

Os recentes desastres naturais causaram grande sofrimento, mas é provável que seus efeitos econômicos sejam limitados, com a possível exceção de alguns países caribenhos. No Peru, estimativas preliminares indicam que o impacto do terremoto de agosto de 2007 tenha causado prejuízos da ordem de 0,3 por cento a 0,5 por cento do PIB. Na Nicarágua, um furacão causou grandes perturbações no nordeste do país, uma área esparsamente povoada, mas seu impacto econômico agregado parece ter sido contido até o momento. O furacão Dean, porém, atingiu duramente diversos países do leste caribenho, especialmente Dominica, que sofreu danos estimados em, no mínimo, 15 por cento do PIB. Na Jamaica, os efeitos do furacão estão reduzindo o ritmo de produção e elevando a inflação dos preços dos alimentos.

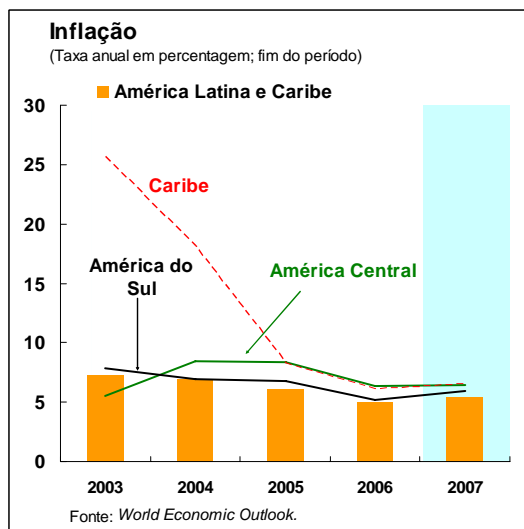
Embora a recente turbulência financeira tenha provocado um recuo pequeno nas perspectivas de crescimento da região, ela elevou consideravelmente os riscos de deterioração da conjuntura. A principal fonte de risco macroeconômico para a região — discutida em mais detalhes no Capítulo 3 — decorre da

desaceleração do crescimento externo, da possibilidade de aumento da restritividade nos mercados de crédito americano e mundial e do possível impacto negativo do enfraquecimento da demanda global sobre os preços das *commodities*. Em alguns países, como Argentina,

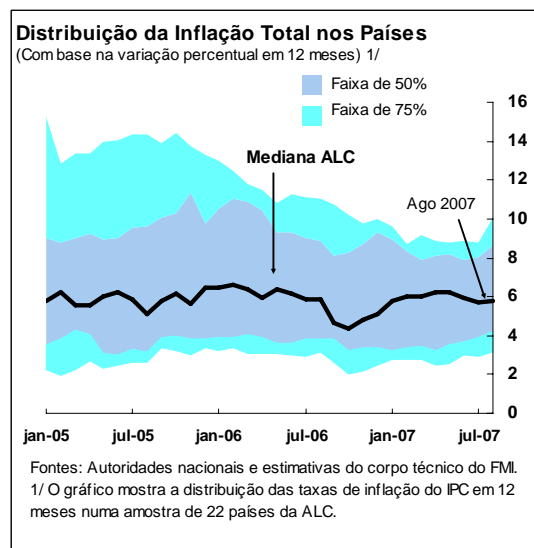


Honduras e Nicarágua, a escassez de energia também poderá ameaçar as perspectivas de crescimento. No tocante às previsões mais otimistas, o ritmo de expansão da demanda interna poderá ser mais acelerado do que o previsto. O gráfico relativo às perspectivas de crescimento da região, baseado na análise do Capítulo 3, resume os riscos para as perspectivas da região. Ainda é grande a possibilidade de que o crescimento seja consideravelmente menor do que o atualmente projetado. No entanto, ainda é pouquíssimo provável que a região entre em recessão plena (com queda do crescimento médio anual para 1 por cento ou menos).

A *inflação* continua baixa pelos padrões históricos. Em muitos países, porém, após a região como um todo ter registrado níveis de inflação historicamente baixos em 2006, tem-se verificado um aumento progressivo. Isso reflete não só a expansão cíclica na região mas também, em muitos países, o impacto de um aumento global dos preços dos alimentos (ver Capítulo 1 do *World Economic Outlook* de outubro de 2007). Em alguns países, pouca flexibilidade



para apreciação das taxas de câmbio nominais limitou os efeitos deflacionários que poderiam ter operado através dessa via.



Na Colômbia e no Uruguai, a inflação aumentou num contexto de crescimento vigoroso, e está próxima ou acima do limite máximo das metas dos bancos centrais. No Chile, México e Peru, a inflação permanece sob controle, mas os preços dos alimentos fizeram-na ultrapassar as metas dos bancos centrais. A inflação também vem se acelerando em alguns países da América Central e do Caribe, permanece elevada na Argentina, atingiu dois dígitos na Bolívia recentemente

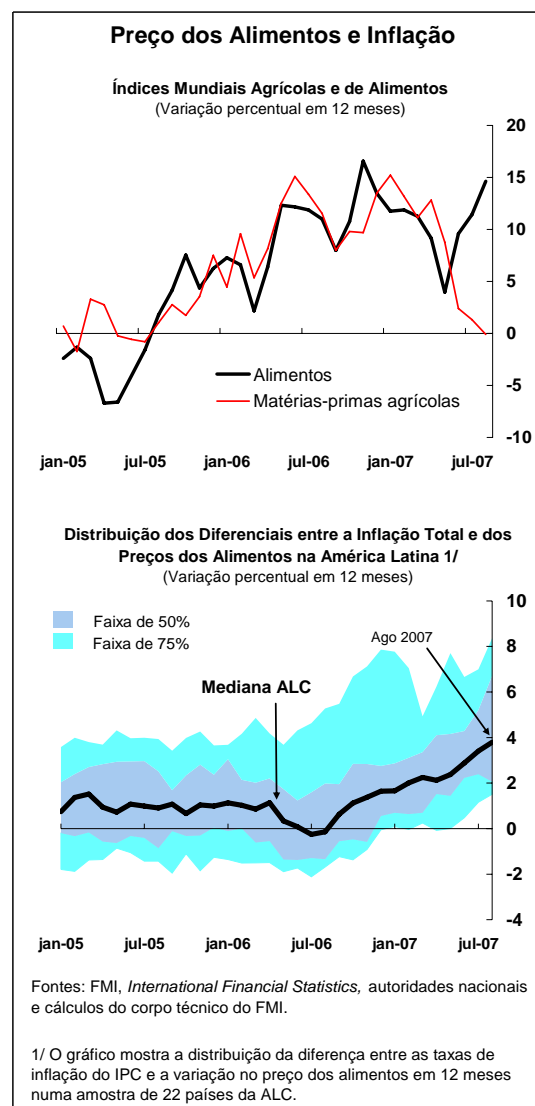
(medida como a variação em 12 meses) e manteve-se na faixa de dois dígitos na Venezuela, a despeito do alívio de certas restrições da oferta por intermédio das importações. No Brasil, a inflação continua abaixo do ponto médio da faixa-meta, mas também subiu recentemente.

Inflação (Em percentagem, fim do período) 1/				
	1995- 2004 Média	2005	2006	2007 Proj.
América do Norte 2/	3.3	3.3	2.6	3.3
Estados Unidos	2.5	3.4	2.5	3.3
Canadá	1.9	2.2	1.3	2.6
México	15.5	3.3	4.1	3.6
América do Sul 2/	9.5	6.8	5.2	6.0
Argentina	4.9	12.3	9.8	10.0
Bolívia	5.0	4.9	5.0	10.4
Brasil	7.3	5.7	3.1	4.0
Chile	4.2	3.7	2.6	5.5
Colômbia	12.0	4.9	4.5	5.0
Equador	31.4	3.1	2.9	2.3
Paraguai	8.9	9.9	12.5	5.0
Peru	4.9	1.5	1.1	2.7
Uruguai	14.0	4.9	6.4	8.3
Venezuela	35.1	14.4	17.0	17.0
América Central 2/	7.8	8.4	6.3	6.5
Costa Rica	12.4	14.1	9.4	9.0
El Salvador	4.0	4.3	4.9	4.0
Guatemala	7.4	8.6	5.8	6.0
Honduras	13.4	7.7	5.3	8.0
Nicarágua	8.5	9.6	9.5	7.3
Panamá	0.9	3.4	2.2	4.4
Caribe 2/	11.0	8.3	6.1	6.5
América Latina e Caribe 2/	10.6	6.1	5.0	5.4

Fontes: *World Economic Outlook*.
 1/ Taxas do fim do período, ou seja, de dezembro a dezembro. Essas taxas podem diferir das taxas médias de inflação do período citadas no *World Economic Outlook*, embora se baseiem em projeções subjacentes idênticas nos dois casos.
 2/ Ponderados pelo PIB (PPC)

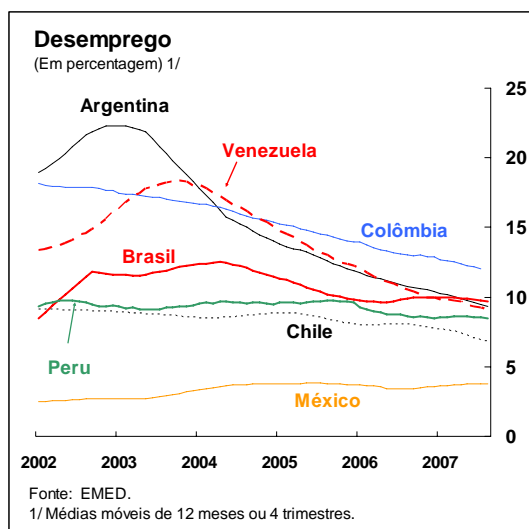
A alta dos preços dos alimentos verificada desde meados de 2006 contribuiu para as pressões inflacionárias em muitos países, com o diferencial médio entre o aumento nos preços dos alimentos em 12 meses e a inflação total atingindo 3,75 por cento em agosto de 2007. O efeito foi sentido tanto nos países grandes (sobretudo Brasil, Chile, Colômbia e México) quanto em países menores da América Central e

do Caribe. A reação de alguns governos foi tomar medidas diretas para conter as pressões sobre os preços dos alimentos. Em países como



Guiana, México e Uruguai, por exemplo, incentivou-se a concorrência através da liberalização mais ampla das importações. Outras medidas adotadas foram a redução da alíquota do IVA (Venezuela), a introdução de isenções temporárias do IVA (Uruguai) e a proibição da exportação de alguns produtos alimentícios (Argentina). O governo mexicano também manteve negociações com o setor privado para limitar os aumentos de preços de diversos gêneros de primeira necessidade.

Outros fatores a impulsionar a inflação foram as pressões sobre a demanda agregada e a eliminação dos hiatos do produto (Quadro 2). O rápido crescimento das importações também indica que, em muitos países, a demanda interna cresce a um ritmo mais intenso que a capacidade de produção. Outra indicação de que as restrições de curto prazo da oferta começam a se enraizar vem das taxas de desemprego. Estas, nos últimos anos, apresentaram declínio constante. No entanto, o ritmo desse declínio tornou-se menos acentuado recentemente, um indício de que o desemprego hoje pode refletir gargalos estruturais (ver Quadro 9 do *Regional Economic Outlook: Western Hemisphere* de novembro de 2006, a partir deste ponto *Regional Economic Outlook*).



Evolução do setor financeiro

A recente turbulência financeira global teve lugar em meio a um cenário de crescimento robusto das atividades do setor financeiro da região. Há vários anos, o crédito ao setor privado da América Latina vem crescendo a um ritmo intenso. Os mercados locais de ações e de títulos de dívida em geral têm apresentado aumento dos preços e dos volumes negociados e, em alguns países, o desenvolvimento dos mercados de derivativos e da securitização tem sido significativo.

Durante a turbulência mundial de julho e agosto, também se observaram correções em

toda a América Latina, as quais tenderam a ser maiores nos países que haviam registrado ganhos elevados nos mercados recentemente:

- Os preços das ações, que haviam atingido um pico no fim de julho, sofreram quedas entre 10 por cento e 28 por cento em toda a região. As quedas foram mais acentuadas no Brasil, Argentina, Colômbia, México, Chile e Peru. Todavia, os preços se recuperaram desde então e, em vários países, já ultrapassaram os níveis verificados antes da turbulência.
- Da mesma forma, ainda que a maior parte das moedas tenham-se desvalorizado inicialmente (entre 1 e 14 por cento nas maiores economias), elas já voltaram à tendência de apreciação.
- Os preços dos títulos locais caíram e os *spreads* soberanos aumentaram, ainda que, na maioria dos casos, o efeito tenha sido muito menor do que o das crises na década de 1990 e no início desta década. No Brasil, Chile, Colômbia, México e Peru, por exemplo, os *spreads* soberanos dilataram-se por menos de 100 pontos-base entre meados de julho e o pico da turbulência, e, em meados de outubro, já haviam recuado para níveis menos de 30 pontos-base acima dos de julho.
- Ao contrário das economias industrializadas, cuja exposição direta ao risco do mercado imobiliário americano era maior e que sofreram perda de liquidez nos mercados monetários, a maioria dos países da região não enfrentou problemas de liquidez nos mercados locais.

Antes da turbulência nos mercados mundiais, o crédito ao setor privado estava em franca expansão. Essa tendência deve se manter,

Quadro 2. A Posição Cíclica da América Latina

Desde 2004, a América Latina vem crescendo a um ritmo (acima de 5 por cento ao ano) visto pela última vez na década de 1970, o que tem ajudado a reduzir o nível de desemprego de forma significativa em vários países. A atividade econômica tem sido robusta em toda a região e os fundamentos econômicos apontam para a manutenção desse vigor nos próximos anos. Entretanto, ainda que o crescimento tenha sido generalizado, o comportamento da inflação tem variado de maneira acentuada. Por exemplo, na Argentina e na Venezuela, as taxas de inflação atingiram dois dígitos, enquanto no Brasil, embora em ascensão, elas se mantiveram abaixo das metas do banco central. Isso indica a possível existência de excesso de demanda em alguns países mas não em todos.

Este quadro apresenta estimativas da posição cíclica dos países da América Latina — o hiato do produto, um indicador amplamente utilizado que representa a diferença entre a produção efetiva e sua posição ciclicamente neutra — e lança alguma luz sobre o grau de excesso de demanda na região. Estimativas da posição cíclica da região ajudam a compreender as pressões inflacionárias e também proporcionam subsídios para cálculos de posições fiscais estruturais (ver Capítulo 4).

Avaliação do hiato do produto

O hiato do produto é definido como a diferença entre o produto efetivo (Y) e o produto potencial (Y^*), apresentada como uma proporção deste último $[(Y-Y^*)/Y^*]$. O conceito de produto potencial deve ser entendido como o nível de produção no qual a economia estaria em uma posição ciclicamente neutra. Embora não seja observável diretamente, o produto potencial de uma economia pode ser estimado por meio de diversas metodologias.

Um método geralmente utilizado consiste na aplicação de um filtro estatístico a uma série do produto para separar movimentos tendenciais de variações cíclicas. Econometristas desenvolveram diversos procedimentos para separar esses dois componentes e aqui utilizamos vários deles. Os filtros utilizados são os propostos por Hodrick e Prescott (1997), Baxter e King (1999), Christiano e Fitzgerald (2003) e a abordagem de domínio da frequência de Ouliaris e Corbae (2002 e 2006).

Um método alternativo bastante conhecido utiliza a estrutura da função de produção para estimar o produto potencial. Primeiramente, deduz-se do produto (com o uso de ponderações estimadas para cada fator) a contribuição dos insumos observáveis para o processo de produção — capital e mão-de-obra — a fim de obter um indicador da produtividade total dos fatores. A seguir, utiliza-se um filtro estatístico, como os propostos pelos autores acima mencionados, para separar movimentos tendenciais de variações cíclicas no capital, na mão-de-obra e na produtividade total dos fatores. A série do produto potencial é obtida utilizando-se uma média ponderada da série filtrada de insumos de produção.¹

Observação: Este quadro foi elaborado por Marcello Estevão, Maria Lucia Guerra e Jeromin Zettelmeyer.

¹ O cálculo supõe retornos constantes de escala e pode ser formulado como $\ln(\text{PTF}) = \ln(Y) - \alpha * \ln(K) - (1-\alpha) * \ln(L)$, onde PTF, Y , K e L representam a produtividade total dos fatores, o produto, o estoque de capital e o emprego. O parâmetro α apresenta certa variação entre os países e, salvo estimativas fornecidas por um estudo específico ou pelas autoridades do país, foram utilizadas aproximações com base na participação da renda do trabalho no valor agregado total, um método desenvolvido por Solow (1957).

Os resultados das duas abordagens tendem a ser semelhantes já que, em última análise, os filtros estatísticos são usados para separar as flutuações cíclicas, diretamente na série do produto ou na série de insumos. Entretanto, podem ocorrer pequenas variações que dependerão das estimativas relativas de tendência de cada insumo de produção. Além disso, a abordagem por função de produção pode ser ampliada para incluir um desdobramento mais detalhado dos insumos em variáveis altamente influenciáveis por decisões de política econômica (por exemplo, utilização de capital, taxa de desemprego e participação da força de trabalho).

Quadro 2 (conclusão)

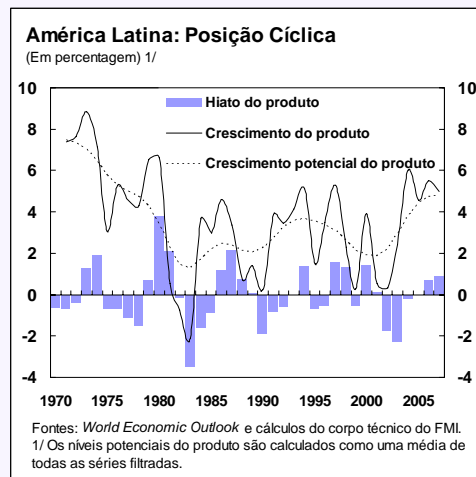
A posição cíclica da América Latina

Usando-se o primeiro método, são aplicados filtros estatísticos aos dados anuais de todos os países da América Latina, de 1970 a 2010, com base nas projeções dos técnicos do FMI para o período de 2007 a 2010 apresentadas no *World Economic Outlook* de outubro de 2007. A inclusão dessas observações ajuda a atenuar o problema de final de amostra presente em diversos dos filtros estatísticos aqui utilizados.

São obtidos, então, dois indicadores do hiato do produto: um pela agregação das informações em nível de país e outro pela aplicação dos filtros diretamente à série de produto agregado da América Latina. Já que ambas as séries apresentam propriedades cíclicas semelhantes, a figura mostra apenas essa última abordagem. O indicador do hiato do produto mostra os vales (por exemplo, nas crises da dívida de 1982–1984 e de 1994) e picos esperados. Com o uso das estimativas dos técnicos para 2007, os dados indicam que a América Latina como um todo apresenta agora um hiato do produto ligeiramente positivo e uma taxa potencial de crescimento de cerca de 4,7 por cento.

Essa informação agregada mascara uma heterogeneidade importante entre os países da região. Entre as maiores economias da América Latina, a Argentina e a Venezuela apresentam hiatos do produto positivos mais acentuados, confirmando a percepção, obtida a partir das pressões inflacionárias, de que vêm enfrentando excessos de demanda significativos. Os hiatos do produto também são positivos na Colômbia e, em algumas estimativas, no México e no Peru. Estima-se que as economias brasileira e chilena estejam em posições ciclicamente neutras em 2006/07.

A abordagem por função de produção só pôde ser aplicada a um grupo selecionado de países com dados prontamente disponíveis. Além disso, as estimativas resultantes apresentam o problema do fim de período, comum em algumas técnicas de filtragem, já que não estão disponíveis projeções de insumos de produção. Não obstante, as estimativas do hiato do produto feitas com o uso dessa abordagem tendem a exibir as mesmas propriedades cíclicas que o primeiro conjunto de estimativas discutido acima. Uma diferença importante entre os dois conjuntos de resultados é que o hiato do produto é mais positivo na Argentina e negativo no Brasil e no Chile, apesar do hiato estar se fechando nestes dois países.²



Hiato do Produto de Países Selecionados da AL, 2006–07

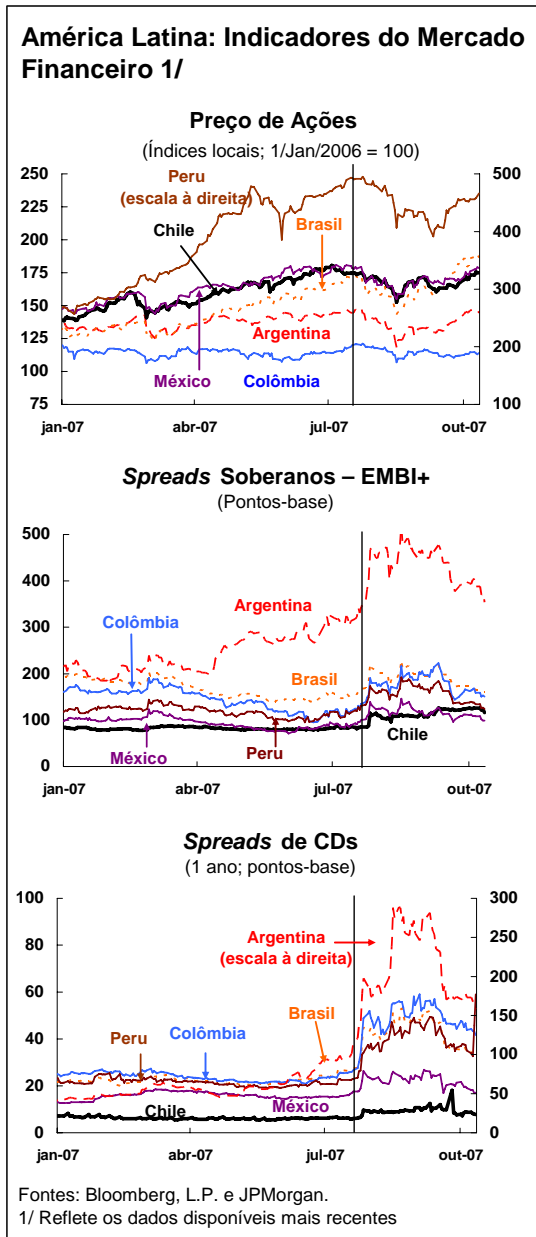
(Em porcentagem do produto potencial)

País	Ano	Método de estimação do produto potencial 1/			Abordagem da função de produção 2/
		HP	BK	OC	
Jamaica	2006	0.3	-0.5	0.9	-0.9
	2007	-0.1	-0.2	0.8	...
Costa Rica	2006	1.2	0.8	1.4	1.2
	2007	1.2	0.9	1.0	...
Argentina	2006	2.5	1.2	2.7	...
	2007	2.8	1.8	2.3	...
Brasil	2006	-0.1	-0.4	0.0	-1.7
	2007	0.3	0.0	0.4	-1.1
Chile	2006	-0.2	-0.3	0.9	-1.1
	2007	0.4	-0.1	-0.1	-0.3
Colômbia	2006	0.6	0.6	0.4	1.0
	2007	1.5	0.8	1.0	1.5
México	2006	0.8	0.4	2.8	...
	2007	0.3	0.2	2.6	...
Peru	2006	0.8	0.9	-0.7	0.0
	2007	1.2	0.8	-1.0	0.5
Venezuela	2006	3.4	3.8	2.9	...
	2007	3.5	3.7	2.1	...

1/ Filtros estatísticos aplicados diretamente aos dados do produto. Amostra: dados anuais 1970–2010. A tabela apresenta um subconjunto de todos os filtros estimados. Abreviações: HP = Hodrick-Prescott, BK = Baxter-King e OC=Ouliaris-Corbae. HP fixa lambda em 6,25.

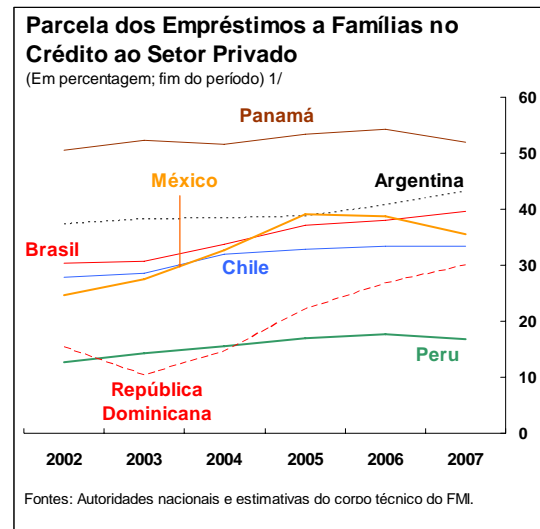
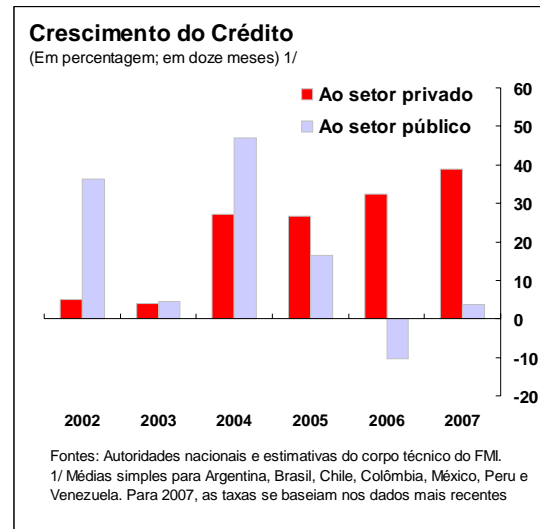
2/ Filtros aplicados à série de insumos (capital, mão-de-obra e produtividade total de fatores), que são então agregados segundo a ponderação de cada um deles na função de produção.

² Uma terceira abordagem está sendo desenvolvida por técnicos do FMI. Ela consiste em derivar o tamanho do hiato do produto através do uso de um pequeno modelo nekeynesiano de economia aberta, com equações para a curva de Phillips, demanda agregada, paridade descoberta de juros e uma regra de taxa de juros, conforme discutido em Berg, Karam e Laxton (2006). O modelo é estimado com o uso de técnicas bayesianas e uma especificação de componentes não observados para identificar o hiato do produto, partindo-se do pressuposto de que o produto potencial é o nível de produção consistente com inflação estável. A aplicação do modelo ao México mostra uma redução da inércia inflacionária nos anos recentes, um grau moderado de repasse da desvalorização cambial à inflação e uma reação lenta da taxa de juros ao ciclo. De forma geral, as estimativas do modelo refletem bastante bem o episódio recente de desinflação no país e sugerem que a economia mexicana estava produzindo em seu nível potencial no início de 2007, um resultado consistente com a maioria dos filtros estatísticos aqui utilizados.



embora a um ritmo um pouco mais lento, uma vez que a política monetária se tornou mais restritiva em muitos países e as condições nos mercados de crédito mundial ficaram menos favoráveis. No primeiro semestre de 2007, o crédito apresentava um crescimento anual médio de quase 40 por cento nos sete maiores países da América Latina e de mais de 20 por cento na região como um todo. O forte aumento dos empréstimos ao setor privado a partir de 2004 tem sido impulsionado principalmente pelo crédito ao consumidor, que hoje representa cerca de 40 por cento do crédito

do setor privado. Mais recentemente, o crédito empresarial tem se acelerado e, em diversos países, talvez já supere o crédito ao consumidor. O crédito ao setor público, em contrapartida, voltou a recuar, o que reflete a melhoria das

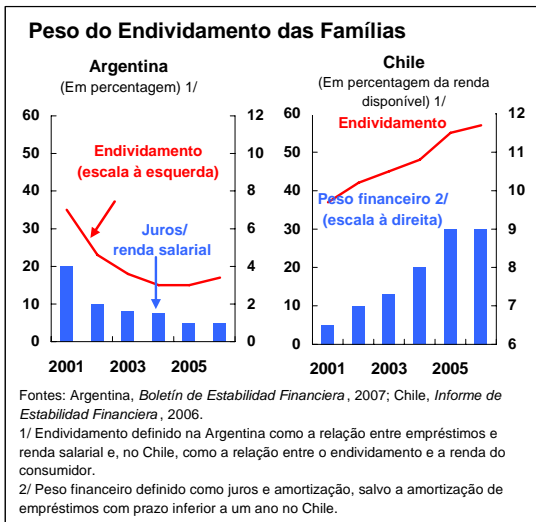
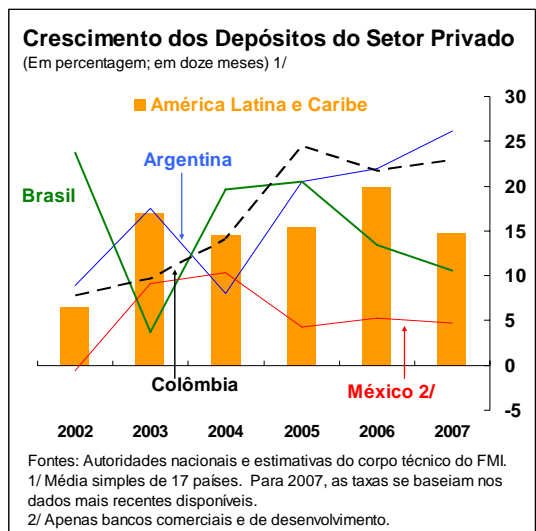


posições fiscais. Em grande medida, a expansão do crédito na região tem sido custeada pelo crescimento vigoroso dos depósitos privados locais. Em países como o Panamá, Costa Rica e Chile, o financiamento externo através de escritórios locais de bancos internacionais também foi relevante, mas os passivos estrangeiros em geral representam uma parcela pequena e declinante do total do passivo do sistema bancário.

Créditos Internacionais ao Setor Bancário Interno de Bancos Listados pelo BIS

	Em bilhões de dólares		Em percentagem do passivo total	
	2002	2006	2002	2006
América Latina	30.1	52.1	6.2	4.8
Argentina	2.6	1.9	5.1	2.6
Brasil	9.9	21.7	3.5	2.6
Chile	3.1	6.8	6.5	6.5
Colômbia	1.2	1.8	5.6	3.8
Costa Rica	0.8	1.1	9.6	7.7
México	5.5	9.4	2.5	1.6
Panamá	1.7	3.1	8.1	10.4
Peru	2.0	1.0	8.7	3.3
Uruguai	0.4	0.6	3.7	4.5
Venezuela 1/	0.7	1.7	4.5	3.9

Fontes: Banco de Pagamentos Internacionais (BIS) e FMI, *International Financial Statistics*.
1/ Dados de 2006 para a Venezuela são do mês de junho.



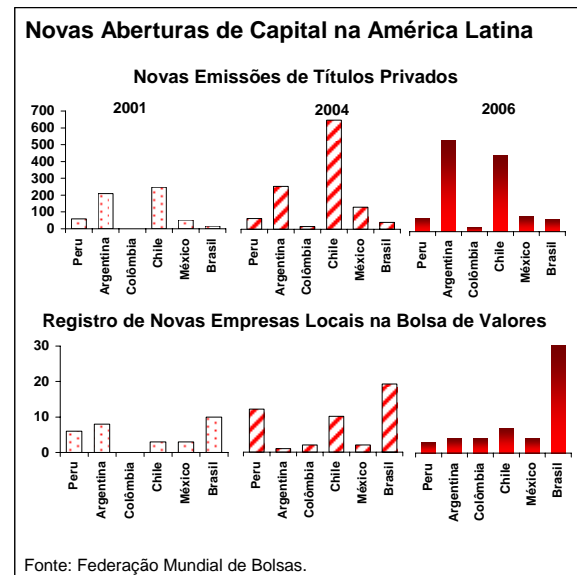
Neste momento, não parece haver sinais claros de aumento das vulnerabilidades em virtude da expansão do crédito ao setor privado. Embora a taxa de adequação do capital tenha declinado

levemente em 2006-07, o coeficiente de empréstimos improdutivos continuou a cair, enquanto aumentavam as provisões e a lucratividade. Na Argentina e no Chile, que mantêm dados sobre o peso da dívida das famílias, o nível de endividamento encontra-se numa faixa razoável. No México, o setor das famílias apresenta uma posição financeira líquida positiva, ao redor de 23 por cento do PIB, em contraste à posição líquida quase negativa durante a crise de 1995 (Guerra de Luna e Serrano Bandala, 2007). Finalmente, uma

Indicadores de Solidez Financeira na América Latina
(Em percentagem) 1/

	2002	2003	2004	2005	2006	2007 2/
Índice de créditos duvidosos 3/	10.5	8.7	5.2	3.8	2.9	3.1
Provisão para créditos duvidosos	92.0	101.1	114.1	125.0	137.0	129.4
Retorno sobre ativos	-0.4	1.2	1.6	1.8	1.9	2.0
Retorno sobre patrimônio líquido	3.7	10.2	15.4	18.6	21.2	21.5
Índice de adequação do capital 4/	15.3	15.8	16.2	15.4	14.9	15.2
Índice de ativos líquidos	24.1	26.7	28.2	26.4	25.0	26.4

Fonte: FMI (2007a).
1/ Médias simples. Amostra fixa de países ao longo do tempo para cada indicador. A quantidade de países varia segundo o indicador.
2/ Dados disponíveis mais recentes.
3/ Créditos duvidosos como parcela do total de créditos.
4/ Reservas obrigatórias de capital/ativos ponderados pelo risco.



nova análise empírica buscando distinguir as expansões excessivas de crédito com base em critérios amplamente utilizados corroboram a opinião de que, até o momento, o crescimento do crédito parece estar associado, em grande medida, à melhoria dos fundamentos econômicos (Capítulo 5). Porém, os indicadores prudenciais são, naturalmente, retrospectivos e, na maioria dos países, os dados sobre a dívida das famílias são limitados. Além do mais, dados

agregados podem esconder vulnerabilidades crescentes em instituições financeiras que relaxaram os critérios para a oferta de crédito visando obter uma expansão rápida de suas atividades. Logo, o ritmo acelerado de crescimento do nível de crédito em alguns países merece ser acompanhado com cautela.

Em muitos países da região, a intermediação financeira continua abaixo dos níveis encontrados em outros países emergentes. Contudo, o volume transacionado e o número de emissões de ações e títulos privados, além do valor das operações, aumentaram recentemente nos principais mercados. As atividades de derivativos cambiais e de juros continuam a se expandir nos maiores mercados locais, e o volume total de operações nos mercados latino-americanos foi de US\$16 bilhões no primeiro semestre de 2006, contra US\$4 bilhões em 1999 (JPMorgan, 2007).

Evolução externa

A despeito das relações de troca em geral favoráveis e do melhor desempenho das exportações, o superávit em conta corrente da região vem recuando em função do forte crescimento das importações. Não obstante os episódios recentes de entrada de recursos de carteira em alguns países, a principal fonte de capital estrangeiro continua a ser o investimento estrangeiro direto.

No tocante ao superávit em conta corrente, a expectativa para 2007–08 é de contração significativa, após alcançar um nível sem precedentes no ano passado. O forte crescimento do volume de importações, principalmente na Argentina, Brasil, Colômbia e Venezuela, já ultrapassa em muito o ritmo de crescimento das exportações. Além disso, já não há expectativa de que a defasagem entre o crescimento do volume das importações e das exportações seja compensada pelas melhorias nas relações de troca. Os preços das *commodities* relacionadas aos combustíveis, metais e produtos agrícolas parecem ter-se estabilizado em níveis elevados, e devem permanecer

praticamente inalterados em 2007, em média, antes de entrar em ligeiro declínio em 2008.

Saldo em transações correntes (Em percentagem do PIB)					
	1995- 2004 Média	2005	2006	2007 Proj.	2008 Proj.
América do Norte 1/	-3.0	-5.1	-5.2	-4.8	-4.7
Estados Unidos	-3.3	-6.1	-6.2	-5.7	-5.5
Canadá	0.8	2.0	1.6	1.8	1.2
México	-2.1	-0.6	-0.3	-0.7	-1.1
América do Sul 1/	-2.1	1.3	1.5	0.7	0.3
Argentina	-0.5	1.9	2.5	0.9	0.4
Bolívia	-3.8	6.5	11.7	15.1	9.9
Brasil	-2.4	1.6	1.2	0.8	0.3
Chile	-1.8	1.1	3.6	3.7	2.3
Colômbia	-2.4	-1.5	-2.1	-3.9	-3.5
Equador	-1.8	0.8	3.6	2.4	2.5
Paraguai	-1.7	0.1	-2.0	-0.2	-0.3
Peru	-3.7	1.4	2.8	1.3	1.1
Uruguai	-1.1	0.0	-2.4	-2.8	-2.8
Venezuela	6.5	17.8	15.0	7.8	4.1
América Central 1/	-5.1	-5.1	-5.0	-5.6	-5.8
Costa Rica	-3.9	-4.8	-4.9	-4.8	-5.0
El Salvador	-2.4	-4.6	-4.7	-4.9	-5.0
Guatemala	-5.2	-5.1	-5.2	-5.1	-4.7
Honduras	-3.8	-0.9	-1.6	-5.5	-5.0
Nicarágua	-20.4	-14.9	-15.8	-15.8	-16.3
Panamá	-5.3	-5.0	-3.8	-5.4	-6.6
Caribe 1/	-3.4	-0.3	-0.4	-1.0	-0.6
América Latina e Caribe 1/	-2.0	1.4	1.5	0.6	0.0

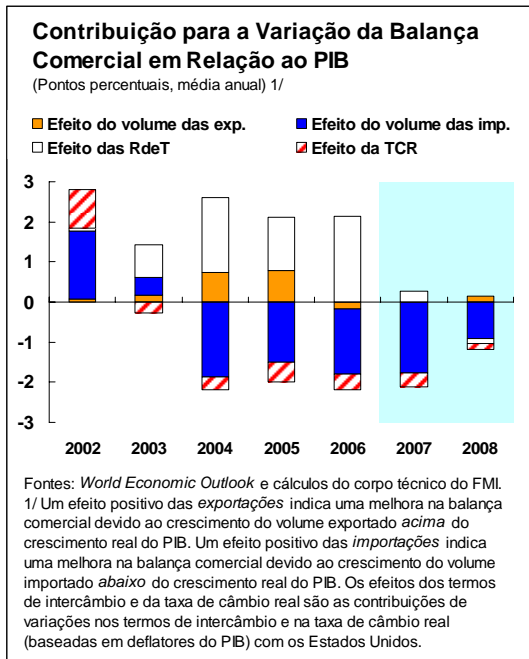
Fontes: *World Economic Outlook*.
1/ Balanço de transações correntes e PIB medidos em dólar.

Embora ainda se verifique grandes variações no nível da conta corrente entre os países — com os países exportadores de *commodities* da América do Sul continuando a registrar superávits, e os países da América Central e, em menor medida, o México, a registrar déficits — a maioria dos países da região compartilha a tendência de contas correntes mais frágeis.

Evolução do Balanço de Pagamentos Externo (Em percentagem do PIB, salvo indicação em contrário) 1/						
	2003	2004	2005	2006	2007 2/	2008 2/
Balança comercial	1.7	2.2	2.5	2.6	1.3	0.5
Transações correntes	0.4	1.0	1.4	1.5	0.6	0.0
Entr. capitais privados	1.2	0.7	1.4	0.3	2.5	1.3
Saídas: IED	2.0	2.3	2.0	1.0	2.1	1.5
carteira	-0.6	-0.7	1.0	-0.6	0.6	0.1
Entradas públicas	0.2	-0.4	-1.2	-0.6	0.0	0.0
Reservas/dívida de curto prazo (%)	251	276	318	349	306	331
Reservas/importações mensais	8.2	7.3	7.0	6.8	6.9	6.7

Fonte: Estimativas do corpo técnico do FMI.
1/ Refere-se à região da ALC como um todo.
2/ Projeções.

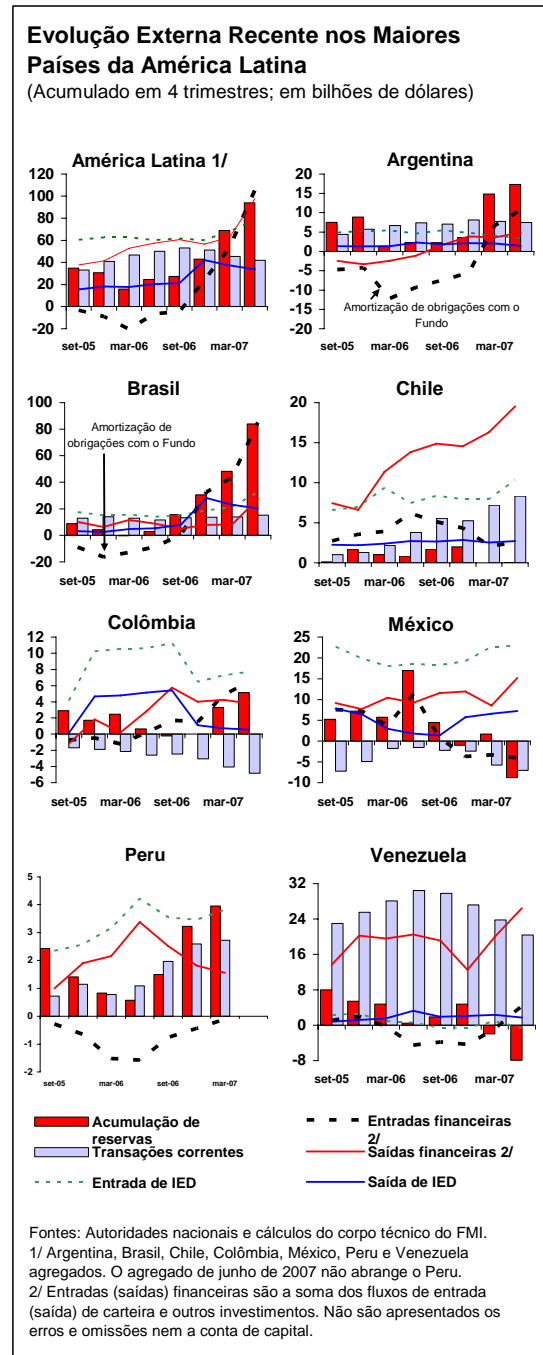
Antes do recente surto de volatilidade nos mercados globais, houve um aumento significativo dos fluxos de capitais para alguns países, sobretudo para o Brasil, mas também para a Argentina, a Colômbia, o Peru e a Venezuela. O comportamento das saídas de capital foi mais variado, tendo diminuído na Colômbia e no Peru, mas crescido, por exemplo, no Chile, em decorrência do acúmulo



de ativos do governo no exterior. Os elevados diferenciais das taxas de juros, além das pressões pela valorização da moeda e volatilidade cambial limitada ou decrescente, tornaram alguns países latino-americanos — especialmente o Brasil — destinos atraentes para *carry trades*.

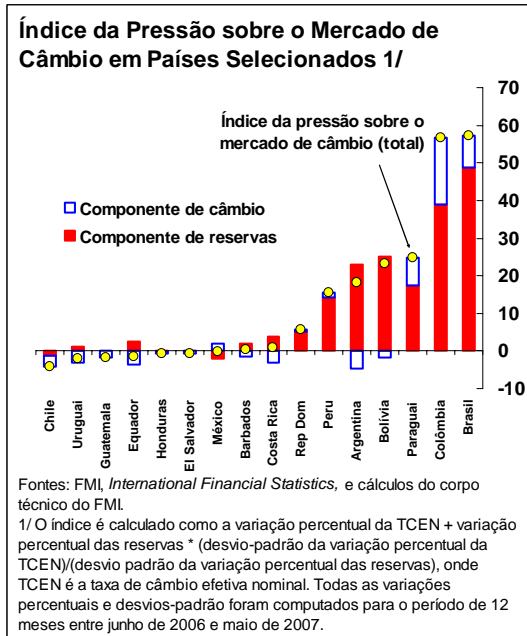
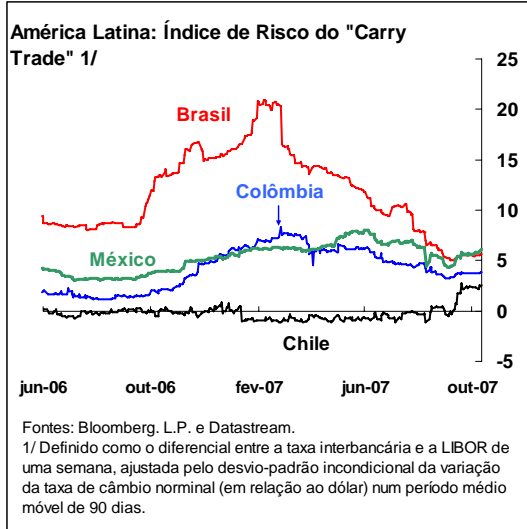
Até meados de 2007, os surtos de entrada de capitais e os elevados superávits em conta corrente em alguns países exportadores de *commodities* ocasionaram fortes pressões nos mercados cambiais da região. Apenas nuns poucos países, porém — principalmente Brasil e Colômbia — essas pressões resultaram na valorização bilateral significativa frente ao dólar. Já que o dólar tem-se depreciado frente às moedas de muitos dos parceiros comerciais da América Latina (especialmente a zona do euro), as taxas de câmbio efetivas nominais (isto é, ponderadas pelo comércio) estavam mais baixas.

De fato, na maioria dos países da região, essas taxas caíram este ano, mesmo antes do início da turbulência nos mercados mundiais. Ao mesmo

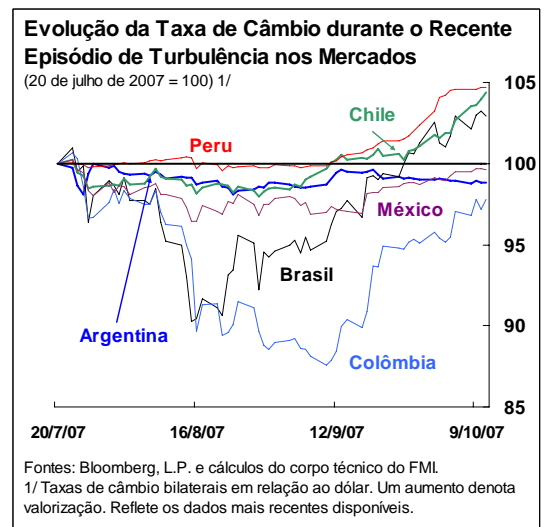
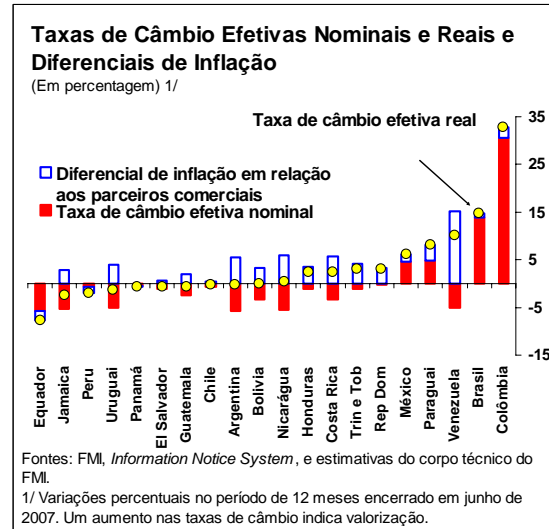
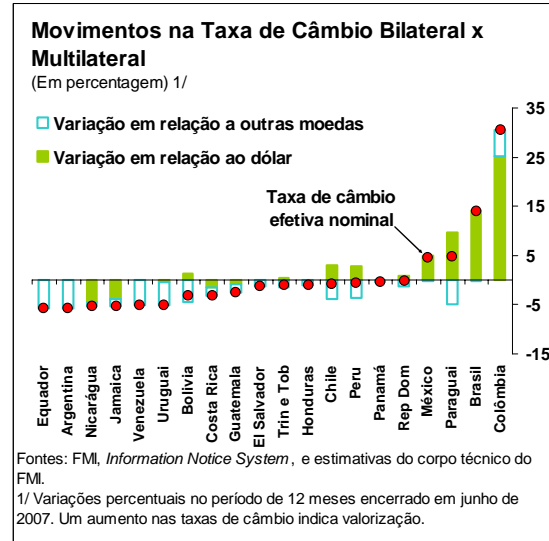


tempo, porém, na maioria dos casos o diferencial de inflação com os parceiros comerciais foi positivo (as principais exceções são o Equador e o Peru). O efeito líquido dessas mudanças foi uma pequena valorização da taxa de câmbio efetiva real em diversos países,

enquanto em alguns países — Colômbia, Brasil e Venezuela — essa valorização foi maior, entre 10 e 35 por cento nos 12 meses encerrados no fim de junho de 2007.

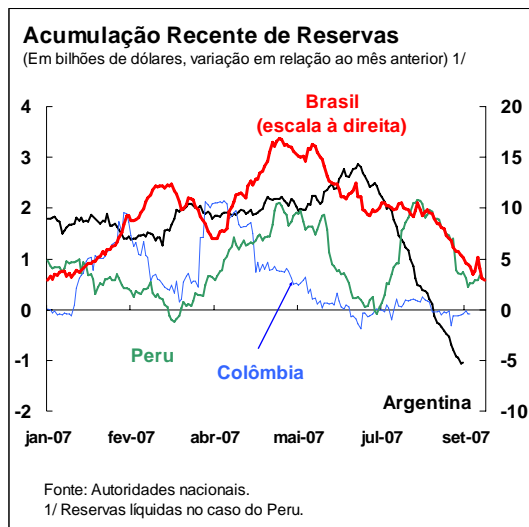


Inicialmente, os choques financeiros globais de julho e agosto de 2007 causaram uma desaceleração no ritmo das entradas de capitais. Em vários países, inclusive Argentina, Brasil e Peru, os bancos centrais reduziram o acúmulo de reservas nesse período em comparação aos meses anteriores (na Colômbia, o banco central já havia deixado de intervir em maio). A Argentina interveio no mercado de moeda



estrangeira para compensar as pressões de desvalorização contra a sua moeda. Uma vez

que, ao contrário do que ocorria no passado, os bancos centrais estão, em geral, menos avessos à flutuação das taxas de câmbio, as moedas absorveram o primeiro impacto do choque, com uma depreciação inicial significativa seguida de uma tendência de retorno aos níveis mais elevados registrados antes do período de turbulência.



O investimento estrangeiro direto (IED) ainda é a principal fonte de capital estrangeiro para a região. Seu nível em relação ao PIB, porém, ainda é inferior aos registrados no fim da década de 1990, quando as privatizações impulsionaram os ingressos de IED na região (Quadro 3). A entrada de IED hoje é parcialmente ontrabalhada pelos altos níveis de saída de IED, uma vez que cresce o investimento de muitas empresas latino-americanas no exterior..

Como resultado desses investimentos — que culminaram na aquisição de ativos de mineração por uma empresa brasileira no Canadá no valor de US\$17 bilhões — os níveis *líquidos* de IED foram extraordinariamente baixos em 2006, mas a expectativa para 2007 e 2008 é de recuperação, com a entrada de IED na faixa de 1,5 a 2 por cento do PIB.

Políticas monetária e cambial

O ambiente que cerca os responsáveis pela política monetária se modificou nos últimos meses. No primeiro semestre de 2007, a condução da política monetária foi dificultada pelos fluxos de entrada de moeda estrangeira e, em alguns casos, por objetivos conflitantes no que diz respeito à inflação e ao câmbio. A recente turbulência financeira e a desaceleração do crescimento externo passaram a exigir um delicado equilíbrio entre a constante preocupação com a inflação e a perspectiva de que o declínio da demanda externa possa frear o crescimento e, por conseguinte, diminuir as pressões sobre os preços na América Latina.

No primeiro semestre de 2007, o dinamismo das condições cíclicas e a pressão inflacionária incipiente levaram uma série de bancos centrais a apertarem a política monetária. As taxas de juros foram elevadas em quatro dos cinco países que seguem um sistema formal de metas de inflação (Chile, Colômbia, Peru e México). Vários outros países — como Argentina, Bolívia, Paraguai, República Dominicana e Uruguai — ampliaram as operações de esterilização para controlar o rápido crescimento dos agregados monetários.

Contudo, os grandes fluxos de entrada de moeda estrangeira antes da turbulência financeira mundial em geral superaram as tentativas de esterilização. Muitos países (com as notáveis exceções do Chile e do México) procuraram responder a esses fluxos aumentando as intervenções discricionárias nos mercados de câmbio. Tais intervenções foram motivadas, por um lado, pela preocupação em conter a valorização da taxa de câmbio real e a perda de competitividade (Quadro 4) e, por outro, pelo desejo de acumular reservas precautórias. Em consequência, as reservas cambiais da região como um todo subiram quase 40 por cento nos 12 meses até o fim de junho de 2007, chegando a patamares que, no momento, aparentam ser adequados do ponto de vista prudencial (Quadro 5). Apesar de os países da América Latina terem recorrido bastante à intervenção no câmbio, essa prática

Quadro 3. Tendências do Balanço de Pagamentos da América Latina

Como outras regiões de países em desenvolvimento, durante a maior parte da década de 1990 a América Latina enfrentou déficits em transações correntes elevados, financiados por entradas líquidas de capital que ajudaram os governos a financiar seus déficits fiscais. Essa situação mudou em 1998, quando uma “interrupção abrupta” no fluxo de capitais privados desencadeou um processo de elevação dos saldos em transações correntes na região e de redução da entrada líquida de capitais que perdurou até 2006. A experiência latino-americana na década passada contrasta com a das regiões em desenvolvimento da Ásia e — principalmente — da Europa Central e Oriental. Na Ásia, as transações correntes também passaram a apresentar superávit durante a crise asiática, mas o fluxo líquido de capitais recuperou-se rapidamente, levando a um forte acúmulo de reservas. Na Europa Central e Oriental os déficits em transações correntes não foram revertidos e continuaram a se ampliar, financiados por aumentos na entrada líquida de capitais.

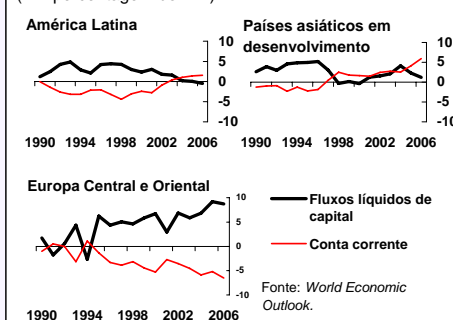
A reversão na conta de transações correntes da América Latina ocorreu em duas fases. Num primeiro momento, a crise dos mercados emergentes no fim da década de 1990 e início desta década interrompeu o acesso de vários dos maiores países latino-americanos ao mercado de capitais internacional e elevou o custo do financiamento externo em toda a região. A atividade econômica declinou, ocorreu um ajuste fiscal, houve contração nas importações, as taxas de câmbio foram desvalorizadas em termos nominais e reais e as exportações aumentaram. A partir de aproximadamente 2003, a demanda por importações aumentou na medida em que as economias latino-americanas se recuperaram, mas as receitas de exportação cresceram mais rapidamente, impulsionadas pelos preços elevados das *commodities*. As relações de troca melhoraram em média 20 por cento entre 2002 e 2006. Além disso, as transferências privadas — principalmente remessas de trabalhadores — contribuíram para saldos em transações correntes mais elevados em diversos países, particularmente no México e em países da América Central.

A evolução das transações correntes não tem sido uniforme na região ao longo desta década. Na maior parte da América do Sul e no México, as transações correntes com o exterior foram fortalecidas — em alguns casos de forma gradual e, em outros, de maneira mais abrupta, em reação à súbita interrupção inicial nos fluxos de capital. Diferentemente, os países da América Central, que são importadores de *commodities*, enfrentaram uma deterioração nas suas relações de troca, continuaram a registrar déficits elevados em transações correntes, em média de 5 por cento do PIB, e a depender de fluxos líquidos de capitais (inclusive assistenciais) para seu financiamento.

Observação: Este quadro foi elaborado por Roberto Benelli.

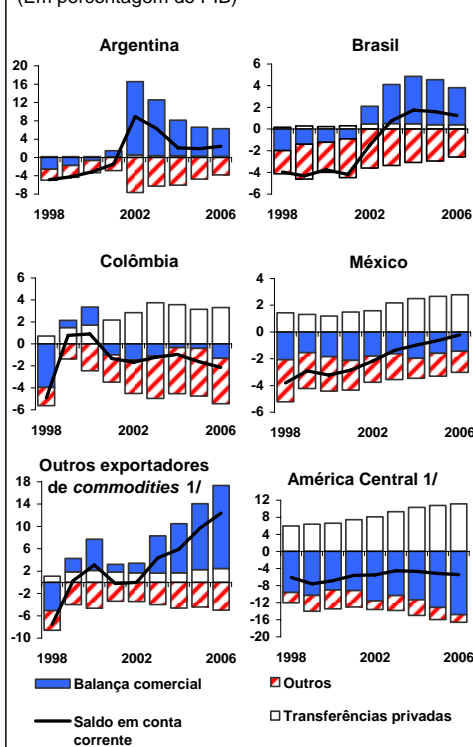
Saldos em Conta Corrente e Fluxos Líquidos de Capital na América Latina e Outras Regiões, 1990–2006

(Em porcentagem do PIB)



Saldos em Conta Corrente, 1998–2006

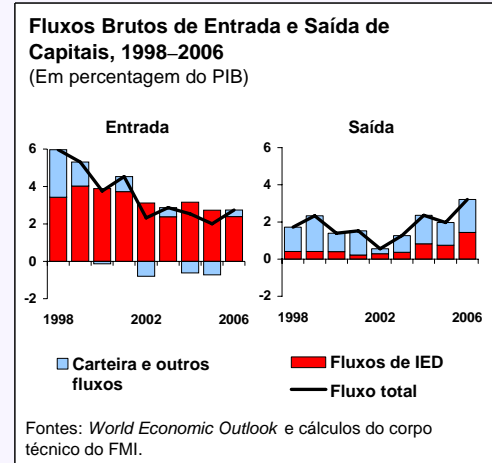
(Em porcentagem do PIB)



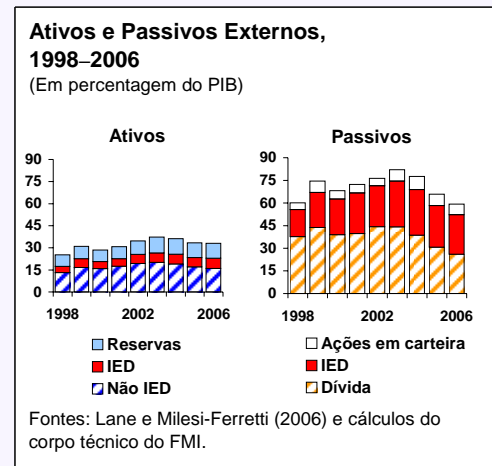
Quadro 3 (conclusão)

O fluxo líquido de capitais para a América Latina reduziu-se entre 1998 e 2006, o que foi acompanhado por mudanças importantes na composição dos fluxos.¹

- O declínio inicial nos fluxos líquidos foi determinado por uma queda nas *entradas de capital* — particularmente entradas relativas a endividamento e outros investimentos de carteira — já que as crises na região tornaram o acesso ao capital internacional mais difícil ou oneroso. A entrada de investimento estrangeiro direto (IED) continuou relativamente forte, atingindo seu pico em 2000, na esteira das privatizações, antes de se estabilizar ao redor de 2,5 a 3 por cento do PIB.
- Em comparação, o declínio continuado nos fluxos líquidos após 2002 é explicado por uma elevação nas *saídas de capital*, refletindo saídas de IED e aumento de investimentos de carteira no exterior, compatível com a tendência mundial de maior diversificação internacional. Embora, após 2002, os fluxos brutos tenham continuado praticamente inalterados em termos de percentual do PIB, sua composição mudou, com aumento de empréstimos e investimentos no setor privado, compensado por amortizações de dívida externa pelo setor público.



Como resultado das mudanças no volume e composição dos fluxos líquidos, a posição da América Latina em ativos externos líquidos foi bastante fortalecida. Com a dívida externa em declínio, os passivos acionários crescendo a partir de uma base baixa e os passivos de investimento estrangeiro direto praticamente constantes em termos de percentual do PIB, o passivo externo da região caiu, de mais de 80 por cento do PIB em 2003 para cerca de 60 por cento do PIB em 2006 (em termos líquidos, de 40 por cento para 25 por cento).² Além disso, verificou-se uma mudança de tendência para passivos não geradores de dívida e para passivos privados em vez de públicos.



¹ “Entradas” de capital são definidas como a aquisição líquida de ativos locais por não-residentes e “saídas” como a aquisição líquida de ativos estrangeiros por residentes (com sinal positivo indicando aumento nos ativos estrangeiros detidos por residentes locais). Dessa forma, tanto os fluxos de entrada quanto os de saída podem assumir valores negativos.

² Apesar da crescente saída de recursos (acumulação de ativos no exterior), o valor do estoque de ativos externos em moedas nacionais vem caindo ligeiramente desde 2003, como resultado da valorização dessas moedas.

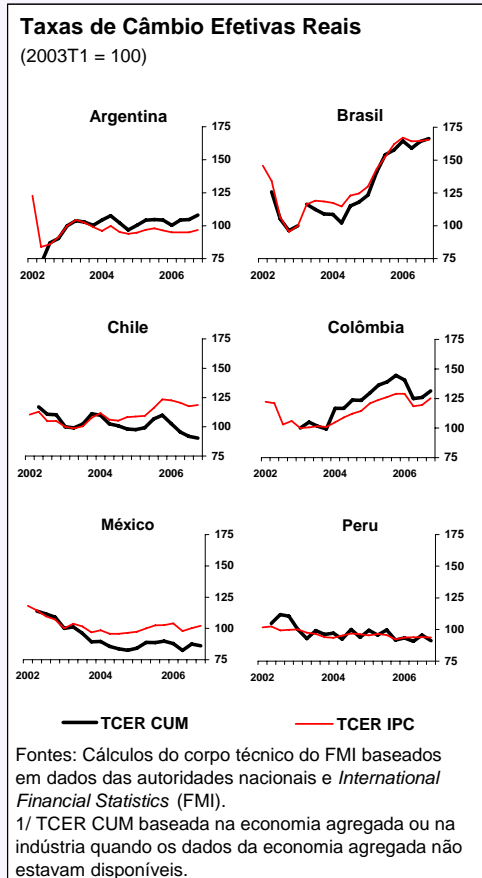
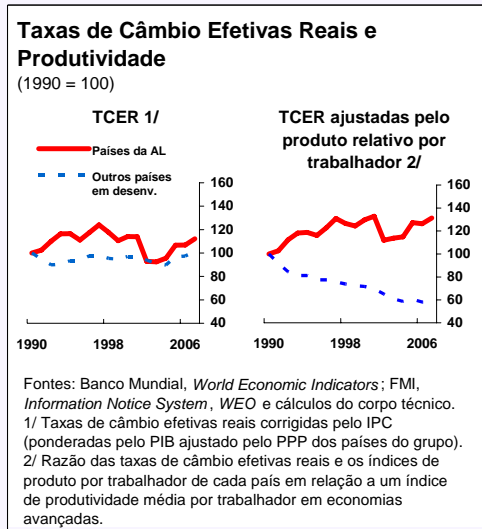
Quadro 4. Taxas de Câmbio Reais e Competitividade

Nos últimos anos, as taxas de câmbio reais dos países latino-americanos valorizaram-se, de modo geral, em ritmo um pouco mais rápido do que as de outros países em desenvolvimento, especialmente em relação ao aumento da produtividade. Em combinação com o crescimento elevado das importações e o crescimento comparativamente discreto das exportações, isso deu margem a preocupações, entre alguns dos responsáveis por política econômica na América Latina, quanto à possível perda de competitividade em relação a outros países em desenvolvimento (sobretudo asiáticos). Tais preocupações tornaram-se mais sérias durante a explosão de entrada de capitais na região observada no primeiro semestre de 2007, que gerou uma pressão de alta significativa sobre algumas moedas.

Ao mesmo tempo, há fortes indícios de que as taxas de câmbio na América Latina mantêm-se, de maneira geral, alinhadas com os fundamentos. Primeiro, as taxas de câmbio reais ainda não retornaram aos níveis de meados da década de 1990 e, na maioria dos países, estão oscilando em torno dos valores médios observados a partir de 1980. Ademais, a recente valorização é menos acentuada se as taxas nominais efetivas forem ajustadas pelas variações no custo unitário da mão-de-obra (CUM). Entre os grandes países, o Brasil e a Colômbia foram os que experimentaram valorizações em termos de CUM, ao passo que a Argentina, o Chile, o Peru e o México registraram custos razoavelmente estáveis — ou mesmo em declínio — frente aos seus principais parceiros comerciais. Finalmente, e o que é mais importante, os fundamentos que normalmente determinam taxas de câmbio de equilíbrio — como posições líquidas em ativos externos — melhoraram bastante a partir do início desta década. Como resultado, estudos de caso recentes realizados pelo FMI tendem a concluir que os valores das taxas de câmbio reais na região são de modo geral apropriados.

Mesmo que as taxas de câmbio na América Latina estejam — em sua maior parte — bem alinhadas com os fundamentos, países específicos talvez estejam enfrentando pressões associadas à concorrência do exterior (por exemplo, China e Índia), sobretudo em mercados terceiros, como os Estados Unidos (ver Freund e Özden, a ser publicado). No entanto, a concorrência nesses mercados não reflete a totalidade do impacto do rápido crescimento das economias asiáticas sobre as exportações latino-americanas, o qual é positivo (Lederman, Olarreaga e Soloaga, 2007).

Observação: Este quadro foi elaborado por Roberto Benelli e Jeromin Zettelmeyer.



Quadro 5. O Nível Ideal de Reservas Sob Uma Perspectiva Prudencial

O recente acúmulo de reservas na América Latina tem sido, muitas vezes, motivado pelo desejo de contar com um “colchão” que protegeria a economia e regularia o consumo na eventualidade de uma interrupção abrupta no fluxo de capitais. Entretanto, a manutenção de reservas líquidas impõe também custos parafiscais. Qual é o nível de reservas ideal dados estes custos e benefícios? Em um recente estudo do FMI, Olivier Jeanne e Romain Rancière (2006) responderam a essa questão com uma estrutura simples de maximização da utilidade.¹ O resultado é uma fórmula para o nível ideal de reservas sob uma perspectiva prudencial em que o nível de reservas ideal deve ser tanto maior quanto: (1) maiores o tamanho e o custo de uma crise (uma “interrupção repentina” nas entradas de capital, contra a qual o país deseja se proteger); (2) maior for a probabilidade dessa interrupção ocorrer; e (3) menor for o custo de manutenção das reservas. Esta última variável é normalmente definida como a diferença entre a remuneração dos títulos de 10 anos do Tesouro dos EUA e a taxa de juros dos fundos federais, enquanto o custo em termos de produto é baseado na experiência com crises anteriores. A necessidade de moeda estrangeira no caso de interrupção repentina nos fluxos de capital depende da dívida de curto prazo e dos depósitos em moeda estrangeira, excluídos os ativos externos líquidos dos bancos (Gonçalves, a ser publicado).

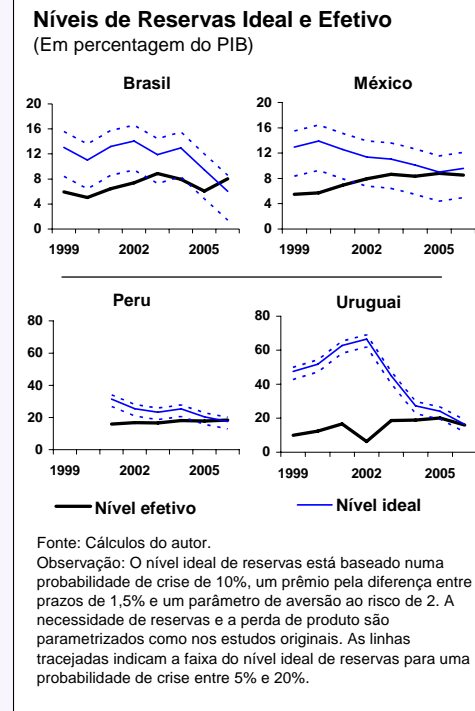
Os técnicos do FMI aplicaram a fórmula de Jeanne e Rancière individualmente ao México, Brasil, Peru e Uruguai, usando informações específicas de cada país para definir a necessidade de moeda estrangeira e o possível custo para o produto caso ocorra uma crise. Apesar dessas diferenças, os quatro estudos de caso chegaram a uma conclusão semelhante: a defasagem entre o nível de reservas ideal e o nível de reservas efetivo parece ter diminuído nos últimos anos. A figura ilustra essa constatação geral, adotando hipóteses comuns (somente para fins de comparação entre os países) sobre a possibilidade de uma parada repentina na entrada de capitais o custo de manutenção de reservas e um parâmetro de aversão ao risco.

A figura também mostra que a redução da defasagem resulta do acúmulo de reservas e da queda do nível de reservas ideal calculados segundo a fórmula de Jeanne e Rancière. A queda deste nível reflete a redução do endividamento de curto prazo e dos depósitos líquidos em moeda estrangeira nos últimos anos. Uma vez que as vulnerabilidades diminuíram, o mesmo aconteceu com o nível de reservas que se calcula seja necessário a título de proteção contra uma interrupção repentina no fluxo de capitais.

Embora o nível ideal de reservas seja particularmente sensível ao parâmetro de probabilidade de crise (como mostram as linhas tracejadas na figura), os estudos indicam que, a esta altura, as reservas já atingiram níveis confortáveis. Não obstante, uma das principais mensagens do modelo é que o nível ideal de reservas pode aumentar rapidamente se as vulnerabilidades voltarem aos níveis do passado, justificando cautela nas futuras emissões de dívidas de curto prazo em moeda estrangeira e/ou aumento dos depósitos em moeda estrangeira.

Observação: Este quadro foi elaborado por Fernando M. Gonçalves.

¹ Ver também os trabalhos relacionados de Mulder e Bussière (1999), FMI (2000, 2001), Garcia e Soto (2006) e Jeanne (2007). Estes dois últimos estudos vão além da proteção proporcionada pelas reservas e consideram que elas também podem ser úteis na prevenção de crises.





não foi, de modo geral, eficaz em conter a valorização real das taxas de câmbio na região (Quadro 6).

Alguns países foram além da intervenção na tentativa de reduzir a pressão de alta do câmbio real ou compensar o seu efeito sobre a competitividade. A Colômbia estabeleceu um coeficiente de reserva obrigatória não remunerada de 40 por cento sobre os empréstimos captados no exterior e sobre a entrada bruta de recursos de carteira por seis meses (medida semelhante já vigorava na Argentina desde 2005). Ao mesmo tempo, o país fixou limites prudenciais mais rigorosos sobre as operações cambiais a termo. Entre as demais iniciativas, destacam-se várias medidas administrativas tomadas para conter a inflação na Argentina — redução dos ajustes de preços em setores regulamentados, acordos de preços seletivos e restrições às exportações — e as tarifas de importação e/ou linhas de crédito subvencionadas no Brasil e na Colômbia para ajudar os produtores internos a enfrentar a concorrência dos produtos estrangeiros de baixo custo (até o momento, a aplicação destas últimas medidas continua a ser limitada).

Após a turbulência nos mercados financeiros dos países industrializados, o principal desafio a ser enfrentado pelas autoridades monetárias da região passou a ser a avaliação do impacto da

deterioração do ambiente externo num contexto de contínuas pressões inflacionárias em vários países. Embora a maior parte das economias regionais esteja operando dentro, ou acima, da sua capacidade — por si só uma causa de pressão inflacionária — uma queda considerável do crescimento econômico americano poderia levar à desaceleração do crescimento na região. Além disso, os bancos centrais precisam decidir quando e como reagir à alta dos preços dos alimentos, que provavelmente reflete condições os mercados internacionais de alimentos — e, por conseguinte, um ajuste dos preços relativos — mas que também pode representar um indício de rápida aceleração da demanda interna e fatores cíclicos.

Como resultado do equilíbrio entre essas forças opostas e da situação de cada país, as condições de política monetária em alguns países da região têm sido apertadas cuidadosamente, enquanto em outros países elas têm se mantido inalteradas. Em particular, Chile e Peru aumentaram as taxas de juros em setembro e o México fez o mesmo em outubro. O Chile porém, manteve a taxa de juros inalterada em outubro. O Brasil continuou o processo de redução gradativa dos juros até o começo de setembro e manteve as taxas de juros inalteradas desde então.

Política fiscal

Os superávits fiscais primários — um importante alicerce do vigor econômico recente da região — chegaram ao seu pico em 2006 e devem recuar para cerca de 2 por cento em 2007 e 1,75 por cento em 2008, com a estabilização ou queda das relações receita/PIB num momento em que as despesas estão crescendo rapidamente. Os saldos primários estruturais (ajustados ciclicamente) aparentemente mantêm-se superavitários. No entanto, o seu nível está cercado de grande incerteza, sobretudo no caso dos exportadores de commodities.

Os superávits fiscais primários na América Latina parecem ter atingido o seu pico em 2006, após o seu fortalecimento ao longo de vários

Quadro 6. A Eficácia das Intervenções dos Bancos Centrais nos Mercados de Câmbio: O Caso da Colômbia

Qual é a eficácia das intervenções dos bancos centrais em termos de influência sobre a taxa de câmbio nominal? Embora exista ampla literatura sobre esse assunto no tocante às economias avançadas, sabe-se muito menos sobre a eficácia das intervenções como ferramenta de política independente em mercados emergentes.¹ Uma barreira importante tem sido a inexistência de dados oficiais de alta frequência sobre intervenções (como as cotações flutuam, os dados não podem ser simplesmente inferidos a partir das flutuações nas reservas). Além disso, muitas vezes não é possível saber, por exemplo, se as autoridades acumulam reservas com a intenção de influenciar a taxa de câmbio ou por outras razões, como a proteção contra choques financeiros externos.

Aproveitando um novo conjunto de dados estatísticos oficiais sobre intervenções do banco central da Colômbia (Banco da República, BR) no mercado de câmbio, um estudo recente de Kamil (2007) examina os efeitos de intervenções discricionárias sobre a volatilidade e o nível da taxa nominal do câmbio à vista (ou *spot*) na Colômbia, no período de setembro de 2004 a abril de 2007. O caso da Colômbia é de particular interesse por três motivos. Primeiro, a Colômbia tem enfrentado fortes pressões de alta em sua taxa de câmbio. Segundo, o período em análise foi marcado por frequentes compras discricionárias de moeda estrangeira, por vezes em volume elevado, destinadas a conter a valorização da moeda nacional. Nesse período, houve intervenção em quase 80 por cento dos dias úteis. Como resultado, entre janeiro de 2004 e maio de 2007, as reservas quase dobraram (de 10,5 bilhões para cerca de 20 bilhões de dólares). Finalmente, conforme indicado na figura, o período de amostragem considerado abrange dois regimes com orientações de política monetária distintas: um deles (setembro de 2004 a março de 2006) caracterizado por uma queda constante na taxa de juros e o outro (de janeiro a abril de 2007), por um aperto na política monetária e elevação da taxa de juros nominal para reduzir as pressões inflacionárias. Isso oferece uma oportunidade de testar a hipótese de que as intervenções discricionárias para conter a valorização em relação ao dólar são mais eficazes quando as metas da política monetária e cambial são compatíveis.

Os resultados da avaliação indicam que os efeitos das intervenções do BR variaram amplamente nos dois períodos. Durante o primeiro período de intervenções discricionárias não anunciadas (dezembro de 2004 a março de 2006), as compras de moeda estrangeira do BR tiveram efeito positivo, estatisticamente significativo, sobre o nível da taxa de câmbio. Contudo, embora as intervenções discricionárias tenham contribuído para moderar a tendência de apreciação, seu efeito total foi economicamente pequeno e de curta duração. Por exemplo, uma compra esterilizada de 30 milhões de dólares em divisas (montante médio diário das intervenções nesse período) reduziria o valor da moeda nacional em 0,32 por cento. Além disso, as intervenções não tiveram efeito duradouro sobre a dinâmica da taxa de câmbio: cerca de 70 por cento do efeito imediato foi revertido em dois dias. Controlando outros fatores que afetam a volatilidade de curto prazo da taxa de câmbio, os resultados também indicam que as intervenções do banco central diminuíram a volatilidade dos rendimentos com operações de câmbio durante o período.

Durante o segundo período (janeiro a abril de 2007), as intervenções do BR não influenciaram o nível da taxa de câmbio, mesmo no curto prazo. As intervenções do BR destinadas a depreciar a moeda foram contrabalançadas pelas flutuações no *spread* do EMBI e pelas reações de mercado a anúncios de PIB e inflação acima do esperado. Durante esse período, houve tensão entre as metas de política monetária e

Observação: Este quadro foi elaborado por Herman Kamil.

¹ Entre as contribuições recentes com a utilização de dados de mercados emergentes, destacam-se Guimarães e Karacadag (2004) sobre a Turquia e o México, e Galati e Disyatat (2007) sobre a República Tcheca. Canales-Kriljenko (2003) apresenta um resumo das práticas de intervenção dos bancos centrais em países em desenvolvimento.

Quadro 6 (conclusão)

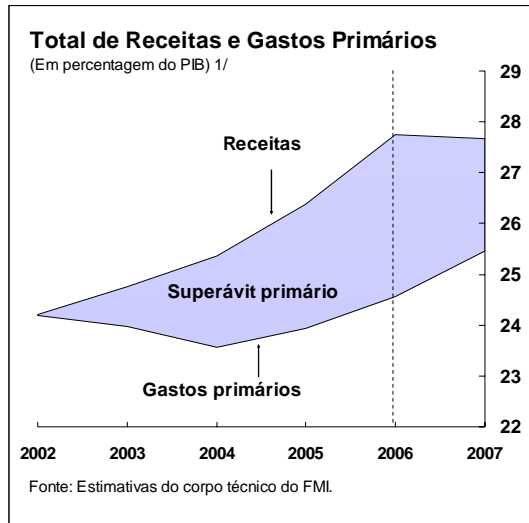


cambial, já que o mercado percebeu que a política de compras maciças de moeda estrangeira não era compatível com o cumprimento da meta de inflação do BR. Para impedir a valorização do peso, o BR interveio de forma agressiva, acumulando US\$ 4,5 bilhões (38 por cento da base monetária) nos primeiros quatro meses de 2007. Ao mesmo tempo, para enfrentar as pressões inflacionárias, aumentou seguidamente sua taxa básica de juros, o que atraiu mais fluxos de capital, exacerbando as pressões altistas sobre a moeda nacional.

Essa tensão entre as compras de moeda estrangeira e os aumentos da taxa de juros deu margem a uma dinâmica adversa no mercado e a apostas especulativas contra o BR, que se manifestaram de duas formas: entidades *offshore* assumiram grandes posições compradas em pesos no mercado local de operações a termo, já que a Colômbia, com taxa de juros nominal 800 pontos básicos acima da do Japão, tornou-se um centro importante para operações de *carry trade* na América Latina e, de forma consistente com Toro e Julio (2006), os resultados indicam que o aumento dos volumes transacionados no mercado de câmbio à vista nos dias em que houve intervenção do BR foi anômalo, mesmo controlando-se para variações na volatilidade e outros fatores macroeconômicos. O BR decidiu suspender as intervenções em maio, assinalando que a continuação daquelas intervenções teria comprometido o alcance de sua meta de inflação (BR, 2007).

Em resumo, os resultados sugerem que a coerência entre as políticas de intervenção cambial e as metas de inflação é um fator essencial para o êxito das intervenções discricionárias. Embora, a princípio, um governo empenhado em reduzir o valor de sua moeda conte com "munição" ilimitada, as metas de inflação tendem a representar um fator limitante.

anos durante os quais o crescimento da receita superou o aumento da despesa. Em 2007, a despesa continuou a subir rapidamente — a uma taxa média projetada de 9 por cento em termos reais — ou seja, acima do PIB real. Contudo, as *relações* receita/PIB devem recuar



ligeiramente, sobretudo em virtude de um nivelamento ou uma pequena redução nos preços e/ou na produção de *commodities*. Como resultado, os superávits primários serão reduzidos neste ano para uma média regional estimada em cerca de 2 por cento do PIB, mas com algumas exceções notáveis. Destacam-se o Chile, onde os saldos primários devem permanecer acima de 7 por cento do PIB, em harmonia com a sua regra de superávit estrutural, e a Venezuela, onde a aceleração do crescimento dos gastos reais e o declínio da receita do petróleo como parcela do PIB poderiam transformar o saldo primário de 2007 num déficit pela primeira vez em seis anos.

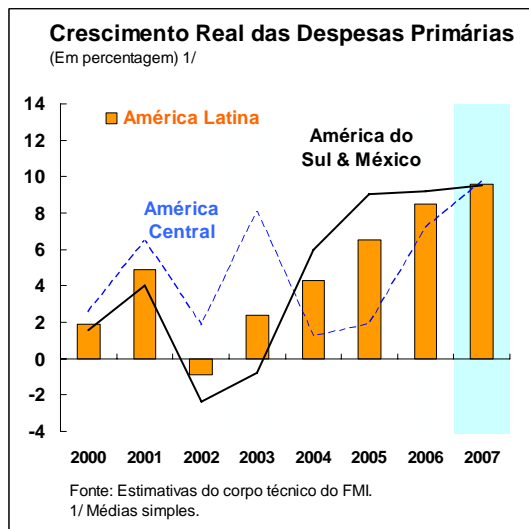
Em vista disso, é importante avaliar quão sólidas são as posições fiscais subjacentes na América Latina. As posições primárias “estruturais” ainda estão em superávit? E quão rapidamente elas se tornariam déficits se o crescimento das despesas se mantiver inalterado? Essas questões são abordadas no Capítulo 4, que examina as fontes do crescimento da receita desde 2002 e estima a extensão do declínio dos saldos primários como resultado unicamente do retorno a uma posição

neutra do ciclo econômico e também em função do nível das receitas de *commodities* no médio prazo. Os principais resultados são os seguintes:

- Os aumentos das receitas de *commodities* constituíram um fator importante para a recente elevação das receitas dos principais países exportadores de *commodities*. Tais aumentos foram impulsionados, principalmente, pela alta dos preços desses produtos, mas também pelo aumento dos *royalties* e impostos relacionados a *commodities* e, em alguns casos, pelo crescimento dos volumes de produção.
- Em contrapartida, foi possível identificar apenas pequenos efeitos dos ciclos econômicos dos países sobre as relações receita/PIB. Na maioria dos países, as receitas não relativas a *commodities* tendem a subir de maneira mais ou menos proporcional à atividade econômica, fazendo com que a relação entre receita e PIB se mantivesse praticamente inalterada.
- A política tributária vem desempenhando um papel significativo no aumento das receitas em alguns países — com destaque para o Brasil e El Salvador — ao passo que as mudanças na administração tributária ajudaram a elevar a receita em relação ao PIB na Costa Rica.
- Por último, em alguns países, como a Argentina, a Colômbia e o Panamá, a relação receitas/PIB teve um aumento acima do que poderia ser explicado claramente por esses fatores. Alguns outros países registraram *declínios* análogos, não explicados, nas taxas da receita não relativa a *commodities*. Em alguns desses casos, mas não em todos, as causas dessas variações “residuais” podem ser identificadas por meio de

um exame mais detalhado da situação de cada país.

Assim sendo, a solidez da posição de receita subjacente da América Latina hoje depende, de maneira importante, do caráter temporário ou permanente tanto dos aumentos dos preços das *commodities* como dos recentes aumentos residuais da receita não relativa a *commodities*. Embora as duas dimensões estejam cercadas de grande incerteza, a análise permite tirar uma conclusão geral: os superávits primários estruturais são mais modestos do que indicam os dados não ajustados, sobretudo nos países exportadores de *commodities* que enfrentam a possibilidade de queda dos preços no médio prazo (ver o Capítulo 4 mais para detalhes). Ao mesmo tempo, a política fiscal mantém-se expansionária. Como o aumento dos gastos continua a superar tanto o da receita quanto o do PIB em muitos países, os superávits —



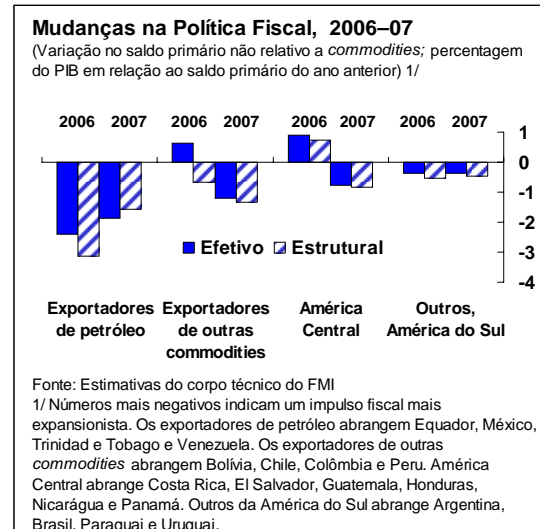
efetivos e estruturais — reduzem-se rapidamente. Nos países exportadores de petróleo, em particular, as posições primárias não relacionadas com *commodities* estão apresentando rápida deterioração.¹ A menos que

¹ A variação dos saldos primários não relativos a *commodities* — ou seja, a diferença entre a variação dos saldos primários e a variação das receitas de *commodities* —

(continua)

se freie esse crescimento, vários países da região estão fadados a voltar a déficits estruturais em 2008.

Nos últimos doze meses, vários países iniciaram reformas fiscais visando principalmente o sistema tributário.² O Peru implementou várias



reformas visando ampliar a base tributária — especialmente por meio da racionalização dos incentivos fiscais — e reduzir os impostos distorcivos, inclusive com a diminuição gradual do impostos sobre operações financeiras. A Colômbia e o Uruguai adotaram reformas tributárias de modo geral neutras no que tange à receita, visando aumentar a eficiência e também — no caso do Uruguai — tornar o sistema tributário mais equitativo, inclusive pela introdução de um imposto de renda de pessoa

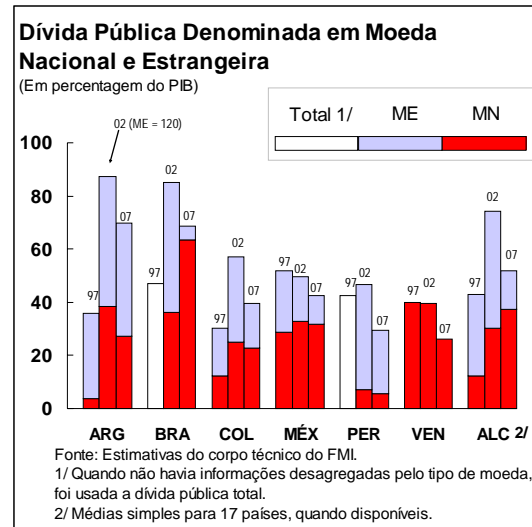
constitui um indicador mais preciso das contrações ou expansões fiscais do que os saldos primários por si só, pois a variação das receitas de *commodities* é, em sua maior parte, determinada pelos pagamentos de não residentes e, portanto, não tem o impacto direto habitual sobre a renda disponível interna (ver o apêndice de *REO* de novembro de 2006).

² Vários países também iniciaram ou concluíram mudanças nos sistemas previdenciários. No Chile e no México, essas reformas visaram sobretudo o aumento da concorrência entre as administradoras de fundos de pensão privados e, no caso do Chile, a ampliação da cobertura. Na Argentina, o governo aumentou a abrangência do sistema público, por meio de medidas como a transferência de servidores e a permissão para que outros trabalhadores mudem para esse sistema.

física. No México, foi aprovado um pacote de reformas fiscais, o qual abrange um novo imposto mínimo, melhorias na gestão das despesas e da administração da receita e mudanças nas relações fiscais intergovernamentais. Estas medidas devem elevar a arrecadação em 2 por cento do PIB nos próximos anos para ajudar a compensar o declínio das receitas do petróleo e cobrir os novos gastos em infra-estrutura. No Brasil, as autoridades anunciaram planos para uma profunda reforma do sistema de tributação indireta que prevê fundir todos os impostos sobre o consumo em dois impostos de valor agregado (um federal e outro estadual) e visa simplificar bastante a administração tributária. Alguns países do Caribe — Antígua e Barbuda, Dominica, Guiana e São Vicente e Granadinas — também lançaram iniciativas de modernização dos impostos, o que inclui a implementação de regimes de imposto sobre o valor agregado.

Como resultado do forte crescimento econômico, de uma certa valorização do câmbio real e da manutenção dos superávits primários (embora mais baixos), os níveis de endividamento público continuaram a recuar em 2006 e 2007, para cerca de 50 por cento do PIB da América Latina, em valores ponderados pelo PIB, e quase 40 por cento numa base não ponderada (projeções para o fim de 2007). No entanto, as relações dívida/PIB continuam acima dos níveis mínimos registrados em meados da década de 1990 em vários países da América Latina — como Argentina, Brasil, Colômbia e Uruguai — e na região como um todo em termos de média ponderada. Conforme discutido anteriormente (ver, em especial, o Quadro 1 do *REO* de novembro de 2006), os perfis das dívidas também tiveram uma melhora generalizada, com uma redução da dependência do endividamento em moeda estrangeira e um alongamento dos prazos de vencimento em moeda nacional. Essa tendência manteve-se em 2007, com vários países, como Brasil, Chile, México e Peru, emitindo títulos de longo prazo

em moeda nacional, inclusive no mercado internacional.



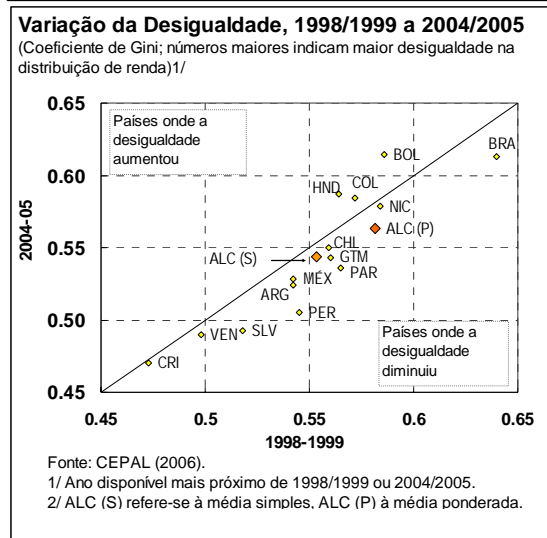
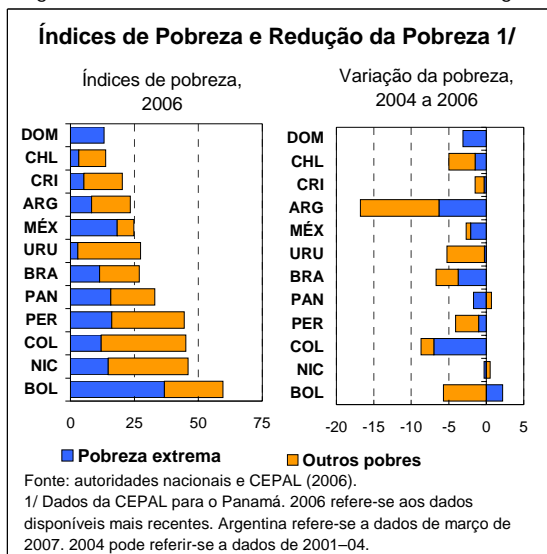
Políticas sociais

A pobreza segue diminuindo, mas a desigualdade continua alta na região. Para enfrentar a persistente desigualdade e a pobreza elevada, é essencial dar um melhor direcionamento aos gastos sociais.

Realizaram-se avanços significativos na redução do índice de pobreza extrema e do índice geral de pobreza na América Latina nos últimos anos, tendo o segundo índice caído para cerca de 38 por cento da população em 2006.³ Dados nacionais recentes revelam uma queda notável na Argentina, onde a incidência da pobreza caiu mais de 30 pontos percentuais desde 2002, revertendo o forte aumento registrado no período de crise entre 1999 e 2002. O Brasil e a Colômbia também alcançaram reduções significativas — 7,5 e 10,5 pontos percentuais, respectivamente — desde 2002. Contudo, ainda persistem grandes diferenças entre os níveis de pobreza dos diferentes países. A percentagem da população abaixo da linha de pobreza nacional é inferior a 14 por cento no Chile, mas

³ As projeções da Comissão Econômica para a América Latina e o Caribe (CEPAL) indicam um declínio do índice de pobreza global.

varia entre 20 por cento e 30 por cento na Argentina, Brasil, Costa Rica, México e Uruguai,



é de cerca de 40 por cento no Peru e supera os 50 por cento na Bolívia.⁴ A desigualdade na distribuição de renda, embora persista, diminuiu na maioria dos países da região a partir do fim

⁴ As linhas de pobreza nacionais não podem ser comparadas de maneira rigorosa entre os países, mas procurou-se selecionar definições semelhantes nos casos em que havia mais de uma definição. O uso de índices de incidência da pobreza que permitem uma comparação internacional (percentagem da população que vive com menos de dois dólares por dia), resulta numa classificação nacional basicamente semelhante. Infelizmente, não existem dados sobre a incidência da pobreza após 2004, o que implica o uso de dados nacionais para aferir a evolução recente.

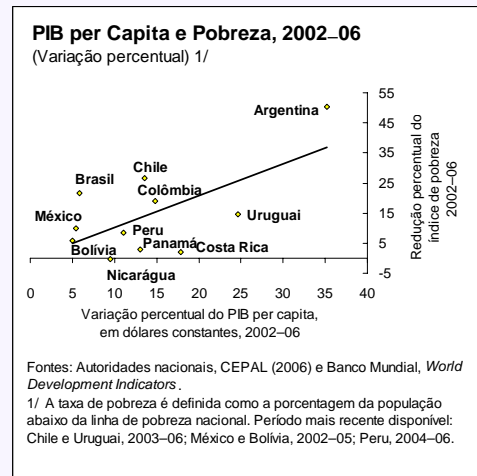
dos anos noventa. A desigualdade nos países latino-americanos ainda é bem maior do que a de países de níveis comparáveis de desenvolvimento da Ásia e da Europa, o que reduz o possível efeito do forte crescimento econômico sobre a redução da pobreza (ver Quadro 7 desta edição e também o Capítulo 4 do *WEO* de outubro de 2007). Ademais, a tendência do crescimento continua a ser mais fraca na América Latina do que em outras regiões em desenvolvimento, especialmente se se toma em conta a conjuntura internacional favorável dos últimos anos.

Com a consolidação da expansão e a maior estabilidade macroeconômica, os gastos sociais continuaram a crescer e se tornaram menos voláteis. Contudo, a região ainda poderia melhorar bastante a eficiência dos gastos na área social. A qualidade do ensino fundamental, por exemplo, continua defasada em comparação a outras regiões do mundo (Vegas e Petrow, 2007). Além disso, os principais beneficiários desses gastos continuam a ser as camadas de média e alta renda e não os pobres, em virtude da elevada parcela das despesas direcionadas ao ensino superior e seguridade social. De fato, os gastos sociais em muitos países latino-americanos têm-se mostrado regressivos, beneficiando os segmentos mais ricos da sociedade em detrimento dos pobres em termos absolutos.

Os gastos na área social podem, no entanto, reduzir a desigualdade constatada na América Latina porque a participação dos pobres nos benefícios dos gastos sociais tende a ser maior do que a sua parcela na renda antes das transferências. Conforme revelado num novo estudo do corpo técnico do FMI (Cubero e Vladkova-Hollar, a ser publicado), esse efeito é de modo geral positivo, embora pequeno (especialmente em vista do elevado grau de desigualdade da distribuição de renda antes da aplicação da política fiscal). Na América Central, por exemplo, o efeito redistributivo combinado da tributação e dos gastos sociais foi uma

Quadro 7. Redução da Pobreza na América Latina

Nos anos recentes, o sólido crescimento econômico vem contribuindo para uma redução considerável da pobreza na América Latina, refletindo tanto a força da expansão da economia quando comparada aos padrões históricos como o impacto mais forte do crescimento sobre a pobreza. O índice de pobreza caiu mais fortemente na Argentina, seguindo-se Bolívia, Brasil, Chile, Colômbia, México, Peru e Uruguai; já os países com crescimento mais baixo exibiram redução menos significativa da pobreza. Com base em estimativas nacionais recentes, o aumento de 1 ponto percentual no crescimento correspondeu, em média, a uma redução de 1,7 por cento na pobreza na América Latina entre 2002 e 2006 (percentagens ponderadas pela população dos países da amostra). Estudos semelhantes, baseados em pesquisas de amostragem de domicílios, constataram que a reação da pobreza ao crescimento foi de cerca de 1,2 por cento entre 2002 e 2005 (CEPAL, 2006). Isso é mais do que o dobro do nível observado na década de 1990 quando, em média, o aumento de 1 ponto percentual no crescimento reduziu a pobreza em 0,6 por cento. Ademais, ao contrário da década de 1990, o crescimento econômico tendeu a ser acompanhado por uma redução das desigualdades na distribuição da renda. Dessa forma, as reduções da pobreza parecem ter resultado de uma combinação de crescimento mais elevado com melhoria na distribuição da renda.



Por que razões o crescimento recente vem sendo, comparativamente, mais bem distribuído e favorável aos mais pobres? Embora seja difícil responder a essa questão de uma forma abrangente, a experiência recente sugere algumas pistas. Em contraste com episódios anteriores, a expansão atual tem sido acompanhada de uma redução significativa das taxas de desemprego em toda a região (ver Quadro 6 do *Regional Economic Outlook* de abril de 2007, e Loayza e Raddatz, 2006). Tem havido também melhorias no direcionamento dos gastos sociais, inclusive por meio da criação de programas de transferência condicional de renda em países como Argentina, Brasil, México, Chile, Colômbia e Uruguai. Por exemplo, o êxito do Chile em reduzir a pobreza pela metade entre 1990 e 1998 deve-se atribuir a uma combinação de crescimento e programas sociais bem direcionados (Banco Mundial, 2001); estudos recentes do impacto de transferências condicionais de renda mostraram que elas são mais bem direcionadas do que a maioria dos gastos sociais, contribuindo muito para a redução da pobreza (Perry *et al.*, 2006). Finalmente, as remessas de trabalhadores para países da América Latina aumentaram de forma significativa nos anos recentes. Como essas transferências de fato se constituem em redes privadas de segurança social e ajudam a financiar o investimento e a educação familiares, as remessas também podem ter ajudado na redução da pobreza (Fajnzylber e Lopez, 2007).

Não obstante as conquistas recentes, a pobreza na América Latina continua elevada, situando-se ao redor de 38 por cento em 2006. Novas reduções da pobreza dependerão principalmente da sustentação da atual expansão econômica e, ao mesmo tempo, da contenção da inflação e de um rompimento decisivo com a histórica volatilidade macroeconômica da região. Ademais, a pobreza continua elevada e arraigada dentro de grupos sócio-econômicos específicos. As populações nativas e os domicílios chefiados por mulheres continuam no extrato mais baixo da distribuição de renda. Os países com população rural elevada enfrentam

Observação: Este quadro foi elaborado por Priya Joshi.

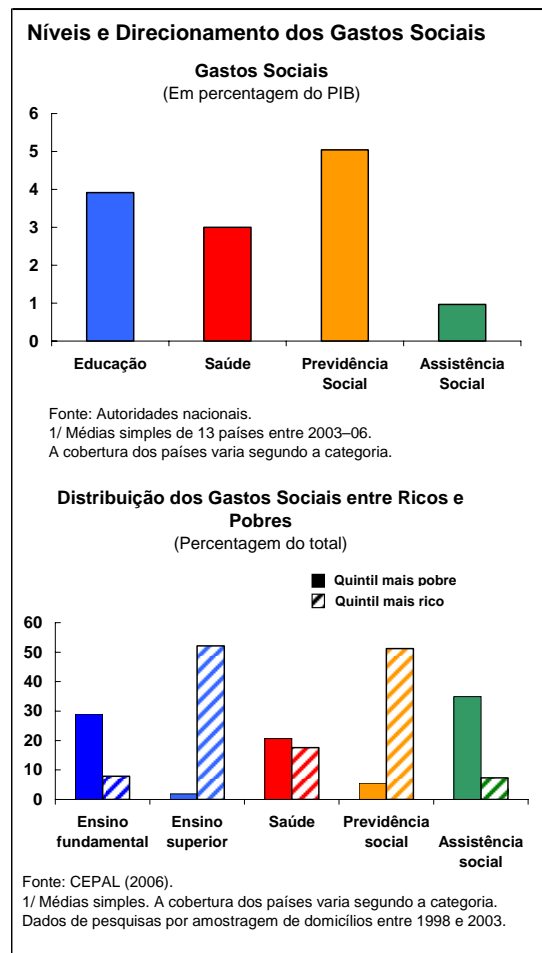
Quadro 7 (conclusão)

dificuldades adicionais, já que a pobreza é muito maior e menos sensível ao crescimento nas regiões rurais do que nas áreas urbanas. Finalmente, apesar de comparativamente baixa, a pobreza nas áreas urbanas vem aumentando em alguns países. Entre as medidas que poderiam ajudar a enfrentar esses desafios, destacam-se:

- Aumento dos esforços para atingir a população carente das áreas rurais, inclusive por meio do fornecimento de melhores serviços públicos naquelas regiões, redução da desigualdade na distribuição de terras, e melhorias na infra-estrutura rural (Perry *et al.*, 2006; Echeverría, 2000; Lopez e Valdés, 2000);
- Melhoria da qualidade da educação primária e secundária, em especial nas áreas rurais (Lindert, 2003; Vegas e Petrow, 2006);
- Eliminação de barreiras ao investimento privado, particularmente em segmentos de mão-de-obra intensiva, como o setor agrícola (de Ferranti *et al.*, 2005);
- Reformas do mercado de trabalho para reduzir os incentivos ao setor informal, no qual o trabalhador tende a ter remuneração menor e a não desfrutar de benefícios como assistência médica e previdência social (CEPAL, 2006).

redução do coeficiente de Gini em cerca de 4,5 pontos percentuais, em média, mas com grandes variações, de 1,6 ponto percentual em El Salvador a 8 pontos percentuais no Panamá.

Os programas de assistência social focalizados, que combinam transferências em favor dos pobres com metas relacionadas à saúde ou educação, são promissores no que diz respeito à redução da pobreza. Avaliações recentes do *Oportunidades*, um programa de transferência condicional de renda no México, demonstraram que o potencial desses programas em termos de alívio da pobreza pode levar a melhorias na saúde e educação, bem como à elevação da capacidade de investimento, uma vez que se diminuem as restrições ao crédito enfrentadas pelos beneficiários (Gertler, Martinez, e Rubio-Codina, 2007; Freije, Bando e Arce, 2007). O programa *Chile Solidário*, um sistema de proteção social que visa as famílias mais pobres, contribuiu de forma decisiva para baixar os índices de pobreza no Chile, de 19 por cento em 2002 para menos de 14 por cento em 2006. Programas desse tipo também foram implementados em outros países, como a



PERSPECTIVAS ECONÔMICAS: AS AMÉRICAS

Argentina, o Panamá, o Peru e o Brasil, onde o Bolsa Família cresceu rapidamente nos últimos quatro anos, beneficiando agora quase 12 milhões de famílias. Outras iniciativas de política social nessa mesma linha também foram lançadas recentemente no Peru — onde há uma

nova estratégia nacional de combate à desnutrição das crianças menores — no Uruguai e na Nicarágua, que deu início a um novo programa de rede de proteção social (o *Fome Zero*).

III. É Resistente a Expansão Econômica da América Latina?

Um dos fatos marcantes na história econômica da América Latina é a frequência com que o processo de crescimento, após iniciar-se, sofre reverses. Os episódios de expansão normalmente são de curta duração e culminam em crises ou longos períodos de estagnação. Os ciclos econômicos latino-americanos tendem a ser voláteis se comparados aos de países avançados e de países em desenvolvimento de outras regiões (Aiofi, Catão e Timmerman, 2006). Períodos sustentados de crescimento, com interrupções apenas temporárias, tendem a ser mais raros (Berg, Ostry e Zettelmeyer, a ser publicado). Ademais, quedas acentuadas do produto ocorreram com mais frequência na América Latina do que nas demais regiões, salvo a África (Becker e Mauro, 2006). Em edições anteriores do *Regional Economic Outlook* argumentou-se que a melhoria dos fundamentos macroeconômicos na América Latina desde o início desta década, aliada às reformas iniciadas nas décadas de 1980 e 1990, justificava a esperança de que o atual período de expansão econômica poderia ser mais sustentado do que os anteriores.

A turbulência recente nos mercados financeiros mundiais e a desaceleração do crescimento nos Estados Unidos e em outros países industrializados constituem a primeira prova de fogo para a resistência da América Latina a choques externos desde 2002. Como será que a expansão latino-americana, em seu quinto ano, reagirá a esses choques? Este capítulo examina os possíveis canais de transmissão de choques externos e analisa, por meio de técnicas econométricas, as perspectivas para a região no contexto da deterioração do ambiente externo. Com base nas atuais projeções para o crescimento externo, preços das *commodities* e condições nos mercados de crédito internacionais, a conclusão é que a expansão da economia latino-americana deve continuar, embora a um ritmo um pouco mais lento. Todavia, existem riscos consideráveis,

relacionados, sobretudo, aos diferentes graus de solidez dos fundamentos na região, às flutuações do crescimento nos Estados Unidos — às quais alguns países da região, especialmente o México e os centro-americanos, continuam altamente sensíveis — e à possibilidade de que a turbulência financeira se alastre ou se aprofunde, com repercussões para o crescimento mundial e os preços das *commodities*.

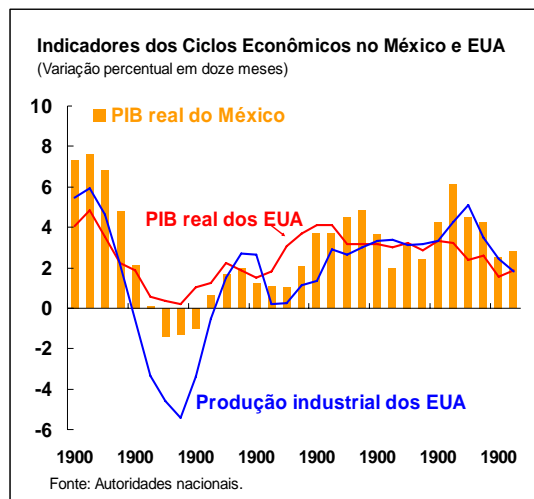
Canais de transmissão

Apertos no financiamento externo no passado contribuíram decisivamente para crises financeiras e colapsos do produto na América Latina. Durante a década de 1990 e nos primeiros anos da década corrente, interrupções repentinas dos fluxos de entrada de capital foram o estopim de crises cambiais que geraram insolvência generalizada, pois o passivo dos setores público e privado era freqüentemente denominado em dólares. Isso, por sua vez, provocava corridas aos bancos, fortes apertos de crédito e, num ou noutro caso, um colapso de todo o sistema financeiro. Em alguns casos, as autoridades monetárias conseguiram evitar uma forte desvalorização da moeda, mas ao preço de juros muito altos, prejudicando o crescimento.

Em princípio, a mais recente turbulência nos mercados financeiros mundiais e a sua repercussão sobre a economia global poderiam afetar a América Latina por meio de quatro canais: 1) demanda externa real, na medida em que o crescimento dos parceiros comerciais — especialmente os Estados Unidos — sofre um impacto negativo; 2) declínio dos preços das *commodities* e das relações de troca em virtude da desaceleração da atividade econômica mundial; 3) canais financeiros, como a elevação do custo do capital e a diminuição ou reversão da entrada de capitais na região e, finalmente, 4) o declínio das

remessas de particulares para a região, com a redução da renda e do crédito dos trabalhadores latino-americanos no exterior, em especial nos Estados Unidos. Além disso, políticas econômicas internas reativas podem desempenhar um papel na mitigação ou no agravamento de choques externos. No passado, os três primeiros canais de transmissão contribuíram de forma importante para desencadear crises na América Latina, ao passo que políticas fiscais e monetárias pró-cíclicas (por exemplo, voltadas para a redução de déficits sem financiamento ou para defender o nível da taxa de câmbio) ampliaram o choque. Qual será a importância de cada um desses canais neste momento? E as remessas passaram a ser importantes como novo canal de transmissão, como parece sugerir a recente queda das remessas para a América Central e o México, que coincide com o colapso no setor de construção habitacional nos Estados Unidos?

Os canais relativos à conta de transações correntes — demanda pelas exportações e remessas — são certamente importantes, mas a intensidade do seu efeito dependerá do grau de desaquecimento da atividade econômica nos parceiros comerciais. Isso, por sua vez, está atrelado às perspectivas para a economia americana. Um estudo recente do FMI (*World Economic Outlook* de abril de 2007, Capítulo 4) aponta que uma desaceleração num “ponto intermediário do ciclo econômico” nos Estados Unidos — em oposição a uma recessão típica — não afetaria o crescimento mundial de forma significativa, em vista, principalmente, do crescimento robusto nos mercados emergentes. Além disso, a América Latina como um todo reduziu sua dependência da demanda americana. As exportações para aquele país recuaram de 57 por cento do total das exportações em 2000 para 47 por cento em 2006, embora permaneçam bastante elevadas no México (85 por cento) e em alguns países da América Central. Por fim, embora as remessas para a América Latina tenham apresentado uma tendência de crescimento rápido até recentemente, sua magnitude como parcela do PIB ainda é relativamente modesta, ainda que não na América Central e em alguns países do Caribe.



Outro estudo recente do FMI aponta que no passado as remessas para a região não sofreram uma forte influência dos ciclos econômicos nos Estados Unidos (Quadro 8). No entanto, padrões do passado talvez não constituam um bom parâmetro para prever o futuro. Isso se deve, em parte, à contribuição do enfraquecimento do mercado imobiliário nos Estados Unidos para a turbulência recente e à importância dos setores habitacional e de construção como foco de emprego e — cada vez mais — de investimento para os imigrantes da região.

	Bilhões de US\$	Como porcentagem do	
		PIB	IED (entrada)
América do Sul			
Brasil	2.9	0.3	15.4
Chile	-1.8	1.2	20.5
Colômbia	3.9	2.9	61.8
Equador	2.9	7.2	100.6
México	23.7	2.7	102.8
Peru	1.8	2.0	50.5
América Central			
Costa Rica	0.5	2.3	73.8
El Salvador	3.3	18.1	667.3
Guatemala	3.6	10.2	1110.7
Honduras	2.2	25.0	774.2
Nicarágua	0.7	12.2	235.3
Rep. Dominicana	2.7	8.7	324.7

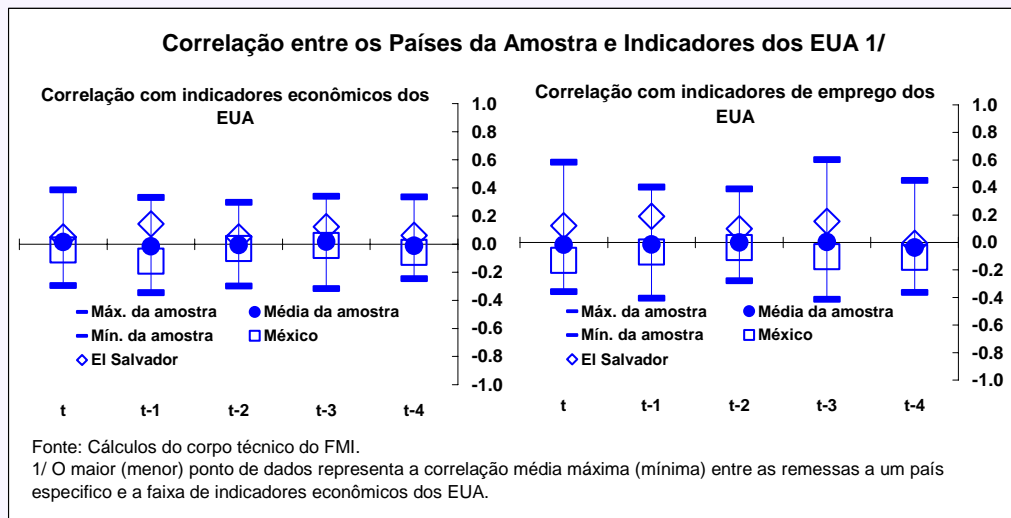
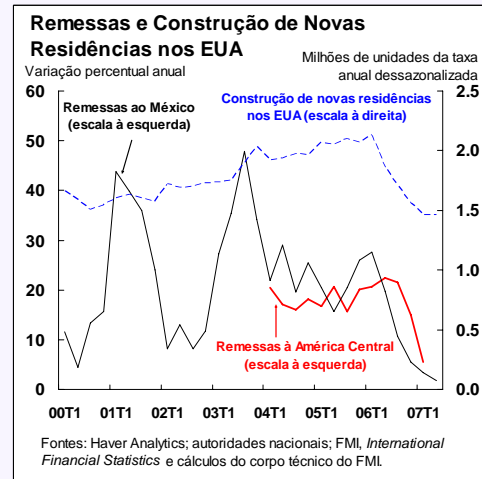
Fontes: Autoridades nacionais; FMI, *International Financial Statistics* e cálculos do corpo técnico do FMI.

Da mesma forma, uma redução significativa dos preços das *commodities* certamente afetaria a região. Estimativas do *Regional Economic Outlook* de abril

Quadro 8. As Remessas para a América Latina São Influenciadas pelo Ciclo Econômico dos EUA?

Apesar dos indícios de que remessas de divisas podem ajudar a suavizar choques adversos no país de destino, pouco se sabe sobre o possível efeito sobre elas de choques no país de origem. A experiência no primeiro semestre de 2007, quando a desaceleração das remessas para alguns países da América Latina coincidiu com uma moderação na economia dos EUA, sugere um vínculo pró-cíclico. Entretanto, uma análise mais detida dos dados sugere que tal vínculo continua fraco.

Em um estudo recente do FMI, Roache e Gradzka (a ser publicado) examinam, com o uso de diversos métodos, a correlação entre as remessas para 15 países da América Latina e 19 indicadores do ciclo econômico nos EUA, com base em dados trimestrais de 1994 a 2007. As correlações simples entre as remessas deflacionadas e dessazonalizadas e os indicadores cíclicos dos EUA, com base em médias para países e indicadores, revelaram-se próximas de zero (gráfico à esquerda na figura abaixo). Resultados similares foram obtidos com o uso de grupos mais estreitamente definidos de indicadores dos EUA, como o crescimento do nível de emprego, e com defasagem de 1 a 4 trimestres em relação a eles (gráfico à direita na figura abaixo). Além das médias, os gráficos



mostram individualmente as correlações para o México, o que mais recebe remessas (em termos absolutos, não em relação ao PIB), e El Salvador, o país com a correlação média mais elevada.

Na maioria dos casos, uma análise de regressão das remessas contra uma série de indicadores dos EUA, com defasagens e controle para o ciclo econômico interno, também não conseguiu demonstrar uma relação clara e positiva. Em uma etapa final, poder-se-ia questionar se seria possível detectar um "ciclo comum" entre a atividade econômica nos EUA e o fluxo de remessas. Para tanto, foi efetuada uma "análise dinâmica de fatores" para os seis países com mais dados disponíveis e quatro indicadores do ciclo econômico nos EUA, inclusive o PIB, dois indicadores do nível de emprego e o número de licenças para a construção de novas residências (ver tabela). Quanto mais positivos os coeficientes da tabela, mais sensíveis são as remessas ao ciclo dos EUA. Mais uma vez, os resultados sugerem pouca ou nenhuma sensibilidade na maioria dos países. O México pode ser uma exceção já que as remessas para esse país parecem guardar relação com um indicador amplo do ciclo econômico dos EUA; com efeito, dados recentes sobre o México continuam a sugerir o surgimento de um vínculo (ver detalhes em Roache e Gradzka, a ser publicado).

Observação: Este quadro foi elaborado por Shaun Roache.

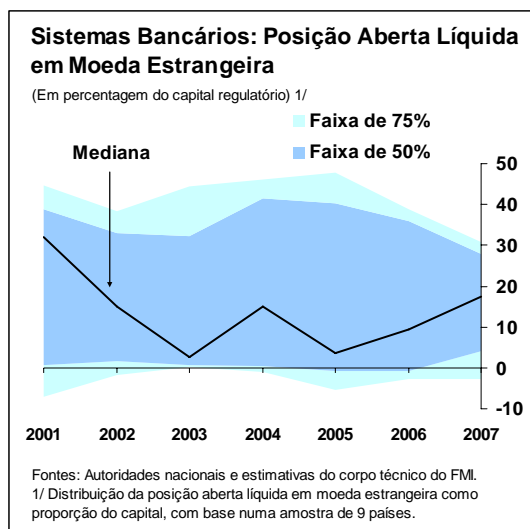
Quadro 8 (conclusão)

É possível que surjam vínculos mais sólidos na medida em que o ritmo de crescimento das remessas registradas comece a diminuir. Entretanto, é também possível que os imigrantes levem a cabo uma espécie de uniformização do consumo, remetendo para casa uma quantia mensal fixa; isso também tem sido citado como uma possível razão para a reação anticíclica das remessas às condições no país de origem (ver Sayan, 2006).

Modelo de Fator Dinâmico Comum: Sensibilidade das Remessas 1/									
Fator	Argentina	Brasil	República Dominicana	El Salvador	Guatemala	México	PIB dos EUA	Emprego nos EUA em: construção serviços	
Modelo de componente cíclico de Hodrick-Prescott - cargas estimadas de fatores									
Ciclo nos EUA	-0.13 [0,58]	-0.10 [0,68]	-0.06 [0,58]	0.09 [0,48]	0.14 [0,34]	0.66* [0,35]	0.29*** [0,06]	0.32*** [0,05]	0.24*** [0,06]
Remessas	0.55** [0,22]	0.67** [0,30]	0.31 [0,49]	-0.33 [0,57]	0.32 [0,42]	-0.02 [0,33]	... ...	... ...	... ...

Fonte: Roache e Gradzka (a ser publicado).
 1/ Os coeficientes são as cargas de fator (ou sensibilidade) de cada variável do vetor observável em relação ao fator não observável que representam o ciclo dos EUA e um efeito comum de remessa. Esses resultados foram baseados em estimativas que usavam o componente cíclico do filtro de Hodrick-Prescott. A significância nos níveis de 1%, 5% e 10% são indicadas por ***, ** e *, respectivamente. O erro-padrão do coeficiente é apresentado entre colchetes.

de 2007 indicam que um recuo de 5 por cento nos preços das principais *commodities* de exportação



num trimestre cortaria cerca de um terço de ponto percentual do crescimento agregado de seis grandes economias latino-americanas (Argentina, Brasil, Chile, Colômbia, México e Peru) após dois trimestres. Contudo, os preços de produtos de exportação latino-americanos continuam altos e as

projeções atuais sugerem apenas pequenos declínios no médio prazo. Uma queda mais pronunciada só seria provável num cenário de forte desaceleração do crescimento mundial, o que examinamos na seção a seguir.

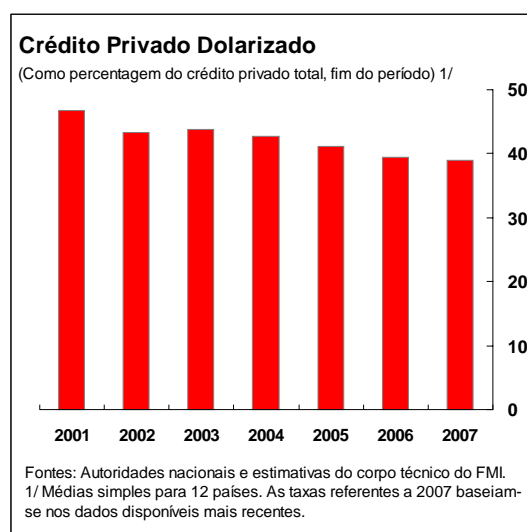
As vulnerabilidades financeiras foram reduzidas em comparação com alguns anos atrás, embora ainda não tenham desaparecido. Os descasamentos cambiais associados a empréstimos em moeda estrangeira caíram em vários países, e as posições externas estão geralmente mais sólidas (ver Quadro 3). As posições fiscais também melhoraram e os saldos primários estruturais são, de uma maneira geral, superavitários (ver Capítulo 4). As necessidades de financiamento do setor público são em geral menores, com a dívida pública vencendo em 2007 abaixo de 10 por cento do PIB na maioria dos grandes países. Além disso, são poucos os indícios de exposição direta dos bancos latino-americanos aos problemas do mercado de crédito imobiliário de alto risco dos Estados Unidos e não há um motivo claro para

preocupação quanto à solvência dos bancos domésticos neste momento (Quadro 9). Contudo, as posições fiscal e externa da região devem deteriorar-se neste ano, e o rápido crescimento recente do crédito pode dar lugar a vulnerabilidades ainda não perceptíveis no setor financeiro.

A solidez das empresas de maior porte também melhorou. Comparando os períodos 2002–06 e 1998–2001, as empresas de capital aberto da região geraram lucros maiores, aumentaram sua liquidez e, agora, estão sujeitas a riscos de financiamento bruto menores. Esses avanços significam que o setor empresarial — pelo menos no que concerne às empresas de capital aberto — talvez esteja mais bem preparado para absorver choques externos adversos. No entanto, embora as empresas de maior porte e com melhor classificação de risco talvez consigam absorver mais facilmente o impacto de choques, as empresas menores e não tão bem classificadas podem ainda estar vulneráveis a dificuldades para obter recursos caso as condições para concessão de crédito se tornem mais restritivas. Numa análise mais ampla, a manutenção da solidez das empresas dependerá da estabilidade macroeconômica para que os *spreads* relacionados ao risco-país e o risco de inflação continuem baixos.

No passado, as vulnerabilidades internas freqüentemente amplificavam as crises não apenas por agravarem a saída de capitais, mas também por diminuírem a capacidade da política econômica interna de amortecer choques externos. Dívidas e déficits elevados, aliados às restrições ao endividamento público, não raro levavam a uma política fiscal pró-cíclica. A falta de credibilidade da política monetária e o “medo” de permitir a flutuação do câmbio — normalmente uma conseqüência dos descasamentos de moedas nos balanços patrimoniais — significavam que a política monetária também se tornava restritiva quando o cenário externo se enfraquecia. Hoje, em contraste, a perspectiva de políticas internas efetivas — especialmente, a política monetária — melhorou com a flexibilização das taxas de câmbio

e o controle relativamente seguro da inflação. Agora que os descasamentos de moedas se tornaram uma preocupação menor, vários bancos centrais permitiram que as taxas de câmbio se depreciassem, em resposta à subida do prêmio de risco após agosto de 2007. E com as expectativas inflacionárias solidamente ancoradas, a preocupação de que a depreciação da taxa de câmbio possa ser repassada para os preços internos não parece ter influenciado as decisões de política monetária após a turbulência de agosto.

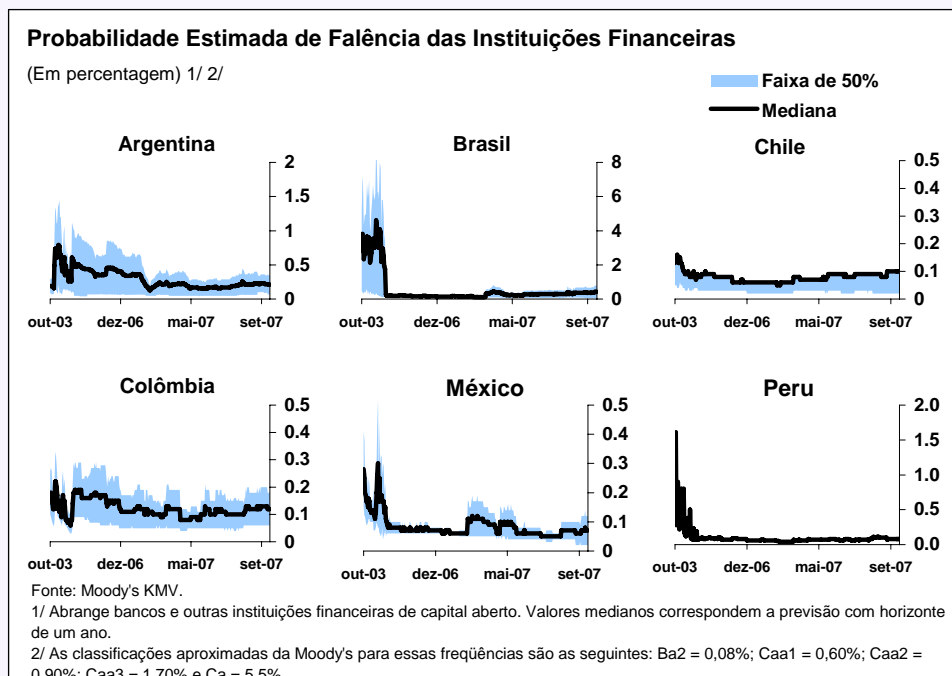


Há quem sustente que o ambiente externo favorável à América Latina nos últimos anos — sobretudo os elevados preços das *commodities* e o crescimento acelerado das economias americana e mundial — é o principal determinante da melhoria dos fundamentos, e que, portanto, estes podem ser sensíveis a uma deterioração das condições externas. Embora o crescimento na América Latina seja sensível ao ambiente externo, essa linha de argumentação é demasiado simplista. Primeiro, nos últimos anos, a América Latina beneficiou-se de políticas sólidas e melhorias institucionais palpáveis, assim como de condições externas favoráveis. Por exemplo, os regimes de política monetária ganharam em credibilidade e sofisticação, os saldos fiscais primários estruturais melhoraram até mesmo nos países que não são grandes exportadores de *commodities* (ver Capítulo 4), e muitos países implementaram

Quadro 9. A Crise no Mercado *Subprime* dos EUA Afetará o Crédito na América Latina?

São poucos os indícios de exposição direta dos bancos latino-americanos aos problemas do mercado de crédito imobiliário de alto risco (*subprime*) dos Estados Unidos e não há um motivo claro para preocupação quanto à solvência desses bancos. Estimativas baseadas em preços de mercado da probabilidade de falência das instituições financeiras de capital aberto na região têm-se mantido baixas em termos absolutos e inferiores a seus valores históricos. No primeiro semestre de 2007, o nível de liquidez agregada dos sistemas bancários dos maiores países da América Latina era, de modo geral, sólido e oferecia uma certa proteção contra o período de turbulência que se seguiu nos mercados financeiros mundiais. Notaram-se poucos sinais de problemas de liquidez como resultado da turbulência (um breve salto nas taxas interbancárias na Argentina foi amortecido por fornecimento de liquidez aos bancos locais pelo banco central).

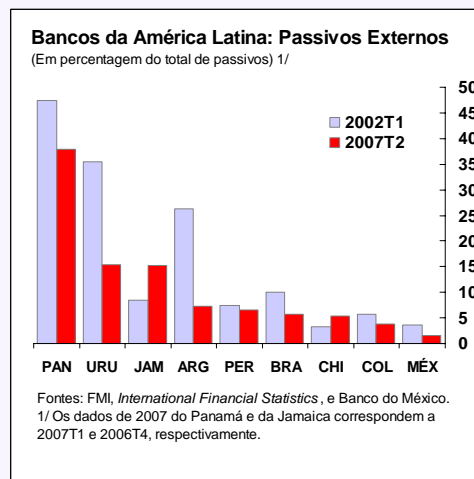
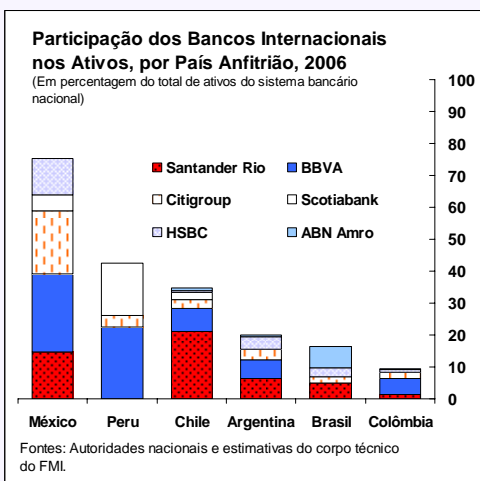
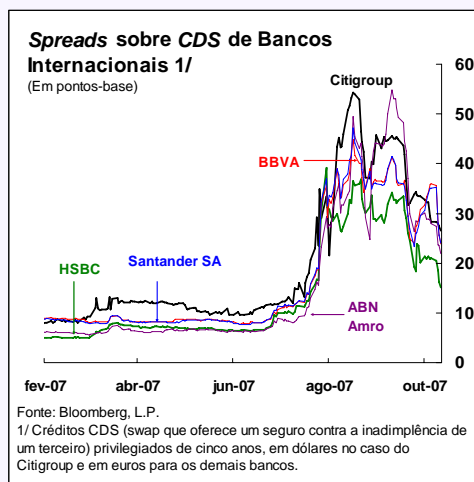
O impacto sobre o crédito bancário por intermédio de canais indiretos deve ser limitado, desde que a turbulência nos mercados financeiros mundiais não se amplie ou aprofunde. O crédito bancário poderia ser afetado caso perdas nos ajustes a preços de mercado decorrentes de movimentos adversos nos mercados locais de ações, títulos e câmbio provoquem uma erosão da rentabilidade e do patrimônio líquido. Entretanto, como os mercados locais se estabilizaram, com perdas líquidas limitadas ou nulas no preço dos ativos até o momento, é provável que o impacto sobre a rentabilidade e o patrimônio líquido dos bancos seja pequeno.

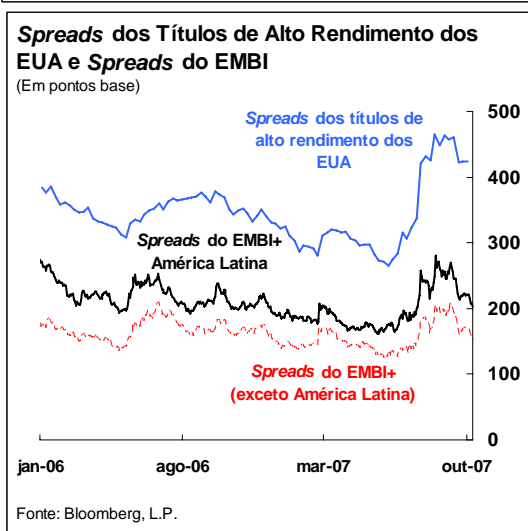
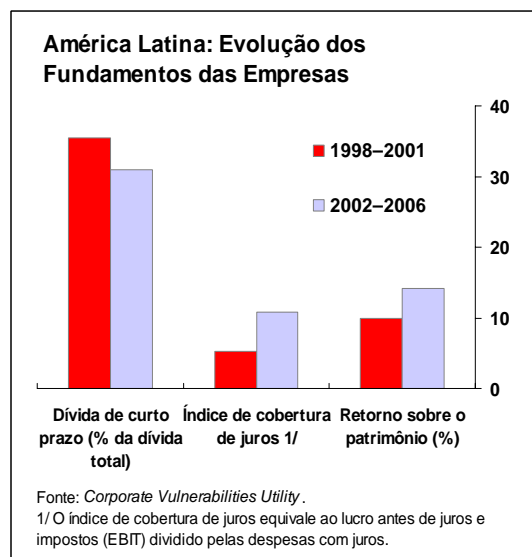
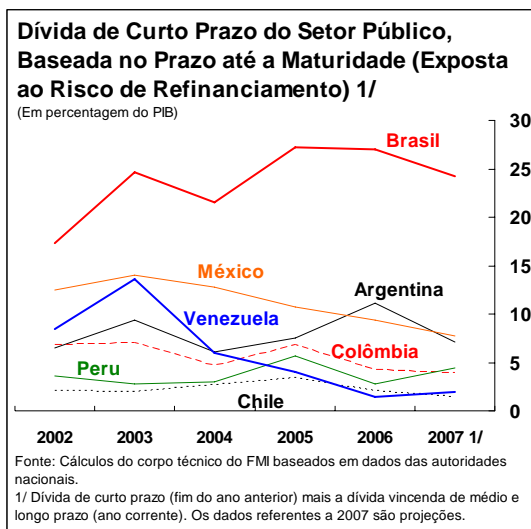


Observação: Este quadro foi elaborado por Jingqing Chai.

Quadro 9 (conclusão)

Em segundo lugar, o aperto de crédito — refletido na elevação dos *spreads* dos *credit default swaps* (CDS) e as perdas no mercado *subprime* — sentido pelos bancos dos países industrializados poderia afetar indiretamente alguns países latino-americanos, na medida em que bancos internacionais desempenhassem um papel importante no financiamento das operações de agências locais. Entretanto, a expansão recente do crédito parece ter como principal fonte de financiamento o crescimento dos depósitos locais (Capítulo 2) e os passivos em moeda estrangeira dos sistemas bancários da América Latina em geral correspondem a uma parcela pequena e em declínio de seus balanços. Por último, uma deterioração persistente das condições de crédito como um todo provavelmente teria um efeito mais sensível sobre instituições financeiras menores, mais dependentes de captação no atacado nos mercados locais, mas esse risco é atenuado pela ampla capacidade da maioria dos bancos centrais de oferecer liquidez no presente contexto de reservas elevadas e balanços patrimoniais em geral mais sólidos, tanto no setor público como privado.





reformas do setor financeiro (ver Capítulo 5). Segundo, mesmo que a melhoria do desempenho econômico da América Latina fosse puramente uma questão de sorte, os resultados em termos de redução da dívida pública, crescimento dos ativos externos líquidos e melhor composição dos balanços patrimoniais público e privado deixaram a região em melhor situação para absorver choques externos do que em períodos anteriores. Até o momento, os investidores externos parecem concordar com essa opinião, como indica o aumento moderado dos *spreads* soberanos na maioria dos países latino-americanos, especialmente quando comparado com a elevação bem mais acentuada dos *spreads* sobre títulos privados de alto rendimento nos Estados Unidos desde agosto.⁵

Isso posto, ainda persistem riscos significativos. Primeiro, os fundamentos variam bastante na região. Os problemas de descasamento cambial associados aos passivos em dólar continuam em alguns países e, conforme descrito no Capítulo 2, o crescimento rápido das despesas públicas está reduzindo os superávits fiscais, enfraquecendo as contas de transações correntes e contribuindo para pressões inflacionárias em vários países. Além disso, a crise externa pode alastrar-se ou aprofundar-se. Um dos riscos decorre da possibilidade de que a crise engolfe uma das grandes economias emergentes, fazendo com que os riscos para a classe de ativos dos mercados emergentes sofram uma reavaliação mais profunda. Outro risco advém da possibilidade de recessão nos Estados Unidos, que poderia causar um desaquecimento expressivo do crescimento econômico nas demais regiões, provocar uma nova subida dos prêmios de risco no mundo todo e enfraquecer os preços das *commodities*. A seção a seguir usa métodos econométricos para examinar os prováveis efeitos da turbulência de agosto tanto

⁵ Tradicionalmente, os *spreads* EMBI e EMBI América Latina reagem numa proporção de aproximadamente um para um a choques no *spread* sobre títulos privados de alto rendimento dos Estados Unidos. (González Rozada e Levy-Yeyati, 2005; Österholm e Zettelmeyer, 2007).

num cenário de referência relativamente benigno para o crescimento fora da região quanto num cenário de condições mais adversas.

Análise de cenários

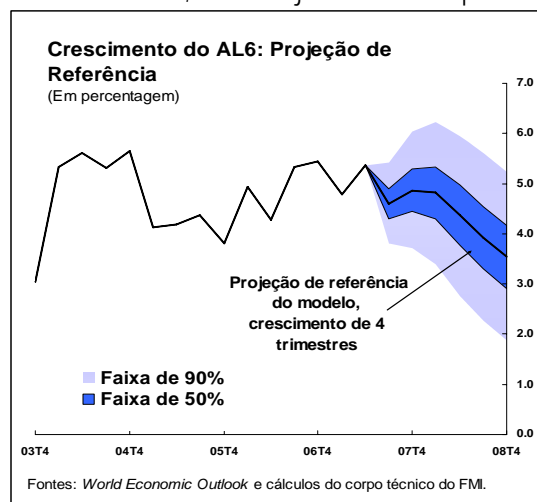
Esta seção baseia-se num modelo econométrico desenvolvido em Österholm e Zettelmeyer (2007) para analisar as relações entre os fatores externos e o crescimento na América Latina, estimado com base em dados de 1994 até o segundo trimestre de 2007.⁶ O modelo concentra-se em cinco variáveis: um índice de crescimento mundial fora da América Latina ponderado pelas exportações, no qual o peso atual dos Estados Unidos é de 0,55; a taxa de juros de curto prazo americana; o índice dos títulos de alto rendimento dos EUA como variável *proxy* das condições nos mercados de crédito americano e mundial; um índice dos preços das *commodities* importantes para a América Latina ponderado pelas exportações líquidas; um índice do crescimento agregado em seis grandes países da região (Argentina, Brasil, Chile, Colômbia, México e Peru) e o índice da JPMorgan referente ao *spread* sobre títulos de mercados emergentes da América Latina (EMBI América Latina). O modelo pode gerar tanto “previsões incondicionais,” nas quais a projeção de todas essas variáveis é condicionada apenas pelos dados históricos, quanto “previsões condicionais,” nas quais a trajetória futura de algumas das variáveis é considerada dada e são obtidas projeções para as variáveis restantes do modelo. Isso propicia uma maneira intuitiva e conveniente de analisar o crescimento na América Latina em cenários alternativos.⁷

⁶ Ver também o trabalho relacionado de Izquierdo, Romero e Talvi (a ser publicado).

⁷ Tecnicamente, o modelo consiste numa “Auto-regressão Vetorial Bayesiana” (ver mais detalhes em Österholm e Zettelmeyer, 2007, e no *Regional Economic Outlook* de abril de 2007.) A única diferença entre os modelos discutidos nesses estudos e aquele empregado nesta seção é que esta versão (1) foi estimada novamente com base numa amostra que abrangia os dois primeiros trimestres de 2007 e (2) usa um índice do PIB mundial ponderado pelas exportações a fim de

(continua)

O cenário de referência baseia-se nas projeções do crescimento mundial e das variáveis financeiras apresentadas no World Economic Outlook de outubro de 2007. Constam do WEO previsões trimestrais da trajetória de quatro das seis variáveis do modelo: crescimento mundial, crescimento da América Latina, taxas de juros de curto prazo dos



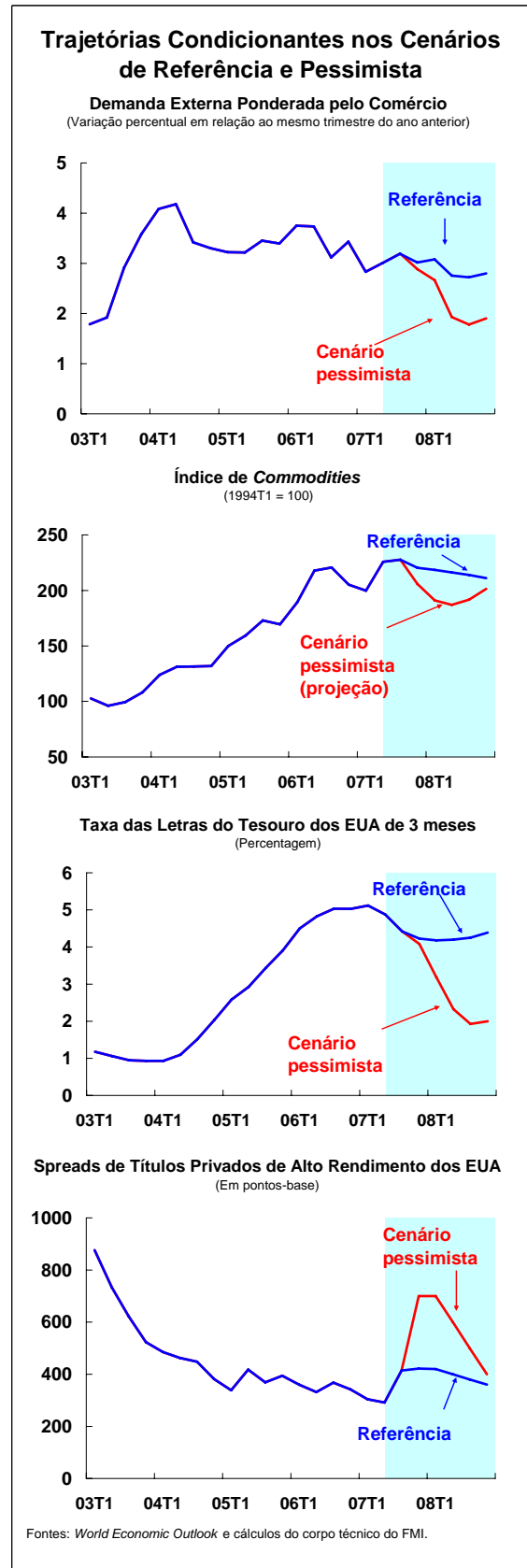
Estados Unidos e preços das *commodities*. Uma vez que o objetivo aqui é projetar o crescimento da América Latina, a previsão do WEO para esta variável é ignorada. As previsões do WEO para o crescimento mundial (transformado num índice ponderado pelas exportações), as taxas de juros de curto prazo e os preços das *commodities* são usados como “trajetórias condicionantes”. No caso do *spread* sobre os títulos privados de alto rendimento, a hipótese é de um declínio gradativo, chegando porém a níveis acima dos registrados antes da turbulência de agosto. Não se estabelece uma trajetória para o EMBI da América Latina, salvo que o valor do terceiro trimestre de 2007 (o primeiro trimestre do período de previsão) é fixado de modo a ser igual ao valor efetivo naquele trimestre. No cenário de referência, portanto, a previsão do crescimento na América Latina está condicionada a: (1) o “choque” efetivo nos mercados de crédito observado no terceiro

melhor captar o impacto das divergências esperadas entre o crescimento econômico nos EUA e a atividade econômica no resto do mundo. (O modelo discutido no REO de abril de 2007 adotava o PIB pela PPC do FMI como índice do crescimento mundial.)

trimestre de 2007; e (2) as trajetórias seguidas pelo produto mundial, preços das *commodities* e taxas de juros dos EUA, correspondentes à previsão de referência do *WEO*. Conforme discutido no Capítulo 1, o *WEO* prevê que a economia mundial terá um crescimento razoavelmente robusto em 2008 e os preços das *commodities* sofrerão apenas pequenas reduções.

Nesse cenário de referência, o modelo prevê uma modesta redução do crescimento da economia latino-americana, de 5 por cento em 2007 para 4,3 por cento em 2008. Como o modelo foi estimado com base num período de amostragem que abrange as crises da década de 1990 na América Latina, o crescimento tende a reagir de maneira acentuada a deteriorações do ambiente externo e, em especial, à elevação dos custos financeiros. Não obstante, a previsão de referência confirma, de maneira geral, a visão relativamente otimista do crescimento regional exposta na análise dos possíveis canais de transmissão de choques externos feita na seção anterior.⁸ Entretanto, a principal razão é que o cenário de referência externo, no qual se baseia a previsão, permanece relativamente favorável. Ele incorpora uma desaceleração do crescimento americano, mas sem chegar a uma recessão. Ademais, pressupõe-se que essa desaceleração seja, de modo geral, compensada pelo crescimento no resto do mundo, de forma que o crescimento externo ponderado pelas exportações continua essencialmente invariável ao longo do período da previsão, não muito abaixo da média do crescimento externo durante 2004–06. Supõe-se que os preços das

⁸ A previsão de referência baseada no modelo é praticamente idêntica à previsão para a economia latino-americana apresentada no Capítulo 2. Esta última previsão foi gerada de forma independente, com base em projeções para cada país realizadas pelas equipes do FMI encarregadas das economias nacionais.



commodities mantenham-se relativamente altos, em linha com as projeções do *WEO*, e que se restabeleça gradativamente a calma nos mercados de crédito privados, embora com uma correção permanente nos preços dos riscos. Por último, o salto inicial do EMBI no terceiro trimestre de 2007, no qual se baseia a previsão, é pequeno em relação aos aumentos registrados nos episódios anteriores de crise. Por meio desse canal, a simulação capta uma parte da melhoria dos fundamentos da América Latina que é recente demais para ter reflexo na estrutura do modelo propriamente dito.

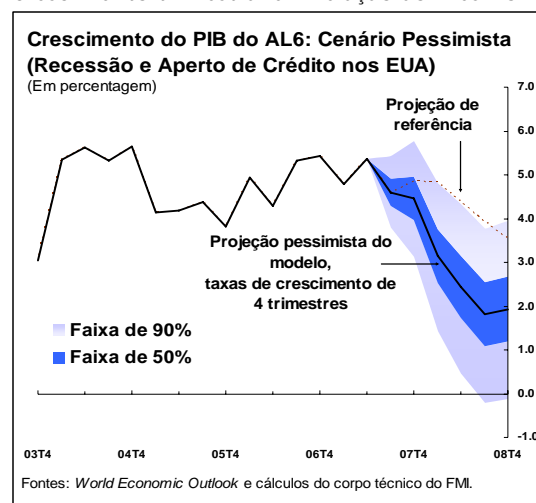
Mas resta saber como a América Latina reagiria se a deterioração das condições externas fosse mais grave do que o previsto no cenário de referência do *WEO*. Construiu-se um cenário alternativo em torno da hipótese de que os Estados Unidos entrem em recessão, com crescimento negativo nos dois primeiros trimestres de 2008, seguido de uma lenta recuperação.⁹ Dado o peso elevado dos EUA no índice de crescimento da economia mundial ponderado pelas exportações da América Latina, isso se traduz numa desaceleração significativa do crescimento da demanda externa (em valores ponderados pelas exportações), de 3 por cento em 2007 para 2,1 por cento em 2008, ou cerca de um ponto percentual abaixo do cenário de referência.¹⁰ Em conformidade com a hipótese de que os EUA entrem em recessão, pressupõe-se um novo aumento significativo dos *spreads* sobre os títulos privados, para 700 pontos-base, juntamente com uma redução das taxas de juros de curto prazo americanas pelo Federal Reserve, em reação à recessão. Não foram estabelecidas trajetórias para os preços das *commodities* nem para o EMBI da América Latina,

⁹ Em termos médios anualizados, pressupõe-se que a economia americana cresça 0,8 por cento nesse cenário, contra a projeção de crescimento anual de 1,9 por cento no cenário de referência.

¹⁰ Essa redução também reflete a hipótese de desaquiecimento da economia fora dos Estados Unidos no caso de uma recessão americana, conforme o modelo de Bayoumi e Swiston (2007) e em linha com os a análise dos riscos para a expansão da economia mundial no *WEO* de outubro de 2007.

ou seja, permite-se que o modelo preveja essas variáveis juntamente com o crescimento agregado da região.

O principal resultado é que um cenário desse tipo afetaria seriamente o crescimento latino-americano, mas não chegaria a causar uma recessão completa na região. Mais especificamente, o modelo prevê que o crescimento trimestral em relação ao mesmo



período do ano anterior caia de 5,25 por cento no segundo trimestre de 2007 (o último valor observado) para cerca de 4,5 por cento no fim do ano e, em seguida, despenque no terceiro trimestre de 2008, atingindo 1,8 por cento. Isso implica um crescimento médio anual de cerca de 2,5 por cento em 2008, ou 1,8 ponto percentual abaixo do valor de referência. Essa redução do crescimento tem como fatores a hipótese de queda de um ponto percentual no crescimento externo, as condições mais restritivas nos mercados de crédito externos — que levam a uma previsão de aumento do EMBI América Latina para cerca de 600 pontos-base no fim de 2007 e início de 2008 — e o forte declínio dos preços das *commodities* nesse cenário. De acordo com o modelo, os preços das *commodities* cairiam — em virtude da desaceleração do crescimento global — quase 20 por cento entre

o fim de 2007 e meados de 2008, para só então iniciarem uma recuperação.¹¹

Conclusão

O período de reformas institucionais e o fortalecimento dos regimes de política econômica deixaram a região da América Latina e Caribe mais bem preparados para tempos de turbulência nos mercados mundiais. Taxas de câmbio mais flexíveis constituem a primeira linha de defesa contra variações bruscas nos fluxos de capital, enquanto a consolidação do compromisso com taxas de inflação baixas — inclusive por meio da adoção de regimes de metas de inflação por muitos países — conferiu mais previsibilidade e transparência às decisões de política econômica. As políticas fiscais também foram aprimoradas, levando a superávits fiscais primários e redução das relações dívida/PIB na região. Ao mesmo tempo, os governos têm conseguido mudar suas estratégias de financiamento, abandonando os títulos vinculados a taxas de juros de curto prazo e ao câmbio e emitindo papéis pré-fixados e indexados à inflação. Isso diminuiu a sensibilidade da dívida pública às variações temporárias das condições financeiras.

Não obstante, importantes desafios persistem, sobretudo se o ambiente externo se deteriorar consideravelmente. Os riscos de redução do crescimento americano aumentaram recentemente, o que amplia a possibilidade de um choque na demanda externa de maiores proporções atingir a América Latina. Ademais, um forte aumento das restrições à obtenção de

financiamento privado, estimulado, por exemplo, por novos episódios de turbulência nos mercados, poderia repercutir nos mercados locais da região e interromper a atual expansão do crédito, afetando assim os investimentos e o crescimento. Com a melhoria dos balanços patrimoniais dos setores público e privado e a aplicação de políticas mais confiáveis, muitas das grandes economias da região agora reúnem as condições — em alguns casos, pela primeira vez em décadas — para reagir a choques desse tipo mediante uma política monetária anticíclica. De fato, é possível que alguns países tenham criado espaço fiscal suficiente para reagir a choques também por meio de uma política fiscal anticíclica, caso seja necessário, ou ao menos para manter os gastos essenciais em vez de cortar despesas como em crises anteriores.

Mesmo no cenário de referência, os países enfrentam desafios consideráveis. Conforme discutido em mais detalhe no próximo capítulo, as autoridades fiscais precisarão reduzir o ritmo do crescimento das despesas correntes para evitar que os superávits fiscais estruturais se transformem rapidamente em déficits. As autoridades monetárias devem manter-se vigilantes, na medida em que uma leve redução do crescimento em 2008 talvez não seja o bastante para compensar as pressões inflacionárias decorrentes dos aumentos dos preços dos alimentos e das restrições da oferta. Embora tenha crescido a incerteza sobre a trajetória futura da inflação, a melhoria dos regimes de política monetária em muitos países da região deve ajudá-los a encarar esse desafio.

¹¹ Cumpre notar que essa queda acentuada e recuperação incipiente não constitui uma hipótese, mas sim uma previsão do modelo condicionada pelas trajetórias pressupostas do crescimento mundial e das variáveis financeiras.

IV. O Crescimento da Receita e a Solidez das Posições Fiscais Subjacentes

Em muitos países da América Latina, os saldos fiscais tiveram uma melhora constante entre 2002 e 2006. Inicialmente, isso foi reflexo de uma redução das despesas em relação ao PIB, que chegaram ao seu patamar mais baixo em 2004. Embora os gastos tenham crescido novamente em 2005 e 2006, os saldos fiscais continuaram a subir, o que reflete um crescimento ainda mais rápido da receita. No entanto, as razões receita/PIB agora parecem ter-se estabilizado, ao passo que os gastos seguem crescendo a um ritmo incessante em muitos países da região. Como resultado, a média dos saldos fiscais deve enfraquecer este ano, pela primeira vez desde 2002, com a expectativa de nova deterioração no próximo ano.

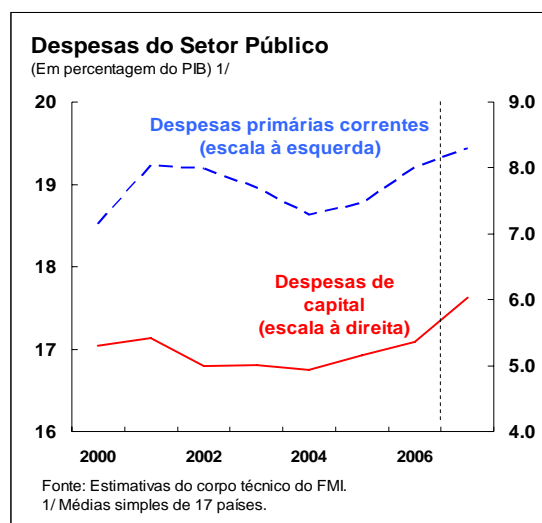
À luz da persistência de níveis de endividamento relativamente altos, do histórico de debilidade fiscal na América Latina e das implicações do enfraquecimento das posições fiscais para a volatilidade macroeconômica, um retorno aos déficits primários na América Latina seria motivo da grande preocupação. A concretização dessas perspectivas nos próximos anos depende de duas considerações.

- Primeiro, continuarão as despesas a evoluir da mesma maneira? Se o crescimento dos gastos mantiver o ritmo médio de 8 a 10 por cento (em termos reais) observado nos últimos dois anos, é provável que a região volte a registrar déficits fiscais primários em dois ou três anos, mesmo que seja mantido o atual dinamismo das receitas. A fim de abrir espaço para um aumento das despesas de capital e estabilizar os saldos fiscais, é necessário restringir o crescimento das despesas correntes e direcioná-las de maneira mais efetiva, em particular, ao combate à pobreza.

Evolução Fiscal, 2002–07						
(Em porcentagem do PIB) 1/						
	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Produtores de commodities 2/						
Receitas do setor público	24.4	25.5	26.7	28.6	30.9	30.1
Commodities	4.5	6.0	6.5	8.1	9.8	9.0
Outras	19.9	19.4	20.2	20.5	21.0	21.0
Despesas do setor público	28.7	27.1	26.9	27.4	28.5	29.4
Correntes	23.5	22.0	21.5	21.3	21.6	21.7
Juros	4.8	3.6	3.2	2.6	2.5	2.5
Capital	5.2	5.2	5.4	6.0	6.9	7.8
Saldo global do setor público	-4.3	-1.7	-0.1	1.2	2.4	0.6
Saldo primário do setor públ.	0.5	2.0	3.1	3.9	4.9	3.1
Não produtores de commodities 2/						
Receitas do setor público	24.2	24.5	24.4	25.2	26.2	26.3
Despesas do setor público	28.2	28.2	27.0	26.9	27.1	27.7
Correntes	23.6	23.4	22.4	22.3	22.7	22.8
Juros	3.8	3.8	3.4	3.2	3.0	2.8
Capital	4.7	4.8	4.6	4.6	4.4	4.9
Saldo global do setor público	-4.0	-3.7	-2.6	-1.7	-0.9	-1.4
Saldo primário do setor públ.	-0.3	0.2	0.8	1.5	2.2	1.4

Fonte: estimativas do corpo técnico do FMI.
1/ Médias simples.

2/ Produtores de commodities: Argentina, Bolívia, Chile, Colômbia, Equador, México, Peru, Trinidad e Tobago e Venezuela. Não produtores de commodities: Brasil, Costa Rica, Guatemala, Honduras, Nicarágua, Panamá, Paraguai, El Salvador e Uruguai.



- Segundo, receitas relativamente altas estão aqui para ficar? Para responder a essa pergunta, é preciso analisar cuidadosamente se a recente variação das razões receita/PIB decorre, na maior parte, de mudanças “estruturais,” tais como modificações na política e administração tributárias ou variações de preços de certas *commodities* que

provavelmente serão permanentes, ou de fatores temporários, como um dinamismo cíclico da arrecadação ou aumentos dos preços de outras *commodities* que podem ser revertidos no médio prazo.

No restante deste capítulo, empreende-se tal análise das receitas estruturais e saldos fiscais.¹² Como reflexo da particular contribuição das receitas relacionadas a *commodities* para o recente aumento das razões receita/PIB em muitos países latino-americanos, as receitas de *commodities* e as receitas não relativas a *commodities* são analisadas separadamente. Para avaliar as perspectivas de médio prazo para a receita de *commodities*, as receitas correntes foram ajustadas de acordo com as previsões de variação dos preços das *commodities* pertinentes. Na análise das receitas não relativas a *commodities*, aplicam-se técnicas econométricas para decompor a razão receita/PIB observada no nível que seria esperado caso a economia estivesse numa posição “neutra” do ciclo econômico, dada a situação corrente do sistema tributário; numa parcela atribuída ao ciclo econômico e num resíduo, que poderia refletir outros fatores que influenciam a razão receita/PIB — tais como a variação do nível de cumprimento das obrigações tributárias ou a flutuação dos preços relativos — que podem ou não ser temporários. Por último, os resultados dessas duas etapas são combinados com dados sobre as despesas (exceto pagamentos de juros) para gerar uma visão global do saldo fiscal primário “estrutural”, ou seja, o saldo primário se o produto estivesse numa posição neutra do ciclo, os preços das *commodities* correspondessem aos preços previstos para o médio prazo e não houvesse alterações no sistema tributário nem variação das despesas. O saldo primário estrutural, portanto, transmite uma idéia do vigor “subjacente” da posição fiscal, sem considerar fatores cíclicos ou temporários.

Os principais resultados são os seguintes. Primeiro, na maioria dos países examinados, os

¹² Ver também o trabalho relacionado de Talvi (no prelo).

atuais saldos primários estruturais estão menos vigorosos do que os saldos primários efetivos. Assim, o enfoque nos saldos efetivos da América Latina acaba por exagerar um pouco o vigor da posição fiscal subjacente. Essa proposição é válida especialmente no caso dos exportadores de *commodities* não combustíveis, pois os preços desses produtos devem sofrer uma sensível queda no médio prazo. Segundo, na maioria dos países que exibem atualmente um superávit primário, o saldo primário estrutural é provavelmente positivo, embora num nível um pouco inferior. Uma vez que esse é o caso da maioria dos países da região, esta outra proposição também é válida para a média da região. Terceiro, os cálculos do saldo estrutural em alguns países estão sujeitos a uma grande margem de dúvida, seja pela incerteza quanto às projeções dos preços das *commodities*, seja porque uma parcela considerável da variação recente das receitas não relativas a *commodities* em relação ao PIB não pode ser facilmente atribuída a condições cíclicas ou a mudanças no sistema tributário. A avaliação da posição fiscal nesses países, portanto, depende da interpretação dessa variação “residual” da razão receita/PIB. Por último, as perspectivas de manutenção do saldo primário estrutural no futuro dependerão, antes de tudo, do êxito dos países na contenção do crescimento dos gastos. Se for mantido o ritmo atual, é possível que o superávit primário estrutural da região desapareça já a partir do ano que vem.

Receitas estruturais de *commodities*

Diferentemente das receitas tributárias associadas à atividade econômica, como renda ou consumo, as receitas relacionadas a *commodities* dependem dos preços dos produtos e dos volumes produzidos.¹³

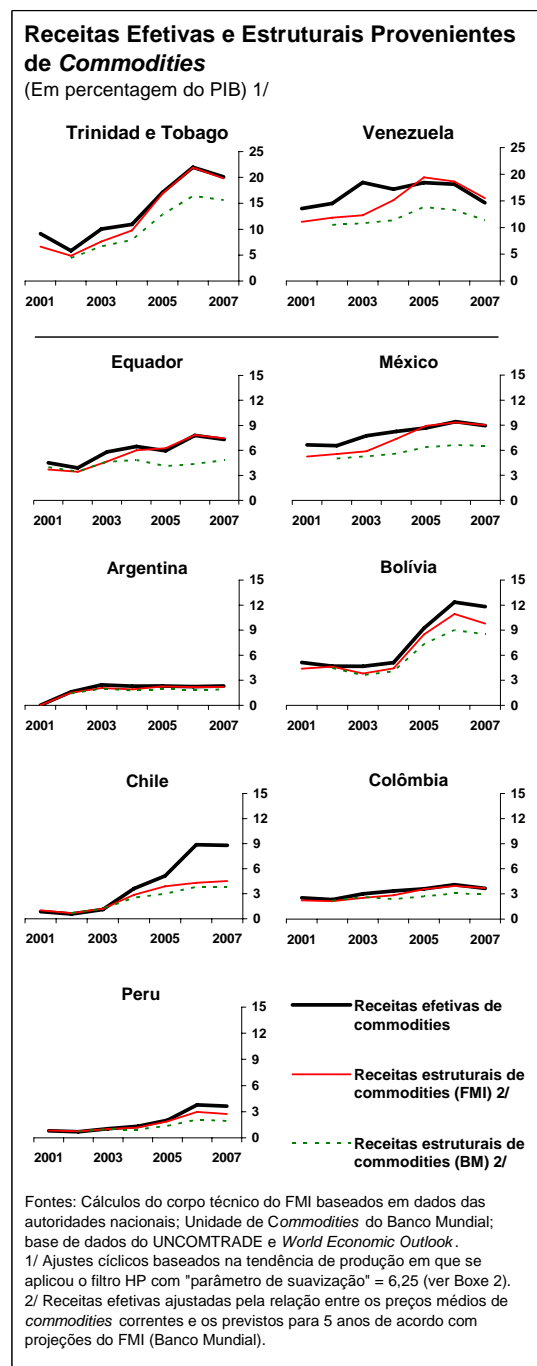
¹³ Define-se “receitas de *commodities*” como ingressos fiscais que podem ser atribuídos às atividades dos setores que produzem essas *commodities*, sejam eles advindos dos impostos sobre a renda e os lucros, IVA, *royalties* ou impostos de exportação. Na análise a seguir, as receitas de *commodities* são analisadas apenas nos casos de países em que elas são superiores a 2 por cento do PIB.

Estas são normalmente consideradas “estruturais” porque são determinadas pela dotação de recursos naturais e por decisões de política. Dessa forma, a estimação das receitas estruturais de *commodities* é uma questão de ajuste das receitas efetivas das *commodities* em função das variações previstas para os preços das *commodities* no médio prazo. Como resultado, a estimação das receitas estruturais de *commodities* é sensível às previsões dos preços das *commodities* levadas em conta no ajuste.

Para ter uma idéia dessa sensibilidade, a análise constante deste capítulo emprega duas fontes de previsões de preços: projeções do FMI para os preços de *commodities*, as quais se baseiam primariamente em preços futuros e cobrem um período de cinco anos, e projeções do Banco Mundial, as quais se baseiam num modelo econométrico e têm um alcance um pouco mais longo, até 2015. Usando dados dessas duas fontes, foram construídos índices para os preços das *commodities* de nove grandes produtores de *commodities* da América Latina — definidos como países cuja receita de *commodities* corresponde a pelo menos 2 por cento do PIB.¹⁴ Assim, a “receita estrutural de *commodities*” foi definida como a receita efetiva dividida pela razão entre os preços correntes das *commodities* e a média dos preços previstos para os próximos cinco anos para cada país, segundo as projeções do FMI ou do Banco Mundial.

Como é claramente indicado nos gráficos, as projeções de preços têm um impacto significativo sobre os resultados. As projeções do FMI sugerem que as receitas estruturais de *commodities* vêm acompanhando o crescimento das receitas efetivas de *commodities* na maioria dos países analisados (o que já não é exatamente o caso no Chile — onde as projeções indicam um declínio substancial dos preços do cobre no médio prazo — e também no Peru e na Bolívia, onde as receitas devem diminuir

um pouco em função do recuo dos preços das *commodities*). Em contrapartida, o Banco Mundial



prevê preços mais baixos no médio prazo para a maioria das *commodities* exportadas pelos países latino-americanos, inclusive as do setor energético. Isso se traduz numa visão de modo geral mais pessimista das receitas estruturais de *commodities* subjacentes.

¹⁴ A saber: Argentina, Bolívia, Chile, Colômbia, Equador, México, Peru, Trinidad e Tobago e Venezuela.

A diferença entre os dois conjuntos de projeções é relevante sobretudo para os produtores de petróleo. As projeções do FMI, baseadas nos mercados de futuros, apontam que os preços do petróleo continuarão num patamar elevado no médio prazo. Contudo, as projeções do Banco Mundial, baseadas em modelos, contemplam um declínio considerável dos preços do petróleo (da ordem de 25 por cento) ao longo dos próximos cinco anos e uma queda ainda mais acentuada até 2015. Como resultado, as receitas estruturais de *commodities* estimadas com base nessas projeções estão, no momento, abaixo das receitas de *commodities* efetivas em 3 a 4 por cento do PIB na Venezuela e em Trinidad e Tobago, e em cerca de 2 por cento no Equador e no México. Em contrapartida, as estimativas baseadas nas projeções de preços do FMI implicam que os níveis de receita atuais serão sustentados no médio prazo, desde que se mantenham os volumes de produção.

Receitas estruturais não relativas a *commodities*

A abordagem padrão para estimar as receitas “estruturais” não relativas a *commodities* (ver, por exemplo, Hagemann, 1999) é a aplicação de um ajuste cíclico às razões receita/PIB reportadas. A extensão desse ajuste dependerá de dois fatores (ver mais detalhes no apêndice): a posição cíclica — ou seja, se considera-se que a economia está longe de um estado cíclico neutro ou não (ver Quadro 2) — e a “elasticidade-renda da receita”, que mede a reação da receita à variação da atividade econômica. Se essa elasticidade for igual a 1 (um) — isto é, se as receitas reagirem de maneira proporcional à variação do produto — então o ciclo econômico não exerce impacto algum sobre a razão receita/PIB, e a razão reportada será considerada inteiramente “estrutural”. Similarmente, se a elasticidade-renda da receita for diferente de um, mas o produto efetivo estiver próximo ao produto potencial, então qualquer ajuste cíclico da razão receita/PIB reportada também será bastante pequeno.

Resulta que, para os oito países cujas receitas são analisadas nesta seção,¹⁵ o ajuste cíclico é muito pequeno por uma ou outra das razões apresentadas. Para três países analisados, as estimativas da elasticidade-renda ficaram bem próximas a 1 (o resultado padrão). Para quatro outros — Costa Rica, Colômbia, El Salvador e Peru, as estimativas variaram entre 1,1 e 1,2, e, para o Panamá, foi de 0,8 (ver apêndice). Contudo, os “hiatos do produto” (desvios de posições cíclicas neutras) para estes países são pequenos segundo as estimativas atuais. Como resultado, todos os ajustes cíclicos das razões receita/PIB são mínimos. Essa metodologia indicaria, portanto, que as atuais razões receita não relativa a *commodities*/PIB nesses países devem ser vistas como quase inteiramente “estruturais” e, por conseguinte, permanentes.

Contudo, essa conclusão está sujeita a uma importante advertência. Na abordagem padrão do ajuste cíclico, toda variação da razão receita/PIB que não possa ser identificada como cíclica é tomada como “estrutural”, não importando se essa variação pode ou não ser atribuída a mudanças no sistema tributário. Isso constitui uma fragilidade possivelmente significativa da metodologia, uma vez que parte das variações supostamente não cíclicas da receita talvez seja causada por fatores pontuais, que poderiam ser revertidos no futuro. Assim, a análise padrão teve uma etapa adicional que visava quantificar o impacto das mudanças identificáveis no sistema tributário sobre a receita com base numa abordagem econométrica ou em estimativas diretas das autoridades nacionais ou do corpo técnico do FMI (ver apêndice).

Em três dos países aqui analisados, mudanças identificáveis no sistema tributário, juntamente com efeitos cíclicos identificáveis, explicam quase

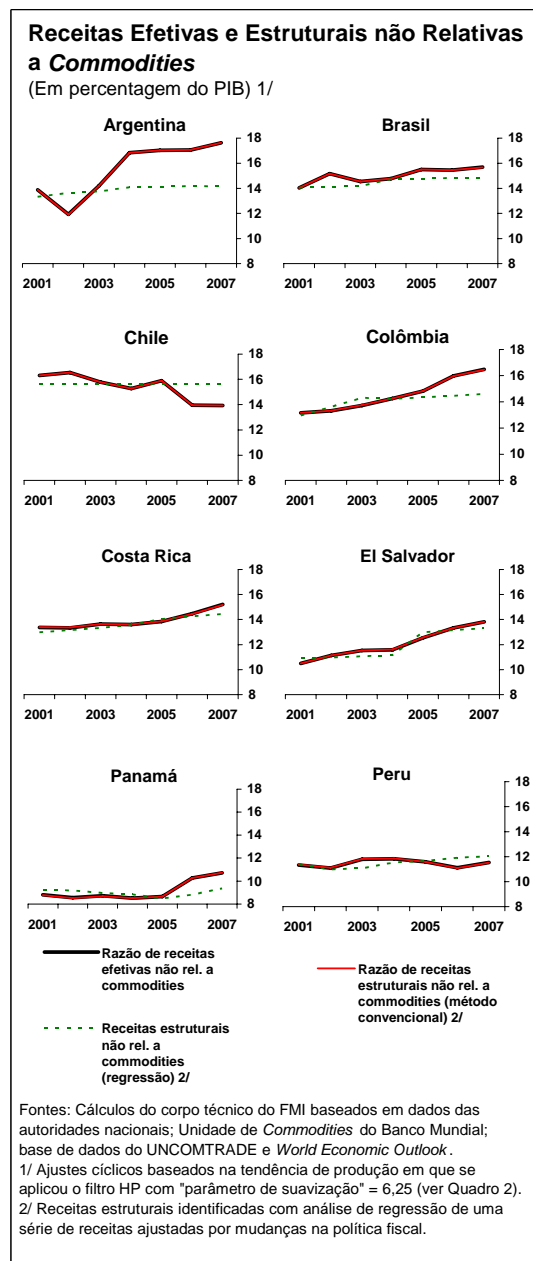
¹⁵ A saber, Argentina, Brasil, Colômbia, Costa Rica, Chile, El Salvador, Panamá e Peru. A amostra foi limitada porque exigia informações completas sobre as mudanças no sistema tributário e o seu impacto sobre a receita, as quais estavam disponíveis apenas no caso de alguns países.

Variação das Receitas não Relativas a Commodities, 2002–06 (Em percentagem do PIB) 1/				
	Total	Identificada como cíclica 3/	Identificada como estrutural 4/	Residual
Argentina 2/	2.87	0.00	0.42	2.46
Brasil	0.28	0.00	0.68	-0.40
Chile	-2.58	0.00	0.04	-2.63 5/
Colômbia	2.67	0.02	0.85	1.80
Costa Rica	1.12	0.05	1.10	-0.03
El Salvador	2.24	0.00	2.18	0.06
Panamá	1.72	-0.03	-0.39	2.14
Peru	0.02	0.02	0.95	-0.96

Fonte: Autoridades nacionais e cálculos do corpo técnico do FMI.
 1/ Refere-se às receitas do governo central.
 2/ 2003–06, pois 2002 foi um ano de crise.
 3/ Com base em estimações; ver apêndice.
 4/ Em virtude de mudanças no sistema tributário e progressividade dos impostos.
 5/ Afetado pelo efeito de variações no preço do cobre sobre o deflator implícito do PIB (ver texto).

todas as mudanças recentes nas razões receita/PIB. Entretanto, nos demais países, resíduos não explicados são significativos — mais ou menos 1 ponto percentual do PIB, se não mais. A Argentina e o Panamá, em particular, mostram altos resíduos positivos em 2006 e 2007 — ou seja, a receita constante dos relatórios fiscais é mais alta do que se poderia explicar por fatores identificáveis, cíclicos ou estruturais — enquanto que, para o Chile, encontra-se um grande resíduo negativo. Essas receitas residuais poderiam ser vistas como transitórias, refletindo aumentos ou diminuições isolados de arrecadação que deverão reverter-se, pelo menos a médio prazo. Contudo, poderiam refletir mudanças estruturais não captadas, mas não obstante permanentes, por exemplo melhorias não identificadas na administração tributária.

As informações sobre a fonte específica do reforço ou enfraquecimento da receita às vezes pode fornecer pistas. No caso do Chile, por exemplo, uma inexplicada redução da razão receita não relativa a commodities/PIB parece ter sido provocada não por uma queda de arrecadação mas por um aumento do deflator do PIB, já que o preço do cobre subiu a um ritmo mais acelerado que o do aumento dos preços ao consumidor que alimentam a arrecadação do IVA. Para a Argentina, a parcela inexplicada do aumento súbito das receitas pode ter resultado de melhorias na administração tributária ou da aceleração do crescimento em setores da economia sujeitos a



uma carga tributária mais alta. A melhoria da administração tributária pode também contribuir para explicar o forte aumento no Panamá.

Crítérios estatísticos também podem ajudar a decidir se os aumentos não explicados devem ser vistos como temporários. A intuição indica que é mais provável que uma elevação das receitas residuais seja reflexo de uma mudança estrutural se ela for grande se comparada a flutuações históricas da receita em relação ao PIB e se ela vier sendo sustentada há vários anos. Testes

estatísticos formais revelam que, na maioria dos países analisados, as variações residuais da receita tendem a desaparecer com o passar do tempo (aparentam ser “estacionárias”; ver mais detalhes no apêndice). Na maioria dos casos, portanto, o recomendável é tratar o dinamismo da receita residual como temporário em vez de estrutural. Uma exceção importante é a Argentina, cujos testes estatísticos não conseguem rejeitar que os resíduos persistem no decorrer do tempo. Em resumo, embora o ajuste cíclico padrão indique que, em muitos países, os atuais níveis elevados de receitas não relativas a *commodities* são, em grande medida, estruturais, nem todos esses aumentos podem ser explicados pelas mudanças no sistema tributário. Com base em suas propriedades estatísticas, esses “resíduos” para os quais não há explicação devem ser tratados, de modo geral, como temporários. Uma exceção é a Argentina, que experimentou uma sensível variação na receita há vários anos (cuja tendência de reversão no decorrer do tempo é pequena); nesta altura, o mais plausível é considerar essa variação como estrutural.

Despesas

Ao contrário do que ocorre nos países industrializados, os compromissos de despesa vinculados ao ciclo econômico (por exemplo, seguro-desemprego) não são relevantes para os orçamentos na América Latina. Por esse motivo, a abordagem padrão na literatura sobre as finanças públicas da região é partir do pressuposto de que toda despesa pública nos países latino-americanos é “estrutural”, ou seja, é determinada pela política, sem um vínculo anticíclico automático com o produto e o emprego. Na verdade, as despesas na região tenderam a ser pró-cíclicas no passado (Clements, Faricloth e Verhoeven., 2007). Os governos tiraram proveito do dinamismo da receita para ampliar os gastos nos períodos de prosperidade e se viram forçados a comprimi-los nos períodos de crise devido ao enfraquecimento das posições fiscais e, por extensão, às restrições ao endividamento público ou à elevação dos

custos de captação de empréstimos. Com vistas ao futuro, examinamos qual seria o grau de solidez das posições fiscais subjacentes na região no momento na hipótese de que as despesas primárias são independentes do ciclo.

Mesmo que se parta do pressuposto de que as despesas não são cíclicas, o cômputo da razão despesa/PIB quando a economia está na sua posição ciclicamente neutra — em analogia com as razões receita estrutural /PIB apresentadas nas figuras das seções anteriores — requer um ajuste da razão despesa/PIB observada.¹⁶ Contudo, para a maioria dos países da região, o hiato entre o PIB efetivo e o PIB potencial não tem sido grande nos últimos anos. Em consequência, as razões gastos/produto potencial acompanharam de perto as razões dos gastos reportadas pelas autoridades. Ambos os conceitos revelam uma forte elevação das razões dos gastos em muitos países da região, sobretudo entre os exportadores de energia e as maiores economias. Entre as exceções, figuram o Chile, El Salvador e Panamá.

Saldos primários estruturais

Partindo das estimativas das receitas estruturais e dos dados das despesas (exceto pagamentos de juros), é possível obter-se um conjunto de estimativas preliminares dos saldos primários estruturais. Essas estimativas dão uma noção da solidez global da posição fiscal dos países analisados. Dois outros pressupostos precisam ser estabelecidos para superar as dificuldades relacionadas aos dados. Primeiro, para os produtores de *commodities* cujas receitas estruturais não relativas a *commodities* não puderam ser analisadas em detalhe, aplica-se a metodologia padrão para calcular as receitas ajustadas ciclicamente usando a média da elasticidade das receitas estimada para os outros países da região (em torno de 1,1). Segundo, uma vez que as

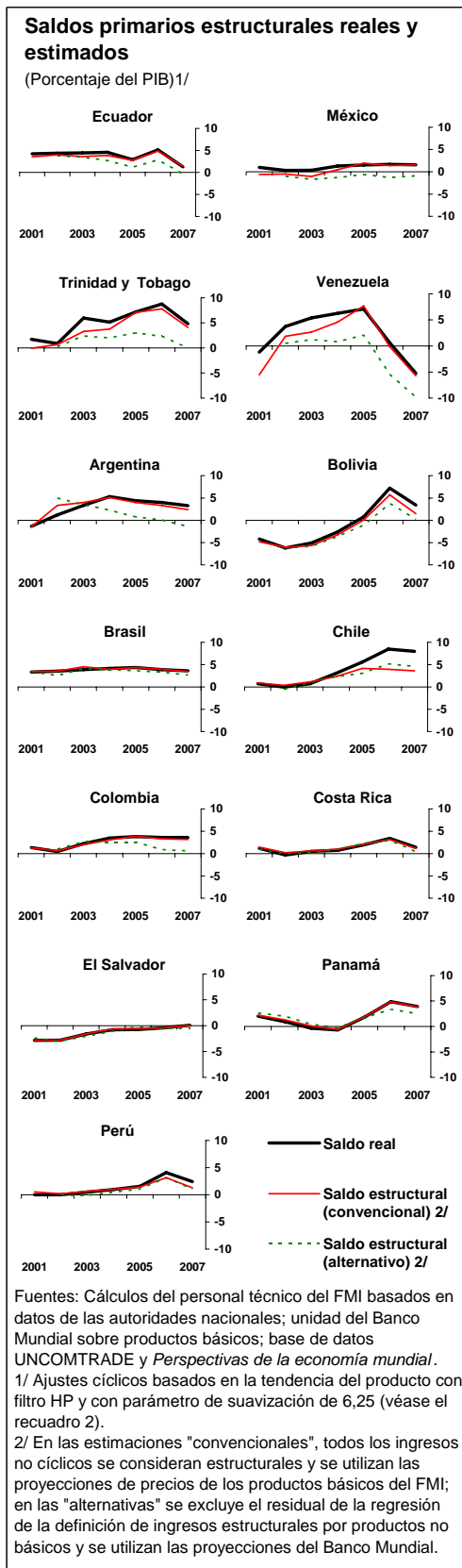
¹⁶ Quando o PIB efetivo é superior ao PIB tendencial (ou “potencial”), a razão gastos medidos/PIB é menor, pois o denominador é maior do que o seu nível potencial e vice-versa.

receitas relativas a *commodities* muitas vezes são percebidas pelas empresas públicas, concentramos nos saldos estruturais globais do *sector público*. Isso exige observar as receitas estruturais, ou permanentes, não relativas a *commodities* fora do governo central. Para esse fim, pressupomos que todas as variações não cíclicas dessas receitas são estruturais.

A evolução das estimativas dos saldos estruturais alternativos a partir de 2002 permite tirar algumas conclusões gerais:

- Salvo uma ou outra exceção, os saldos primários estruturais de 2006 e as projeções desse saldo para 2007 permanecem positivos, embora haja ampla margem de incerteza. Em alguns casos, projeções incertas e conflitantes dos preços das *commodities*, sobretudo no que diz respeito ao petróleo, impedem uma visão clara do cenário futuro.¹⁷ Em outros, como Argentina, Panamá e Colômbia, existe incerteza sobre quanto dos grandes aumentos recentes na receita não relativa a *commodities* deve ser visto como permanentes — embora essa incerteza possa reduzir-se, em alguns casos, por meio de um exame das propriedades estatísticas dos resíduos estimados, conforme discutido acima.
- Para o ano corrente, porém, a expectativa é de deterioração significativa dos saldos fiscais, tanto efetivos como estruturais, provocada pela forte elevação das razões despesa/PIB.

¹⁷ Os cálculos referentes ao Chile são de modo geral compatíveis com a meta para o superávit estrutural do governo quando são usadas projeções semelhantes para os preços das *commodities* (cumpre notar que a meta do superávit do governo se refere ao saldo estrutural do governo central, ao passo que os resultados aqui dizem respeito ao saldo primário estrutural do sector público como um todo).



Conclusão

As posições fiscais de muitos países latino-americanos melhoraram sensivelmente entre 2002 e 2006. Esse foi um fator crucial para a redução da vulnerabilidade a choques externos, como indica a relativa resistência da região até o momento, após a recente turbulência no mercado financeiro. Após um período inicial de controle das despesas no início desta década, o lado da receita passou a ser responsável pela melhoria na área fiscal. Tal melhoria foi impulsionada não apenas por mudanças administrativas e de política tributária, mas também pelo aumento das receitas de *commodities* e, em alguns casos, pela elevação das receitas não relativas a *commodities*, a qual é difícil explicar com base nas condições cíclicas ou em melhorias explícitas na área administrativa ou nas políticas. A análise estatística sugere que — em sua maior parte — esses aumentos residuais da receita devem ser vistos como temporários.

Os saldos primários estruturais subjacentes ainda aparentam ser, de modo geral, superavitários nos países que informaram saldos positivos. No entanto, esses superávits são mais modestos do que indicam os dados não ajustados, sobretudo nos países exportadores de *commodities* que enfrentam a possibilidade de queda dos preços no médio prazo. Ademais, os superávits primários diminuirão de forma considerável neste ano, na medida em que as razões despesa/PIB continuam a crescer e as razões receita/PIB se estabilizam.

Caso o crescimento da despesa não seja freado, os saldos fiscais sofrerão uma rápida erosão e a região poderá voltar a registrar déficits primários em breve. Em alguns países, o controle mais rigoroso das despesas pode exigir reformas institucionais ou estruturais. A experiência internacional mostra que regras sobre as despesas podem ser úteis, mas necessitam encontrar respaldo num amplo consenso político, numa política de arrecadação coerente e, em alguns casos, em reformas dos gastos. Dependendo das circunstâncias de cada país, tais reformas podem abranger a redução da rigidez orçamentária (Alier, no prelo), o aumento da eficiência e flexibilidade

das despesas e o fortalecimento dos sistemas de gestão das finanças públicas.

SalDOS Primários Efetivos e Estruturais, Setor Público (Em porcentagem do PIB)						
	Efe- tivo	2006		Pro- jetado	2007	
		Estrutural 1/ Máx.	Mín.		Estrutural 1/ Máx.	Mín.
Argentina	4.0	3.7	0.0	3.3	2.8	2.1
Bolívia	7.2	5.8	3.6	3.4	1.5	0.2
Brasil	3.9	4.1	3.1	3.6	3.8	2.5
Chile	8.5	5.7	3.2	8.8	6.3	3.7
Colômbia	3.4	3.1	1.1	3.6	3.4	0.7
Costa Rica	3.4	3.2	2.8	1.4	1.2	0.3
Equador	5.1	4.9	2.8	1.3	1.4	-0.4
El Salvador	-0.4	-0.3	-0.7	0.1	0.3	-0.4
México	1.7	1.5	-1.3	1.6	1.6	-0.9
Panamá	4.9	4.8	3.4	3.9	3.9	2.5
Peru	4.1	4.2	2.2	2.4	2.2	0.5
Trinidad e Tobago	8.8	7.9	2.3	4.8	4.1	-0.3
Venezuela	0.6	0.0	-5.6	-5.2	-3.7	-9.9

1/ Estimativas. "Max" utiliza as previsões mais favoráveis para os preços das *commodities* e supõe que todo resíduo positivo (negativo) nas receitas públicas seja permanente (transitório). "Min" utiliza as previsões mais negativas para os preços das *commodities* e supõe que todo resíduo positivo (negativo) nas receitas públicas seja transitório (permanente), com exceção da Argentina, onde o cálculo do Min supõe que resíduos positivos sejam permanentes por causa de suas propriedades estatísticas (veja o texto e a tabela no apêndice). Se os resíduos positivos fossem considerados transitórios para a Argentina, a estimativa do Min se reduziria de 2.1 para -1.4.

Apêndice: Estimação da Receita Estrutural e dos SalDOS Estruturais

Metodologia

Receita estrutural de *commodities*

As receitas de *commodities* dependem dos volumes produzidos ou exportados, dos preços e do regime fiscal. Esse regime e esses volumes são considerados parte da "estrutura" que, em princípio, está sob o controle das autoridades. Assim, fazendo a mesma suposição sobre a forma funcional que é comumente feita na literatura sobre receita estrutural não relativa a *commodities* (ver abaixo), $R_t^c = \beta p_t^\gamma$, e $R_{s,t}^c = \beta p_t^{*\gamma}$, onde p_t^* é a expectativa de preço de longo prazo das *commodities* no tempo t , R_t^c representa as receitas de *commodities*, β e γ são parâmetros e o sub-índice s representa receitas estruturais. Substituindo β , temos:

$$(1) R_{s,t}^c \equiv R_t^c \left(\frac{p_t^*}{p_t} \right)^\gamma.$$

Na ausência de estimativas confiáveis para γ específicas para cada país, este estudo segue a abordagem chilena (Marcel *et al.*, 2001) e pressupõe que $\gamma = 1$ para todos os países. p_t^* baseia-se em previsões sobre os preços das *commodities* para os próximos cinco anos publicadas separadamente pelo FMI (no *World Economic Outlook*) e pelo Banco Mundial, ou seja, $p_t^* = E[p_{t+5}]_t$. Num ou noutro caso, índices para os preços das *commodities* ponderados pela sua representatividade na pauta de exportação foram criados para cada país, de forma que p_t^* é uma média ponderada das expectativas de preços de cada *commodity* exportada pelo país determinado.

Cumprir notar que as relações acima não reconhecem explicitamente a importância da taxa de câmbio na conversão das receitas de *commodities* em dólares para receitas em moeda nacional (o câmbio está incorporado implicitamente no parâmetro β). Isso é admissível desde que a taxa de câmbio esteja próxima do seu valor de equilíbrio — um pressuposto válido para a maioria dos países examinados aqui. Se as taxas estiverem distantes do equilíbrio, isso cria uma razão a mais para as receitas estruturais de *commodities* serem diferentes das receitas efetivas. A subvalorização do câmbio implica que as receitas estruturais de *commodities* são inferiores às receitas efetivas, ao passo que a sobrevalorização implica que elas são superiores.

Receita estrutural não relativa a *commodities*

A abordagem padrão para estimar a receita estrutural não relativa a *commodities* (ver, em especial, Hagemann, 1999; ou também Chalk, 2002) começa pelo pressuposto da existência de uma relação de elasticidade constante entre a receita, R , e a base tributária (por exemplo, PIB ou renda nacional, representado por Y):

$$(2) R_t^{nc} = AY_t^\varepsilon.$$

Usando um asterisco para indicar o produto potencial, temos: $R_{s,t}^{nc} = AY_t^{*\varepsilon}$. Substituindo o parâmetro A , a receita estrutural pode, então, ser estimada pela aplicação de uma simples correção cíclica à receita efetiva:

$$(3) \hat{R}_{s,t}^{nc} \equiv R_t^{nc} \left(\frac{Y_t^*}{Y_t} \right)^{\hat{\varepsilon}},$$

onde $\hat{\varepsilon}$ é uma estimativa da elasticidade da receita usando dados de séries temporais para R_t e Y_t ou um valor pressuposto (a maioria dos estudos indica que $\hat{\varepsilon}$ se situa numa faixa estreita entre aproximadamente 1 e 1,25).

Um possível problema com essa abordagem decorre do fato de que, para quaisquer valores específicos de $\hat{\varepsilon}$ e A , $R_t^{nc} \neq AY_t^{\hat{\varepsilon}}$; em outras palavras, $R_t^{nc} / Y_t^{\hat{\varepsilon}} \equiv A_t$ não é constante no decorrer do tempo. Contudo, a igualdade $R_{s,t}^{nc} = AY_t^{*\varepsilon}$ poderia ainda ser válida, ou seja, os parâmetros A e ε poderiam ainda definir a relação entre os saldos estruturais e o produto potencial. Nesse caso, computar os saldos

estruturais como $R_{s,t} \equiv R_t^{nc} \left(\frac{Y_t^*}{Y_t} \right)^{\hat{\varepsilon}}$ equivale a

supor que $A = A_t$ — isto é, que o parâmetro, “estrutural” A varia a cada período em linha com a realização efetiva das receitas em relação ao PIB. Em outras palavras, na abordagem padrão, *toda variação das receitas que possa ser explicada por fatores cíclicos é considerada estrutural*.

Em muitos casos, isso não é plausível, na medida em que flutuações de A_t podem ser reflexo de fatores pontuais ou de outros tipos que são revertidos com o decorrer do tempo, o que seria compatível com a estabilidade de A no longo prazo. De fato, talvez a questão seja que não há quebras estruturais em A salvo as associadas a

medidas de política, que podem ser explicadas usando variáveis binárias ou mediante o ajuste dos dados. Essa hipótese pode ser testada por meio da verificação da existência de uma relação de “co-integração” no longo prazo entre a série (ajustada) R_t^{nc} e Y_t , isto é, um teste da proposição de que, embora R_t^{nc} e Y_t sejam “integrados” — ou seja, sigam uma tendência estocástica — o resíduo da regressão de um sobre o outro é estacionário. Se isso puder ser confirmado, resulta que *toda variação das receitas (ajustadas pela política tributária) que não puder ser explicada por fatores cíclicos deve ser considerada temporária*. As receitas estruturais seriam dadas, então, pelos valores ajustados na regressão de R_t^{nc} sobre Y_t , avaliados a um nível ciclicamente neutro,

$$(4) \tilde{R}_{s,t}^{nc} = \hat{A}Y_t^{*\hat{\epsilon}}$$

mais qualquer efeito das mudanças na política tributária que tenha sido removido da série numa etapa anterior para estimar os parâmetros da equação acima.

Este estudo emprega ambas as abordagens, isto é, as equações (3) e (4), para obter estimativas alternativas das receitas estruturais não relativas a *commodities*, com base nas estimativas dos hiatos do produto apresentadas no Quadro 2, e as estimativas dos parâmetros discutidas abaixo (ver Vladkova-Hollar e Zettelmeyer, 2007). Um conjunto de hiatos do produto/produto potencial baseado no filtro de Hodrick-Prescott com o “parâmetro de suavização” λ fixado em 6,25 está subjacente aos números constantes do Capítulo 2. Hiatos do produto determinados segundo os outros conceitos discutidos no Quadro 2 foram usados para verificar a robustez. Os resultados finais estão expressos como parcela do PIB (ver abaixo).

Saldos estruturais

Por definição, o saldo estrutural equivale à diferença entre receitas estruturais e despesas estruturais.

$$(5) B_{s,t} \equiv R_{s,t} - E_{s,t} \equiv R_{s,t}^{nc} + R_{s,t}^c - E_{s,t}$$

onde B representa o saldo, E corresponde à despesa (ou despesas menos os pagamentos de juros caso o foco seja o saldo *primário* estrutural) e a notação restante é a mesma. Em conformidade com a literatura sobre a América Latina (ver, por exemplo, Alberola e Montero, 2006), pressupõe-se que todas as despesas são estruturais: $E_{s,t} = E_t$. As receitas estruturais são computadas conforme descrito nas duas subseções anteriores.

O saldo estrutural como parcela do PIB é obtido ao dividir os dois lados pelo produto potencial $Y_t^* \equiv Y_t/g$, onde g representa o hiato do produto (expresso como uma razão). Usando letras minúsculas para indicar parcelas do PIB corrente e fixando $\gamma = 1$, temos, com base na equação (3):

$$(6) \frac{\tilde{B}_{s,t}}{Y_t^*} = r_t^{nc} g_t^{1-\hat{\epsilon}} + r_t^c \frac{E[p_{t+5}]_t}{p_t} g_t - e_t g_t$$

e, com base na equação (4):

$$(7) \frac{\tilde{B}_{s,t}}{Y_t^*} = \hat{A}Y_t^{*(\hat{\epsilon}-1)} + r_t^c \frac{E[p_{t+5}]_t}{p_t} g_t - e_t g_t$$

Estimação

A estimação das receitas estruturais não relativas a *commodities* de acordo com a equação (4) envolveu as seguintes etapas:

Para os países considerados produtores de *commodities* (que, neste contexto, definimos como países cuja receita relacionada a *commodities* é superior a 2 por cento do PIB), a série da receita do governo central foi ajustada de modo a excluir

as receitas de *commodities*.¹⁸ Para cada país, a série resultante da receita do governo central não relacionada a *commodities* foi então ajustada em função do impacto das mudanças na política tributária. A metodologia preferida foi o ajuste direto da série da receita à luz do efeito das modificações na estrutura tributária com base nas estimativas disponíveis sobre o impacto (relatórios do corpo técnico do FMI, documentos de trabalho, estimativas do fisco de cada país, estimativas do próprio autor). Nos casos em que não se pôde obter uma estimativa direta, os efeitos das modificações na estrutura tributária foram levados em conta por intermédio de *step dummies*. Fez-se um esforço especial para evitar o uso de *dummies* na parte mais recente da amostra (2004–06), em que uma variável desse tipo provavelmente absorveria parte da melhoria cíclica juntamente com o efeito da política tributária. Isso não pôde ser evitado no caso da Costa Rica, em que a automação da administração tributária teve início em 2005.

As estimativas por mínimos quadrados ordinários da elasticidade-renda de longo prazo das receitas tributárias do governo central não relativas a *commodities* ajustada em função das políticas sugerem que a elasticidade-renda estimada é significativamente diferente da unidade apenas no

Brasil e na Costa Rica. No Panamá, o menor valor da estimativa pontual da elasticidade-renda das receitas tributárias poderia talvez ser explicado pela não inclusão de alguns setores dinâmicos da economia na base tributária. Na maioria dos países, há indícios de co-integração de acordo com os testes de Johansen e Engle-Granger.

As principais exceções são a Argentina, o Chile e o Panamá. Contudo, no caso do Chile e do Panamá, a hipótese nula de que os resíduos na relação entre o PIB e a receita são estacionários não pôde ser rejeitada, embora tenha sido possível fazê-lo no nível de 5 por cento no caso da Argentina.

	Elasticidade-renda estimada	Índice de co-integração			
		(Número de vetores de CI)		Teste ADF	Teste KPSS
		Teste do traço	Eigenvalor máximo	(estatística de teste) 1/	(estatística de teste) 2/
Argentina	0.99 (0.01)	1	0	-2.36	0.26**
Brasil	1.03 (0.01)	1	1	-1.96	0.18*
Chile	1.01 (0.03)	0	0	-2.42	0.14
Colômbia	1.10 (0.05)	1	1	-1.58	0.12
Costa Rica	1.11 (0.02)	1	1	-4.92***	0.17
El Salvador	1.16 (0.25)	1	1	-2.609	0.09*
Panamá	0.80 (0.16)	0	0	-1.95	0.11
Peru	1.15 (0.07)	1	1	-3.67	0.23***

1/ *, **, *** denotam a rejeição da hipótese nula de que os resíduos não são estacionários no nível de significância de 10%, 5% e 1%. Os valores críticos para as estatísticas t de Dickey-Fuller quando aplicadas aos resíduos foram obtidos em Hamilton (1994), Tabela B.9.

2/ *, **, *** denotam a rejeição da hipótese nula de que os resíduos são estacionários no nível de significância de 10%, 5% e 1%. Os valores críticos para as estatísticas LM de KPSS quando aplicadas aos resíduos foram obtidos em Shin (1994), Tabela 1.

¹⁸ No caso da Argentina, não havia informações suficientes para purgar o efeito total das receitas relacionadas a *commodities* da série da receita total. Para explorar o possível impacto das *commodities* sobre a elasticidade-renda, foi incluído na regressão um índice de preços de exportação ponderado pelo comércio exterior específico para o país. A elasticidade manteve-se praticamente inalterada.

V. Desenvolvimento do Setor Financeiro na América Latina: Recuperação ou Superaquecimento?

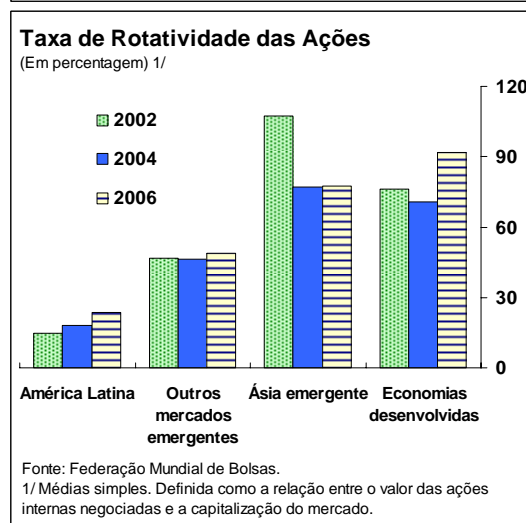
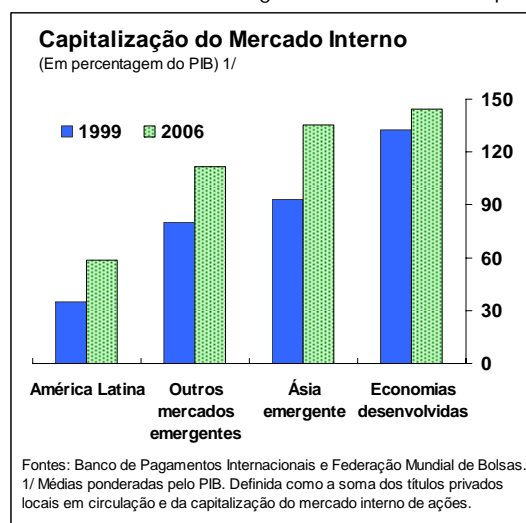
Na América Latina e Caribe (ALC), a atividade dos mercados locais de crédito e capital tem crescido de forma intensa nos últimos anos, com vários países apresentando expansão de dois dígitos do crédito bancário (ver Capítulo 2). Considerando os novos desafios impostos pelo ambiente externo, a questão que surge é até que ponto esse crescimento da intermediação reflete uma resistência maior da região, em vez de um acúmulo de vulnerabilidades.

Este capítulo examina as características da evolução recente do setor financeiro na região da América Latina e Caribe para lançar luz sobre a sustentabilidade da rápida expansão recente do setor financeiro e do crédito, com atenção especial para o crédito bancário. A análise aborda três questões. A primeira é se a aceleração da atividade nos mercados de capital e de crédito bancário está associada a algum aprofundamento e ampliação desses mercados, medidos por melhorias subjacentes na eficiência bancária, liquidez do mercado e número de novas emissões de ações ou títulos. A segunda é se o crescimento vigoroso da disponibilidade de crédito observado em vários países sinaliza uma expansão excessiva e insustentável do crédito ou se é mais provável que reflita, preponderantemente, uma melhoria nos fundamentos macroeconômicos e institucionais. A terceira questão refere-se aos principais desafios regulatórios e institucionais ainda presentes na região, baseada num levantamento de avaliações recentes do setor financeiro.

Aprofundamento financeiro ou bolhas?

O aprofundamento financeiro reforça a resistência de uma economia contra choques adversos, fortalecendo as instituições financeiras, diversificando o risco e distribuindo o capital com mais eficiência, o que também promove o

crescimento econômico. O desenvolvimento dos mercados de títulos e ações contribui para o crescimento através da criação de liquidez, que reduz o risco e aumenta a atratividade do investimento quando as empresas levantam capital de longo prazo (Levine, 1996). O bom funcionamento dos mercados de derivativos pode contribuir para esse processo ao distribuir o risco e reduzir os custos da gestão de riscos complexos.



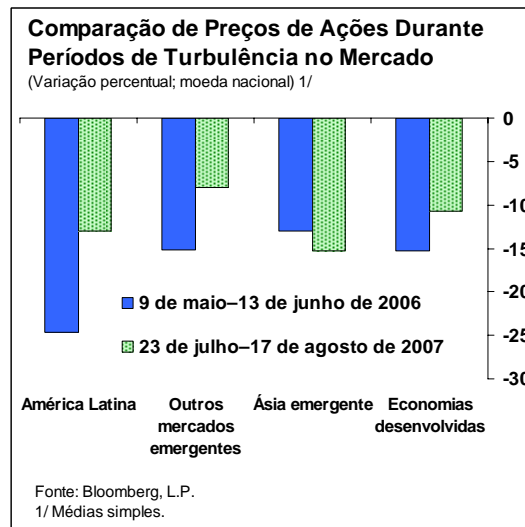
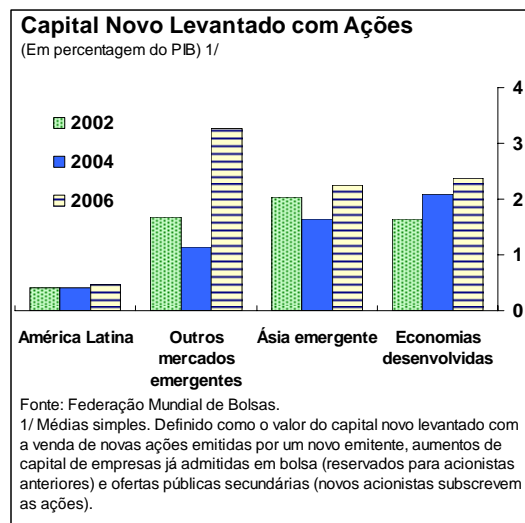
Os mercados financeiros da América Latina mantêm-se defasados em relação a outros mercados emergentes. Dados recentes indicam a manutenção desse quadro, conforme medido pelas

relações crédito bancário/PIB, capitalização de mercado e capital levantado em mercados de ações. A liquidez do mercado de ações e títulos privados da região também continua relativamente reduzida.

Contudo, desenvolvimentos recentes na região indicam que há algum aprofundamento e ampliação genuínos nos mercados financeiros da ALC. Primeiro, os custos administrativos, um indicador da eficiência da intermediação bancária, têm diminuído desde 2001. Segundo, os mercados internos de ações e títulos privados nos maiores países latino-americanos têm crescido em termos de capitalização total, embora isso se deva, em parte, ao aumento dos preços dos ativos (ver Capítulo 2). Terceiro, os mercados têm se tornado mais líquidos segundo várias medidas, como o valor total de ações e títulos negociados em relação à capitalização de mercado (ou seja, a taxa de rotatividade), ao PIB e à volatilidade do mercado. Quarto, aumentaram as novas ações e títulos privados cotados nas bolsas de valores de toda a região, embora seus níveis permaneçam baixos. Seus números alcançaram uma média anual de 8 e 200, respectivamente, no período 2004–06, frente a 4 e 155 nos três anos anteriores. Por fim, os mercados de derivativos cambiais negociados em bolsa e os mercados de balcão para derivativos cambiais e de taxa de juro se expandiram em vários países (ver Quadro 10).

Expansão do crédito ou recuperação?

A recente expansão rápida do crédito bancário deve ser examinada à luz do longo período anterior de crescimento negativo do crédito (ver o *Regional Economic Outlook* de novembro de 2006). Além disso, na medida em que o crescimento econômico traz consigo um certo grau de aprofundamento financeiro, o crédito bancário deverá seguir uma trajetória de elevação durante uma expansão econômica tal qual a que região tem experimentado. No entanto, com a persistência da



expansão do crédito na casa de dois dígitos em vários países da região, é importante avaliar a sustentabilidade dessa expansão. Isso é especialmente pertinente para a América Latina, dado seu histórico de suscetibilidade a ciclos de extremos de expansão e contração de crédito. Nesta seção, usam-se duas abordagens para identificar expansões de crédito potencialmente insustentáveis: desvios da relação crédito bancário/PIB dos níveis tendenciais (Gourinchas, Valdés e Landerretche, 2001) e comparações entre a relação efetiva crédito bancário/PIB e o nível “potencial” estimado, dados os fundamentos macroeconômicos e institucionais de cada país.

Quadro 10. Mercados de Derivativos na América Latina

Mercados de derivativos que funcionam eficientemente podem proporcionar benefícios significativos a empresas, instituições financeiras e investidores institucionais, permitindo-lhes administrar melhor seus riscos e reduzir seus custos de captação. Por exemplo, uma maior disponibilidade e diversidade de derivativos ajuda a atenuar os riscos cambiais com que se confrontam as empresas latino-americanas, assim como facilita a cobertura contra a variação nos preços das *commodities* em algumas das maiores economias da região.

Em parte refletindo esses benefícios, as operações com derivativos apresentaram forte crescimento nas maiores economias da região. Em 2006, Brasil, México, Colômbia e Chile juntos registraram volumes diários de negócios próximos a US\$110 bilhões (valor notional). Os derivativos de taxa de juros (*swaps*, opções e contratos de taxa a termo) representaram cerca de 70 por cento do volume total negociado. Os derivativos de moedas (câmbio futuro e *swaps*) têm crescido rapidamente na esteira da flexibilização das taxas de câmbio e da conta de capitais, bem como de uma maior integração comercial e financeira. O uso de outros derivativos, tais como os derivativos de crédito locais, continua limitado.

Com volume médio diário de operações de US\$46 bilhões em 2006, o Brasil ostenta o maior mercado de derivativos da América Latina, seguido de perto pelo México e pela Argentina. No Brasil, predominam os contratos futuros de taxas de juros e de moedas negociados em bolsa, enquanto a negociação de derivativos no mercado de balcão (principalmente taxa de juros) é relativamente pequena. Em contrapartida, as operações com derivativos no México e na Argentina estão voltadas para instrumentos baseados em câmbio (a maioria relacionada a títulos públicos de curtíssimo prazo) e *commodities*, respectivamente.

Nos demais países da região, as negociações com derivativos são muito menores e ocorrem principalmente em câmbio ou ativos de renda fixa no mercado de balcão. No Chile, as operações estão concentradas em contratos locais de curto prazo de derivativos de câmbio no mercado de balcão e na negociação de contratos a termo *offshore* liquidáveis por diferença, a qual tem sido motivada por posições estrangeiras limitadas no mercado de títulos local, custos de transação elevados no mercado interno e limitações regulamentares ao uso de *swaps* e contratos a termo de taxa de juros pelos fundos de pensão. Na Colômbia, o mercado de derivativos é consideravelmente menor.

Existe espaço para desenvolver ainda mais esses mercados, ao mesmo tempo em que se reforça a supervisão regulatória para mitigar os possíveis riscos de deterioração da conjuntura. Entre as reformas prioritárias, destacam-se:

- *Fortalecer as estruturas jurídicas e regulatórias do mercado de derivativos.* As melhores práticas abrangem regras uniformes para capitalização, constituição de garantias e compensação; apresentação de informações completas no balanço patrimonial para aumentar a transparência; normas contábeis compatíveis com os padrões internacionais; um ambiente tributário que garanta igualdade de condições para todas as operações à vista e de derivativos; e disposições para a venda a descoberto.
- *Promover a negociação de derivativos em mercados organizados.* No México, a MexDer oferece um conjunto diversificado de instrumentos derivativos, e um sistema eletrônico de liquidação e compensação em perfeito funcionamento permite o monitoramento das operações e sua execução eficiente. No Brasil, a BM&F tem um sólido histórico de produtos inovadores, diversificação de ativos e ampliação da base de investidores. A Colômbia e a Costa Rica estão estudando a possibilidade de expandir as bolsas existentes e criar novas oportunidades para a negociação de derivativos.

Observação: Este quadro foi elaborado por Andreas Jobst.

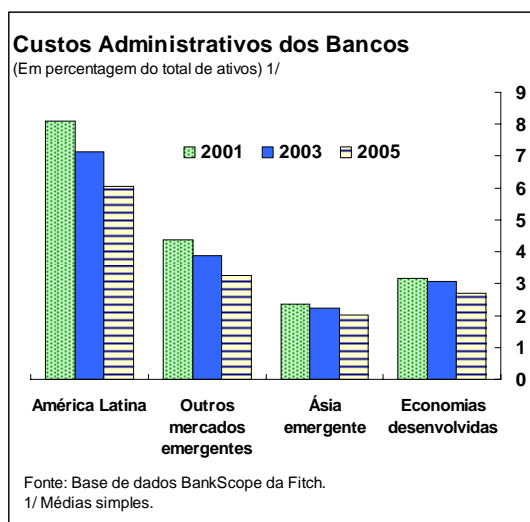
Quadro 10 (conclusão)

- *Estimular a formação de uma base de investidores ampla e equilibrada para que as operações com derivativos proporcionem uma cobertura efetiva.* Para que os mercados de derivativos sejam eficazes, especialmente nos países de economia dolarizada, é fundamental gerar, entre os diferentes agentes do mercado, um interesse complementar nas operações de *hedge*. Os bancos comerciais com passivos de curto prazo (e posições de longo prazo em títulos de renda fixa) e os investidores institucionais com posições de longo prazo em moeda estrangeira têm estruturas de prazo complementares, atuando estes últimos como fornecedores líquidos de moeda estrangeira ou vendedores de taxas flutuantes. A eliminação dos limites ou proibições impostos aos fundos de pensão e seguradoras ajuda, portanto, a promover o *hedging* e a liquidez dos mercados de capital de um modo geral. No México, por exemplo, a recente eliminação dos limites de investimento e impostos sobre transações para investidores estrangeiros ajudou a aumentar a liquidez do mercado de títulos local.

Sob a primeira abordagem, a tendência subjacente é medida usando um filtro específico para cada país. Uma expansão (ou *boom*) do crédito é detectada quando o desvio do crédito efetivo como proporção do PIB em relação à tendência estimada ultrapassa um determinado limite. Os valores limites são definidos tanto em termos do desvio absoluto (ou seja, a diferença simples entre o crédito efetivo e a tendência como proporção do PIB) como do desvio relativo (ou seja, a diferença entre o crédito efetivo e a tendência como proporção do PIB relativamente à tendência do crédito como proporção do PIB). Os valores limites são selecionados de forma a refletir a maioria dos episódios passados de expansão do crédito e/ou crise bancária (ver Apêndice).

Nos últimos anos, o crédito ao setor privado como proporção do PIB aumentou em catorze dos vinte maiores países da América Latina e Caribe. Em doze deles, aumentos acentuados do crédito levaram a relação crédito/PIB a ultrapassar seu nível de tendência (ver Painel 1). Contudo, até 2006, nenhum país apresentara crescimento do crédito superior aos valores “limites” que definem um *boom*. No ano passado, a expansão contínua do crédito resultou na transposição de um ou de ambos os limites em cinco países — Colômbia, Honduras, Jamaica, México e Nicarágua. As expansões do crédito no passado demoraram tipicamente vários anos até entrarem em colapso, embora sugiram que uma expansão continuada de dívidas nesse ritmo poderia dar margem a preocupações. Portanto, ainda é demasiado cedo para concluir que essas tendências constituem um *boom* insustentável.

As expansões do crédito também podem ser identificadas com base nas previsões de um modelo que relaciona o crédito com os fundamentos econômicos. A capacidade do sistema bancário de um país para conceder crédito ao setor privado com segurança depende tanto das condições econômicas como da qualidade das instituições financeiras e públicas. Nesse contexto, um “*boom*” de crédito pode ser visto como um aumento do crédito que não se pode justificar pelos fundamentos econômicos e fatores institucionais.

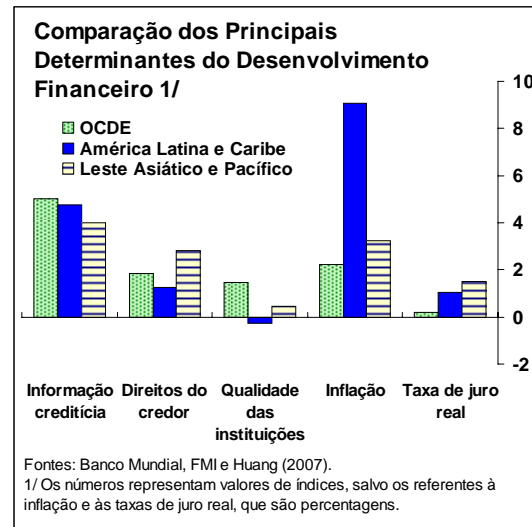


Como os países da América Latina e Caribe se comparam a outras regiões nos fatores que a literatura identifica como determinantes para o desenvolvimento financeiro? Como ressaltaram vários autores (de la Torre, Gozzi e Schmukler, 2006 e Braun *et al.*, 2003), o nível ainda relativamente baixo de desenvolvimento financeiro é decepcionante, dado que vários países da região empreenderam iniciativas significativas para reformar o setor financeiro a partir da década de 1980. Uma comparação regional dos fatores determinantes subjacentes ao desenvolvimento financeiro mostra que a região apresenta relativa solidez em áreas como a de centrais de informação e risco de crédito, mas continua a apresentar fraquezas nos direitos do credor e na governabilidade. Além disso, a inflação e as taxas de juros reais continuam relativamente elevadas mesmo após os recentes avanços macroeconômicos.

Qual é a importância empírica dessas fragilidades para a inibição do desenvolvimento financeiro na região da América Latina e Caribe? Uma nova análise econométrica com base em um painel de 79 países no período 2001–05 mostra que a inflação, a qualidade institucional (medida pelo índice de governabilidade do Banco Mundial) e as taxas de juros reais para depósitos têm efeitos significativos sobre as relações entre o crédito ao setor privado e o PIB. Por exemplo, um ponto percentual de melhoria em cada uma dessas dimensões está associado a um aumento superior a 1 por cento do PIB no crédito ao setor privado. A eficácia da proteção dos direitos do credor, captada pela variável “origem jurídica”, também é relevante — é plausível que reformas do sistema jurídico destinadas a reforçar a proteção de credores e investidores produzam aumentos consideráveis no crédito ao setor privado como proporção do PIB.¹⁹ Por último, o crescimento da

¹⁹ Segundo La Porta *et al.* (1998), países com direito consuetudinário geralmente oferecem o maior grau de proteção para os investidores, e os países com direito civil, o menor.

produtividade que resulta numa elevação do PIB per capita pode também ser útil para promover a intermediação do crédito. À luz desses resultados, qual é a situação dos países da ALC em relação ao seu “potencial”?



Uma comparação do crédito como proporção do PIB com o nível que seria previsto pelo modelo mostra que, nos últimos anos, vários dos vinte maiores países da ALC têm apresentado um desempenho inferior aos potenciais ajustados ao modelo (Painel 2). Dos cinco maiores mercados emergentes da ALC, apenas o Brasil apresenta um nível de crédito bancário ao setor privado próximo a seu “potencial”, enquanto Chile, México, Peru e Colômbia ainda não colheram todos os benefícios de seus fundamentos relativamente fortes. Segundo esse critério, não há indicação de crescimento excessivo do crédito na Colômbia e no México. Relações crédito/PIB superiores aos potenciais ajustados ao modelo são constatadas em quatro países: Bolívia, Haiti, Honduras e Panamá. Entretanto, em dois desses países, Bolívia e Panamá, isso reflete uma vagarosa dissipação da expansão do crédito nos anos 1990, e não uma expansão recente. No Haiti, isso reflete o colapso (e a lenta recuperação) dos fundamentos como resultado de problemas políticos e sociais.

O ajustamento gradual da oferta de crédito à melhoria dos fundamentos econômicos — resultante de reformas instituídas desde a década passada até anos mais recentes — pode ser

também uma das razões para o crédito bancário se manter abaixo do seu potencial em vários países latino-americanos. Ademais, níveis de crédito abaixo do sugerido pelos fundamentos econômicos podem ser também um reflexo de fatores não incluídos nas análises, mas que, não obstante, tendem a reduzir a intermediação do crédito, tais como impostos sobre operações financeiras, controles da taxa de juro e empréstimos dirigidos.

Em suma, os dois critérios mais comuns de crescimento “excessivo” do crédito analisados na região sugerem que a recente expansão do crédito parece estar associada, em grande medida, à melhoria dos fundamentos, não havendo ainda indício claro de superaquecimento geral na região. Essa conclusão é coerente com os indicadores prudenciais e as estimativas mais recentes de solvência bancária baseadas no mercado de ações, que indicam níveis baixos de inadimplência ou probabilidade de inadimplência de empréstimos (ver Capítulo 2 e Quadro 9). Contudo, o cômputo geral pode mascarar o agravamento das vulnerabilidades em certas instituições financeiras que relaxaram suas condições de crédito no intuito de acelerar sua expansão. Embora a extensão dessas vulnerabilidades não seja clara em virtude da dificuldade em obterem-se informações atualizadas sobre a distribuição institucional do crescimento do crédito, o ritmo acelerado da expansão do crédito em alguns países justifica uma supervisão regulatória mais rigorosa e exige a tomada de medidas para reforçar a capacidade de supervisão.

Respostas regulatórias e opções

Um levantamento baseado nos Programas de Avaliação do Sector Financeiro (FSAP) e em consultas nos termos do Artigo IV com países da região mostra que tem havido um avanço considerável no fortalecimento e desenvolvimento dos setores financeiros da região, mas ainda há espaço para melhorias em várias áreas. Primeiro, o aumento da autonomia regulatória e o desenvolvimento da capacidade de supervisão

baseada em riscos continuam a ser prioritários em muitos países, sobretudo onde o crédito tem se expandido rapidamente. Segundo, aumentos significativos da participação estrangeira em vários mercados locais de capital e crédito acentuam a importância de uma efetiva supervisão consolidada e transnacional. Terceiro, o papel crescente das instituições financeiras não bancárias, tais como as companhias financeiras e os fundos mútuos, cria um novo desafio regulatório (ver a Tabela 3 do Apêndice, sobre o desenvolvimento do setor financeiro). Quarto, o aperfeiçoamento do quadro de resolução bancária e de redes de segurança financeira (como o esclarecimento das funções de emprestador de última instância, do papel do seguro de depósitos e do planejamento contingencial para crises) será importante para sustentar a estabilidade financeira.



Por fim, o recente crescimento dos mercados de derivativos em vários países da América Latina aumenta a importância de que os órgãos reguladores estejam aptos a monitorar e avaliar os riscos associados às inovações financeiras. A experiência dos mercados relativamente desenvolvidos da região (sobretudo Brasil, mas também Chile e México) aponta para a importância das medidas regulatórias, da obrigação de divulgar informações e das normas de documentação para o cumprimento das regras referentes ao capital e ao bom funcionamento dos mercados de derivativos.

Conclusão

Sustentados por reformas institucionais e quadros de políticas mais robustos, os mercados financeiros da região vêm se tornando mais profundos e amplos nos últimos anos. A análise deste capítulo sugere que a recente aceleração da expansão do crédito na região representa, em grande medida, um processo de recuperação do nível de intermediação financeira após as crises do passado e a implementação de importantes reformas do setor financeiro. Contudo, o ritmo da expansão do crédito indica a necessidade de uma supervisão regulatória mais intensa nos próximos anos. Como reconhecem os governos da região, outras reformas para aprofundar e ampliar os mercados financeiros, bem como reforçar a estrutura institucional, serão importantes para aumentar a resistência no futuro.

Apêndice: Métodos de estimação, definições de variáveis e fontes de dados

Realizam-se dois tipos de análise neste capítulo para produzir uma gama de indicadores de quanto o crescimento do crédito ultrapassou um determinado nível de tendência.

Análise de tendências baseada em filtros

A tendência das séries foi obtida usando a técnica proposta por Hodrick e Prescott (1997) para cada país retrospectivamente. Esse método pode ser significativo em termos econômicos, pois o limite é selecionado com base em episódios passados de expansão do crédito e/ou crise bancária.

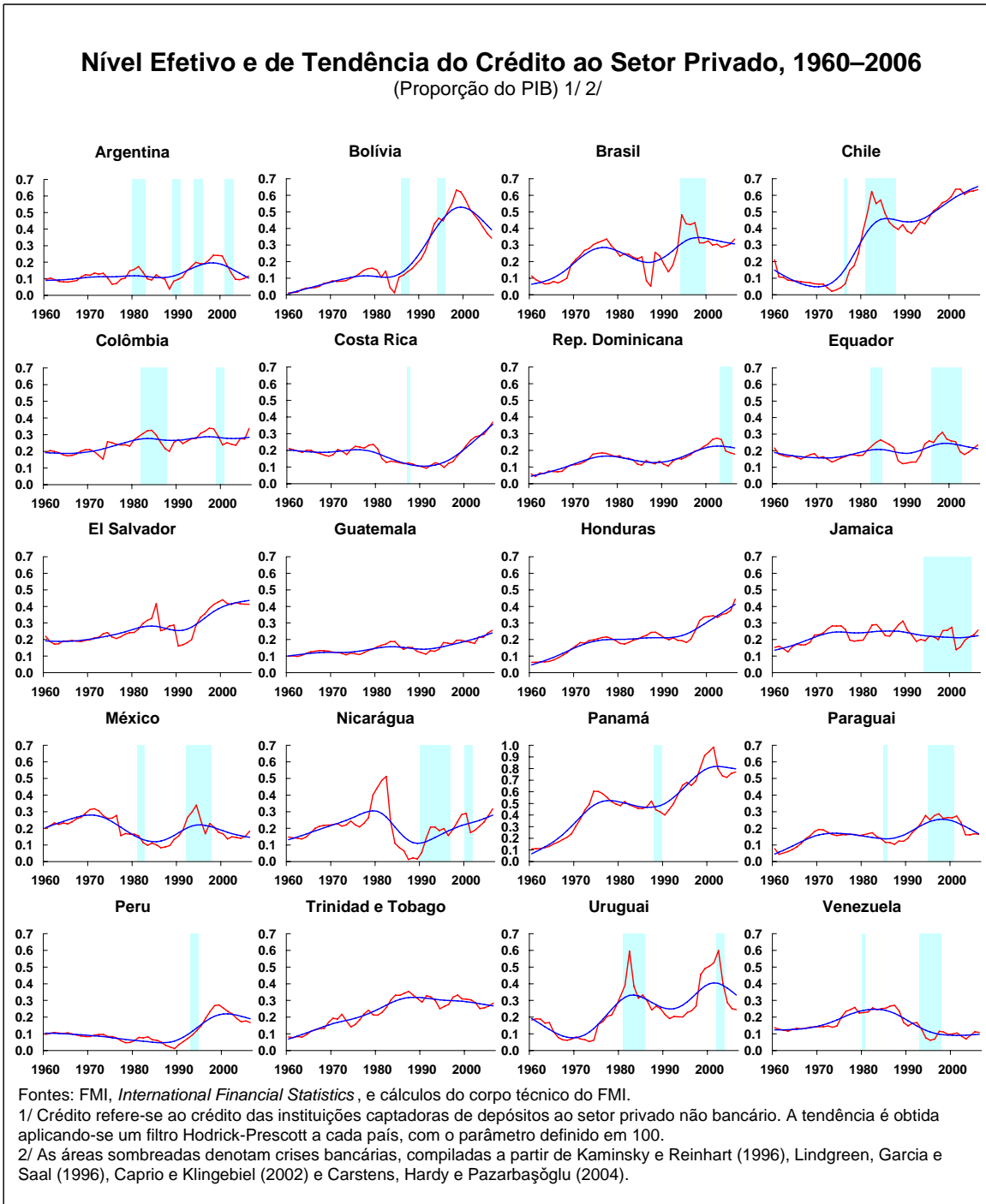
Os valores limites são definidos tanto para o desvio relativo (ou seja, a diferença entre o crédito efetivo e a tendência como proporção do PIB relativamente à tendência do crédito como proporção do PIB) como para o desvio absoluto (ou seja, a diferença entre o crédito efetivo e a tendência como proporção do PIB). O primeiro é um ajuste referente aos diversos graus de aprofundamento financeiro e o segundo, às diferentes dimensões da economia. Com um limite relativo de 18 por cento e/ou um limite absoluto de 3 por cento, abarca-se a maioria das expansões

do crédito ou crises bancárias do passado (por exemplo, as crises no México em 1994–97, no Brasil em 1994–99, no Chile em 1981–83 e no Uruguai em 2002–2003).

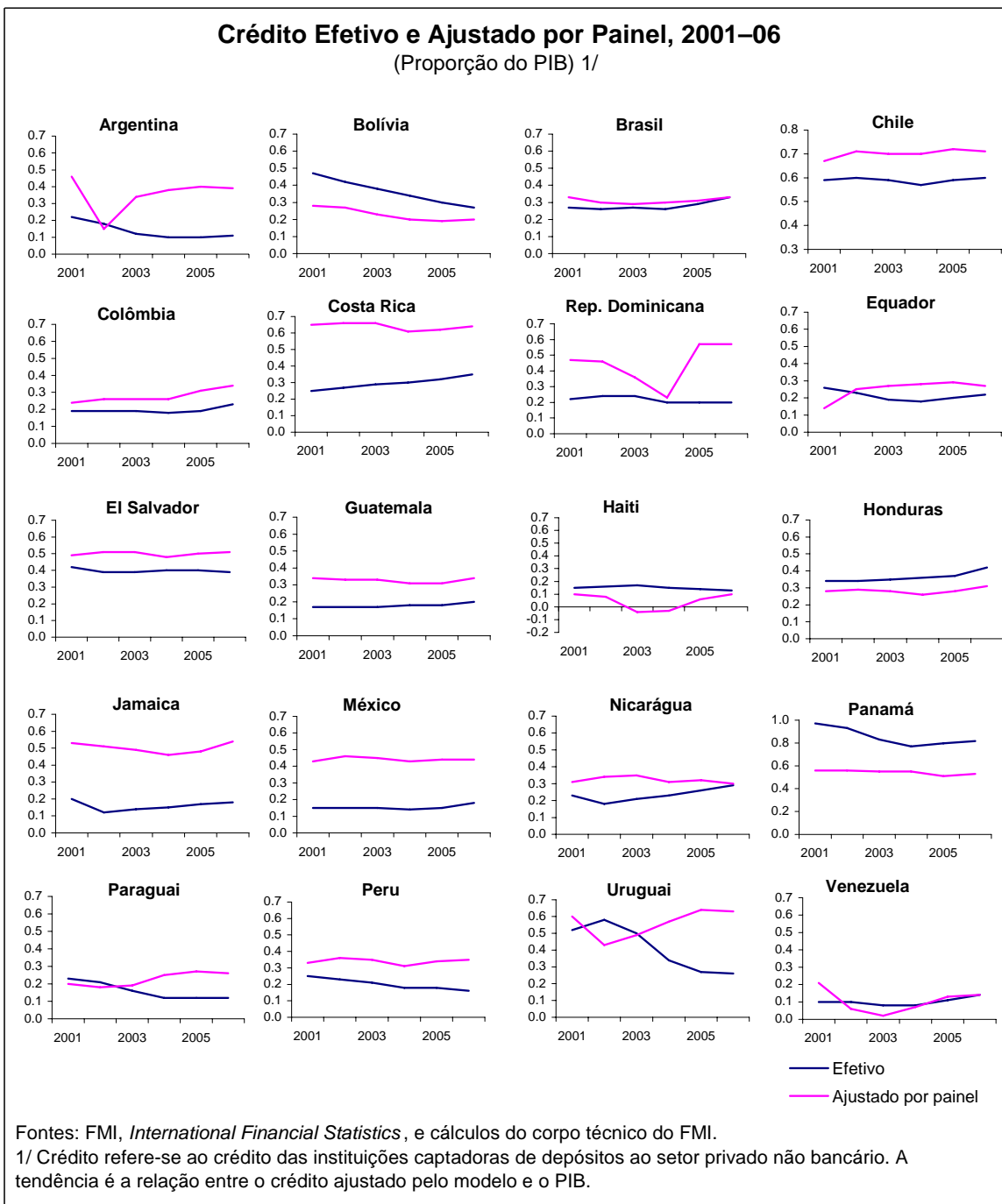
Para o período 1960–2006, foram utilizados os dados da publicação *International Financial Statistics*, do FMI, referentes ao crédito bancário ao setor privado e ao PIB nominal; para 2007, foram utilizadas as projeções do *World Economic Outlook* referentes ao PIB nominal. Assim, as relações crédito bancário/PIB foram calculadas como o crédito bancário do ano corrente dividido pela média entre o PIB do ano corrente e o PIB do ano seguinte.

Estimativa do nível “potencial” de crédito bancário como proporção do PIB

Foram incluídos tanto os fundamentos econômicos como variáveis institucionais e de política que a literatura considera importantes para o desenvolvimento financeiro. Djankov, McLiesh e Schleifer (2006) constataram que tanto a proteção oferecida pelo sistema jurídico aos credores como as instituições de compartilhamento de informações estão associadas a relações crédito privado/PIB mais elevadas, embora o primeiro fator seja relativamente mais importante nos países mais ricos e o segundo, nos países em desenvolvimento. Um estudo realizado por Huang (2007) concluiu que a liberalização comercial e a boa governabilidade têm efeitos positivos sobre o desenvolvimento financeiro, enquanto a origem no direito civil, volatilidade da inflação e instabilidade das políticas produzem efeitos negativos. Também constatou-se a importância das condições iniciais e da geografia — países de área menor, PIB inicial e população maiores, política comercial mais liberal e instituições mais sólidas têm um nível mais elevado de desenvolvimento financeiro. Um estudo recente realizado por Dehesa, Druck e Plekhanov (2007) constatou que as relações crédito/PIB mais altas estão associadas à maior proteção aos direitos do credor e inflação mais baixa.



Crédito Efetivo e Ajustado por Painel, 2001–06
(Proporção do PIB) 1/



Fontes: FMI, *International Financial Statistics*, e cálculos do corpo técnico do FMI.

1/ Crédito refere-se ao crédito das instituições captadoras de depósitos ao setor privado não bancário. A tendência é a relação entre o crédito ajustado pelo modelo e o PIB.

Usamos regressões GMM IV (método generalizado dos momentos, com variáveis instrumentais) para estimar formalmente os efeitos de vários fatores sobre o crédito bancário ao setor privado como percentual do PIB. Em vista da possível endogeneidade decorrente do nível corrente do PIB per capita, esta variável foi instrumentada usando valores defasados de variáveis explicativas, tais como o PIB e a população iniciais e um índice de fracionalização étnica. Os resultados do primeiro estágio da regressão sugerem que a endogeneidade é de fato um problema, e os testes de relevância e de superidentificação das variáveis instrumentais respaldam a validade desses instrumentos. Variáveis binárias temporais são incluídas para captar a variação dos mercados globais e do sistema bancário nacional ao longo do tempo.

A Tabela da próxima página mostra os resultados das especificações preferidas, que são em geral robustas a mudanças nas especificações. As estimativas são similares àquelas encontradas na literatura, e os coeficientes geralmente apresentam os sinais esperados.²⁰

As estimativas do nível “potencial” de crédito bancário como proporção do PIB baseiam-se em um painel de 79 países abrangendo o período de 2001 a 2005. Os dados anuais sobre o PIB real ajustado pela PPC per capita, medido em dólares internacionais de 2000, e sobre os índices de preços ao consumidor provêm do banco de dados *World Development Indicators*, do Banco Mundial. Os dados sobre o crédito bancário ao setor privado como proporção do PIB foram obtidos no novo banco de dados do Banco Mundial sobre estrutura e desenvolvimento financeiros. Os dados sobre taxas de juros sobre depósitos vêm do banco de dados *International Financial Statistics*, do FMI e, quando não há informações disponíveis sobre tais taxas de juros, são usadas as taxas de juros dos

títulos públicos. Os dados sobre a restritividade comercial foram obtidos no banco de dados de políticas comerciais do FMI, que inclui classificações baseadas em estruturas tarifárias e barreiras comerciais não tarifárias. As classificações assumem valores de 1 a 10, sendo 10 o valor atribuído aos regimes comerciais mais restritivos.

Os principais dados da qualidade institucional são do Banco Mundial e Huang (2007).

A governabilidade e qualidade institucional é a média simples das seis medidas de desenvolvimento institucional — voz e responsabilidade, estabilidade política, eficácia governamental, qualidade regulatória, Estado de direito e controle da corrupção — baseadas em levantamentos abrangentes realizados por Kaufmann, Kraay e Mastruzzi (2007).

A informação creditícia e a cobertura das instituições públicas e privadas pelas centrais de risco de crédito (como porcentagem da população adulta total) vêm do banco de dados *Doing Business*, do Banco Mundial. Os índices de direitos dos acionistas e direitos dos credores baseiam-se em La Porta *et al.* (1998) e variam de 0 a 6 e de 0 a 4, respectivamente, com os valores mais altos indicando maior proteção dos direitos.

As variáveis instrumentais (PIB real per capita e população total em 1990, além do índice de fracionalização étnica) foram extraídas da Penn World Table 6.1 e de Alesina *et al.* (2003), respectivamente. A variável binária da origem jurídica para os sistemas francês, alemão e escandinavo baseia-se no banco de dados *Global Development Network*, do Banco Mundial.

Os dados referentes à área em quilômetros quadrados baseiam-se em Gallup, Sachs e Mellinger (1999).²¹

²⁰ Em contraste com Huang (2007), a restritividade comercial está associada a um nível de crédito mais elevado como proporção do PIB. Embora isso possa ser um reflexo da falta de variação dos dados, uma possível explicação é que os países menos abertos também protegem seu setor bancário interno, promovendo o financiamento interno do comércio.

²¹ Os dados para a maioria das variáveis invariantes no tempo são obtidos em Huang (2007).

Resumo dos Episódios de "Explosão de Crédito", 1980–2006			
	Limite relativo = 18%	Limite absoluto = 3%	Crise bancária 1/
Argentina	1980–82, 1998–2000	1980–81, 1998–2000	1980–82, 1989–90, 1994–95, 2001–02
Bolívia	1982, 1999	1982, 1993–94, 1997–2000	1986–87, 1994–95
Brasil	1988, 1994–97	1988, 1994–97	1990, 1994–99
Chile	1981–84	1980–85, 2001–02	1981–87
Colômbia	1984, 2006	1982–84, 1996–98, 2006	1982–87, 1999–2000
Costa Rica			1987
El Salvador	1985	1983–85, 1989, 1997–2000	
Equador	1983–86, 1997–98	1983–86, 1995, 1997–98	1982–84, 1996–2002
Guatemala	1983–84	1983–84	
Honduras		1987–88, 1998–99, 2006	
Jamaica	1989, 1998–99	1982–83, 1988–89, 1998–2000, 2006	1994–2000
México	1992–94, 2006	1992–94, 2006	1982, 1992–97
Nicarágua	1980–82, 1992–93, 1999–2000	1980–82, 1992–93, 1998–2000, 2006	1990–96, 2000–01
Panamá	2001	1987, 1994, 1998–2000	
Paraguai	1982, 1994	1994, 1997, 2001	1985, 1995–2000
Peru	1981–85, 1997–99	1997–2000	1993–94
República Dominicana	2000–01	2001–03	2003–05
Trinidad e Tobago		1985, 1987, 1998	
Uruguai	1981–82, 1998–2002	1981–83, 1998–2002	1981–84, 2002–03
Venezuela	1987, 1997, 2005	1986–87	1993–95

1/ Episódios de crise identificados por Caprio e Klingebiel (2002), Carstens, Hardy e Pazarbasioglu (2004) e Kaminsky e Reinhart (1996).

Resultados da Regressão GMM IV								
(Variável dependente: crédito ao setor privado como proporção do PIB) 1/								
	Coeficientes		Valor P		Coeficientes		Valor P	
Log do PIB real per capita, ajustado pela PPC	0.11	0.00	0.10	0.00	0.11	0.00		
Área em log	-0.04	0.00	-0.03	0.00	-0.03	0.00		
Índice de informação creditícia	0.01	0.31	0.01	0.21	0.01	0.21		
Inflação	-0.71	0.00	-0.72	0.00	-0.69	0.00		
Taxas de juro real	-0.27	0.12	-0.27	0.11	-0.28	0.10		
Governança e qualidade das instituições	0.19	0.00	0.18	0.00	0.18	0.00		
Dummy da origem no direito civil	-0.07	0.01	-0.07	0.01	-0.08	0.00		
Restritividade comercial	0.10	0.03	0.01	0.02				
Centro financeiro internacional			0.09	0.23	0.08	0.27		
Constante	0.03	0.73	0.02	0.80	0.01	0.89		
Número de observações		370		370		370		
R ² centrado		0.76		0.76		0.76		
R ² não centrado		0.90		0.90		0.90		

1/ Variável instrumentada: log do PIB real per capita, ajustado pela PPC. Instrumentos excluídos: índice da fracionalização étnica, log do PIB real per capita em 1990 e log da população em 1990.

Desenvolvimento do Setor Financeiro na América Latina: Recuperação ou Superaquecimento?

Estadísticas Resumidas dos Principais Indicadores de Desenvolvimento Financeiro														
(Média de 2001–05, salvo indicação em contrário)														
	OCDE		América Latina e Caribe		Leste Asiático e Pacífico		Oriente Médio e África Setentrional		Europa e Ásia Central		Ásia Meridional e África Subsaariana			
	Média	Obs.	Média	Obs.	Média	Obs.	Média	Obs.	Média	Obs.	Média	Obs.		
Qualidade institucional														
Índice de direitos legais	6.3	88	3.8	80	6.5	52	3.8	48	5.6	72	4.8	16	4.5	87
Índice de informação creditícia	5.0	109	4.8	98	4.0	52	2.9	48	3.2	89	3.0	16	1.3	87
Cobertura das empresas privadas de informação de crédito	8.8	88	10.9	80	4.9	52	10.0	48	2.5	72	0.2	16	1.5	87
Cobertura das empresas públicas de informação de crédito	59.0	84	38.5	80	36.9	44	14.6	48	9.9	64	2.6	16	4.4	87
Índice de direitos do acionista 1/	3.0	88	2.7	36	3.4	40	2.2	20	2.0	4	4.3	12	0.9	13
Índice de direitos do credor 1/	1.9	88	1.3	32	2.8	40	2.5	16	2.0	4	3.7	12	1.3	13
Dummy da origem no direito civil	0.7	109	0.9	98	0.3	52	0.8	48	1.0	5	0.0	16	0.6	87
Índice de governança	1.4	109	-0.3	98	0.4	52	0.1	48	-0.2	5	-0.6	16	-0.6	87
Restritividade comercial	3.7	109	3.4	98	2.9	52	5.2	36	4.8	5	6.1	16	3.7	87
Condições iniciais														
Log da população em 1990	9.8	109	9.2	98	10.0	48	9.5	36	10.9	5	11.6	16	9.2	87
Log do PIB per capita real em 1990	9.8	109	8.3	98	8.9	48	8.7	36	8.7	5	7.5	16	7.1	87
Log da área	11.8	109	12.5	98	11.5	52	12.4	48	13.6	5	12.8	16	12.2	87
Índice de fracionalização étnica 2/	0.2	104	0.4	98	0.3	52	0.3	48	0.3	5	0.4	16	0.7	87
Ambiente macroeconômico														
PIB per capital real baseado na PPC	27117.8	109	5693.0	98	13307.4	52	11188.7	48	8050.5	74	2490.8	16	1904.2	87
Inflação do IPC	2.2	109	9.1	98	3.3	52	3.2	48	7.3	77	5.9	16	8.0	87
Taxa de juro real	0.2	93	1.0	98	1.5	52	2.0	38	2.2	69	0.8	12	1.1	80

Fontes: Banco Mundial, FMI e Huang (2007).
1/ Baseado em La Porta *et al.* (1998).
2/ Baseado em Alesina *et al.* (2003).

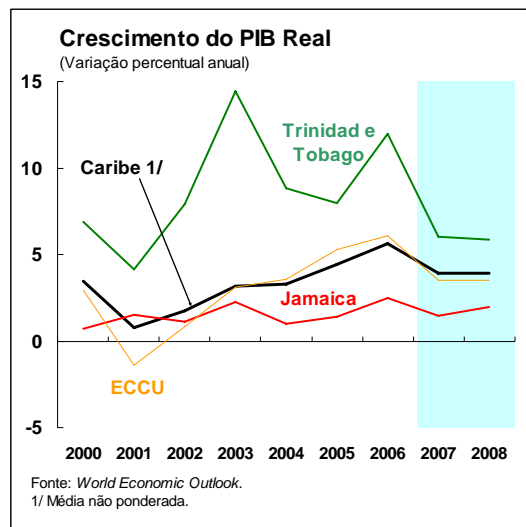
VI. Perspectivas Econômicas para o Caribe e Questões de Integração

Evolução recente e perspectivas econômicas

O Caribe tem apresentado um desempenho robusto em termos de crescimento e as perspectivas continuam favoráveis. No ano passado, o PIB regional aumentou em 5,5 por cento — o ritmo mais acelerado em mais de duas décadas.²² Os quadros de política mais sólidos e o ambiente externo favorável criaram as bases para a recuperação desde 2001, quando as receitas do turismo tiveram uma queda acentuada após os eventos do 11 de setembro. Em termos futuros, o crescimento deverá sofrer uma desaceleração moderada, como reflexo do fim das atividades relacionadas à Copa do Mundo de Críquete e o retorno das receitas do turismo ao seu nível normal após 2006, quando os turistas foram desviados para o Caribe por causa do furacão que assolou os destinos turísticos no México. Com a perspectiva externa ainda amplamente favorável, espera-se que o crescimento no Caribe continue acima dos padrões históricos, com o PIB regional crescendo em torno de 4 por cento em 2007 e 2008.

O fortalecimento das políticas macroeconômicas ajudou a conter a inflação. De modo geral, os países da região conseguiram limitar o impacto inflacionário dos choques na oferta de alimentos causados por desastres naturais e dos aumentos dos preços de importação de petróleo. A habilidade com que a Jamaica conduziu a sua política monetária resultou numa redução da inflação dos preços ao consumidor, que passou de

²² A média do Caribe consiste na média aritmética destes 15 países: Antígua e Barbuda, Bahamas, Barbados, Belize, Dominica, Granada, Guiana, Haiti, Jamaica, República Dominicana, Santa Lúcia, São Cristóvão e Névis, São Vicente e Granadinas, Suriname e Trinidad e Tobago.



	1995-2004 Média	2005	2006	2007 Proj.	2008 Proj.
Caribe 1/	4.2	6.5	8.4	6.0	4.4
Bahamas	3.3	2.5	3.4	3.1	4.0
Barbados	2.2	4.1	3.9	4.2	2.7
República Dominicana	5.2	9.3	10.7	8.0	4.5
Economias da ECCU 1/	2.7	5.5	5.8	3.6	3.9
Guiana	2.4	-1.9	5.1	5.6	4.6
Haiti	1.5	0.4	2.2	3.2	4.3
Jamaica	0.5	1.4	2.5	1.4	2.0
Trinidad e Tobago	7.7	8.0	12.0	6.0	5.8

Fontes: World Economic Outlook.
1/ Ponderados pelo PIB (PPC)

19 por cento em setembro de 2005 para menos de 6 por cento ao final de 2006. Da mesma forma, a inflação na República Dominicana, que havia se acelerado bastante após a crise bancária de 2002–03, foi revertida, uma vez que as autoridades retomaram o controle sobre os agregados monetários. A inflação, porém, tem continuado a ser fonte de preocupação em Trinidad e Tobago, onde um choque positivo nas relações de troca e o rápido crescimento do investimento público ocasionaram o surgimento de limitações da capacidade. O balanço final é que a inflação média

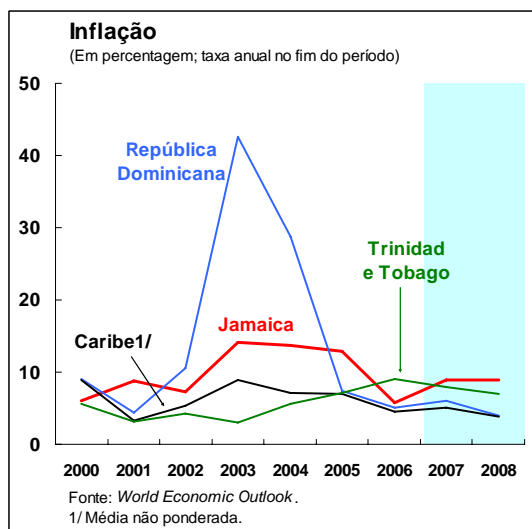
no Caribe deve subir ligeiramente para 5 por cento em 2007 e, em seguida, recuar no médio prazo.

Inflação (Em porcentagem, fim do período) 1/				
	1995-2004 Média	2005	2006	2007 Proj.
Caribe 2/	11.0	8.3	6.1	6.5
Bahamas	1.7	1.2	2.3	2.6
Barbados	2.5	7.4	5.6	4.9
República Dominicana	13.0	7.4	5.0	6.0
Economias da ECCU 1/	2.0	4.4	2.2	3.4
Guiana	5.4	8.3	4.2	8.0
Haiti	17.1	14.8	12.4	8.0
Jamaica	11.5	12.9	5.8	8.9
Trinidad e Tobago	4.2	7.2	9.1	8.0

Fontes: *World Economic Outlook* e estimativas do corpo técnico do FMI.

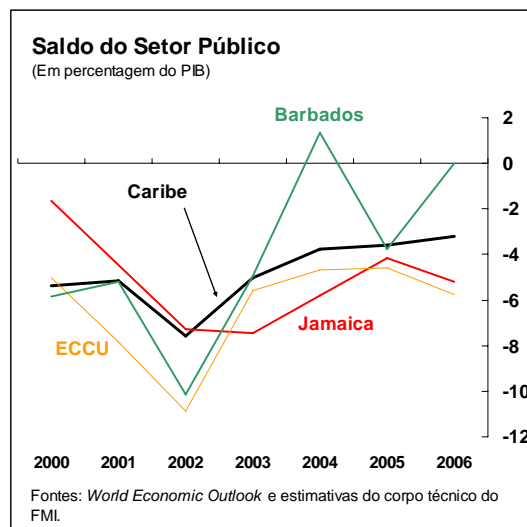
1/ Taxas do fim do período, ou seja, de dezembro a dezembro. Essas taxas podem diferir das taxas médias de inflação do período citadas no *World Economic Outlook*, embora se baseiem em projeções subjacentes idênticas nos dois casos.

2/ Ponderados pelo PIB (PPC)



Os países da região tiraram proveito da expansão econômica inicialmente para reforçar os saldos fiscais. Em média, os déficits tiveram uma melhoria de 4 pontos percentuais do PIB durante o período 2002–05, em decorrência de uma variada gama de iniciativas de política. Por

exemplo, Dominica reestruturou seu sistema tributário e cortou sua folha de pagamentos após sua crise econômica de 2002–03, enquanto a Jamaica adotou um programa próprio e ambicioso de consolidação fiscal, no âmbito do qual foram



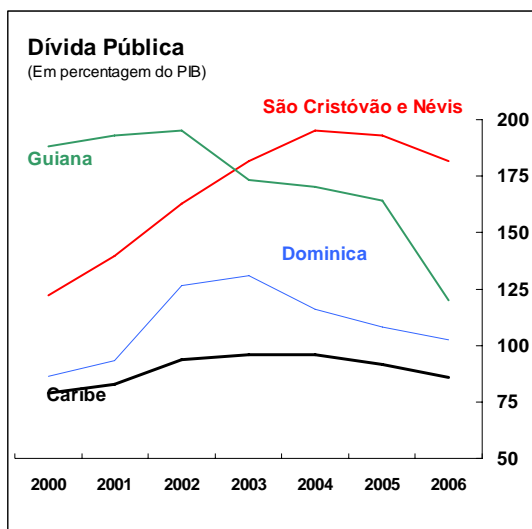
implementadas várias medidas relativas à receita e à despesa durante o período 2003–04. Vários países caribenhos também iniciaram reformas tributárias, tais como a criação de um IVA, que ajudou a reforçar a arrecadação de receitas (Antígua e Barbuda, Dominica, Guiana e São Vicente e Granadinas). Além disso, os orçamentos têm-se mostrado mais resistentes a eventos adversos nos últimos anos, graças a reformas destinadas a aumentar a flexibilidade fiscal, tais como a criação de mecanismos para manter os preços internos do petróleo mais alinhados com os custos de importação. Mais recentemente, porém, as iniciativas fiscais perderam seu ímpeto em alguns casos. O superávit primário da Jamaica caiu em 2006 e gastos relacionados à Copa do Mundo de Críquete levaram os déficits a ampliarem-se nos países da União Monetária do Caribe Oriental (ECCU).

O panorama para o Caribe continuará a depender tanto de eventos externos como das reações na forma de políticas internas. A região é altamente suscetível a choques, e os riscos de deterioração têm aumentado em várias áreas. O Furacão Dean, que varreu o Caribe em agosto último, diminuiu as perspectivas de crescimento e aumentou o risco de inflação em vários dos países afetados (sobretudo Dominica, Jamaica e Santa Lúcia).

Saldo em transações correntes (Em percentagem do PIB)					
	1995- 2004 Média	2005	2006	2007 Proj.	2008 Proj.
Caribe 1/	-3.4	-0.3	-0.4	-1.0	-0.6
Bahamas	-10.1	-14.3	-25.4	-21.1	-16.5
Barbados	-4.0	-12.5	-8.4	-8.6	-8.5
República Dominicana	-0.9	-1.4	-3.2	-3.4	-2.3
Economias da ECCU 1/	-15.9	-19.8	-24.9	-22.0	-20.6
Guiana	-11.9	-15.5	-17.5	-19.7	-17.0
Haiti	-1.1	1.8	0.6	2.1	1.5
Jamaica	-5.9	-11.2	-11.1	-10.9	-10.8
Trinidad e Tobago	2.2	23.8	25.6	19.7	17.2

Fontes: FMI, *World Economic Outlook*.
1/ Balanço de transações correntes e PIB medidos em dólar.

Além disso, a atual volatilidade dos mercados financeiros internacionais pode vir a ter um impacto adverso sobre o crescimento global, prejudicando as perspectivas do turismo e de crescimento na região. O Caribe continua muito dependente, em particular, da evolução da economia da América do Norte, em virtude dos fortes vínculos estabelecidos por meio do turismo,

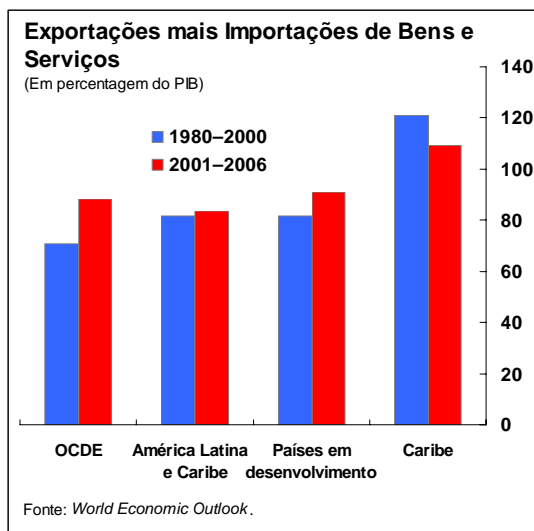


remessas e fluxos de investimento estrangeiro. Assim, qualquer desaceleração da atividade econômica nos EUA terá um impacto adverso sobre as perspectivas de crescimento da região.

É de suma importância realizar novos avanços na redução da dívida para aumentar a resistência a choques. Os processos de consolidação fiscal no início deste ciclo econômico, em combinação com as reestruturações de dívidas em alguns países, produziram um declínio nos coeficientes de endividamento a partir de 2003. Não obstante, os países caribenhos continuam a figurar entre os países mais endividados do mundo, sendo que alguns apresentam relações dívida/PIB bem superiores a 100 por cento. Com vistas ao futuro, a região continua empenhada em reduzir a dívida ainda mais. Por exemplo, em 2006 a ECCU reafirmou seu objetivo de reduzir a dívida pública para menos de 60 por cento do PIB em todos os seus países membros. Adotou-se um marco de referência revisado visando o cumprimento da meta até 2020, e os países da ECCU se comprometeram a estabelecer metas fiscais anuais consistentes com a aderência àquele marco. Da mesma forma, a Jamaica pretende definir uma meta mais elevada para o superávit primário deste ano.

Questões de integração regional

Historicamente, as economias caribenhas figuram entre as mais abertas do mundo. Isso permite que o Caribe colha os frutos da integração e globalização comercial, mas também cria desafios, sobretudo quando consideradas as dimensões reduzidas de muitos países da região. A cooperação regional pode ajudar a vencer muitos desses desafios. A combinação de recursos, por exemplo, ajuda a região a tirar proveito das economias de escala e distribuir o risco. Da mesma forma, a intensificação da colaboração regional possibilita ao Caribe competir de maneira mais eficaz pelo investimento estrangeiro produtivo e adaptar-se à evolução do comércio mundial.



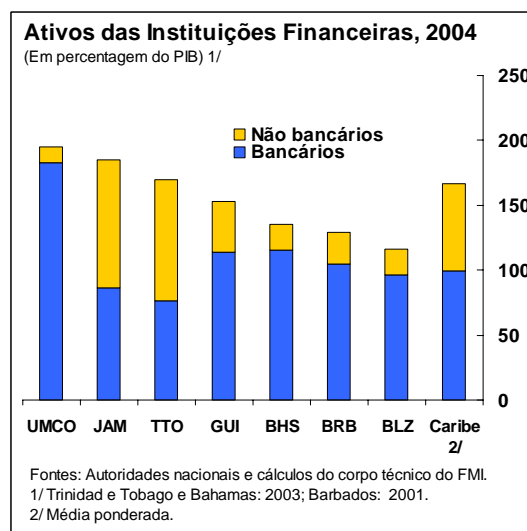
Atualmente, três áreas relacionadas à integração são altamente prioritárias: primeiro, a integração financeira regional, como meio de desenvolver e aprofundar os sistemas financeiros e, por extensão, aumentar o crescimento regional; segundo, os incentivos fiscais e investimentos, área em que a ação regional harmonizada é crucial para superar os problemas de ação coletiva; e terceiro, a formulação de estratégias para lidar com a erosão das preferências comerciais nos mercados de exportação da União Européia. O restante deste capítulo resume questões chave nessas áreas (para detalhes, ver Rodlauer *et al.*, a ser publicado).

Integração financeira

A Comunidade do Caribe (CARICOM), criada em 1973 e atualmente formada por 15 países, procura integrar os mercados nacionais de capital por meio da eliminação das restrições à prestação de serviços financeiros e aos fluxos transnacionais de capital na região. O total dos ativos do setor financeiro da CARICOM é superior a 150 por cento do PIB regional e abrange setores bancário

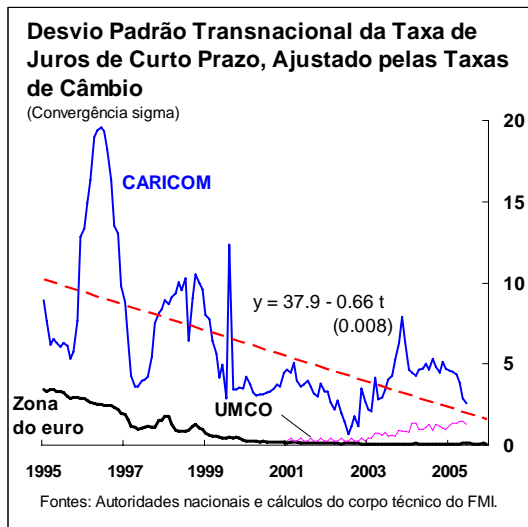
e não bancário expressivos. Além disso, o setor financeiro responde por cerca de 8 por cento do produto regional, acima da média de 7 por cento do G7. Os conglomerados financeiros regionais desempenham um papel importante no Caribe, e os ativos combinados dos nove maiores quase equivalem ao PIB regional. O centro financeiro da região é Trinidad e Tobago, onde o setor financeiro é responsável por um décimo do PIB, parcela comparável à de Cingapura.

Os mercados financeiros caribenhos são expressivos em relação ao PIB, mas, de modo geral, são pouco desenvolvidos. Por exemplo, os mercados regionais primários de títulos são



dominados por obrigações do governo, os mercados secundários são ilíquidos e os sistemas de liquidação e custódia são obsoletos. Além disso, o volume de negócios no mercado de ações ainda é baixo para os padrões internacionais. O comércio de derivativos financeiros também é limitado e ocorre em mercados de balcão, em virtude da ausência de mercados secundários e bolsas organizadas.

Não obstante a estrutura proporcionada pela CARICOM, os mercados financeiros nacionais no



Caribe continuam razoavelmente segmentados. A atividade bancária transnacional é limitada e as operações de empréstimo *offshore* na região são relativamente reduzidas. Entre outros indícios da segmentação destacam-se a ausência de correlação entre as taxas de juros, um grau relativamente alto de dispersão das taxas de juros e as diferenças acentuadas e persistentes nos preços das ações negociadas em mais de um mercado. A integração poderia aumentar a disponibilidade de capital, sobretudo para as empresas de pequeno porte e os países menores; promover o aperfeiçoamento de regulamentos e normas financeiras; reduzir o custo do capital e, nesse processo, elevar o crescimento econômico, por ajudar a direcionar recursos para as atividades econômicas que ofereçam as maiores taxas de retorno.

Para melhorar as perspectivas de integração e evitar suas armadilhas, são necessárias políticas robustas. Um efeito colateral da integração dos mercados financeiros é a possibilidade de os choques cruzarem as fronteiras com maior rapidez. O fortalecimento das políticas e condições macroeconômicas ajuda a limitar o contágio, especialmente nos países com alto nível de endividamento e déficits em transações correntes elevados. A liberalização das transações de capital entre economias do Caribe, um

componente central da integração financeira, também requer mais flexibilidade por parte das autoridades monetárias. Alguns países da região precisam, em particular, assegurar que seus instrumentos de política monetária baseados no mercado sejam adequados para gerir a liquidez num ambiente integrado. Por fim, uma infraestrutura reforçada e regras de negociação mais simples podem reduzir os custos de transação e a segmentação do mercado.

Para ter êxito, a integração também exigirá uma supervisão regulatória mais intensa, sobretudo dos conglomerados regionais. A integração pode criar riscos ainda desconhecidos e, em termos mais gerais, dificultar a avaliação e gestão dos riscos em nível nacional. À medida que os conglomerados regionais abandonem as linhas jurisdicionais e passem a organizar-se cada vez mais segundo linhas funcionais, os órgãos regionais de supervisão passarão a enfrentar o desafio específico de evitar o surgimento de “pontos cegos” em decorrência da segmentação do conhecimento e/ou das jurisdições. Os países do Caribe estão tomando medidas para reforçar a supervisão, mas há várias questões mais prioritárias no contexto regional: dar continuidade às iniciativas destinadas a fortalecer a supervisão em nível nacional; reforçar o estado de prontidão para enfrentar crises e melhorar a coordenação regional no que diz respeito às questões de rede de segurança e resolução para os bancos ou grupos regionais.

Incentivos fiscais e investimento

Os responsáveis pelas políticas em todo o Caribe têm recorrido ativamente a incentivos para atrair o investimento estrangeiro direto (IED) e gerar empregos. Como resultado, proliferaram em toda a região os incentivos especiais ao investimento, tipicamente na forma de isenções temporárias do imposto de renda e de importação incidentes sobre as empresas por até 25 anos. Com o aumento da mobilidade do capital nos mercados mundiais, os governos regionais têm hesitado em reduzir unilateralmente os atuais mecanismos de

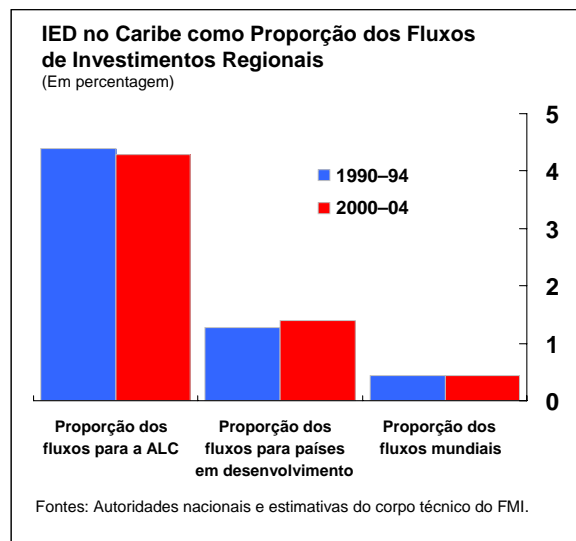
incentivo, por temerem que o investimento seja direcionado para outros países.

Contudo, a despeito da ampla disponibilidade de incentivos, a parcela do investimento regional e global destinado ao Caribe estagnou-se. O IED aumentou no Caribe, mas num ritmo semelhante ao registrado no resto do mundo. A distribuição intra-regional do IED também é irregular — as maiores economias receberam a maior parte dos fluxos de investimento para o Caribe, mas os países menores da ECCU destacam-se como os maiores beneficiários do IED quando medido como proporção do PIB. Além disso, os fluxos de IED apresentam elevada persistência no decorrer do tempo em determinados países e tendem a concentrar-se nos principais setores de exportação, em função das respectivas riquezas naturais.

Estudos recentes do corpo técnico do FMI confirmam constatações anteriores que enfatizam que fatores alheios aos incentivos são importantes para atrair investimentos. Demonstra-se que o IED no Caribe é sensível à política tributária, mas apenas de forma limitada. Outros fatores, como a qualidade institucional, desenvolvimento das infra-estruturas, governabilidade, grau de abertura e restrições ao IED, são pelo menos igualmente importantes. Cumpre notar que os incentivos não parecem ter um efeito significativo sobre os fluxos de IED numa grande amostra de países em desenvolvimento, embora sejam relevantes na amostra formada apenas por países caribenhos.

Os incentivos fiscais e tarifários também podem ser onerosos. Entre esses custos figuram: (1) a erosão da base tributária; (2) a distorção da alocação de recursos; (3) o aumento da carga administrativa e (4) a criação de oportunidades de exploração de renda econômica. As limitações dos dados impedem a realização de uma análise aprofundada dos custos, mas a diferença entre as receitas anuais implícitas nas alíquotas previstas na legislação e as arrecadações efetivas é, em média, superior a 10 por cento do PIB ao ano no Caribe.

Deve-se ressaltar que, além dos incentivos ao investimento, essa diferença reflete outras isenções



e a eficiência da administração tributária; contudo, não deixa de indicar a amplitude das perdas.

Portanto, as autoridades devem estudar a redução da abrangência dos incentivos fiscais. Se direcionarem os recursos poupados com a redução dos incentivos fiscais para iniciativas que visem melhorar outros fatores determinantes do investimento, tais como a infra-estrutura e as instituições, o resultado líquido poderia ser melhores perspectivas de atração de investimentos. Reduzir as alíquotas previstas em lei, ampliando a base tributária, também poderia ser uma medida mais eficaz.

Na medida em que os incentivos são considerados necessários, há espaço para torná-los mais eficientes em termos de custo. As iniciativas de reforma poderiam concentrar-se em: (1) consolidar os incentivos previstos no código jurídico para eliminar os aspectos discricionários da concessão de isenções; (2) substituir as isenções temporárias por provisões de depreciação acelerada; (3) evitar a aplicação dos incentivos a novos impostos indiretos; (4) estabelecer limites de tempo para as isenções, criando-se exceções para os investidores já qualificados para receber os incentivos a serem revogados e (5) divulgar o

custo dos incentivos para aumentar a transparência.

Impostos Potenciais menos Efetivos, 1995–2004 (Porcentagem do PIB) 1/			
	IR de Pessoa Jurídica	Impostos relacionados com importações	Total
Caribe	5,6	5,3	10,9
Rep. Dominicana	4,0	3,9	7,9
Trinidad e Tobago	3,3	2,4	5,7
Jamaica	6,2	3,9	10,1
UMCO	5,4	5,8	11,2
Outros	6,1	5,7	11,8

Fonte: Rodlauer et al. (a ser publicado).
1/ Pressupõe que o setor empresarial represente um quarto do PIB total.

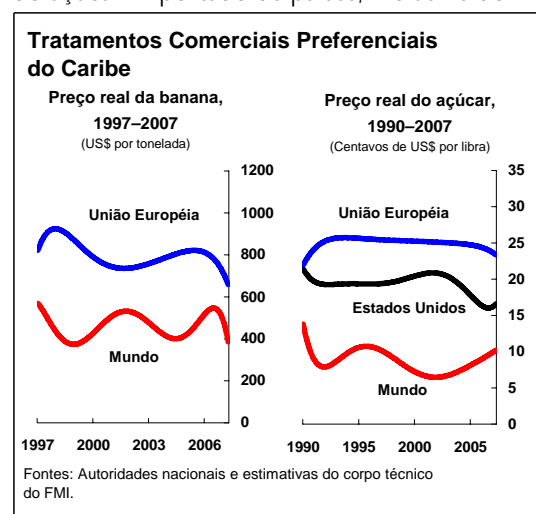
A coordenação regional pode ajudar a superar o problema de ação coletiva associado à redução ou eliminação de incentivos. Por exemplo, a harmonização por meio de um código de conduta regional deve seguir alguns princípios básicos: proteger o sistema tributário de cada país; manter uma tributação moderada e previsível; evitar a discriminação e limitar a competição no campo tributário, ao mesmo tempo em que se respeita a soberania nacional. O êxito desses códigos dependerá do comprometimento dos países e da existência de mecanismos eficazes de fiscalização. Todavia, o esforço e tempo necessários para elaborar tais códigos não devem ser subestimados. Ao redirecionar os esforços competitivos dos países para atrair investimentos com mais eficiência (por exemplo, melhorando o ambiente de negócios como um todo), as iniciativas de coordenação regional podem, em termos mais gerais, produzir vantagens significativas tanto para os países como para os investidores estrangeiros.

Erosão das preferências comerciais

Desde 1993, os preços efetivos de exportação de bananas do Caribe vêm sofrendo quedas constantes, com a redução do acesso preferencial aos mercados da União Européia. Em 1993, a UE removeu as barreiras comerciais internas, expondo os tradicionais exportadores caribenhos a um nível maior de concorrência, mesmo com a retenção das preferências no novo regime comum da UE para as bananas. Em 1998, as cotas de banana específicas para cada país foram eliminadas para

todos os países com acesso preferencial à UE, permitindo que países africanos mais eficientes conquistassem uma vantagem sobre os produtores caribenhos. Finalmente, em 2006, a UE substituiu as cotas para as bananas latino-americanas por uma tarifa de nação mais favorecida de € 176 por tonelada.

Essas tendências deverão manter-se a médio prazo. Em 2005, a UE anunciou uma redução gradual de 36 por cento nos preços internos do açúcar, a ser implementada em quatro anos. Isso implica um corte de magnitude similar nos preços do açúcar importado de países, inclusive do



Caribe, que continuam a ter acesso ao mercado de açúcar da UE a preços superiores aos do mercado mundial.

Embora seja eficiente do ponto de vista global, a erosão dos mecanismos comerciais preferenciais reduzirá a renda dos países que vinham sendo favorecidos pelo acesso especial. Os cálculos do FMI sugerem, por exemplo, que o valor da assistência implícita prestada pelo regime da UE para as bananas alcançou uma média anual aproximada de 8 por cento do PIB para as Ilhas de Barlavento do Caribe (exceto Granada) e quase 3 por cento do PIB para Belize e Suriname durante o período 1977–2005. Essas estimativas dependem de vários pressupostos, mas indicam as amplas magnitudes em questão. Da mesma forma, a assistência implícita no regime da UE para o açúcar chegou a uma média anual de quase 10 por

cento do PIB para a Guiana e de 2 a 4,5 por cento do PIB para Belize.

Por esses motivos, a erosão das preferências comerciais da UE tem sido, e continuará a ser, altamente onerosa para alguns países caribenhos, com efeitos negativos consideráveis sobre a balança comercial, o produto e o saldo fiscal global. Nos casos de São Vicente e Granadinas e de Santa Lúcia, que dependem muito das bananas, o produto poderia sofrer uma queda de 1,5 a 2 por cento a médio prazo em relação ao valor de referência. A Guiana enfrentará um declínio cumulativo de até 6,5 por cento no produto até 2010, com a eliminação das preferências comerciais do açúcar. Mesmo nos países em que os efeitos macroeconômicos forem mais limitados, os custos sociais poderão ser graves, em vista do impacto negativo sobre as rendas das famílias pobres das áreas rurais e os agricultores de mais idade, que teriam poucas oportunidades alternativas de emprego.

As estratégias de adaptação deverão refletir as diferentes circunstâncias de cada país e poderiam abranger:

- Redes de segurança direcionadas e outras medidas destinadas a assistir as populações afetadas. Medidas de transição são fundamentais para ajudar os agricultores vulneráveis a lidar com o declínio da renda associado à erosão das preferências. Entre as possíveis medidas, destacam-se a criação de mecanismos de transferência de renda bem direcionados, observadas as restrições fiscais globais, a continuidade da participação dos trabalhadores nos sistemas nacionais de previdência com contribuições reduzidas ou zeradas e, dentro do possível, a oferta de oportunidades de emprego e capacitação.

- Incentivo ao aumento da eficiência na produção agrícola. Em certos casos, para continuar a oferecer preços competitivos no âmbito dos novos regimes comerciais, provavelmente será necessário realizar novos investimentos, o que pode ser difícil para os países com endividamento elevado e espaço fiscal limitado. Vendas de ativos e investimentos do exterior podem desempenhar papéis úteis.
- Em outros casos, a única opção viável talvez seja o abandono da agricultura tradicional. Esforços constantes visando melhorar o ambiente para investimentos, reduzir os custos comerciais e capacitar os trabalhadores ajudarão a promover a redistribuição dos recursos, transferindo-os dos setores que deixaram de ser economicamente viáveis. De fato, São Cristóvão e Névis e Trinidad e Tobago já desativaram, ou praticamente desativaram, grande parte das suas outrora importantes indústrias açucareiras.

Conclusão

O atual contexto econômico e político oferece uma boa oportunidade para retomar as reformas e avançar rumo à integração. O crescimento regional continua vigoroso e o ambiente externo ainda é favorável. Ao mesmo tempo, as transições e renovações ocorridas recentemente ou a ocorrer no cenário político regional podem prover os mandatos populares necessários para implementar reformas profundas e reforçar as estratégias fiscais e de redução do endividamento.

Panorama do Setor Financeiro, 2006

	Argentina	Bolívia	Brasil	Chile	Colômbia	Equador	México	Paraguai	Peru	Uruguai	Venezuela
Sistema financeiro											
Ativos do setor bancário/PIB	39.6	39.6	63.4	56.7	64.1	35.5	24.3	32.0	27.1	67.0	29.3
Crédito do setor financeiro 1/											
Crédito/PIB											
Crédito total	26.6	36.5	31.5	68.6	48.0	22.6	45.4	23.3	32.8	24.2	15.1
do qual: percentagem em moeda estrangeira	13.6	83.5	...	...	...	n.a.	4.3	30.9	48.3	59.1	6.7
Crédito ao setor privado	13.0	36.4	30.7	68.2	35.7	22.0	22.3	16.7	28.4	21.9	17.1
Crédito a empresas privadas	7.7	14.0	19.0	45.5	24.7	8.6	13.7	...	11.5	14.5	...
Crédito às famílias	5.3	22.4	11.7	22.7	11.0	6.7	8.7	...	5.0	9.1	...
Crédito ao setor público	13.6	0.1	0.8	0.4	8.8	0.6	23.1	6.6	4.4	1.7	-2.0
Crescimento do crédito (%), média 2004–06											
Total	8.4	3.7	20.5	16.9	15.1	21.2	14.5	18.5	12.0	-4.7	88.0
Setor privado	28.5	3.8	21.0	17.1	26.7	24.6	16.7	13.3	12.3	-3.0	78.9
Empresas	26.6	0.1	16.6	14.4	29.7	18.8	10.8	...	9.5	6.1	...
Famílias	31.6	6.4	29.9	23.3	22.1	35.1	30.3	...	20.9	-4.8	...
Setor público	-2.3	-6.3	9.0	1.1	7.0	-20.6	12.5	37.8	10.8	-15.4	86.3
Crédito imobiliário											
Parcela do PIB	1.6	7.3	1.5	14.0	2.4	1.9	3.8	...	2.3	7.9	...
Crescimento (%), média 2004–06	3.9	7.9	12.8	20.1	-6.5	39.5	16.2	...	15.8	1.5	...
Depósitos											
Total de depósitos/PIB	26.1	38.0	25.1	54.7	23.4	25.1	16.6	23.6	19.8	51.3	34.3
Depósitos privados/PIB	18.7	37.8	24.7	...	17.3	21.7	15.7	20.1	18.4	49.5	34.1
Denominados em moeda estrangeira (%)	12.4	76.8	0.2	...	...	n.a.	8.9	50.6	62.3	84.9	0.5
Taxas de juros (%)											
Taxa básica, fim de 2006	8.0	6.8	13.3	5.3	7.5	...	...	...	4.5	...	9.3
Taxa sobre depósitos de curto prazo (moeda nacional)	6.5	3.7	12.6	5.4	6.8	5.3	3.5	10.9	3.6	2.3	10.0
Spread entre taxas de empréstimo e de depósito	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...
Crédito imobiliário	3.4	...	...	...	...	4.9	9.2	...	...	...	3.7
Crédito pessoal	19.5	5.3	39.5	21.9	12.8	5.6	28.1	10.7	34.8	34.4	...
Crédito a empresas	8.7	...	13.6	5.0	5.2	4.0	...	5.4	5.6	24.6	7.4
Instituições financeiras não bancárias											
Crédito total/PIB	0.4	7.6	5.9	...	...	5.2	10.8	2.9	...	0.4	...
Crédito ao setor privado/PIB	0.4	7.6	5.4	...	...	5.0	3.1	2.8	...	0.3	...
Variação (média 2004–06)	0.1	-0.5	0.3	...	...	0.5	0.3	0.1	...	-0.7	...
Ativos de fundos mútuos/PIB	2.9	...	39.2	12.1	...	...	7.5	...	...	...	...
Ativos de fundos de pensão/PIB	13.6	20.1	16.1	60.7	14.1	...	7.9	...	15.4	13.4	...
Dos quais: ativos do setor público	55.2	76.2	...	13.1	47.6	...	75.3	...	19.0	88.0	...
ativos do setor empresarial	14.4	9.8	...	27.4	19.8	...	17.0	...	43.8	3.9	...
ativos do setor financeiro	20.6	11.3	...	27.2	17.9	...	1.5	...	28.0	8.1	...
Mercados de capital locais											
Mercados de ações											
Capitalização do mercado/PIB	24.1	...	66.5	119.6	41.4	...	41.5	...	42.8	8.6	42.1
Variação da capitalização do mercado/PIB (média 2004–06)	-1.1	...	8.5	0.4	7.8	...	7.4	...	6.6	-0.4	9.7
Crescimento dos preços (% em doze meses)	49.9	...	32.9	34.4	17.3	...	48.6	...	168.3	...	...
Relações preço/lucro	16.7	...	9.0	20.7	21.4	...	17.7	...	33.3	...	...
Volatilidade (30 dias, anualizada)	18.7	...	17.7	10.7	18.8	...	13.0	...	18.4	...	...
Taxa de rotatividade (%) 2/	6.8	...	46.5	18.6	27.8	...	27.6	...	15.0	1.5	3.1
Número de novas emissões no mercado interno em 2006	4.0	...	30.0	7.0	4.0	...	4.0	...	3.0	0.0	3.0
Mercados de títulos públicos											
Valor em circulação/PIB	28.4	...	48.0	10.2	32.2	...	18.6	...	5.0	...	9.5
Variação do valor em circulação/PIB (média 2004–06)	0.5	...	1.1	-5.9	1.2	...	1.2	...	0.3	...	14.6
Taxa de rotatividade (%) 2/	33.5	...	0.6	...	115.5	...	...	...	10.6	...	...
Número de novas emissões em 2006	83.0	...	5.0	23.0	2.0	...	12.0	...	3.0	...	...
Crescimento de novas emissões (% média 2004–06)	231.4	...	-16.7	53.4	1.4	...	-9.8	...	-19.8	...	...
Mercados de títulos privados											
Valor em circulação/PIB	5.4	...	0.5	10.3	0.5	...	3.3	...	2.7	...	...
Variação do valor em circulação/PIB (média 2004–06)	-0.5	...	0.0	-0.9	0.1	...	0.0	...	-0.1	...	...
Taxa de rotatividade (%) 2/	31.1	...	3.2	...	126.9	...	...	...	12.5	...	...
Número de novas emissões em 2006	529.0	...	71.0	447.0	24.0	...	88.0	...	79.0	...	...
Crescimento de novas emissões (% média 2004–06)	107.5	...	44.8	21.4	41.3	...	1.3	...	22.0	...	...

Fontes: Autoridades nacionais; Federação Mundial de Bolsas; Bloomberg, L.P.; Banco de Pagamentos Internacionais (BIS); Federação Internacional de Administradoras de Fundos de Pensão (FIAP); Investment Company Institute (ICI); Shah et al. (2007); Shah et al. (a ser publicado); World Economic Outlook e estimativas do corpo técnico do FMI.

1/ Abrange bancos e instituições financeiras não bancárias. Dados relativos apenas a bancos no caso da Colômbia, Honduras, Panamá e República Dominicana.

2/ Parcela total do volume negociado em 2006 dividida pela capitalização média do mercado interno em 2005 e 2006 no caso da Argentina, Brasil, Chile, Colômbia, México e Peru.

	Costa Rica	EI Salvador	Guatemala	Honduras	Nicarágua	Panamá	Rep. Dom.	Jamaica	Trinidad e Tobago
Sistema financeiro									
Ativos do setor bancário/PIB	62.1	63.1	60.0	54.7	58.2	133.6	34.8	62.8	50.3
Crédito do setor financeiro 1/									
Crédito/PIB									
Crédito total	43.2	49.2	39.5	51.1	33.7	97.4	19.4	42.9	36.5
do qual: percentagem em moeda estrangeira	39.6	n.a.	37.5	30.7	83.7	n.a.	18.4	...	...
Crédito ao setor privado	37.8	42.9	31.2	47.9	33.3	91.7	16.8	35.0	35.3
Crédito a empresas privadas	15.7	...	0.0	...	17.5	42.8	12.3	9.1	22.5
Crédito às famílias	15.8	...	...	...	14.7	49.7	4.5	7.6	12.8
Crédito ao setor público	5.4	...	6.8	3.2	0.4	5.7	2.6	8.0	1.3
Crescimento do crédito (%), média 2004–06									
Total	23.9	5.5	19.0	20.2	29.6	12.1	-31.4	9.7	11.9
Setor privado	26.1	6.9	17.4	20.5	30.4	12.2	6.7	17.8	17.3
Empresas	25.2	...	...	...	27.7	10.3	-0.4	13.6	16.6
Famílias	24.5	...	...	...	33.8	13.6	46.4	28.3	18.7
Setor público	19.0	...	30.1	16.1	0.0	13.2	11.9	-10.5	-18.7
Crédito imobiliário									
Parcela do PIB	8.7	...	...	...	4.5	...	0.8	...	3.6
Crescimento (%), média 2004–06	29.6	...	...	...	41.5	...	109.6	...	17.7
Depósitos									
Total de depósitos/PIB	46.7	38.4	41.1	55.6	41.7	143.1	29.2	41.3	36.8
Depósitos privados/PIB	43.6	32.3	40.3	52.6	...	129.2	24.5	38.7	32.2
Denominados em moeda estrangeira (%)	49.2	n.a.	27.4	30.8	...	n.a.	28.8	...	...
Taxas de juros (%)									
Taxa básica, fim de 2006	9.8	...	5.0	6.0	...	...	8.0	12.0	8.0
Taxa sobre depósitos de curto prazo (moeda nacional)	11.3	4.9	4.8	...	6.0	4.9	7.5	5.0	...
Spread entre taxas de empréstimo e de depósito	...	...	8.0	...	...	...	...	...	...
Crédito imobiliário	4.7	...	...	...	...	2.1	...	23.4	11.8
Crédito pessoal	...	...	...	...	10.3	5.2	...	8.9	11.8
Crédito a empresas	9.5	2.8	...	...	...	2.9	5.9	8.7	...
Instituições financeiras não bancárias									
Crédito total/PIB	6.4	...	...	1.3	2.1	...	...	10.1	10.3
Crédito ao setor privado/PIB	6.4	...	...	0.7	2.1	...	...	8.1	9.6
Varição (média 2004–06)	0.6	...	...	-0.6	0.4	...	...	0.6	-1.4
Ativos de fundos mútuos/PIB	4.8	...	...	...	...	2.9	...	...	...
Ativos de fundos de pensão/PIB	5.0	18.0	...	19.2	...	0.4	2.1	...	...
Dos quais: ativos do setor público	64.2	78.6	...	...	...	...	0.0	...	...
ativos do setor empresarial	2.1	0.3	...	...	...	...	1.9	...	...
ativos do setor financeiro	22.0	15.6	...	...	...	...	98.1	...	...
Mercados de capital locais									
Mercados de ações									
Capitalização do mercado/PIB	...	...	...	...	...	39.8	...	55.0	...
Varição da capitalização do mercado/PIB (média 2004–06)	...	...	...	...	...	5.3	...	20.1	...
Crescimento dos preços (%), em doze meses	...	...	...	...	...	...	...	11.1	...
Relações preço/lucro	...	...	...	...	...	...	...	...	...
Volatilidade (30 dias, anualizada)	...	...	...	...	...	...	...	14.2	...
Taxa de rotatividade (%) 2/	...	...	...	...	...	2.4	...	...	...
Número de novas emissões no mercado interno em 2006	...	...	...	...	...	4.0	...	...	...
Mercados de títulos públicos									
Valor em circulação/PIB	23.2	...	...	12.0	...	...	...	71.8	...
Varição do valor em circulação/PIB (média 2004–06)	12.0	...	...	0.0	...	...	...	7.4	...
Taxa de rotatividade (%) 2/	...	...	...	...	...	...	...	...	...
Número de novas emissões em 2006	...	...	...	0.0	...	...	...	45.0	...
Crescimento de novas emissões (%), média 2004–06	...	...	...	...	...	...	...	60.6	...
Mercados de títulos privados									
Valor em circulação/PIB	23.3	4.6	0.4	0.0	0.4	12.1	0.6	...	...
Varição do valor em circulação/PIB (média 2004–06)	1.3	0.6	0.0	0.0	-0.2	0.1	0.2	...	...
Taxa de rotatividade (%) 2/	20.4	119.8	103.2	0.0	23.9	121.5	32.7	...	...
Número de novas emissões em 2006	43.0	10.0	2.0	2.0	1.0	22.0	0.0	...	...
Crescimento de novas emissões (%), média 2004–06	15.5	5.4	61.1	0.0	0.0	41.9	0.0	...	...

Fontes: Autoridades nacionais; Federação Mundial de Bolsas; Bloomberg, L.P.; Banco de Pagamentos Internacionais (BIS); Federação Internacional de Administradoras de Fundos de Pensão (FIAP); Investment Company Institute (ICI); Shah et al. (2007); Shah et al. (a ser publicado); *World Economic Outlook* e estimativas do corpo técnico do FMI.

1/ Abrange bancos e instituições financeiras não bancárias. Dados relativos apenas a bancos no caso da Colômbia, Honduras, Panamá e República Dominicana.

2/ Parcela total do volume negociado em 2006 dividida pela capitalização média do mercado interno em 2005 e 2006 no caso da Argentina, Brasil, Chile, Colômbia, México e Peru.

Referências

- Aiolfi, Marco, Luis Catão e Allan Timmerman, 2006, "Common Factors in Latin America's Business Cycles", IMF Working Paper 06/49 (Washington: Fundo Monetário Internacional).
- Alberola Ila, Enrique e José Manuel Montero, 2006, "Debt Sustainability and Procyclical Fiscal Policies in Latin America", *Economía*, vol. 7, n° 1 (quarto trimestre de 2006), págs. 157–84.
- Alesina, A., A. Devleeschauwer, W. Easterly e S. Kurlat, 2003, "Fractionalization", *Journal of Economic Growth*, vol. 8, n° 2, págs. 155–94.
- Alier, Max, 2007, "Measuring Budget Rigidities in Latin America", IMF Working Paper, a ser publicado em breve (Washington: Fundo Monetário Internacional).
- Banco da República, 2007, *Informe de la Junta Directiva al Congreso de la República*, julho (Bogotá).
- Banco Mundial, 2001, "Poverty and Income Distribution in a High-Growth Economy: The Case of Chile 1987–98", World Bank Country Report n° 22037-CH (Washington: Banco Mundial).
- Baxter, Marianne e Robert King, 1999, "Measuring Business Cycles: Approximate Band-Pass Filters for Economic Time Series", *Review of Economics and Statistics (U.S.)*, vol. 81, n° 4, págs. 575–93.
- Bayoumi, Tamim e Andrew Swiston, 2007, "Foreign Entanglements: Estimating the Source and Size of Spillovers Across Industrial Countries", IMF Working Paper 07/182 (Washington: Fundo Monetário Internacional).
- Becker, Töbörjörn e Paolo Mauro, 2006, "Output Drops and the Shocks That Matter", IMF Working Paper 06/172 (Washington: Fundo Monetário Internacional).
- Berg, Andrew, Phillippe Karam e Douglas Laxton, 2006, "Practical Model-Based Monetary Policy Analysis: A How-to Guide", IMF Working Paper 06/81 (Washington: Fundo Monetário Internacional).
- Berg, Andrew, Jonathan Ostry e Jeromin Zettelmeyer, 2007, "What Makes Growth Sustained?" IMF Working Paper, a ser publicado em breve (Washington: Fundo Monetário Internacional).
- Braun, Matías, and Ricardo Hausmann, 2003, "Financial Development and Credit Crunches: Latin America and the World", *The Latin American Competitiveness Report 2001–02* (New York: Oxford University Press).
- Canales-Kriljenko, J., 2003, "Foreign Exchange Intervention in Developing and Transition Economies: Results of A Survey", IMF Working Paper 03/95 (Washington: Fundo Monetário Internacional).
- Caprio, G. e D., Klingebiel, 2002, "Episodes of Systemic and Borderline Financial Crises", *Working Paper* e bases de dados disponíveis no *website* do Banco Mundial.
- Carstens, A. G., D. C. Hardy e C. Pazarbasioglu, 2004, "Avoiding Banking Crises in Latin America", *Finance and Development*, Fundo Monetário Internacional (setembro).
- Chalk, Nigel, 2002, "Structural Balances and All That: Which Indicators to Use in Assessing Fiscal Policy", IMF Working Paper 02/101 (Washington: Fundo Monetário Internacional).
- Christiano, Lawrence J. e Terry J. Fitzgerald, 2003, "The Band Pass Filter", *International Economic Review (U.S.)* vol. 44, n° 2 (maio), págs. 435–65.
- Clements, Benedict, Christopher Faircloth e Marijn Verhoeven, 2007, "Public Expenditure in Latin America: Trends and Key Policy Issues", IMF Working Paper 07/21 (Washington: Fundo Monetário Internacional).
- Comissão Econômica para a América Latina e o Caribe, 2007, *Panorama social de América Latina 2006* (Santiago, Chile: CEPAL).

- Corbae, Dean e Sam Ouliaris, 2002, "Band Spectral Regression with Trending Data", *Econometrica (U.S.)*, vol. 70, n° 3 (maio), págs. 1067–109.
- , 2006, "Extracting Cycles from Nonstationary Data", *Econometric Theory and Practice: Frontiers of Analysis and Applied Research*, págs. 167–77 (Cambridge e New York: Cambridge University Press).
- Cubero, Rodrigo e Ivanna Vladkova-Hollar, 2007, "Equity and Fiscal Policy: Income Distribution Effects of Taxation and Social Spending" versão disponível, Fundo Monetário Internacional.
- de Ferranti, David, Guillermo Perry, William Foster, Daniel Lederman e Alberto Valdes 2005, *Beyond the City: The Rural Contribution to Development* (Washington: Banco Mundial).
- de Ferranti, David, Guillermo Perry, Indermit Gill, J. Luis Guasch, William Maloney, Carolina Sánchez-Páramo e Norbert Schady, 2003, *Closing the Gap in Education and Technology* (Washington: Banco Mundial).
- Dehesa, Mario, Pablo Druck e Alexander Plekhanov, 2007, "Relative Price Stability, Creditor Rights, and Financial Deepening", IMF Working Paper 07/139 (Washington, Fundo Monetário Internacional).
- de la Torre, A., J. Gozzi e S. Schmukler, 2006, "Capital Market Development: Whither Latin America?" World Bank Policy Research Working Paper 4156 (Washington: Banco Mundial).
- Disyatat, Piti e Gabriele Galati, 2007, "The Effectiveness of Foreign Exchange Market Intervention in Emerging Market Countries: Evidence from the Czech Koruna", *Journal of International Money and Finance*, vol. 26, n° 3, págs. 383–402.
- Djankov, Simeon, C. McLiesh e A. Shleifer, 2006, "Private Credit in 129 Countries", disponível na internet: www.doingbusiness.org/documents/private_credit_may07.pdf
- Echeverría, R. G., 2000, "Options for Rural Poverty Reduction in Latin America and the Caribbean", *Revista da CEPAL*, n° 70 (abril), págs. 147–60.
- Fajnzylber, Pablo e J. Humberto López, 2007, "Closer to Home: The Development Impact of Remittances in Latin America" (Washington: Banco Mundial).
- Freije, Samuel, Rosangela Bando e Fernanda Arce, 2006, "Conditional Transfers, Labor Supply, and Poverty: Microsimulating Oportunidades", *Economía*, vol. 7, n° 1, págs. 73–124.
- Freund, Caroline e Caglar Ozden, 2008, "The Effect of China's Exports on Latin American Trade with the World", a ser publicado em *China's and India's Challenge to Latin America* (Washington: Banco Mundial).
- Fundo Monetário Internacional, 2000, "Debt- and Reserve-Related Indicators of External Vulnerability", 23 de março de 2000, disponível na internet: <http://www.imf.org/external/np/pdr/debtres/index.htm>
- _____, 2001, "Issues in Reserves Adequacy and Management", 15 de outubro de 2001, disponível na internet: <http://www.imf.org/external/np/pdr/resad/2001/reserve.htm>.
- , 2006, *Regional Economic Outlook: Western Hemisphere*, November, World Economic and Financial Surveys (Washington).
- , 2007a, *Global Financial Stability Report*, outubro (Washington).
- , 2007b, *Regional Economic Outlook: Western Hemisphere, April 2007*, World Economic and Financial Surveys (Washington).
- , 2007c, *World Economic Outlook, April 2007*, World Economic and Financial Surveys (Washington).
- , 2007d, *World Economic Outlook, October 2007*, World Economic and Financial Surveys (Washington).

PERSPECTIVAS ECONÔMICAS: AS AMÉRICAS

- Gallup, J., J. Sachs e A. Mellinger, 1999, "Geography and Economic Development", Center for International Development at Harvard Working Paper n° 1 (Cambridge, Massachusetts: Center for International Development)
- Garcia, Pablo S. e Claudio Soto, 2006, "Large Hoarding of International Reserves: Are They Worth It?" *External Financial Vulnerability and Preventive Policies* (Santiago: Chile).
- Gertler, P., S. Martinez e M. Rubio-Codina, 2007, "Investing Cash Transfers to Raise Long-Term Living Standards", World Bank Policy Research Working Paper n° 3994 (Washington: Banco Mundial).
- Gonçalves, Fernando M., 2007, "The Optimal Level of Foreign Reserves in Financially Dollarized Countries: The Case of Uruguay", IMF Working Paper, a ser publicado em breve (Washington: Fundo Monetário Internacional).
- Gonzalez Rozada, Martin e Eduardo Levy Yeyati, 2006, "Global Factors and Emerging Market Spreads", IADB Research Department Working Paper n° 552 (Washington: Inter-American Development Bank).
- Gourinchas P., R. Valdés e O. Landerretche, 2001, "Lending Booms: Latin America and the World", NBER Working Paper 8249 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Guerra de Luna, Alfonso H. e Jessica Serrano Bandala, 2007, "The Domestic Financial Position of the Household Sector in Mexico", atas da conferência da IFC *Measuring the Financial Position of the Household Sector*, vol. 2, Basileia, 30–31 de agosto de 2006.
- Guimarães, R. e C. Karacadag, 2004, "The Empirics of Foreign Exchange Intervention in Emerging Market Countries: The Cases of Mexico and Turkey", IMF Working Paper 04/123 (Washington: Fundo Monetário Internacional).
- Hagemann, Robert, 1999, "The Structural Budget Balance: The IMF's Methodology", IMF Working Paper 99/95 (Washington: Fundo Monetário Internacional).
- Hamilton, James, 1994, *Time Series Analysis* (Princeton, New Jersey: Princeton University Press).
- Hodrick, Robert J. e Edward C. Prescott, 1997, "Postwar U.S. Business Cycles: An Empirical Investigation", *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 29 (fevereiro), págs. 1–16.
- Huang, Yongfu, 2007, "What Determines Financial Development?" Department of Economics, University of Bristol Discussion Paper n° 05/580 (Bristol, United Kingdom: University of Bristol).
- Izquierdo, Alejandro, Pablo Ottonello e Ernesto Talvi, 2007, "If Latin America Were Chile: A Comment on Structural Fiscal Balances and Public Debt", a ser publicado em breve (Washington: Inter-American Development Bank).
- Izquierdo, Alejandro, Randall Romero e Ernesto Talvi, 2007, "Business Cycles in Latin America: The Role of External Factors", IDB Working Paper, a ser publicado em breve (Washington: Inter-American Development Bank).
- Jeanne, Olivier, 2007, "International Reserves in Emerging Market Countries: Too Much of a Good Thing?" *Brookings Papers on Economic Activity: 1*, págs. 1–55.
- Jeanne, Olivier e Romain Rancière, 2006, "The Optimal Level of International Reserves in Emerging Market Countries: Formulas and Applications", IMF Working Paper 06/229 (Washington: Fundo Monetário Internacional).
- JPMorgan, 2007, "Local Markets Guide—Global Edition", *Emerging Markets Research* (março).
- Kamil, H., 2007, "Is Central Bank Intervention Effective Under Inflation Targeting Regimes? New Evidence for Colombia" (inédito; Washington: Fundo Monetário Internacional).

- Kaminsky, Graciela e Carmen Reinhart, 1996, "The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance-of-Payments Problems", Internal Financial Discussion Paper n° 544, Board of Governors of the Federal Reserve System.
- Kaufmann, D., A. Kraay e M. Mastruzzi, 2007, "Governance Matters VI: Governance Indicators for 1996–2006", Policy Research Working Paper 4280 (Washington: Banco Mundial).
- Kiff, John e Paul S. Mills, 2007, "Money for Nothing and Checks for Free: Recent Developments in U.S. Subprime Mortgage Markets", IMF Working Paper 07/188 (Washington: Fundo Monetário Internacional).
- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer e R. W. Vishny, 1998, "Legal Determinants of External Finance", *Journal of Finance*, vol. 52, n° 3, págs. 1131–50.
- Lane, Philip R., and Gian Maria Milesi-Ferretti, 2006, "The External Wealth of Nations Mark II: Revised and Extended Estimates of Foreign Assets and Liabilities, 1990–2004," IMF Working Paper 06/69 (Washington: Fundo Monetário Internacional).
- Lederman, Daniel, Marcelo Olarreaga e Isidro Soloaga. 2007, "The Growth of China and India in World Trade: Opportunity or Threat for Latin America and the Caribbean?", World Bank Policy Research Working Paper 4320 (Washington: Banco Mundial).
- Levine, Ross, 1996, "Stock Markets: A Spur to Economic Growth", *Finance and Development*, março de 1996.
- Lindgren, C-J., G. García e M. I. Saal , 1996, *Bank Soundness and Macroeconomic Policy*, (Washington: Fundo Monetário Internacional).
- Loayza, Norman e Claudio Raddatz, 2006, "The Composition of Growth Matters for Poverty Alleviation", World Bank Policy Research Working Paper n° 4077 (Washington: Banco Mundial).
- López, R. e A. Valdés, 2000, "Rural Poverty in Latin America: New Evidence of the Effects of Education, Demographics and Access to Land", *Economic Development and Cultural Change*, vol. 49, no. 1, págs. 197–212.
- Marcel, Mario C., Marcelo Tokman, Rodrigo Valdés e Paula Benavides, 2001, "Balance Estructural del Gobierno Central Metodología y Estimaciones para Chile: 1987–2000", Estudios de Finanzas Públicas, setembro (Santiago de Chile: Dirección de Presupuestos, Ministerio de Hacienda, Gobierno de Chile).
- Mulder, Christian, and Matthieu Bussière, 1999, "External Vulnerability in Emerging Market Economies: How High Liquidity Can Offset Weak Fundamentals and the Effects of Contagion," IMF Working Paper 09/88 (Washington: Fundo Monetário Internacional).
- Österholm, Pär e Jeromin Zettelmeyer, 2007, "The Effect of External Conditions on Growth in Latin America", IMF Working Paper 07/176 (Washington: Fundo Monetário Internacional).
- Perry, Guillermo E., Omar Arias, Humberto J. López, William F. Maloney e Luis Servén, 2006, *Poverty Reduction and Growth: Virtuous and Vicious Circles* (Washington: Banco Mundial).
- Roache, Shaun e Ewa Gradzka, 2007, "Do Remittances to Latin America Depend Upon the U.S. Business Cycle?", IMF Working Paper, a ser publicado em breve (Washington: Fundo Monetário Internacional).
- Rodlauer, Markus *et al.*, "The Caribbean: Challenges of Integration" (inédito; Washington: Fundo Monetário Internacional).
- Sayan, Serdar, 2006, "Business Cycles and Workers' Remittances: How Do Migrant Workers Respond to Cyclical Movements of GDP at Home?", IMF Working Paper 06/52 (Washington: Fundo Monetário Internacional).
- Shah, Hemant, Ana Carvajal, Geoffrey Bannister, Jorge Chan-Lau, and Ivan Guerra, a ser publicado, "Equity and Private Debt Markets in Central America, Panama, and the Dominican Republic," IMF Working Paper (Washington: Fundo Monetário Internacional).

PERSPECTIVAS ECONÔMICAS: AS AMÉRICAS

Shah, Hemant, Andreas Jobst, Laura Valderrama, and Ivan Guerra, 2007, "Public Debt Markets in Central America, Panama, and the Dominican Republic", IMF Working Paper 07/147 (Washington: Fundo Monetário Internacional).

Shin, Yongcheol, 1994, "A Residual-Based Test of the Null of Cointegrations against the Alternative of No Cointegration," *Economic Theory*, Vol. 10, No. 1, págs. 91–115.

Solow, Robert, 1957, "Technical Change and the Aggregate Production Function", *Review of Economic Studies*, vol. 39, (agosto), págs. 312–330.

Toro, Jorge e J.M. Julio, 2006, "The Effectiveness of Discretionary Intervention by the Banco de la República on the Foreign Exchange Market" (inédito; Colombia: Banco de la República).

Vegas, Emiliana e Jenny Petrow, 2007, *Raising Student Learning in Latin America: The Challenge of the 21st Century* (Washington: Banco Mundial).

Vladkova-Hollar, Ivanna e Jeromin Zettelmeyer, a ser publicado, "How Strong Is Latin America's Fiscal Position Really?" (Washington: Fundo Monetário Internacional).

