



Os principais desafios dos bancos centrais na América Latina

[Alejandro Werner](#) e [Luis I. Jácome](#)

3 de fevereiro de 2016

Durante as [Reuniões Anuais](#) do Fundo Monetário Internacional e do Banco Mundial realizadas em Lima, em outubro de 2015, dois seminários interessantes trataram dos desafios que os bancos centrais da América Latina enfrentam. As discussões travadas nesses eventos e as reflexões posteriores deixaram claro que a agenda de questões monetárias e financeiras para os países da região ainda é extensa e complexa. Os principais desafios para os bancos centrais da América Latina podem ser divididos em três grupos: tradicionais, associados ao aprimoramento dos regimes de metas de inflação e conjunturais.

Desafios tradicionais: Reduzir a inflação e fortalecer a independência monetária

A inflação na América Latina baixou consideravelmente nas últimas décadas. Contudo, a média da região ainda é superior à inflação registrada em outras regiões com níveis de desenvolvimento semelhantes (Gráfico 1). Isto ocorre porque nem todos os países registraram avanços e, em alguns casos, esses avanços sofreram retrocessos. Várias economias da América Latina ainda estão entre as nações com os maiores índices de inflação: a Venezuela tem a mais alta taxa de inflação do mundo, enquanto a Argentina ocupa a terceira posição (Tabela 1).

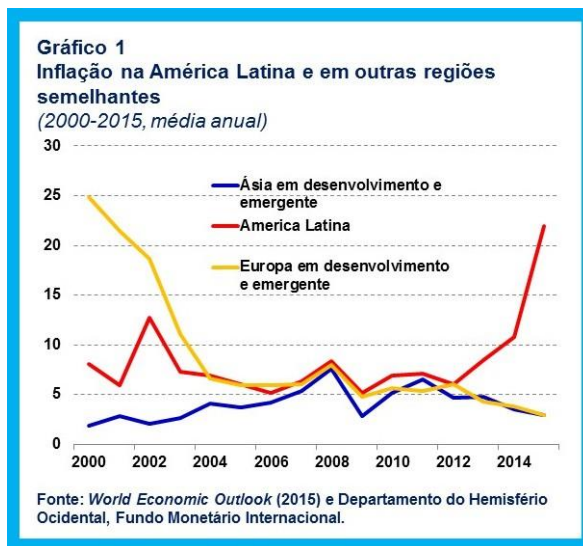


Tabela 1
30 países com a inflação mais alta do mundo
(2015, dados do fim de período)

Venezuela	273.7	Ghana	12.0
Ucrânia	43.3	Burundi	11.8
Argentina ^{*/}	26.9	Tajikistão	11.7
Sudão do Sul	25.0	Libia	11.7
Zâmbia	22.0	Egipto	11.4
Iêmen	20.0	Brasil	10.7
Malauí	18.7	Haiti	10.3
Bielorrússia	16.9	Kirguistão	10.1
Sudão	15.5	Nigéria	9.5
Irã	14.0	Guinea	9.4
Mianmar	13.3	República Centroafricana	9.4
Rússia	12.9	Uruguay	9.4
Eritreia	12.3	Etiópia	9.0
Cazaquistão	12.0	Moldavia	9.0
Serra Leoa	12.0	Uzbequistão	8.8

Fonte: Fundo Monetário Internacional, *World Economic Outlook* (Janeiro de 2016).
^{*/} Medida pelo índice de preços da cidade de Buenos Aires.

À semelhança do que se viu no passado, por trás dessa inflação elevada tem-se uma deterioração significativa das finanças públicas e a dominância fiscal, que se expressa através do financiamento que os governos exigem dos bancos centrais, um produto da falta de independência dessas instituições. Além disso, outras economias estão lutando com taxas de

inflação que variam entre 6 e 12%. As causas desse viés inflacionário são múltiplas, desde os ajustes de preços relativos e certa debilidade institucional dos bancos centrais, até políticas fiscais que pressionam a taxa de câmbio e as expectativas de inflação. Acresce que, em alguns países, a indexação — sobretudo dos salários — e a dolarização da economia limitam a eficácia da política monetária e, por conseguinte, a possibilidade de conseguir baixar a inflação. Portanto, consolidar a independência dos bancos centrais e fortalecer os marcos fiscais nos países com inflação elevada contribuirá para a maior estabilidade de preços. Nos países com altos níveis de indexação e/ou dolarização, a reversão decisiva dessas distorções só será possível após um longo período de estabilidade macroeconômica.

O aprimoramento dos regimes de metas de inflação

A América Latina enfrenta o desafio de aprofundar os mecanismos de transmissão da política monetária. Em quase todas as economias da região, esses mecanismos de transmissão são mais fracos que nas economias avançadas. A causa mais comum é a menor dimensão de seus sistemas financeiros. Isso ressalta a importância da agenda de aprofundamento e inclusão financeira, com políticas que impulsionem o crescimento potencial e, por extensão, facilitem a condução mais eficiente da política monetária.

Uma segunda tarefa pendente em alguns países, como México e Peru, é fazer com que as expectativas de inflação a um ano convirjam para a meta de inflação dos bancos centrais, a fim de fortalecer a ancoragem de tais expectativas. O ideal é que as expectativas de inflação a um ano flutuem em torno da meta de inflação — como na Austrália ou no Chile (Gráfico 2) — e, assim, captem o efeito de choques temporários da oferta. O problema surge quando há desvios persistentes em uma só direção, pois isso indica um possível viés de curto prazo na credibilidade da meta de inflação. A maior convergência entre as expectativas de inflação e a meta oficial provavelmente exige melhorias na comunicação do banco central e o cumprimento mais sistemático das metas oficiais de inflação.



Não menos importante é melhorar a confiabilidade da medição do hiato do produto, um conceito difícil de aferir. Em muitos casos, a medição do hiato do produto em tempo real, comparada com aquela estimada alguns anos depois, quando se dispõe de informações mais completas, pode até resultar na inversão de sinais, e sua [magnitude varia consideravelmente](#). Portanto, a informação disponível no momento de tomar as decisões de política monetária pode conduzir a resultados subótimos. Isso não quer dizer que os bancos centrais devem descartar o uso do hiato do produto para a tomada de decisões monetárias, e sim que

devem dedicar esforços para melhorar sua medição e, sobretudo, complementar essa informação com indicadores e estudos mais detalhados, especialmente do mercado de trabalho e do uso da capacidade instalada nos países.

Um último tema importante na consolidação dos esquemas de metas de inflação é o papel da taxa de câmbio. Nos países que adotaram este modelo de gestão monetária observou-se uma redução importante do coeficiente de repasse — da depreciação cambial para a inflação. Todavia, a análise dos dados sugere que esses movimentos da taxa de câmbio ainda têm efeitos importantes nos índices de confiança do produtor e do consumidor, que exercem um impacto negativo sobre o consumo e o investimento e, portanto, limitam o efeito expansionista da depreciação cambial sobre a demanda agregada — por intermédio do estímulo às exportações líquidas. Esta situação parece ser um reflexo dos múltiplos episódios em que as depreciações cambiais estiveram associadas a crises financeiras e, por consequência, a recessões econômicas. A transição para regimes cambiais flexíveis é um marco de sistemas financeiros mais profundos; o fortalecimento da credibilidade da maior parte dos bancos centrais da região e as melhorias na regulação do sistema financeiro reduziram em grande medida a probabilidade de crises financeiras. Portanto, com o passar do tempo, os indicadores de confiança deveriam ser menos influenciados pelos movimentos da taxa de câmbio.

Desafios conjunturais: O efeito de fatores externos sobre as decisões de política monetária e o papel do banco central na estabilidade financeira sistêmica

A conjuntura apresenta um desafio importante para o exercício eficaz da política monetária, decorrente de fatores externos. Em muitas economias latino-americanas, verifica-se uma [redução do crescimento econômico](#), forte depreciação da moeda, pressões inflacionárias provenientes desses movimentos cambiais e preocupações financeiras associadas à reversão das entradas de capitais ocorridas nos últimos anos. Este desempenho econômico tem duas causas. Em primeiro lugar, o ciclo econômico de alguns países da América Latina (Argentina e Brasil, que enfrentam problemas internos, mas também Colômbia, Chile, Paraguai, Peru e Uruguai) está, em grande medida, associado ao ciclo econômico da China, cuja desaceleração deteriora as relações de troca e reduz os volumes de exportação de nossos países. Como consequência, essas economias registram um menor crescimento, bem como depreciações cambiais e inflação. Em segundo lugar, uma vez que a conta de capital nos países da América Latina está vinculada ao ciclo econômico dos Estados Unidos, a normalização da política monetária norte-americana gerou volatilidade financeira e menores entradas de capitais, aumentando assim a pressão sobre as moedas locais e sobre a inflação.

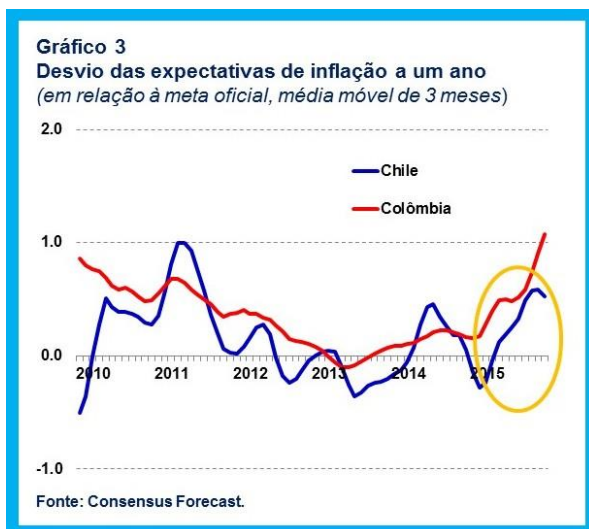
Esta combinação de fatores exógenos gera dilemas e preocupações no momento de executar a política monetária. Por exemplo:

1. Os bancos centrais enfrentam o dilema de elevar ou não a taxa básica de juros. A elevação das taxas de juros ajuda a conter a saída de capitais, a depreciação cambial e, conseqüentemente, a inflação; ao mesmo tempo, tem um impacto negativo na atividade econômica. A recomendação tradicional de política monetária diante de choques da oferta é

deixar que a taxa de juros seja determinada pelas condições internas e que a inflação reflita os efeitos diretos da depreciação da taxa de câmbio. Somente quando esse efeito direto contamina a fixação de outros preços na economia e as expectativas de inflação de médio prazo recomenda-se ajustar a política monetária.

Desta vez, ao contrário do que se viu no passado, as depreciações nominais observadas nos últimos 18 meses não conduziram a incrementos consideráveis na inflação, e o ajuste real ocorreu de forma ordenada. Contudo, um fator preocupante é que, dada a dimensão desses movimentos cambiais e seu grau de

persistência, o coeficiente de repasse não é linear ou se manifesta com um atraso significativo, e acaba por contaminar as expectativas de inflação e a própria inflação. É o que está ocorrendo na América Latina, inclusive em certa medida em países onde as expectativas de inflação mantiveram-se ancoradas, como Chile e Colômbia, pois hoje as expectativas estão divergindo da meta do banco central (Gráfico 3). Neste caso, os bancos centrais estão sendo forçados a elevar as taxas de juros para evitar a materialização dos efeitos secundários da depreciação cambial — que se manifestam através de ajustes nos salários e nos preços dos bens não transacionáveis, entre outros —, ainda que tais decisões sejam prejudiciais para a atividade econômica.



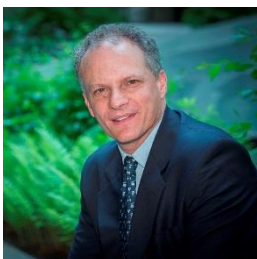
2. Dada a magnitude dessas depreciações cambiais, e considerando o nível elevado de endividamento privado em moeda estrangeira que se verificou nos últimos anos, os bancos centrais devem também monitorar atentamente o impacto negativo nos balanços das empresas e seu efeito sobre o sistema financeiro.

3. Diante da possibilidade de que ocorra uma saída prolongada de capitais ou grande volatilidade em seus movimentos no contexto da normalização da política monetária nos Estados Unidos, é lícito indagar se os bancos centrais dispõem de instrumentos para enfrentar essa situação. Em particular, é importante avaliar qual o papel das reservas internacionais e a eficácia das intervenções no mercado cambial — suas diferentes modalidades e sua comunicação — como complemento das políticas monetária e fiscal. Outro tema a ser considerado é como combinar o uso de reservas e da rede de proteção internacional.

Por outro lado, os bancos centrais da América Latina precisam definir qual é o papel que devem cumprir na preservação da estabilidade financeira sistêmica de seus países e qual a melhor forma de coordenar as políticas monetária e macroprudencial. A recente crise financeira global deixou como lição a importância de monitorar possíveis fontes de

vulnerabilidades, não apenas nos bancos comerciais mas também em outras instituições da indústria financeira, e de aplicar políticas macroprudenciais para corrigir tais vulnerabilidades. Em vários países avançados e em alguns emergentes (Estados Unidos, Inglaterra, Irlanda, Israel e Malásia, entre outros), os bancos centrais assumiram em grande medida essa responsabilidade. Na América Latina, as mudanças foram em menor escala. Chile, México e Uruguai instituíram [comitês de estabilidade financeira](#), nos quais o banco central participa formal ou informalmente, mas, [na prática, a capacidade decisória desses comitês é limitada](#).

No futuro, é provável que os bancos centrais da região devam ampliar seu envolvimento na formulação de políticas macroprudenciais, dada a capacidade técnica que desenvolveram ao longo do tempo para avaliar a interação entre a macroeconomia de seus países e o desempenho dos sistemas financeiros. Ademais, os bancos centrais encontram-se numa posição única para examinar o efeito das decisões de política monetária sobre a atividade financeira e o efeito das medidas macroprudenciais sobre a política monetária; podem, assim, promover uma combinação ótima dessas duas políticas.



Alejandro Werner assumiu o cargo de Diretor do Departamento do Hemisfério Ocidental do Fundo Monetário Internacional (FMI) em janeiro de 2013. Cidadão mexicano, construiu uma carreira de destaque nos setores público e privado, assim como no meio acadêmico. Foi Subsecretário da Fazenda e Crédito Público do México (de dezembro de 2006 a agosto de 2010), professor de Economia no Instituto de Empresa de Madri, Espanha (de agosto de 2010 a julho de 2011) e executivo da área de banca corporativa e de investimento do BBVA-Bancomer (de agosto de 2011 ao fim de 2012).

Foi também Diretor de Estudos Econômicos do Banco do México e docente do Instituto Tecnológico Autônomo do México (ITAM). Já publicou numerosos trabalhos e foi apontado Jovem Líder Mundial pelo Fórum Econômico Mundial em 2007. Doutorou-se pelo Instituto Tecnológico de Massachusetts (MIT) em 1994.



Luis I. Jácome é Subchefe da Divisão de Política Monetária e Macroprudencial do Departamento de Mercados Monetários e de Capital do FMI. Como parte de seu trabalho no FMI, presta assistência técnica a uma série de países na América Latina, África, Ásia e Oriente Médio. Foi também Professor Adjunto da School of Foreign Service da Universidade de Georgetown. Antes de ingressar no FMI, foi Presidente do Conselho do Banco Central do Equador.