



2019

# Estudo Econômico da América Latina e do Caribe

O novo contexto financeiro mundial: efeitos  
e mecanismos de transmissão na região



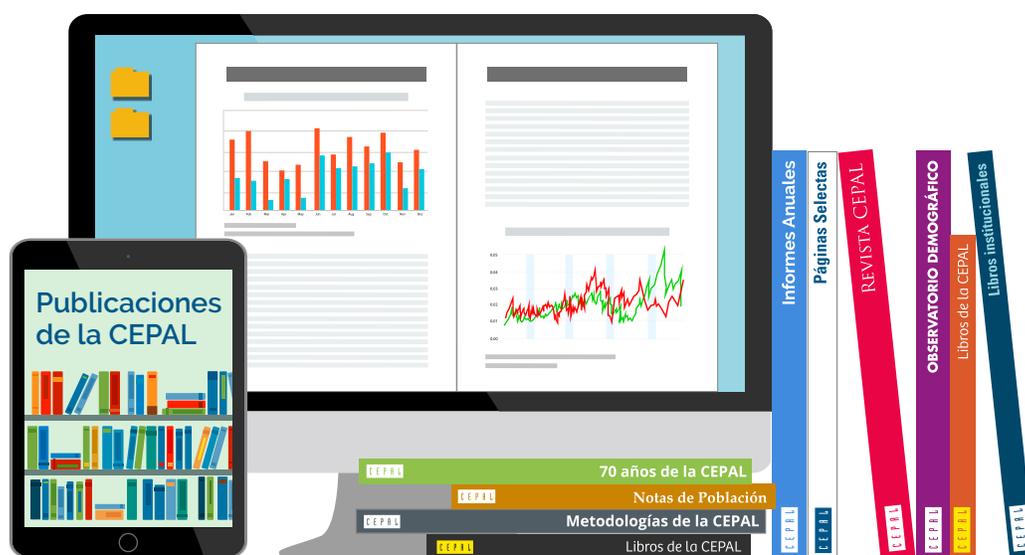
NAÇÕES UNIDAS

CEPAL



POR UM DESENVOLVIMENTO  
SUSTENTÁVEL COM IGUALDADE

# Gracias por su interés en esta publicación de la CEPAL



Si desea recibir información oportuna sobre nuestros productos editoriales y actividades, le invitamos a registrarse. Podrá definir sus áreas de interés y acceder a nuestros productos en otros formatos.



[www.cepal.org/es/publications](http://www.cepal.org/es/publications)



[www.cepal.org/apps](http://www.cepal.org/apps)



2019

## Estudo Econômico da América Latina e do Caribe

O novo contexto financeiro mundial: efeitos  
e mecanismos de transmissão na região



NAÇÕES UNIDAS



**Alicia Bárcena**  
Secretária Executiva

**Mario Cimoli**  
Secretário Executivo Adjunto

**Raúl García-Buchaca**  
Secretário Executivo Adjunto  
para Administração e Análise de Programas

**Daniel Titelman**  
Diretor da Divisão de Desenvolvimento Econômico

**Ricardo Pérez**  
Diretor da Divisão de Publicações e Serviços Web

O *Estudo Econômico da América Latina e do Caribe* é um documento anual da Divisão de Desenvolvimento Econômico da Comissão Econômica para a América Latina e o Caribe (CEPAL). A elaboração da edição de 2019 foi chefiada por Daniel Titelman, Diretor da Divisão, e a coordenação esteve sob a responsabilidade de Ramón Pineda Salazar e Daniel Titelman.

Nesta edição, a Divisão de Desenvolvimento Econômico contou com a colaboração da Divisão de Estatísticas, da Divisão de Comércio Internacional e Integração, das sedes sub-regionais da CEPAL na Cidade do México e Port of Spain e dos escritórios nacionais da Comissão em Bogotá, Brasília, Buenos Aires, Montevidéu e Washington, D.C.

As seções da primeira parte, "Situação econômica e perspectivas para 2019", baseiam-se em insumos preparados pelos seguintes especialistas: Alejandra Acevedo, Claudio Aravena, Pablo Carvallo, Claudia de Camino, Ivonne González, Michael Hanni, Juan Pablo Jiménez, Noel Pérez, Esteban Pérez Caldentey, Ramón Pineda Salazar, José Antonio Sánchez, Cecilia Vera e Jürgen Weller.

A segunda parte, "O novo contexto financeiro mundial: efeitos e mecanismos de transmissão na região", foi coordenada por Esteban Pérez Caldentey e Daniel Titelman. Em sua elaboração participaram Pablo Carvallo, Claudia de Camino, Albert Klein, Ricardo Mayer, Esteban Pérez Caldentey, José Antonio Sánchez e Cecilia Vera; e como assistentes de pesquisa Tarek Abdo, Cristóbal Budnevich, Luis Díaz, Luis Méndez, Carlos Julio Moreno e Lorenzo Nalin. Além disso, foram incorporados insumos preparados pelo consultor Gerald Epstein.

As notas sobre os países foram elaboradas pelos seguintes especialistas: Alejandra Acevedo, Olga Lucía Acosta, Maharouf Adedayo, Dillon Alleyne, Anahí Amar, Martín Cherkasky, Claudia de Camino, Randolph Gilbert, Sonia Gontero, Enrique González, Michael Hendrickson, Álvaro Lalanne, Jesús López, Sara Lynn, Sheldon McLean, Rodolfo Minzer, Carlos Mussi, Ramón Padilla, Machel Pantin, Juan Pérez, Ramón Pineda Salazar, Juan Carlos Ramírez, Juan Carlos Rivas, Indira Romero, Jesús Santamaría, Nyasha Skerrette, Hidenobu Tokuda, Juan Valderrama, Carlos Valdés e Francisco Villarreal. José Luís Germán, Michael Hanni e Albert Klein revisaram as notas dos países do Caribe. Claudio Aravena, Pablo Carvallo, Georgina Cipoletta e Juan Pablo Jiménez colaboraram na revisão das notas dos países da América Latina. Sonia Albornoz esteve encarregada do anexo estatístico.

---

Publicação das Nações Unidas  
LC/PUB.2019/15  
Distribuição: G  
Copyright © Nações Unidas, 2019  
Todos os direitos reservados  
Impresso nas Nações Unidas, Santiago  
S.19-00415

Notas explicativas

- Os três pontos (...) indicam que os dados faltam, não constam separadamente ou não estão disponíveis.
- O travessão (-) indica que a quantidade é nula ou desprezível.
- A vírgula (,) é usada para separar os decimais.
- A palavra "dólares" refere-se a dólares dos Estados Unidos, salvo indicação em contrário.
- A barra (/) colocada entre cifras que expressem anos (por exemplo, 2013/2014) indica que a informação corresponde a um período de 12 meses que não coincide necessariamente com o ano civil.
- Já que às vezes se arredondam as cifras, os dados parciais e as percentagens apresentadas nos quadros nem sempre somam o total correspondente.

---

Esta publicação deve ser citada como: Comissão Econômica para a América Latina e o Caribe (CEPAL), *Estudo Econômico da América Latina e do Caribe, 2019. Resumo executivo* (LC/PUB.2019/15), Santiago, 2019.

A autorização para reproduzir total ou parcialmente esta obra deve ser solicitada à Comissão Econômica para a América Latina e o Caribe (CEPAL), Divisão de Publicações e Serviços Web, publicaciones.cepal@un.org. Os Estados Membros das Nações Unidas e suas instituições governamentais podem reproduzir esta obra sem autorização prévia. Solicitamos apenas que mencionem a fonte e informem à CEPAL tal reprodução.



## Apresentação e resumo executivo

---



## Apresentação

Em sua edição número 71, que corresponde a 2019, o *Estudo Econômico da América Latina e do Caribe* consta de três partes. A primeira resume o desempenho da economia regional em 2018 e analisa sua evolução durante os primeiros meses de 2019, bem como as perspectivas para o ano em seu conjunto. Examina os fatores externos e internos que incidiram no desempenho econômico da região e analisa as características do crescimento econômico, bem como a evolução dos preços e do mercado de trabalho. Por último, destaca as características e alguns dos desafios para as políticas macroeconômicas, num contexto caracterizado pela persistência de baixo crescimento econômico, alto grau de incerteza e crescentes complexidades no campo externo e menores espaços para a aplicação de políticas macroeconômicas.

A segunda parte do *Estudo Econômico* analisa as mudanças que ocorreram no sistema financeiro internacional após a crise financeira mundial de 2007-2008. As mudanças observadas respondem —entre outras coisas— ao impacto dessa crise na estrutura e no funcionamento do sistema financeiro mundial, bem como às políticas de expansão quantitativa implementadas nos países desenvolvidos a fim de enfrentar os efeitos da crise nos setores financeiro e real de suas economias. Argumenta-se que os mecanismos de intermediação financeira no âmbito mundial se modificaram, o que provoca mudanças nos mecanismos de transmissão dos impulsos financeiros dos países desenvolvidos para as economias em desenvolvimento, inclusive as da América Latina e do Caribe. Por causa disso, os indicadores macroeconômicos tradicionais podem ser insuficientes para avaliar as possíveis vulnerabilidades financeiras externas às quais a região se vê exposta. Assim, este relatório se propõe a reexaminar os indicadores de vulnerabilidade através da decomposição dos agregados nos diversos setores econômicos e a análise combinada dos fluxos e balanços pertinentes. Cabe também incorporar a estrutura de mercado segundo a qual operam os diversos atores.

A terceira parte, que está disponível no site da CEPAL ([www.cepal.org](http://www.cepal.org)), contém as notas sobre o desempenho econômico dos países da América Latina e do Caribe em 2018 e no primeiro semestre de 2019, bem como os respectivos anexos estatísticos. A informação apresentada foi atualizada até 30 de junho de 2019.



## Resumo executivo

### A. Situação econômica e perspectivas para 2019

Após uma desaceleração sustentada no último quinquênio —que incluiu dois anos de contrações—, prevê-se que durante 2019 o crescimento econômico da América Latina e do Caribe manterá uma trajetória de desaceleração com uma taxa projetada de 0,5%. Diferentemente dos anos anteriores, em 2019 ocorrerá uma desaceleração generalizada que afetará 21 dos 33 países da região (17 dos 20 da América Latina). No âmbito interno, as baixas taxas de crescimento correspondem ao fraco desempenho do investimento e das exportações e a uma queda do gasto público. Por sua vez, a dinâmica do consumo privado também mostrou desaceleração, refletindo a diminuição do crescimento do PIB. Também os espaços de política macroeconômica foram reduzidos pela contração do espaço fiscal com que contam os países da região e pelas dificuldades que alguns deles enfrentam para manter políticas monetárias expansivas.

A desaceleração do crescimento econômico enquadra-se num contexto de baixa produtividade em que a taxa de crescimento desta está estagnada ou é negativa, o que tampouco contribui para potencializar o crescimento no médio prazo. O fraco desempenho econômico traduziu-se em piora do mercado de trabalho, com aumento do emprego informal e uma taxa de desocupação urbana em torno de 9,3%.

A trajetória econômica média dos países da região foi influenciada, em parte, por um enfraquecimento sincronizado da economia mundial que derivou num cenário internacional desfavorável para a região. As tensões comerciais e os problemas geopolíticos redundaram em desaceleração da dinâmica do crescimento mundial, maior volatilidade financeira e piora das expectativas de crescimento futuro.

Para 2019 projeta-se um crescimento mundial de 2,6%, quatro décimos abaixo do observado em 2018. As economias desenvolvidas sofrerão a maior desaceleração; prevê-se um crescimento na zona do euro de 1,2% em 2019, sete décimos menos do que em 2018, e um crescimento nos Estados Unidos de 2,5%, em comparação com 2,9% em 2018.

Quanto às economias emergentes, a China continuará seu processo de desaceleração gradual em 2019 e se estima que cresça 6,2% (quatro décimos menos do que em 2018), a taxa mais baixa em quase 30 anos. Em combinação com o menor dinamismo do crescimento, o comércio mundial se enfraquece cada vez mais em meio às crescentes tensões comerciais. No início deste ano a taxa de variação interanual do volume de comércio mundial chegou a ser negativa, algo que não acontecia desde a crise mundial de 2008-2009. Embora neste ano a fraqueza do comércio mundial seja generalizada, ela se concentra no Japão e nas economias emergentes da Ásia —inclusive a China—, que registram quedas nos primeiros quatro meses de 2019.

Em parte como consequência deste menor dinamismo da atividade e do comércio, projeta-se que, em média, os preços dos produtos básicos (dos quais dependem muitas economias da região tanto em termos de exportações como de receita fiscal) serão inferiores aos preços de 2018 (-5%).

Embora os prognósticos sejam incertos, prevê-se que em 2019 o nível médio do preço do petróleo diminuirá 10% em relação ao de 2018. O nível de preços dos metais e minerais seria em média 1% menor do que em 2018 e os produtos agrícolas teriam níveis 3% inferiores (no caso da soja e seus derivados, 8%).

Quanto aos mercados financeiros internacionais e às condições de financiamento, o período prolongado de baixa volatilidade e condições financeiras frouxas observado até o fim de 2017 provocou um aumento considerável do endividamento, acompanhado às vezes por uma maior assunção de riscos. No caso dos mercados emergentes, o aumento dos níveis de dívida — que no primeiro trimestre de 2019 alcançou um recorde histórico equivalente a 216% do PIB dessas economias<sup>1</sup> — os deixou mais expostos a uma piora das condições financeiras internacionais.

Neste sentido, apesar de no curto prazo se esperar — segundo os últimos anúncios — que a Reserva Federal e o Banco Central Europeu mantenham políticas monetárias expansivas, não podemos descartar novos episódios de deterioração das condições de financiamento para os mercados emergentes no resto do ano. Num cenário de aumento da aversão ao risco e redução dos fluxos de capitais para os mercados emergentes, é possível que alguns países da região enfrentem maiores níveis de risco soberano e certa pressão em sua posição de reservas internacionais ou suas moedas. As consequências para cada um deles dependerão da exposição em termos de necessidades de financiamento externo, da proporção da dívida em dólares e da dívida de curto prazo, cuja renovação teria que ser feita a um custo maior.

A taxa de crescimento da liquidez global diminuiu de 8,8% em 2017 para 5,3% em 2018. Este comportamento é explicado pela diminuição da taxa de variação da emissão de títulos (de 10% para 4,8% entre 2017 e 2018) e, em menor medida, pela desaceleração do crédito bancário transfronteiriço (de 8,0% para 6,0%). Não obstante, o mercado de títulos mantém sua predominância no mercado creditício mundial: em 2018 correspondia a 53% do total. No âmbito regional, as economias emergentes experimentaram uma queda mais pronunciada da taxa de crescimento do crédito entre 2017 e 2018 (de 10,5% para 6,1%) do que as economias avançadas (de 8,7% para 5,8%).

O menor aumento da liquidez ocorreu num contexto de desalavancagem das famílias e das empresas não financeiras na grande maioria das economias desenvolvidas. O caso dos Estados Unidos representa uma exceção entre essas economias: a dívida das empresas não financeiras, de cerca de 122% do PIB em 2018, é a mais elevada registrada nesse país em quase sete décadas e foi acompanhada de deterioração da carteira de crédito.

Nas economias emergentes também ocorreu um aumento da dívida das empresas não financeiras a partir da crise financeira mundial, coincidindo com a implementação de políticas monetárias de expansão quantitativa nos países desenvolvidos. No caso da América Latina, a dívida do setor corporativo não financeiro aumentou de 76 bilhões de dólares em 2009 para 229 bilhões em 2014, chegando a 317 bilhões de dólares no primeiro trimestre de 2019.

As perspectivas de liquidez mundial para 2019 serão determinadas, além do grau de agravamento ou enfraquecimento das tensões geopolíticas (inclusive as tensões comerciais entre a China e os Estados Unidos), por três fatores: o crescimento mundial, a postura monetária dos grandes bancos centrais e o endividamento das empresas não financeiras.

Frente a este contexto mundial, prevê-se que o déficit em conta corrente médio se manterá em torno de 2% do PIB regional (após registrar 1,9% em 2018 e 1,4% em 2017). Isto é resultado da forte diminuição do superávit da balança de bens projetado para 2019: espera-se que este seja nulo. A diminuição do superávit de bens reflete a estagnação das exportações e um leve aumento das importações. Por sua vez, os outros três itens da conta corrente (rendimentos, serviços e transferências) melhorarão levemente.

<sup>1</sup> Segundo dados do Instituto de Finanças Internacionais (IIF), Global Debt Monitor [base de dados on-line] <https://www.iif.com/Research/Capital-Flows-and-Debt/Global-Debt-Monitor> [data de consulta: 15 de julho de 2019].

Em vários países da região a dinâmica das exportações será afetada negativamente, não só pela queda dos preços dos produtos básicos, mas também por uma menor demanda externa em resultado da desaceleração generalizada da atividade econômica global.

Nos primeiros meses de 2019, a menor volatilidade financeira e as condições mais estáveis tiveram como consequência uma queda do risco soberano na América Latina, mas a partir do segundo trimestre observam-se altas —em maio o índice EMBIG da região alcançou 527 centésimos de ponto percentual— como reflexo de um cenário de maior incerteza. Por sua vez, as emissões de dívida nos mercados internacionais tiveram uma queda interanual de 35% nos primeiros cinco meses de 2019, alcançando 43,451 bilhões de dólares.

Apesar da desaceleração generalizada, em 2019 persiste um diferencial de crescimento significativo no âmbito sub-regional. No primeiro trimestre do ano, a atividade econômica na América Latina sofreu contração de 0,1% em relação ao mesmo período de 2018. A demanda interna, que era a principal fonte de crescimento, caiu 0,2%, principalmente como resultado da diminuição da formação bruta de capital fixo e do gasto público. O consumo privado foi o único componente da demanda interna que registrou cifras positivas, embora com um crescimento inferior ao de trimestres anteriores.

As economias da América do Sul decresceram em média 0,7% no primeiro trimestre de 2019, contrastando com o crescimento de 1,5% no primeiro trimestre de 2018. Por sua vez, as economias da América Central mostram uma taxa de crescimento de 3,3% durante esse trimestre, inferior à do primeiro trimestre de 2018. Se levarmos em conta a América Central e o México, o crescimento no primeiro trimestre de 2019 foi de 1,5%.

No âmbito nacional, durante o primeiro trimestre de 2019 a República Dominicana e o Estado Plurinacional da Bolívia foram as economias que registraram maior crescimento dentro da região (5,7% e em torno de 4,0%, respectivamente), seguidas pelo Panamá (3,1%), Guatemala (3,0%) e Colômbia (2,8%). Cinco economias registraram contração no primeiro trimestre (Argentina, Nicarágua, Paraguai, Uruguai e República Bolivariana da Venezuela), o Brasil teve desaceleração (0,46%) e as outras economias cresceram entre 0,6% e 2,6%.

A respeito do mercado de trabalho, durante o primeiro trimestre de 2019 a taxa de desocupação aberta urbana se manteve estável em comparação com o mesmo período do ano anterior. Contudo, outros indicadores mostram deterioração da qualidade média do emprego. A maior fonte de novos empregos foi o setor informal, habitualmente caracterizado por rendimentos baixos e instáveis e condições de proteção trabalhista e social precárias. Por isso, a estabilidade da taxa de desocupação esconde a necessidade de muitas famílias de gerar renda para sua subsistência sem ter acesso a empregos de boa qualidade.

Os salários médios reais do emprego registrado mantiveram-se estáveis. Junto com a baixa geração de empregos e a deterioração de sua qualidade média, isto teria contribuído para a fraqueza do poder aquisitivo e do consumo das famílias que caracterizou a trajetória da demanda interna desde o início do ano. Em 2019 estima-se que a taxa de desocupação aberta urbana será de 9,3% (a taxa mais elevada desde 2005), nível similar ao de 2017 e 2018. Prevê-se que, num contexto de baixas taxas de crescimento econômico, a qualidade média do emprego continuará a se deteriorar ao longo do ano.

Quanto à política fiscal, em 2019 os países da região devem continuar com o processo de consolidação orientado a melhorar o resultado primário para estabilizar a trajetória da dívida pública. O déficit primário da América Latina —como medida do esforço fiscal no curto prazo— representaria 0,2% do PIB em 2019, em comparação com 0,4% do PIB em 2018.

A melhora do resultado primário na América Latina responderia ao corte previsto do gasto primário, que baixaria de 18,6% do PIB em 2018 para 18,4% do PIB em 2019. Esta contração do gasto primário ocorreria de diversas formas dentro da América Latina. Na América Central, México e República Dominicana, o ajuste do gasto proviria de um corte dos gastos de capital (que passariam de 3,5% do PIB em 2018 para 3,2% do PIB em 2019). Na América do Sul prevê-se uma redução dos gastos correntes primários, de 17,8% do PIB em 2018 para 17,4% do PIB em 2019.

Prevê-se que durante 2019 a receita pública na América Latina se manterá estável no nível observado em 2018 (18,2% do PIB). Contudo, existe o risco de que a desaceleração econômica e os menores preços das matérias-primas possam incidir negativamente na receita durante o ano. Neste contexto, uma redução da receita fiscal poderia traduzir-se num ajuste maior do gasto público durante o ano para alcançar o resultado fiscal projetado para 2019 ou num maior déficit.

A dívida pública bruta dos governos centrais da América Latina alcançou 41,9% do PIB em média durante o primeiro trimestre de 2019, uma diminuição de 0,6 ponto percentual do PIB em relação ao fim de 2018, embora seu comportamento tenha sido heterogêneo entre os países neste período.

No Caribe, prevê-se que o resultado primário em 2019 continuará sendo superavitário e se situe em 1,3% do PIB, abaixo do nível de 1,6% do PIB registrado em 2018. Ao contrário da situação fiscal na América Latina, no Caribe prevê-se uma aceleração do gasto público, que em 2019 alcançaria 29,2% do PIB, frente a 28,2% do PIB em 2018. Este aumento seria impulsionado por aumentos tanto no gasto corrente primário como nos gastos de capital. A elevação da receita pública e a queda nos pagamentos de juros nos últimos anos ampliaram o espaço fiscal para a adoção de políticas mais ativas. As estimativas da receita indicam um aumento da receita total (que alcançaria 27,7% do PIB em 2019, frente a 27,0% do PIB em 2018), sustentado numa elevação da receita tributária e não tributária. Em março de 2019 observa-se que nos sete países caribenhos para os quais se dispõe de informação a dívida pública bruta do governo central diminuiu em média.

Em 2018 a inflação média da região teve um aumento de 1,3 ponto percentual em relação ao nível de 2017 (5,7%). Este aumento reflete principalmente a elevação de preços observada nas economias da América do Sul, já que durante este período nas outras duas sub-regiões da América Latina e do Caribe ocorreu queda na taxa média de inflação. Cabe destacar que esta dinâmica da inflação regional reflete uma mudança ocorrida a partir de maio de 2018, quando aumentou a inflação média. A tendência à elevação na taxa de inflação regional que se observa desde maio de 2018 se manteve nos primeiros cinco meses de 2019 e em maio de 2019 a inflação média da região registrou uma taxa anual de 8,1%.

Em linhas gerais, devido à elevada volatilidade dos mercados cambiais da região em resposta à incerteza e ao pessimismo reinante sobre os preços dos produtos básicos e a situação financeira internacional, torna-se mais difícil para os gestores da política monetária a adoção de políticas expansivas, já que os estímulos monetários poderiam propiciar maiores desvalorizações das moedas e, em consequência, afetariam negativamente a estabilidade macrofinanceira. Além disso, o surto inflacionário ocorrido em vários países da região também reduziu o espaço com que contam os gestores da política monetária e cambial, dado que a incorporação de maiores estímulos ao crédito poderia acentuar as pressões inflacionárias nesses países, sem que isso necessariamente produza um maior crescimento econômico. Por outro lado, os elevados níveis de endividamento dos agentes internos em alguns países e as expectativas negativas do desempenho das economias poderiam reduzir a efetividade da política monetária para estimular o crescimento do PIB.

Nos primeiros cinco meses de 2018 e no conjunto da região, as taxas de juros ativas mantiveram a tendência descendente que vinham mostrando desde meados de 2017, em parte em resposta à tendência mostrada pelos instrumentos de política monetária (taxas de política e base monetária) e, até maio de 2018, pela queda da inflação. Contudo, a partir desse mês a trajetória das taxas nas diferentes sub-regiões da América Latina e do Caribe começaram a divergir. Por um lado, nas economias que empregam as taxas de política monetária como principal instrumento de política monetária as taxas ativas continuaram caindo, inclusive durante os primeiros quatro meses de 2019. Nas economias da América Latina que empregam os agregados monetários como principal instrumento, as taxas começaram a subir a partir de maio de 2018 e mantiveram essa dinâmica nos primeiros quatro meses de 2019. No Caribe não hispânico as taxas de juros ativas se mantiveram bastante estáveis durante 2018, com uma leve tendência descendente, mas nos primeiros quatro meses de 2019 as taxas ativas aumentaram.

Neste contexto de menores taxas e queda da inflação ao menos até maio de 2018, o crédito interno destinado ao setor privado em termos reais acelerou seu ritmo de crescimento desde o fim de 2017. Desde o terceiro trimestre de 2018, apesar de as taxas de juros terem aumentado, o crédito interno concedido ao setor privado continua mostrando aumento em sua taxa de crescimento nas economias do Caribe não hispânico, nas economias que usam os agregados como principal instrumento de política monetária e nas economias que estabeleceram metas de inflação, embora neste último caso já se observem sinais de desaceleração.

Após a relativa estabilidade observada nas cotações das moedas da região em 2017, em 2018 a volatilidade cambial —medida como o valor absoluto médio da variação diária da taxa de câmbio em relação ao dólar— aumentou na maior parte das economias da região que têm taxa de câmbio flexível. Embora durante o primeiro semestre de 2019 a volatilidade tenha diminuído em relação aos níveis de 2018, continua acima dos níveis registrados em 2017. A maior volatilidade cambial ao longo de 2018 esteve acompanhada de desvalorizações nominais em 21 moedas da região, sendo o peso mexicano a única moeda que registrou valorização nominal. Cabe mencionar que tanto a volatilidade como a desvalorização das moedas foram particularmente elevadas durante o segundo semestre de 2018. Nos primeiros seis meses de 2019, devido à diminuição da volatilidade —quer dizer, às menores variações diárias da taxa de câmbio— diminuiu o número de países que experimentaram desvalorização de sua moeda.

Quanto à taxa de câmbio real efetiva, em 2018 houve valorização na maioria dos países da região. Contudo, durante o primeiro semestre de 2019 ocorreu uma reversão e na maioria dos países registrou-se desvalorização da taxa de câmbio real efetiva, fundamentalmente em resultado das mencionadas desvalorizações nominais em muitas economias da região.

Nos primeiros cinco meses de 2019 as reservas internacionais da região aumentaram 3,4% em relação ao fim de 2018. Não obstante, é possível que esta tendência se atenuar ao longo do ano em função da evolução dos fluxos de capitais. Esses fluxos operam num ambiente de maior volatilidade nos mercados financeiros e, dado que se prognostica um leve aumento do déficit em conta corrente, se o esfriamento previsto da atividade econômica mundial se concretizar, isso pode provocar uma menor entrada de divisas.

Em 2019, o PIB da América Latina e do Caribe deve crescer 0,5%, o que representa uma redução de oito décimos nas projeções publicadas em abril. Isso se deve às maiores complexidades e riscos do contexto internacional, junto com uma queda na dinâmica da demanda agregada interna, derivada da diminuição do consumo privado e da contribuição nula do investimento e do gasto público para o crescimento. Embora se observe atualmente uma desaceleração generalizada nas economias da região, como

em anos anteriores projeta-se uma dinâmica de crescimento cuja intensidade varia entre os países e sub-regiões e que responde não só aos impactos diferenciados do contexto internacional em cada economia, mas também à dinâmica dos componentes do gasto, principalmente o consumo e o investimento. O crescimento da atividade econômica na América do Sul passará de 0,4% em 2018 para 0,2% em 2019. A América Central mostra um crescimento de 2,9% em 2019, enquanto o Caribe registrará uma expansão de 2,1% em 2019.

## B. O novo contexto financeiro mundial: efeitos e mecanismos de transmissão na região

A segunda seção do Estudo Econômico analisa as mudanças que ocorreram no sistema financeiro internacional após a crise financeira mundial de 2007-2008. As mudanças observadas respondem —entre outras coisas— ao impacto dessa crise na estrutura e no funcionamento dos bancos, bem como às políticas de expansão quantitativa implementadas nos países desenvolvidos a fim de enfrentar os efeitos da crise sobre os setores financeiro e real de suas economias.

Este estudo argumenta que os mecanismos da intermediação financeira no âmbito mundial se modificaram, o que provoca mudanças nos mecanismos de transmissão dos impulsos financeiros dos países desenvolvidos às economias em desenvolvimento, incluindo as economias da América Latina e do Caribe. Por causa disso, os indicadores, categorias e magnitudes agregadas que se utilizavam tradicionalmente para a análise da vulnerabilidade externa dos países em muitos casos são insuficientes.

Propõe-se reexaminar os indicadores de vulnerabilidade através da decomposição dos agregados nos diversos setores econômicos e a análise combinada dos fluxos e balanços pertinentes. Cabe também incorporar a estrutura de mercado segundo a qual operam os diversos atores.

A segunda parte divide-se em três capítulos. O capítulo II examina as mudanças na estrutura do sistema financeiro e suas implicações. Para isso, analisa as mudanças provocadas pelas modificações introduzidas nas instituições financeiras, o surgimento de novos agentes financeiros e as novas formas de inter-relação entre o setor real e o setor financeiro.

As mudanças nas instituições financeiras manifestam-se na importância que o mercado de capitais (mercado de títulos) adquiriu na intermediação financeira internacional. O dinamismo do setor de gestão de ativos reflete o surgimento de novos agentes financeiros. Isto também é ilustrado pelo papel cada vez maior das empresas nos processos de intermediação financeira. Por último, as novas formas de inter-relação entre os setores real e financeiro da economia se refletem no crescente endividamento mundial, de maneira generalizada entre os setores econômicos e em particular nas empresas não financeiras nos Estados Unidos e nas economias emergentes.

Estas mudanças não só aumentaram o grau de inter-relação e integração financeira em escala mundial, mas tornaram mais complexo o rastreamento do funcionamento e impacto dos mecanismos de transmissão deste novo ciclo financeiro.

Assim, os indicadores, categorias e magnitudes agregadas que se utilizavam tradicionalmente para a análise da vulnerabilidade externa dos países talvez sejam pouco representativos e podem ser insuficientes para detectar possíveis situações de vulnerabilidade e fragilidade financeira.

O capítulo III trata dos enfoques utilizados para analisar as potenciais vulnerabilidades financeiras que os países da América Latina e do Caribe enfrentam. Isto é feito mediante a análise de dois indicadores habitualmente utilizados para avaliar a vulnerabilidade externa: os saldos líquidos da conta financeira do balanço de pagamentos e a posição de investimento internacional líquida.

Os saldos líquidos da conta financeira são considerados tradicionalmente como um indicador de vulnerabilidade externa. Não obstante, num mundo com um maior grau de integração e complexidade financeira, o saldo líquido da conta financeira é o resultado de dois conjuntos de fluxos financeiros (as entradas brutas e as saídas brutas) que crescem ao longo do tempo, não têm um impacto homogêneo entre os setores da atividade econômica, respondem a diversos determinantes e podem se contrabalançar. Neste sentido, o saldo líquido não capta necessariamente os desequilíbrios com o exterior, nem no nível agregado nem em cada setor econômico, que podem ser uma fonte de vulnerabilidade, dependendo de sua importância e do grau de inter-relação com o resto da economia.

Com base na categorização dos fluxos brutos, analisam-se os episódios de vulnerabilidade sob o prisma de uma parada brusca (*sudden stop*) nos fluxos líquidos de capital. Faz-se um exercício para determinar em que grau os investidores residentes podem atuar de forma a compensar uma queda das entradas brutas de capital, evitando assim essas paradas bruscas e o conseqüente ajuste na conta corrente do balanço de pagamentos.

Com respeito à posição de investimento internacional líquida, a análise demonstra que uma posição devedora líquida não reflete necessariamente uma vulnerabilidade externa, enquanto uma posição credora líquida não é condição suficiente nem sinônimo de vigor financeiro. Dado o aumento das posições brutas tanto em ativos como em passivos, tornou-se cada vez mais necessário examinar as vulnerabilidades inerentes a estas e a seus componentes, além de avaliar o simples saldo agregado da posição de investimento internacional líquida.

Por último, o capítulo IV analisa os mecanismos de transmissão e as dificuldades que surgem ao avaliar a vulnerabilidade às turbulências externas.

Esse capítulo, por um lado, aprofunda a análise das mudanças que ocorreram no sistema financeiro internacional, concentrando-se na mudança na intermediação financeira de agentes bancários para agentes não bancários, em particular no setor de gestão de ativos. Argumenta-se que, apesar das iniciativas de regulação financeira, as mudanças introduzidas no sistema financeiro acentuaram a fragilidade financeira.

Destaca-se a elevada concentração da intermediação financeira no setor de gestão de ativos e sua interconectividade com o resto do sistema financeiro. Além disso, a alavancagem passou do setor financeiro para o setor real (empresas não financeiras) e as empresas não financeiras passaram a desempenhar, em parte, um papel de intermediário financeiro.

Por outro lado, esse capítulo aprofunda a lógica e o *modus operandi* dos mecanismos de transmissão no contexto do novo ciclo financeiro. Esboça o funcionamento dos mecanismos de transmissão ativados pela interação entre os setores institucionais de uma economia, incluindo o setor bancário, o setor não bancário e as empresas não financeiras (públicas e privadas), integrando a interação entre os fluxos e os acervos e suas respectivas posições financeiras. A análise permite demonstrar de que maneira se reforçaram os mecanismos tradicionais de transmissão prevalecentes antes da crise financeira mundial e quais são os novos elementos que introduzem mudanças estruturais no sistema financeiro.



[www.cepal.org](http://www.cepal.org)



Comissão Econômica para a América Latina e o Caribe (CEPAL)  
Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL)  
[www.cepal.org](http://www.cepal.org)