

PREPARAR O TERRENO MACROECONÔMICO

para um crescimento renovado



Coordenado por
Arturo Galindo
Victoria Nuguer



PREPARAR O TERRENO MACROECONÔMICO

para um crescimento renovado

Coordenado por
Arturo Galindo
Victoria Nuguer

Banco Interamericano de Desenvolvimento

2023

**Catálogo na fonte fornecida pela
Biblioteca Felipe Herrera do
Banco Interamericano de Desenvolvimento**

Preparar o terreno macroeconômico para um crescimento renovado / coordenado por Arturo Galindo e Victoria Nuguer.

p. cm.

Inclui referências bibliográficas.

“Relatório macroeconômico da América Latina e Caribe 2023.”

1. Economic development-Latin America. 2. Economic development-Caribbean Area. 3. Fiscal policy-Latin America. 4. Fiscal policy-Caribbean Area. 5. Monetary policy-Latin America. 6. Monetary policy-Caribbean Area. I. Galindo, Arturo J., coordenador. II. Nuguer, Victoria, coordenador. III. Banco Interamericano de Desenvolvimento. Departamento de Pesquisa e Economista-Chefe.

IDB-AN-345

Copyright © 2023 Banco Interamericano de Desenvolvimento. Esta obra está licenciada sob uma licença Creative Commons IGO 3.0 Atribuição-NãoComercial-SemDerivações (CC BY-NC-ND 3.0 IGO) (<http://creativecommons.org/licenses/by-nc-nd/3.0/igo/legalcode>) e pode ser reproduzida com atribuição ao BID e para qualquer finalidade não comercial. Nenhum trabalho derivado é permitido.

Qualquer controvérsia relativa à utilização de obras do BID que não possa ser resolvida amigavelmente será submetida à arbitragem em conformidade com as regras da UNCITRAL. O uso do nome do BID para qualquer outra finalidade que não a atribuição, bem como a utilização do logotipo do BID serão objetos de um contrato por escrito de licença separado entre o BID e o usuário e não está autorizado como parte desta licença CC-IGO.

Note-se que o link fornecido acima inclui termos e condições adicionais da licença.

As opiniões expressas nesta publicação são de responsabilidade dos autores e não refletem necessariamente a posição do Banco Interamericano de Desenvolvimento, de sua Diretoria Executiva, ou dos países que eles representam.



Desenho da capa: Paula Saenz Umaña

Design: The Word Express, Inc.

Sumário

Prefácio	v
Agradecimentos	ix
Capítulo 1: Perspectivas de crescimento global e regional.	1
Capítulo 2: Um ato de equilíbrio: política monetária em tempos de turbulência.	13
Capítulo 3: Muitos desafios, muitas opções: a política fiscal em frente a choques	31
Capítulo 4: Sincronizando políticas para a recuperação social.	47
Capítulo 5: Fortes, mas estressados: o estado dos mercados financeiros ...	59
Capítulo 6: Desafios e oportunidades	77
Referências	81

Prefácio

Os países da América Latina e do Caribe precisam enfrentar um tríplice desafio, três problemas macroeconômicos complexos e interligados, para atender às aspirações de desenvolvimento e bem-estar de suas populações.

Em primeiro lugar, a região enfrenta um desafio social. Com cerca de 18% da população vivendo com menos de US\$ 3,10 por dia, os níveis de pobreza na região excedem os de uma década atrás. Embora tenha havido alguma correção, a pandemia aumentou a pobreza na região e, recentemente, a guerra da Rússia na Ucrânia tornou ainda mais difícil recuperar os ganhos perdidos. Além da pobreza, a desigualdade está aumentando.

Em segundo lugar, a região enfrenta um desafio fiscal. A pandemia da Covid-19 pressionou os recursos e gastos fiscais. Como resultado, na sequência da crise, a dívida soberana excedeu 70 por cento do PIB e, embora a consolidação fiscal ainda seja possível, muitos riscos permanecem.

Em terceiro lugar, a região enfrenta um desafio de crescimento. A produtividade está aumentando em ritmo lento e, como resultado, o crescimento econômico de longo prazo, atualmente estimado em apenas 2 por cento, não é suficiente para atingir os objetivos de desenvolvimento da maioria dos países da região.

Além desses desafios específicos, a região também enfrenta os desafios globais de lidar com a mudança climática, promover a diversidade, a inclusão e a equidade, e fortalecer o contexto institucional e o Estado de Direito para melhorar o ambiente de negócios.

Nenhum desses desafios pode ser enfrentado isoladamente, pois todos eles estão interligados. O cenário global atual traz riscos que podem aumentar a profundidade desses desafios. Para ilustrar sua interconectividade, considere a inflação. A alta inflação, especialmente nos preços dos alimentos, exacerba a pobreza e ameaça a segurança alimentar, o que, por sua vez, afeta o capital humano e o crescimento da produtividade a longo prazo. Simultaneamente, a inflação faz com que as taxas de juros aumentem, colocando pressão adicional sobre as contas fiscais. Com as contas fiscais apertadas, os governos têm dificuldade de encontrar recursos públicos para promover intervenções que reduzam a pobreza e a desigualdade, ou melhorem a produtividade.

A dinâmica macroeconômica dos últimos anos tem complicado este tríplice desafio. Desde 2020, a economia global vem sendo atingida por uma série de choques severos. Primeiro, a pandemia de Covid-19 empurrou a maioria dos países para uma profunda

recessão. A seguir, ainda em recuperação no início de 2022, a invasão russa da Ucrânia mais uma vez abalou a ordem mundial.

Nos países da América Latina e do Caribe, a pandemia levou a uma contração de 7 por cento do PIB em 2020. Níveis recordes de gastos fiscais acompanharam essa contração para mitigar seus impactos, gerando déficits fiscais de 7,4 por cento do PIB e níveis de dívida soberana de 74 por cento do PIB no país mediano da região. No entanto, na medida em que os países se recuperavam da pandemia e ajustavam seus saldos fiscais, a região cresceu 7 por cento em 2021.

A recuperação econômica global veio acompanhada por uma demanda agregada mais forte que, no final de 2021, começou a empurrar os preços das commodities e a inflação para cima. Essa tendência global se intensificou em 2022, com a incursão militar da Rússia na Ucrânia. Como resultado, grandes mudanças nos preços das commodities exerceram pressão adicional sobre os preços. Além disso, o papel predominante da Rússia e da Bielorrússia no mercado global de fertilizantes, fez com que seus preços também aumentassem rapidamente, gerando pressão adicional sobre os preços dos alimentos em todo o planeta.

Os países da América Latina e do Caribe não foram exceção às tendências globais de preços. A inflação, particularmente a inflação de alimentos, atingiu seus maiores índices em mais de 20 anos. Como no resto do mundo, os bancos centrais da região reagiram energicamente para conter a explosão inflacionária. As taxas de juros subiram em toda a região e, como resultado, a inflação foi controlada em muitos países, e os fluxos de capital foram em grande parte contidos. Apesar das taxas de juros mais altas, a maioria dos países conseguiu manter uma tendência de consolidação fiscal em 2022; o choque positivo das commodities ajudou a compensar o choque de crescimento negativo que atingiu as economias e acrescentou a receita esperada às contas fiscais, enquanto a inflação mais alta ajudou a diluir uma parte da dívida.

À medida que o mundo se ajusta às consequências de uma inflação mais alta, muitos riscos surgem no horizonte econômico da região. Menor crescimento global e altos custos de financiamento fazem parte da perspectiva que os formuladores de políticas precisarão navegar em 2023 e, possivelmente, depois. Essa perspectiva pode levar a um aumento da relação dívida-PIB em 2023 e nos anos seguintes, indicando a necessidade urgente de políticas que visem consolidar as contas fiscais.

Uma importante fonte de incerteza é a falta de um fim para a guerra na Ucrânia. No entanto, mesmo em um cenário inalterado, os riscos estão associados a um crescimento global menor do que o esperado e a custos de financiamento maiores do que o esperado. Aprender como navegar esse mundo é fundamental para que os formuladores de políticas evitem transformar o ano de ajuste global em um ano de pressão econômica intensa para a região. As autoridades podem implementar políticas para conter choques globais e preparar o terreno para uma recuperação melhor e mais rápida quando as condições globais se normalizarem.

O Relatório macroeconômico da América Latina e Caribe deste ano explora os principais desafios que a região enfrentará em 2023 nas frentes monetária, fiscal, financeira e de mercado de trabalho. O Capítulo 1 prepara o terreno e apresenta cenários de risco para a economia global e para a nossa região. O Capítulo 2 discute a inflação, a reação da política monetária e os desafios para o retorno às metas de inflação da região. O Capítulo 3 aborda questões fiscais e complementa o último relatório de referência do BID, *Lidar com a dívida*, ao discutir como manter a tendência de consolidação fiscal da região. O Capítulo 4 foca a evolução da pobreza e da desigualdade, discute os principais propulsores da dinâmica do mercado de trabalho e expõe os principais riscos futuros, particularmente na esteira das fortes políticas contracionistas de 2022. O Capítulo 5 analisa os riscos enfrentados nos mercados financeiros, tanto externos quanto domésticos, e discute formas para lidar com potenciais fragilidades financeiras. Por último, o Capítulo 6 resume as principais recomendações de políticas discutidas ao longo do relatório. Cada capítulo destaca os principais desafios enfrentados pela região em cada área e apresenta políticas para enfrentar as incertezas atuais, reduzir os riscos de um aprofundamento do tríplice desafio da região e lançar as bases para enfrentar estes desafios específicos e transversais a médio prazo.

Eric Parrado

Economista-Chefe

Agradecimentos

Este relatório foi elaborado por uma equipe de economistas do Departamento de Pesquisa, da Divisão de Gestão Fiscal e Municipal, da Divisão de Mercados de Trabalho e da Vice-Presidência de Países do Banco Interamericano de Desenvolvimento (BID). Este documento foi produzido sob a orientação de Arturo J. Galindo e Victoria Nuguer, ambos do Departamento de Pesquisa, auxiliados com eficiência por Ana Cepeda Valor, Tomás Gómez Traub e Santiago Novoa.

Eric Parrado, Economista-Chefe e Gerente Geral do Departamento de Pesquisa, juntamente com Andrew Powell, Conselheiro Principal, e Eduardo Cavallo, Especialista Principal, ambos também do Departamento de Pesquisa, contribuíram com comentários e conselhos valiosos.

Os principais autores do relatório são Arturo J. Galindo e Victoria Nuguer. Andrew Powell é coautor do Capítulo 1 e Oscar Mauricio Valencia do Capítulo 3.

Outros colaboradores de cada capítulo são:

Capítulo 1 Henry Mooney

Capítulo 2 João Ayres

Capítulo 3 Leandro Andrián, Jessica Chamorro, Alejandro Rasteletti e Carolina Ulloa Suárez

Capítulo 4 Oliver Azuara, María Reyes Retana Torre, Cezar Santos e Eric Torres

Capítulo 5 Rodrigo Heresi e Juan Manuel Hernández

Economistas dos 26 países membros do BID contribuíram com informações detalhadas sobre questões fiscais, além de oferecer muitos outros insights e sugestões valiosos.

Vários colegas forneceram feedback e contribuições em vários estágios da produção do relatório, dentre eles Arnoldo López, Osmel Manzano, Emilio Pineda, Virginia Queijo von Heideken, David Rosenblatt e Marta Ruiz-Arranz.

Matheo Arellano Morales, Paula Arias, Miguel Benítez, Ana Cepeda Valor, Martha Elena Delgado, Federico Dueñas Valencia, Tomás Gómez Traub, Carlos Guevara Kenty, Rosario López Palazzo, Rafael Macedo, Santiago Novoa, Marina Perrupato, Daniel J. Rueda Lobato, Gustavo A. Sánchez Rivera, Alejandra Torres, Daniela Villacreces e Alfredo Villca Condori contribuíram com auxílio de pesquisa inestimável.

Rita Funaro foi a editora do relatório em inglês, e Lina María Botero Estrada supervisionou o processo de produção. Alberto Magnet traduziu o relatório para espanhol e Hilda Lemos para português. Fayre Makeig revisou o manuscrito em inglês. João Ayres e Cezar Santos revisaram a versão em português.

Paula Saenz Umaña criou o desenho da capa, sob a direção criativa de Lina María Botero Estrada. A composição tipográfica ficou a cargo da Word Express.

CAPÍTULO 1

Perspectivas de crescimento global e regional

Na sequência de uma forte recuperação, em 2021, da profunda recessão induzida pela pandemia de Covid-19 de 2020, a expectativa era de que o crescimento da América Latina e do Caribe voltasse gradualmente para as médias de longo prazo. No entanto, a invasão russa da Ucrânia provocou ondas de choque em todo o mundo. Os preços das commodities dispararam, as expectativas de crescimento global despencaram e os bancos centrais aumentaram as taxas de juros e alertaram que elas teriam que permanecer elevadas por um período prolongado. Como resultado, o crescimento em 2022 foi maior do que o esperado. As previsões iniciais de abril sugeriam que a região cresceria 2,5 por cento; os números reais ficariam mais próximos de 3,9 por cento. As perspectivas de crescimento para a região em 2023 parecem menos promissoras do que para o período de recuperação em 2021 e 2022. Isto poderia aumentar o risco de ampliar as lacunas associadas ao tríplice desafio da região de melhorar as condições sociais, fortalecer as contas fiscais e promover o crescimento a longo prazo. Espera-se, assim, que o crescimento em 2024 volte a ficar próximo das médias de médio prazo, mas há uma incerteza considerável. Este capítulo analisa as perspectivas de crescimento global e regional, considera os riscos enfrentados pela região e descreve cenários de crescimento.

Um contexto global cheio de riscos

O ritmo do crescimento mundial vem caindo. Embora tenha se recuperado para 6,1 por cento em 2021, recuou para 3,4 por cento em 2022, e deverá chegar a 2,9 por cento em 2023.¹ As previsões privadas são mais conservadoras - 2,1 por cento para 2023.² Os Estados Unidos cresceram apenas 1,6 por cento em 2022, e os analistas privados agora esperam um crescimento de 1,3 por cento em 2023.³ A Zona do Euro cresceu 3,1 por cento em 2022, e os analistas privados preveem um crescimento zero para este ano. O crescimento

¹ Perspectivas Econômicas Mundiais, FMI, janeiro de 2023.

² Média Bloomberg de analistas privados em 25 de janeiro de 2023.

³ O FMI projeta um crescimento de 1,4 por cento em seu relatório Perspectivas Econômicas Mundiais de janeiro de 2023.

FIGURA 1.1 • Principais preços das commodities

Fonte: Cálculos da equipe do BID com base na Bloomberg.

na China foi de apenas 3,2 por cento em 2022, bem abaixo das altas taxas superiores a 5 por cento dos últimos anos, que, por sua vez, ficaram bem abaixo da média de 10 por cento ao ano registrada no decênio 2002-2012. Ainda assim, a China agora deverá crescer 5,0 por cento em 2023, com base nas projeções de analistas privados.

A invasão russa da Ucrânia desencadeou impactos significativos por meio de vários canais. Primeiramente, o declínio na demanda foi um impacto econômico direto. Em segundo lugar, o aumento acentuado dos preços da energia e de outras commodities teve um impacto negativo ainda maior no crescimento e na inflação. Em terceiro lugar, o aumento da inflação provocou uma política monetária mais rígida dos bancos centrais em todo o mundo, deprimindo ainda mais as perspectivas de crescimento. Finalmente, os mercados de ações caíram, eliminando bilhões de dólares em avaliações de empresas. Todos esses impactos se espalharam pelo mundo, afetando praticamente todos os países, mas especialmente as economias pequenas e abertas, como as da América Latina e do Caribe.

Desde os primeiros meses da guerra, outros desdobramentos provocaram uma queda nos preços das commodities em relação aos seus níveis máximos (Figura 1.1). A China implementou uma política rigorosa de Covid zero, que reduziu a demanda da segunda maior economia do mundo. Os Estados Unidos liberaram petróleo de sua reserva estratégica. Recentemente, os preços de algumas commodities voltaram a subir com a reabertura da China e o otimismo com o aumento da demanda.

Os Estados Unidos sofreram uma combinação de crescimento mais baixo e inflação mais alta, que provocou temores de estagflação. Depois de perceber que a inflação não seria estritamente temporária, o Federal Reserve aumentou a taxa básica de juros sete vezes, para uma meta entre 4,25 por cento e 4,5 por cento após sua última reunião em

2022 — o nível mais alto desde 2007. Os formuladores de políticas enfatizaram que as taxas precisam ser aumentadas ainda mais e permanecer altas por um período considerável de tempo, para assegurar que a inflação recue para próximo da meta de 2 por cento. Considerando a ata da última reunião e o chamado “gráfico de pontos”, os membros do Comitê de Mercado Aberto do Federal Reserve (Fomc) esperam que as taxas de juros atinjam 5,1 por cento este ano e depois comecem a cair para 4,1 por cento em 2024 e, em seguida, para 3,5 por cento em 2025.⁴ Em 1º de fevereiro de 2023, o Federal Reserve aumentou sua taxa de juros em mais 25 pontos-base, e seu presidente alertou que as taxas podem ter que ultrapassar 5,1 por cento, embora reconhecendo o progresso que vem sendo feito para derrubar a inflação.⁵

O mercado parece ter discordado um pouco da opinião do Federal Reserve. Conforme revelado pela ferramenta “FedWatch Tool” da Bolsa Mercantil de Chicago, a expectativa do mercado é de que a taxa básica de juros aumentará e atingirá um pico superior a 5 por cento, antes que o Federal Reserve comece a reduzir as taxas este ano.⁶ Uma interpretação é que o mercado pode simplesmente acreditar que a inflação já atingiu o pico e começará a cair rapidamente; assim, o Federal Reserve não tem motivos para manter taxas mais altas por um período prolongado. Uma visão menos benigna é a de que o mercado acredita que os Estados Unidos entrarão em recessão, e a taxa de desemprego notavelmente baixa começará a subir. De acordo com essa lógica, o mercado pode estar concluindo que o Federal Reserve começará a reduzir as taxas em busca do seu pleno emprego, bem como do seu objetivo de inflação, mesmo que a inflação permaneça acima da meta de 2 por cento.

Essas são interpretações potenciais dos dados de mercado atuais. No entanto, também existem riscos. Um risco significativo é que o crescimento nos Estados Unidos desacelere mais do que o esperado e o desemprego comece a subir, mesmo que a inflação permaneça acima da meta de 2 por cento. O Federal Reserve declarou que os custos de reduzir a inflação mantendo as taxas elevadas, provavelmente são muito menores do que o de reduzir as taxas muito rapidamente. Se, nessas circunstâncias, o Federal Reserve mantiver as taxas mais altas, as expectativas do mercado precisariam ser revistas e, quase certamente, provocariam outra correção acentuada nos preços das ações, além de afetar as taxas de juros de longo prazo.

A economia mundial também enfrenta muitos outros riscos. O FMI observa que, embora os riscos tendam a ser negativos, também há riscos positivos, tais como uma demanda mais forte do que o esperado (a partir da demanda reprimida devido à poupança

⁴ A ata da reunião de dezembro do Fomc está disponível em: The Fed — December 13-14, 2022, FOMC Meeting (federalreserve.gov).

⁵ Ver, por exemplo, “Fed’s Powell says could raise rates beyond December, gives nod to disinflation” da Reuters.

⁶ A ferramenta de observação do Fed da CME está disponível em: em <https://www.cmegroup.com/markets/interest-rates/cme-fedwatch-tool.html>.

alta durante a pandemia) e um rápido declínio na inflação. No entanto, a lista de riscos negativos será mais longa e provavelmente mais potente caso eles se materializem.

Na China, a política de Covid zero está sendo relaxada, e a economia está recuperando o ímpeto. No entanto, isso aumenta o risco de que o número de novos casos cresça e de que novas cepas possam surgir. A imunidade à Covid permanece relativamente baixa na China, e novas cepas podem enfraquecer ainda mais a eficácia das vacinas, representando um risco para a China e para o resto do mundo. Alguns países já estão impondo restrições de viagem aos visitantes chineses. Um segundo risco decorre dos altos níveis de endividamento, particularmente no setor imobiliário. Ao mesmo tempo, a China tem um alto nível de reservas, além de muitas ferramentas para intervir. O desafio é conter eventuais problemas e evitar que eles provoquem um mal-estar econômico mais generalizado.

Um risco adicional é uma escalada da guerra russa na Ucrânia. Esse conflito continua sem um fim claro à vista. A resistência contra a invasão tem sido notável, e o exército ucraniano inclusive tem feito avanços contra as forças russas. Esse desafio foi enfrentado com barragens de mísseis, aparentemente apontados para a infraestrutura de energia e transporte. O envio à Ucrânia de mísseis Patriot e tanques alemães e americanos pode ajudar o país a defender as posições atuais e recuperar mais território. No entanto, a Rússia também pode interpretar essas ações como uma nova escalada do conflito. Por um lado, o Ocidente parece disposto a fornecer o que for necessário para impedir que a Rússia anexe integralmente a Ucrânia. Por outro lado, recuperar todo o território tomado pela Rússia parece ambicioso e levanta o espectro assustador de que uma derrota mais abrangente das forças russas em terra poderia levar ao uso de armas nucleares. E isso suscita a pergunta: qual seria a resposta do Ocidente? Um risco alto de escalada nesse sentido afetaria gravemente os mercados financeiros e de commodities, bem como as economias em todo o mundo.

Amarrado a um mundo volátil: desdobramentos na América Latina e no Caribe

Desdobramentos em todo o mundo impactaram a América Latina e o Caribe. A região se recuperou fortemente após a recessão de 2020, com uma expectativa de crescimento próximo a 3,9 por cento em 2022, mas as projeções indicam uma queda do crescimento em 2023. A previsão de crescimento do FMI para a América Latina e o Caribe em 2023 foi rebaixada de 2,5 por cento em abril de 2022 para 1,7 por cento em outubro, com um ligeiro aumento em janeiro de 2023 para 1,8 por cento. As projeções de analistas privados são consideravelmente menores - pouco menos de 1 por cento. As previsões de crescimento para 2024 indicam uma recuperação superior a 2,0 por cento.

As previsões de crescimento para a região são afetadas pelas projeções globais e, particularmente, pelas dos Estados Unidos. No relatório Perspectivas Econômicas

Mundiais de abril de 2022, o FMI indicou que o crescimento dos EUA seria de 2,3 por cento em 2023, mas rebaixou essa previsão para 1,0 por cento em outubro de 2022. O FMI tinha atualizado o crescimento em 2023 para 1,4 por cento em janeiro, e os números recentes de analistas privados para os Estados Unidos sugerem que ele chegará a 1,3% em 2023.

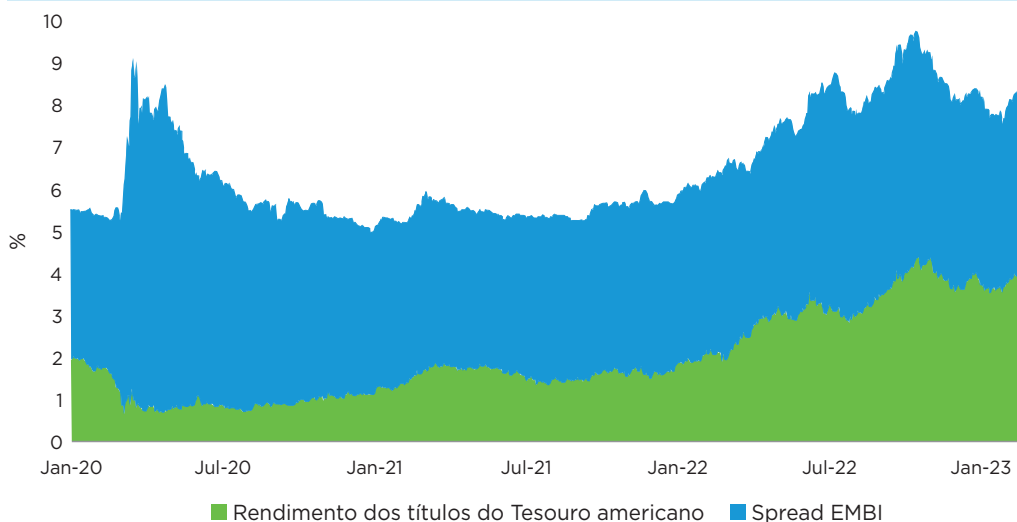
A inflação aumentou vigorosamente na região ao longo de 2021 e 2022, atingindo um máximo de 9,6 por cento no país mediano. Conforme discutido mais adiante no Capítulo 2, os bancos centrais agiram agressivamente ao elevar as taxas básicas de juros que, aliadas à queda dos preços das commodities e à desaceleração do crescimento, permitiram que a inflação recuasse do pico em vários países no final de 2022 ou início de 2023.

Os mercados de capitais globais permaneceram abertos para a maioria dos países da América Latina e do Caribe, o que certamente ajudou esses países durante a pandemia. Por exemplo, os governos emitiram quase US\$ 220 bilhões em títulos em 2020 — quase quatro vezes a emissão de 2019. Curiosamente, a emissão de títulos do governo foi extremamente forte nas primeiras semanas de 2023, com mais de 30 por cento do total de emissões de 2022 atingidos antes do final de janeiro de 2023, indicando que a maioria dos países ainda tem acesso a mercados externos.⁷

Ao mesmo tempo, as condições financeiras se tornaram mais rígidas tanto para os governos quanto para o setor privado, dado o aumento das taxas de juros globais e os desdobramentos locais. Os rendimentos médios dos títulos externos emitidos pelos governos da região saltaram de cerca de 5,3 por cento em 2021 para mais de 9,0 por cento no final de 2022. O início de 2023 trouxe alguma queda nos rendimentos, que, no entanto, permanecem acima de 8,0 por cento. Até 2021 e no início de 2022, os rendimentos mais altos se deveram quase que exclusivamente ao aumento dos rendimentos dos títulos do Tesouro americano. No entanto, após abril de 2022, os spreads sobre os títulos do Tesouro americano também aumentaram para a região. A Figura 1.2 ilustra o movimento ascendente dos rendimentos dos títulos, decompondo o rendimento entre o rendimento respectivo do título do Tesouro americano e o spread.

O aumento dos spreads dos títulos reflete tanto as mudanças na aversão global ao risco quanto os desdobramentos domésticos. Embora os índices de endividamento tenham caído de níveis elevados devido ao forte crescimento em 2021, permaneceram praticamente estáveis em 2022, e as projeções sugerem apenas um declínio gradual nos próximos 10 anos, com riscos consideráveis atrelados a esse cenário. A incerteza em relação aos planos fiscais e os níveis elevados de dívida no contexto global atual provavelmente pressionaram os spreads para cima (ver Powell e Valencia, 2023, e Capítulo 3).

⁷ Números da Bloomberg. Ver Cavallo et al. (2022) para uma análise mais aprofundada do acesso a financiamento externo durante a pandemia.

FIGURA 1.2 ● Rendimentos dos títulos da América Latina e do Caribe

Fonte: Cálculos da equipe do BID com base no Índice de Títulos de Mercados Emergentes do JP Morgan, conforme informado na Bloomberg.

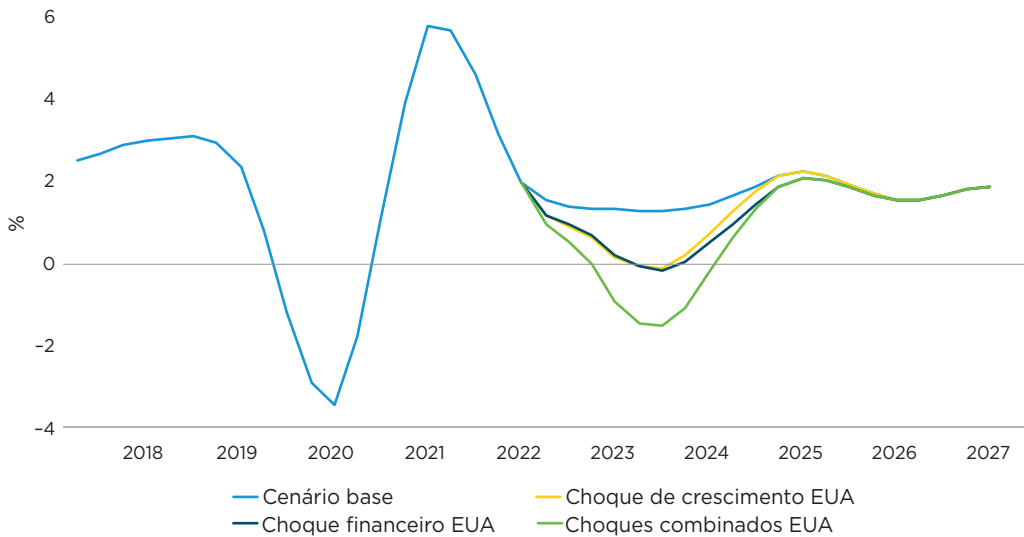
Cenários de Crescimento Regional

Os riscos destacados acima, particularmente para a economia dos EUA, acarretam riscos significativos para a América Latina e o Caribe. Para investigar esses riscos, um modelo estatístico da economia global é empregado para considerar os impactos de choques específicos na América Latina e no Caribe.⁸

Considera-se que o ponto de partida para essa análise reflete a média das expectativas dos analistas privados. Essas projeções indicam que o crescimento nos Estados Unidos cairá em 2023 e que a inflação cairá razoavelmente rápido, de acordo com a média dos analistas do setor privado. O analista privado médio espera um crescimento de cerca de 1,0 por cento para a região em 2023. Essa projeção de baixo crescimento reflete, entre outros fatores, menor crescimento mundial, taxas de juros mais altas, continuidade de políticas monetárias restritivas no mundo e na região (discutida no Capítulo 2), consolidação fiscal gradual e níveis de endividamento relativamente altos (ver Powell e Valencia, 2023 e Capítulo 3).

Ainda assim, esse cenário base traz riscos consideráveis. Considere o caso do crescimento dos EUA abaixo do esperado; em particular, suponha um choque de um desvio padrão no crescimento dos EUA distribuído por quatro trimestres, começando

⁸ O modelo é uma autorregressão vetorial global ou G-VAR. Ver Cesa-Bianchi et al. (2012) e Powell (2012) para mais detalhes do modelo. Para os fins da presente análise, a região da América Latina e Caribe inclui Argentina, Bolívia, Brasil, Chile, Colômbia, Costa Rica, Equador, El Salvador, Jamaica, México, Nicarágua, Paraguai, Peru e Trinidad e Tobago.

FIGURA 1.3 • Choques financeiros e de crescimento nos Estados Unidos

Fonte: Cálculos da equipe do BID com base no FMI (2022b) e na Bloomberg.

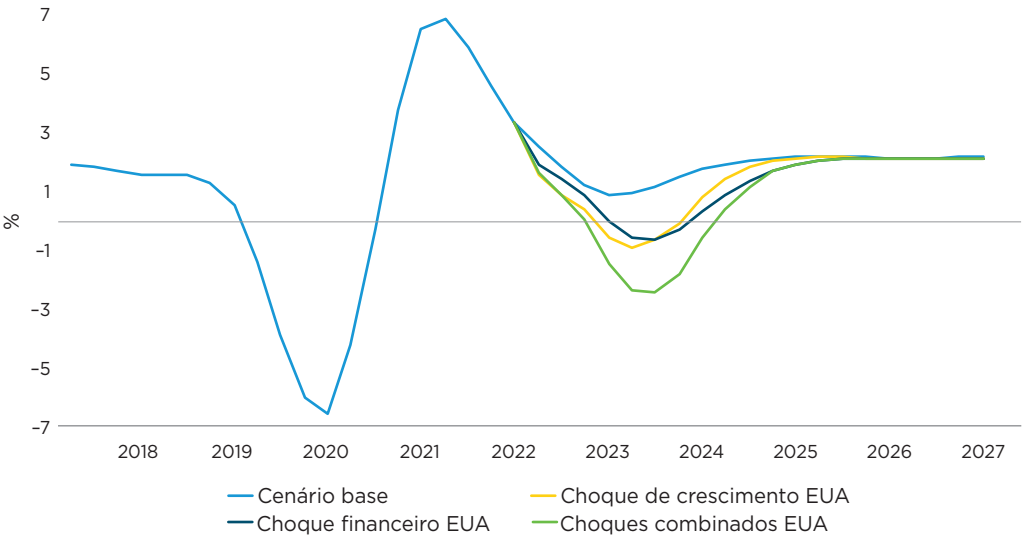
Nota: Os cenários são gerados usando um Modelo de Autorregressão Vetorial Global (G-VAR). O choque para o PIB dos EUA é de 1,6 por cento, enquanto o choque para o setor financeiro nos Estados Unidos é de 16,1 por cento.

no primeiro trimestre de 2023. Ao mesmo tempo, suponha que a inflação não caia rapidamente e permaneça substancialmente acima da meta de 2,0 por cento do Federal Reserve até 2023. Isso provavelmente provocaria aumentos adicionais nas taxas de juros, acima dos atualmente previstos pelos analistas de mercado, bem como uma correção nos preços das ações. Considere que a correção nos preços das ações é um desvio padrão de um amplo índice de ações dos EUA. O choque financeiro e o choque de crescimento interagem para provocar uma recessão significativa na economia americana, com o crescimento caindo para -0,9 por cento em 2023 e permanecendo negativo em 2024 (-0,2 por cento). Os Estados Unidos retomam o crescimento positivo em 2025 (+2 por cento). Tanto o cenário base quanto esse cenário negativo para a economia americana são ilustrados na Figura 1.3.

Choques no crescimento dos EUA têm implicações significativas para o crescimento na América Latina e no Caribe. Os choques no crescimento e nos mercados financeiros dos Estados Unidos descritos acima provocam uma recessão na América Latina e no Caribe, com crescimento de -1,5 por cento em 2023. A região também teria crescimento negativo (-0,5 por cento) em 2024, e somente voltaria a ter um crescimento positivo em 2025 (+2,0 por cento). A Figura 1.4 ilustra os resultados para a América Latina e o Caribe.

O impacto dos choques oriundos dos Estados Unidos é sentido de forma mais aguda no México, dados os laços estreitos entre os dois países. O México perde uma média de 2,1 por cento do PIB a cada ano durante três anos (2023 a 2025, inclusive) em relação

FIGURA 1.4 ● Cenários de crescimento para a América Latina e o Caribe



Fonte: Cálculos da equipe do BID com base no FMI (2022b) e na Bloomberg.
Nota: Os cenários são gerados usando um Modelo de Autorregressão Vetorial Global (G-VAR). O choque para o PIB dos EUA é de 1,6 por cento, enquanto o choque para o setor financeiro nos Estados Unidos é de 16,1 por cento. A região da América Latina e Caribe inclui Argentina, Bolívia, Brasil, Chile, Colômbia, Costa Rica, Equador, El Salvador, Jamaica, México, Nicarágua, Paraguai, Peru e Trinidad e Tobago.

ao cenário base. O Brasil, que é uma economia maior e mais diversificada em termos de ligações externas, é o menos afetado, com uma perda média de 1,3 por cento do PIB em cada um dos três anos. As perdas de PIB decorrentes dos choques provenientes dos Estados Unidos em relação ao cenário base são detalhadas na Tabela 1.1.

Como esperado, dado o padrão de perdas de PIB, o México também sofre mais em termos de crescimento; no cenário negativo, o país sofre uma recessão, com um crescimento

TABELA 1.1 ● Perdas anuais estimadas no PIB (2023-2025) com relação ao cenário base

Região e País	Cenário base Crescimento médio 2023-2025	Choque de crescimento dos EUA	Choque financeiro dos EUA	Choques combinados dos EUA
América Latina e Caribe	1,7	-0,8	-0,9	-1,7
Cone Sul exceto Brasil	1,9	-1,0	-0,9	-1,8
América Central e Caribe	2,2	-0,7	-0,7	-1,4
Brasil	1,6	-0,6	-0,7	-1,3
México	1,7	-1,0	-1,1	-2,1

Fonte: Cálculos da equipe do BID.
Nota: Os cenários são gerados usando um Modelo de Autorregressão Vetorial Global (G-VAR). O choque para o PIB dos EUA é de 1,6 por cento, enquanto o choque para o setor financeiro nos Estados Unidos é de 16,1 por cento. "Cone Sul, exceto Brasil" inclui Argentina, Bolívia, Chile, Colômbia, Equador, Paraguai e Peru. "América Central e Caribe" corresponde a Costa Rica, El Salvador, Jamaica, Nicarágua e Trinidad e Tobago. América Latina e Caribe inclui os dois grupos, mais Brasil e México.

TABELA 1.2 • Taxas de crescimento nos cenários base e negativo

Região e País	2022	2023		2024		2025	
	Cenário base	Cenário base	Cenário negativo	Cenário base	Cenário negativo	Cenário Base	Cenário negativo
América Latina e Caribe	3,5	1,0	-1,5	1,9	-0,5	2,3	2,0
Cone Sul exceto Brasil	4,6	1,0	-1,6	2,0	-0,5	2,6	2,3
América Central e Caribe	2,4	1,9	-0,4	2,1	0,3	2,7	2,5
Brasil	3,0	0,9	-0,9	1,8	-1,1	2,0	1,8
México	2,9	1,1	-2,0	1,8	-1,1	2,1	1,8

Fonte: Cálculos da equipe do BID.

Nota: Os cenários são gerados usando um Modelo de Autorregressão Vetorial Global (G-VAR). O choque para o PIB dos EUA é de 1,6 por cento, enquanto o choque para o setor financeiro nos Estados Unidos é de 16,1 por cento. “Cone Sul, exceto Brasil” inclui Argentina, Bolívia, Chile, Colômbia, Equador, Paraguai e Peru. “América Central e Caribe” corresponde a Costa Rica, El Salvador, Jamaica, Nicarágua e Trinidad e Tobago. América Latina e Caribe inclui os dois grupos, mais Brasil e México.

de -2,0 por cento em 2023. O Brasil também enfrenta uma recessão em 2023, mas de menor magnitude — crescimento de 0,9 por cento. Todas as sub-regiões registrariam um crescimento negativo em 2023, e todas retornariam a um crescimento positivo em 2025. As taxas de crescimento, tanto no cenário base como no cenário negativo, são detalhadas na Tabela 1.2.

As economias dependentes do turismo sofreram mais do que as outras durante a pandemia, por conta das restrições de viagens, e não se recuperaram totalmente. Dadas as condições de demanda incertas para o turismo, especialmente das economias avançadas, elas podem mais uma vez ser particularmente afetadas. Esse canal de transmissão específico pode não ser totalmente capturado no modelo estatístico. O Quadro 1.1 detalha os efeitos potenciais nos países dependentes do turismo.

Percorrendo a difícil estrada à frente

O ano de 2022 acabou sendo melhor do que o esperado para a América Latina e o Caribe. Em abril, o FMI previu que o crescimento do ano seria de 2,5 por cento. Em outubro, esse número foi atualizado para 3,5 por cento, e as estimativas agora sugerem que o crescimento atingiu 3,9 por cento. Essa melhoria foi impulsionada principalmente pelo impacto dos altos preços das commodities e das flutuações positivas dos termos de troca em muitas economias da região. Esse padrão não deverá se repetir em 2023. As perspectivas de crescimento global são agora mais sombrias e, como os bancos centrais em todo o mundo precisaram domar a inflação, as taxas de juros globais estão mais altas.

Os países da América Latina e do Caribe enfrentam um ano em que a demanda global pode estar deprimida — compensada parcialmente pela reabertura da China após suas rígidas paralisações relacionadas à Covid — e altos custos de financiamento. Em alguns

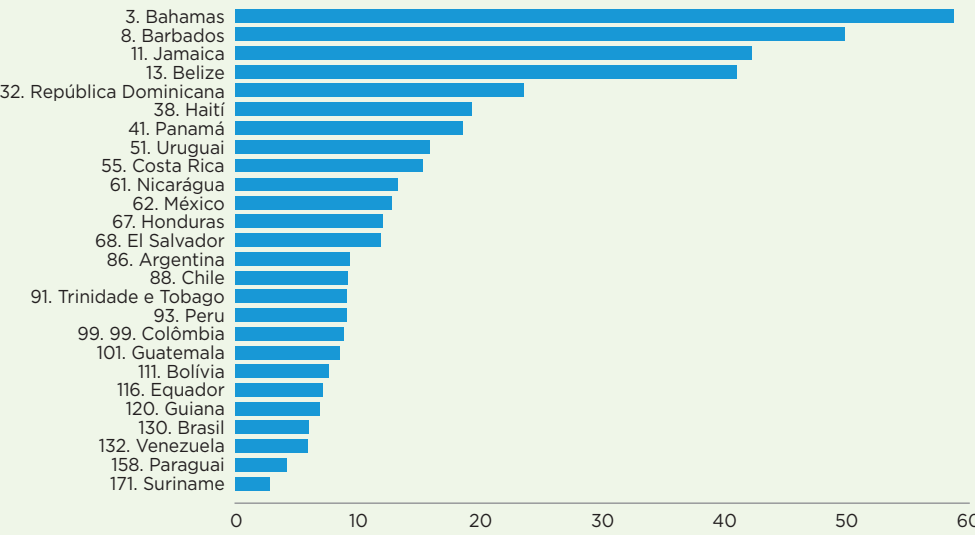
QUADRO 1.1 • Fora das suas mãos: perspectivas para a região mais dependente do turismo no mundo

As perspectivas econômicas globais, cada vez mais incertas e desafiadoras, lançam uma sombra sobre a demanda das economias avançadas por viagens e turismo nos próximos 12 a 24 meses. A última pesquisa do Painel de Especialistas em Turismo da OMT^a destaca que, embora os participantes da indústria permaneçam otimistas em relação às perspectivas globais para o setor em 2023, a confiança esmoreceu um pouco no último trimestre de 2022, em linha com a deterioração das condições econômicas. Independentemente dos resultados, as economias regionais e globais enfrentam ventos adversos, e as perspectivas para a demanda por viagens e turismo não devem melhorar. Os formuladores de políticas de economias dependentes do turismo devem se preparar para abordar as preocupações que emanam desse setor crucial, que novamente se vê ameaçado por forças externas em rápida evolução.

Muitos países da América Latina e do Caribe estão entre os mais dependentes do turismo. O Índice de Dependência do Turismo (TDI) desenvolvido por Mooney et al. (2020), com base na contribuição relativa do setor para o PIB, para as exportações e para o emprego, sugere que os países da América Latina e do Caribe são indiscutivelmente os mais dependentes do turismo no mundo (Figura 1.1.1). O TDI classifica 175 países globalmente em todas as regiões e constata que cerca de metade das 20 economias mais intensivas em turismo no mundo estão no Caribe.^b

Embora muitos dos países mais dependentes do turismo na região sejam do Caribe e tendam a ser economias relativamente pequenas em tamanho e população, o setor ainda é significativo para alguns dos maiores países. De 2017 a 2021, estima-se que o turismo tenha respondido por uma média de mais de 16 por cento da produção econômica e do emprego no México, e cerca

FIGURA 1.1.1 • Índice de dependência do turismo



Fonte: Cálculos da equipe do BID com base em Mooney et al. (2020) e Mooney (2021).
Nota: O Índice de Dependência do Turismo (TDI) é calculado usando dados da contribuição total do turismo para o PIB, emprego e exportações para cada país. O intervalo é de zero a 100, com 100 representando dependência total. Havia dados disponíveis para 175 países até 2021. Os números correspondem à sua classificação no TDI.

(continua na página seguinte)

QUADRO 1.1 • Fora das suas mãos: perspectivas para a região mais dependente do turismo no mundo *(continuação)*

de 10 por cento do PIB e do emprego total para Uruguai, Argentina e Chile. No Brasil, estima-se que o turismo tenha contribuído para cerca de 8 por cento da produção e do emprego. No total, cerca de 28 milhões de cidadãos latino-americanos e caribenhos dependiam do setor de turismo para compor parte de sua renda e meios de subsistência em 2018 (o último ano para o qual há dados finais disponíveis).^c

^a OMT. “Barômetro Mundial do Turismo.” Volume 20, Edição 6. Novembro de 2022.

^b Apenas os países membros do BID são mostrados na Figura 1.1.1, mas, por essa medida, Aruba, Antígua e Barbuda, Santa Lúcia, Dominica e Granada também estão entre as 20 economias mais dependentes do turismo.

^c Note-se que esses dados refletem a contribuição total de viagens e turismo para o emprego (WDI do Banco Mundial e WTTC), impulsionada pela atividade econômica direta e indireta. A contribuição direta refere-se a empregos especificamente ligados a setores voltados para o turismo, incluindo hotéis e restaurantes, enquanto as contribuições indiretas incluem serviços de apoio e outros insumos a montante do setor (por exemplo, insumos agrícolas, construção, serviços de manutenção setorial, etc.).

países que ainda lutam para estabilizar a inflação, os custos de financiamento podem continuar subindo. Nesse cenário, os países da região ainda têm espaço de políticas para manobrar e evitar contrações econômicas mais profundas do que o necessário para que possam focar no tríplice desafio social, fiscal e de crescimento.

As políticas monetária e fiscal são exemplos claros de áreas em que a região precisa de ajustes para não apenas evitar um pouso forçado, mas também criar as condições para uma recuperação mais rápida após os riscos de 2023. Na frente monetária (ver Capítulo 2), os países ainda precisam manter ou, em alguns casos, endurecer sua postura de política monetária, para assegurar que a inflação retorne às suas metas até 2024. Todos os manuais de estratégias de políticas na região devem ter isso como prioridade.

A política fiscal precisa acompanhar a política monetária, acelerando a consolidação fiscal. A consolidação fiscal é crucial para diminuir os prêmios de risco, reduzir os custos de financiamento e a taxa básica de juros neutra, além de gerar espaço fiscal para apoiar políticas tão necessárias para promover o desenvolvimento econômico e social. A consolidação fiscal enfrenta riscos (ver Capítulo 3), mas os formuladores de políticas dispõem de vários instrumentos de política, tais como fortalecer as instituições fiscais e restabelecer o uso de regras fiscais, que podem lhes permitir avançar na frente fiscal.

A desaceleração econômica que a região pode enfrentar em 2023 levanta o grave espectro de uma deterioração da pobreza e da desigualdade. Muitos dos ganhos sociais arduamente conquistados na primeira década do século foram revertidos. Evitar novas perdas e gerar condições para recuperar e superar esses ganhos é uma prioridade. A forma como os mercados de trabalho respondem às políticas restritivas implementadas até 2022 para reduzir a inflação (ver Capítulo 4) pode deixar cicatrizes adicionais, afetando o ajuste futuro dos mercados de trabalho. As políticas devem ser formuladas tendo em mente os pobres, e incluir políticas fiscais específicas para atender às necessidades dos

mais vulneráveis a choques monetários e financeiros. Os mercados de trabalho na região ainda precisam aumentar seus níveis de formalidade para melhor atender às necessidades de desenvolvimento.

Não obstante os custos de financiamento globais mais altos, os mercados financeiros da região têm se mostrado resilientes. O acesso a financiamento global permaneceu aberto, embora o seu custo tenha aumentado significativamente. À medida que a dolarização financeira se expande em vários países, as autoridades devem desenvolver estratégias para contê-la, a fim de evitar um eventual choque financeiro que leve a vulnerabilidades no balanço patrimonial, aumentando, assim, o estresse financeiro. Apesar do estresse nos mercados financeiros (ver Capítulo 5), os sistemas financeiros da região permanecem relativamente robustos. Mantê-los dessa forma, garantindo que todas as ferramentas — inclusive testes de estresse — sejam usadas adequadamente, deve ser o objetivo das autoridades em toda a região da América Latina e Caribe.

CAPÍTULO 2

Um ato de equilíbrio: política monetária em tempos de turbulência

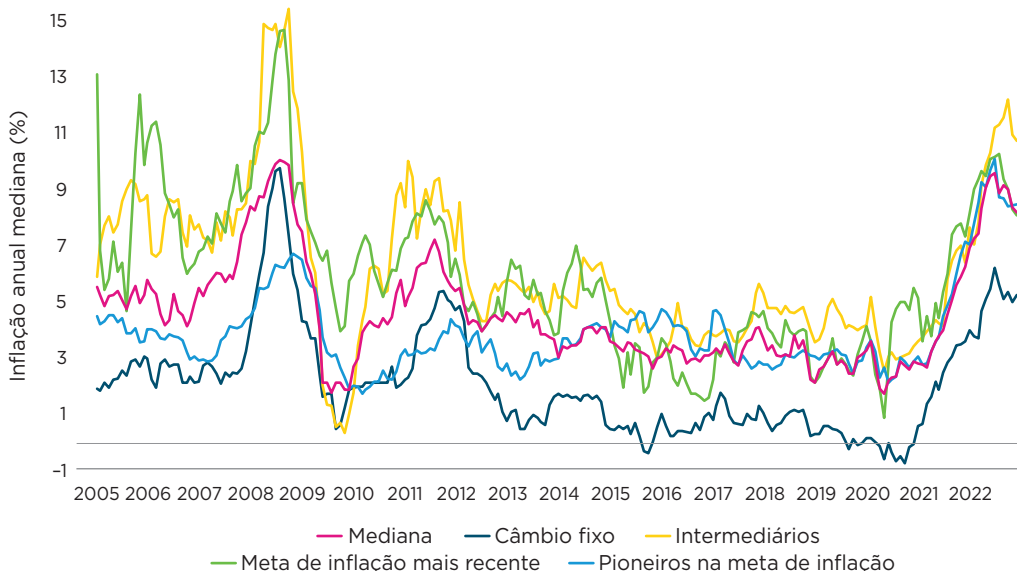
A inflação na região atingiu seu nível mais alto em 14 anos em 2022. Na maioria dos países, no final do ano, os sinais apontavam para uma desaceleração do aumento dos preços. Ainda assim, os analistas não esperam que a inflação retorne às metas dos bancos centrais até pelo menos o final de 2024. Para combater o aumento da inflação e uma possível desancoragem das expectativas de inflação, os bancos centrais da região aumentaram as taxas de juros. Provavelmente, as taxas de juros permanecerão acima de seu nível neutro em 2023 e é possível que conduzam a um processo desinflacionário acompanhado de uma desaceleração no crescimento econômico. A inflação acima das metas, aliada ao baixo crescimento previsto, complicará a avaliação da melhor combinação de políticas monetária e fiscal necessárias para o retorno a uma trajetória de crescimento econômico sustentado.

Este capítulo descreve as tendências recentes da inflação, das taxas de juros da política monetária e dos balanços patrimoniais dos bancos centrais em países da América Latina e do Caribe. Também discute o componente global da inflação e a reação dos bancos centrais. O capítulo também aborda os desafios de coordenação das políticas monetária e fiscal no próximo ano.

Dissecando o surto: a inflação em 2022

Em 2022, a invasão da Ucrânia pela Rússia, aliada a uma recuperação econômica e a estímulos fiscais durante a pandemia, pressionaram os preços, especialmente de energia e alimentos. A inflação na América Latina e no Caribe atingiu o seu nível mais alto desde a crise financeira de 2008 (ver Figura 2.1). A taxa de inflação anual para o país mediano da região chegou ao ponto máximo de 9,6 por cento em julho de 2022, em relação aos 6,3 por cento de 2021 (valor mais alto daquele ano).

A inflação aumentou em países com regimes de política monetária distintos. Mesmo em países com taxas de câmbio fixas e em economias dolarizadas, a inflação anual excedeu

FIGURA 2.1 ● Taxa de inflação em diferentes regimes

Fonte: Cálculos da equipe do BID com base em dados de bancos centrais e da Haver Analytics.

Nota: Os valores representam as taxas de inflação medianas para diferentes regimes de política monetária. IT significa países que adotaram metas de inflação; “pioneiros em IT” inclui Brasil, Chile, Colômbia, México e Peru; “IT mais recente” corresponde a Costa Rica, República Dominicana, Guatemala, Jamaica, Paraguai e Uruguai; “Intermediários” inclui Argentina, Bolívia, Guiana, Haiti, Honduras, Nicarágua, Suriname e Trinidad e Tobago; e o grupo “Fixadores” corresponde a Bahamas, Barbados, Belize, Equador, El Salvador e Panamá.

6 por cento. Como em 2021, a inflação foi impulsionada principalmente por fatores reais — ajuste nos preços globais das commodities, restrições do lado da oferta relacionadas à guerra da Rússia na Ucrânia e aos resquícios da crise de Covid-19 — e não por fatores monetários (ver Cavallo et al., 2022).

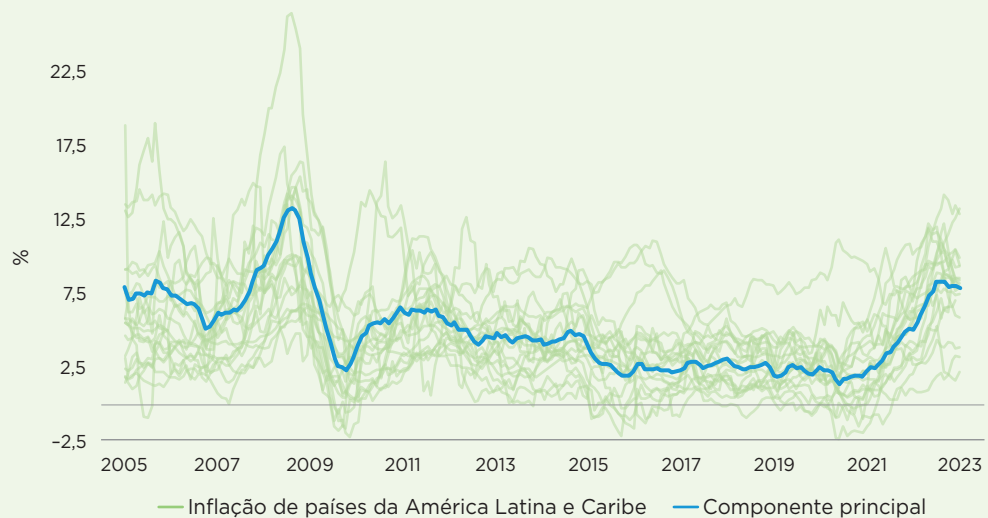
O aumento de preços foi um fenômeno global e não local. O componente principal da inflação na região desde o início da pandemia explica 83 por cento da variação nas taxas de inflação global, em comparação com apenas 57 por cento quando a estimativa usa dados a partir de 2005 (ver quadro 2.1). Os componentes principais da inflação em todos os países, independentemente do seu regime monetário, apresentam uma alta correlação após março de 2020 (ver Figura 2.2, Painel A). Além disso, o componente principal da inflação na região está altamente correlacionado com o componente principal da inflação nos países do G7 e em outras economias emergentes, bem como com os preços das commodities (ver Figura 2.2, Painel B). Esse padrão comum sugere que o aumento da inflação em 2022 foi impulsionado por fatores globais.¹ De fato, o aumento da inflação

¹ Ver Ayres et al. (2023) para mais detalhes. Ruiz-Arranz et al. (2023) mostram que, na América Central, mais da metade da inflação não relacionada com alimentos é explicada por um fator comum altamente correlacionado com os preços do petróleo, e que a inflação de alimentos está altamente correlacionada com o preço do milho e do trigo.

QUADRO 2.1 • Componente principal da inflação na região

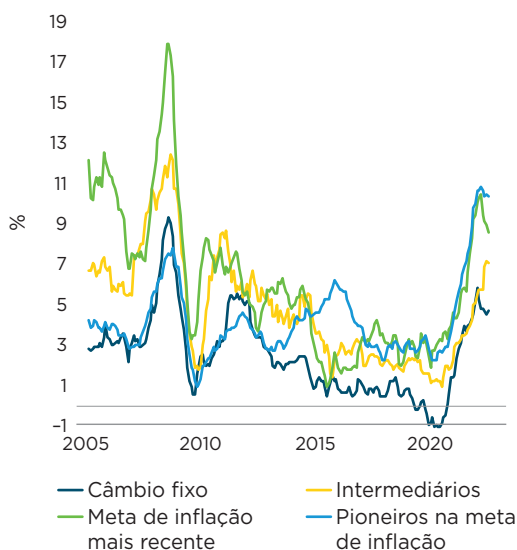
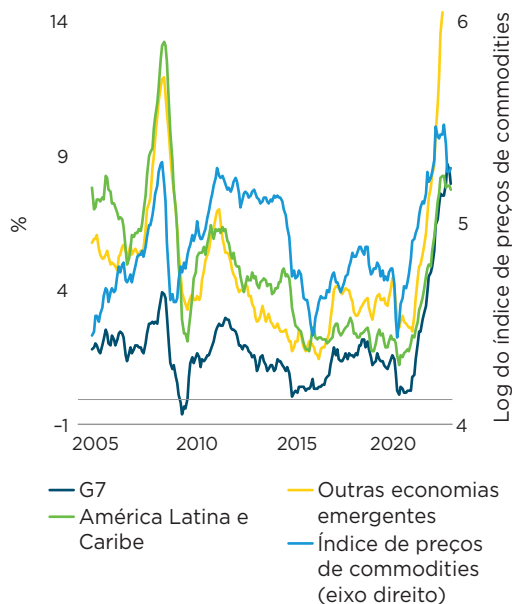
O componente principal é simplesmente a combinação linear de 19 séries de inflação de países da América Latina e do Caribe, que explica a maior parte da variação geral da inflação nos dados. Ayres et al. (2023) conduzem uma análise de componente principal da dinâmica da inflação na América Latina e no Caribe, para avaliar o recente aumento da inflação em toda a região. O componente principal responde por 57 por cento da variação da inflação nos últimos 17 anos e está altamente correlacionado com os componentes principais da inflação de grupos de países fora da região, especialmente no pós-Covid-19. Fatores globais, como a inflação dos EUA, os preços das commodities e os custos de transporte internacional representam pelo menos um terço da variação do componente principal. A análise indica que fatores externos são propulsores importantes do aumento da inflação na região após os confinamentos durante a pandemia.

A figura 2.1.1 mostra o componente principal e as séries de inflação dos 19 países da região. O componente principal capta o aumento generalizado da inflação por volta de 2008-09 e durante o período mais recente pós-Covid-19. Além disso, o cálculo do componente principal mostra sua participação na variância da inflação na amostra. Essa participação é a razão entre o maior autovalor e a soma de todos os autovalores da matriz de variância-covariância. O componente principal, por si só, representa 57 por cento da variação da inflação. E o componente principal para o subperíodo pós-março de 2020 — início da pandemia — responde por 83 por cento da variação. Isso indica que um fator comum responde pela maior parte da variação da inflação na amostra, particularmente no subperíodo pós-Covid-19.

FIGURA 2.1.1 • A inflação e seu componente principal na América Latina e no Caribe

Fonte: Cálculos da equipe do BID com base em dados de bancos centrais e da Haver Analytics.

Nota: Países com períodos de inflação alta e falta de dados foram excluídos para evitar problemas na estimativa do componente principal. As figuras incluem dados para Bahamas, Bolívia, Brasil, Chile, Colômbia, Costa Rica, República Dominicana, Equador, El Salvador, Guatemala, Guiana, Honduras, Jamaica, México, Panamá, Paraguai, Peru, Trinidad e Tobago e Uruguai.

FIGURA 2.2 • Componente principal da inflação para diferentes grupos**A. América Latina e Caribe, por regime monetário****B. América Latina e Caribe, outras economias e o índice de preços de commodities**

Fonte: Cálculos da equipe do BID com base em dados de bancos centrais, da Haver Analytics e da Base de Dados de Commodities do FMI.

Nota: Países com períodos de inflação alta e falta de dados foram excluídos para evitar problemas na estimativa do componente principal. IT significa países que adotaram metas de inflação; "pioneiros em IT" inclui Brasil, Chile, Colômbia, México e Peru; "IT mais recente" incorpora Costa Rica, República Dominicana, Guatemala, Jamaica, Paraguai e Uruguai; "Intermediários" abrange Argentina, Bolívia, Guiana, Haiti, Honduras, Nicarágua, Suriname e Trinidad e Tobago; e "Fixadores" inclui Bahamas, Barbados, Belize, Equador, El Salvador e Panamá. A região da América Latina e Caribe é composta por todos os países. O grupo "Outras EMes" usa as mesmas economias do índice EMBI, mas exclui os países da América Latina e do Caribe. Consequentemente, inclui: Armênia, China, Costa do Marfim, Croácia, Egito, Geórgia, Hungria, Índia, Indonésia, Quênia, Letônia, Lituânia, Malásia, Namíbia, Nigéria, Omã, Paquistão, Filipinas, Polônia, Romênia, Rússia, Senegal, Eslováquia, África do Sul, Tunísia e Zâmbia. Os membros do grupo do G7 são Canadá, França, Alemanha, Itália, Japão, Reino Unido e Estados Unidos. A figura usa o índice de preços de commodities do FMI.

e das expectativas de inflação foi impulsionado principalmente por um aumento dos preços dos combustíveis, dos alimentos e de outras commodities, que, por sua vez, foi impulsionado pelos choques globais de oferta, causados pela pandemia e pela guerra na Ucrânia (Quadro 2.2).²

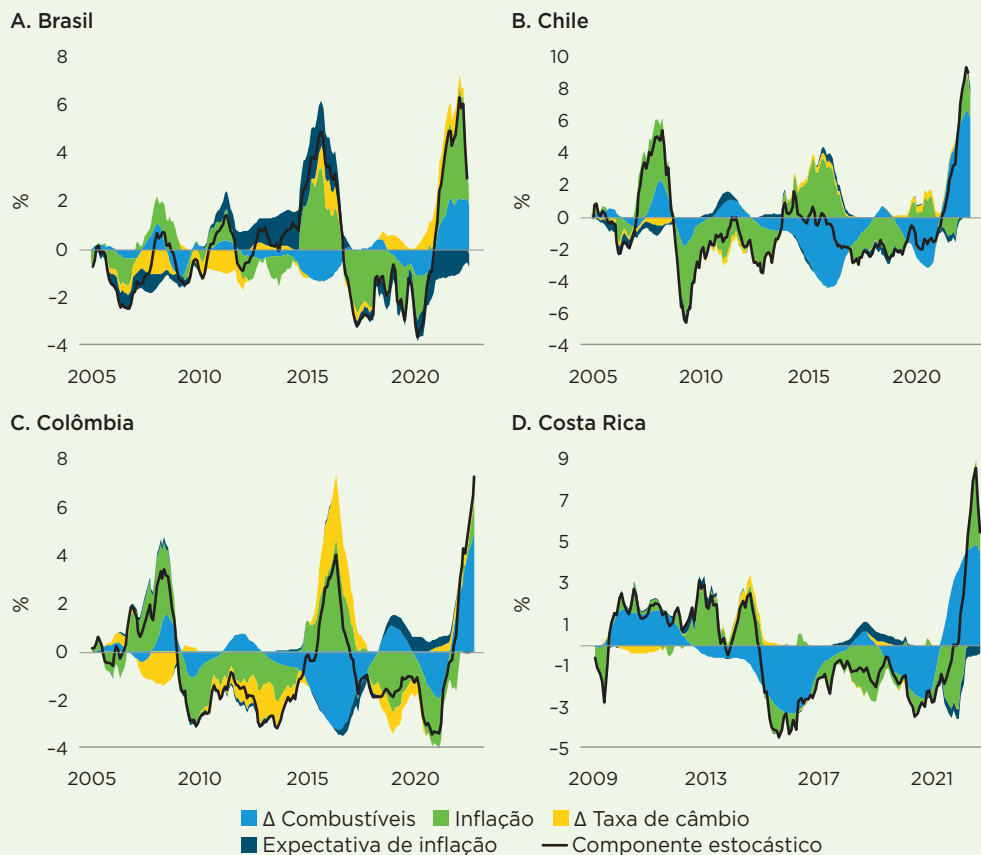
O índice de preços dos alimentos aumentou 30 por cento entre fevereiro de 2020 e dezembro de 2022, em resposta à pandemia de Covid-19 e à guerra na Ucrânia, enquanto o índice de preços ao consumidor aumentou 18 por cento (ver Figura 2.3). Em 2022, a inflação de alimentos para o país mediano chegou a 14 por cento, a inflação total do IPC a 9 por cento e o núcleo da inflação (*core inflation*) a 7 por cento. O fato de que os preços

² Ver FMI (2022b) para uma discussão.

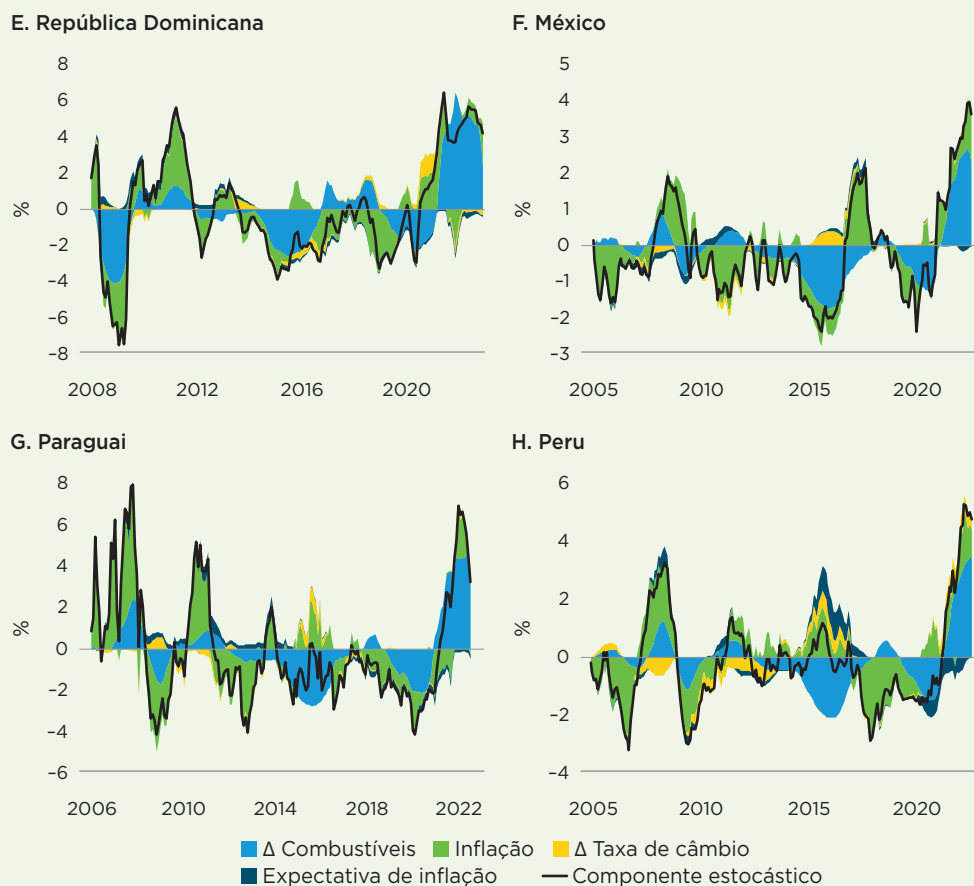
QUADRO 2.2 • Para entender as raízes da inflação

Galindo e Nuguer (2023) estimam o impacto dos choques nos preços dos combustíveis na inflação e nas expectativas de inflação em países como Brasil, Chile, Colômbia, Costa Rica, República Dominicana, México, Paraguai e Peru. Esses países têm regimes de metas de inflação. Para quantificar os impactos dos choques globais dos preços dos combustíveis, os autores usam modelos Bayesianos-VAR (auto-regressão vetorial estrutural).^a Os modelos incluem a flutuação exógena do preço global das commodities de combustíveis, bem como variáveis domésticas: inflação global (*headline inflation*), expectativas de inflação e depreciação da taxa de câmbio nominal.

Em todos os casos, a inflação e as expectativas de inflação respondem de forma significativa e rápida a um choque nos preços dos combustíveis. O tamanho e a duração do impacto variam entre os países. Uma característica fundamental desses países é a existência de algum tipo de mecanismo com apoio fiscal, para reduzir o impacto dos preços globais dos combustíveis nos preços domésticos dos combustíveis. Assim, o canal de transmissão mais provável é por meio do aumento do custo de bens e serviços importados. O tamanho do impacto e a persistência e dinâmica da transmissão podem estar relacionados com o funcionamento idiossincrático de cada mecanismo de suavização do preço da gasolina.

FIGURA 2.2.1 • Decomposição histórica da inflação

(continua na página seguinte)

QUADRO 2.2 • Para entender as raízes da inflação (continuação)**FIGURA 2.2.1 • Decomposição histórica da inflação**

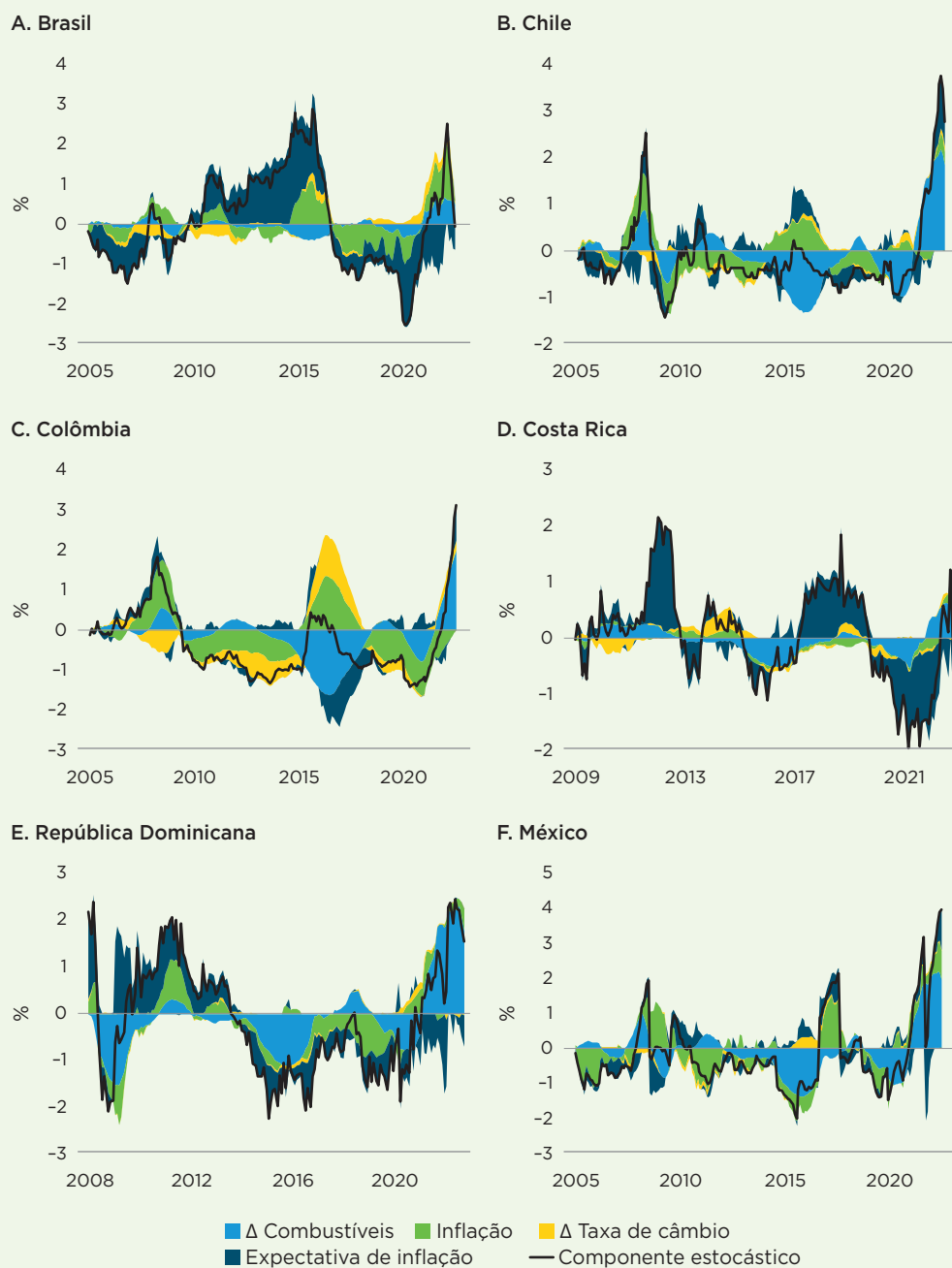
Fonte: Cálculos da equipe do BID com base em dados de bancos centrais e da Haver Analytics.

Nota: As figuras representam a decomposição da inflação para cada país, explicada pelo modelo B-VAR estimado em Galindo e Nuguer (2023). A linha sólida corresponde ao componente estocástico da inflação, enquanto as diferentes cores de área correspondem a cada um dos choques no modelo B-VAR.

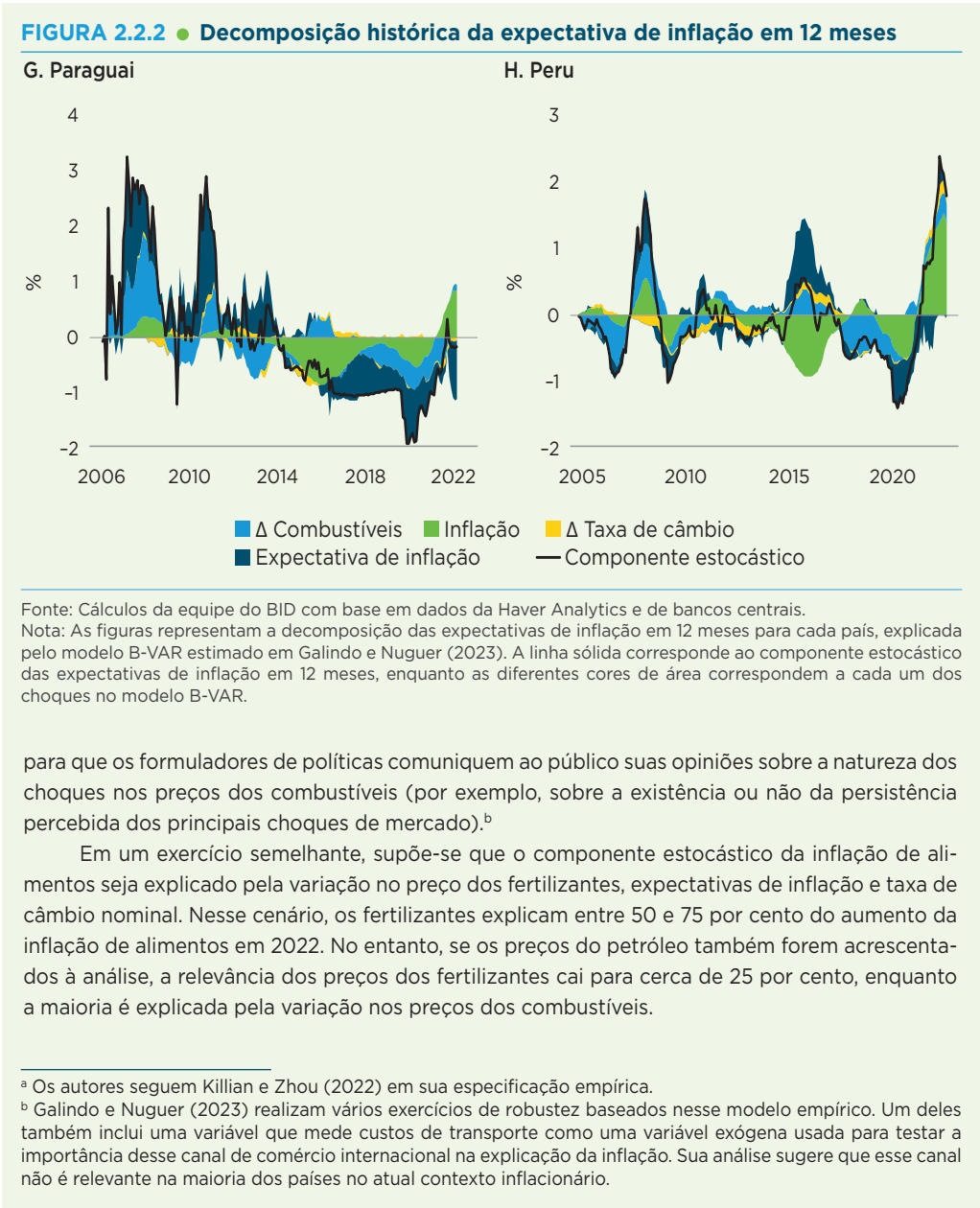
Os principais propulsores da inflação de janeiro de 2005 a outubro de 2022 foram os choques nos preços dos combustíveis, exceto no Brasil (ver Figura 2.2.1). Os choques nos preços dos combustíveis explicam mais de 70 por cento da variação exógena da inflação estimada pelos modelos no último trimestre da amostra. Nos casos da República Dominicana e do Paraguai, os choques nos preços dos combustíveis explicam mais de 90 por cento da variação. No geral, esses resultados sugerem que a dinâmica externa nos preços dos combustíveis tem sido o principal propulsor da inflação do Índice de Preços ao Consumidor (IPC) na América Latina e no Caribe.

Conforme a inflação, os choques nos preços dos combustíveis desempenharam um papel fundamental na definição das expectativas de inflação (ver Figura 2.2.2), um sinal fundamental

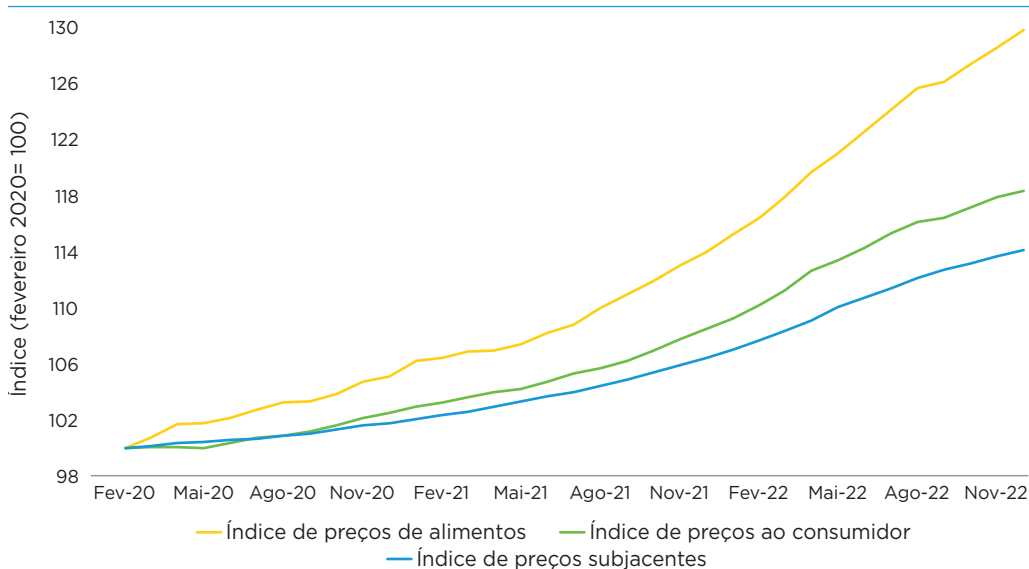
(continua na página seguinte)

QUADRO 2.2 • Para entender as raízes da inflação *(continuação)***FIGURA 2.2.2 • Decomposição histórica da expectativa de inflação em 12 meses***(continua na página seguinte)*

QUADRO 2.2 • Para entender as raízes da inflação *(continuação)*



dos alimentos aumentaram mais do que os preços gerais ao consumidor e aos preços básicos reflete o impacto relativamente mais forte das restrições de oferta nos preços dos alimentos, que exercem maior pressão sobre as famílias mais pobres, que gastam uma parcela maior de sua renda em alimentos (ver Cavallo e Powell, 2021, e Nuguer e Powell, 2020). Embora os preços da energia tenham aumentado mundialmente, grandes subsídios

FIGURA 2.3 • Medidas alternativas do índice de preços ao consumidor

Fonte: Cálculos da equipe do BID com base em bancos centrais, institutos de estatísticas e Haver Analytics.

Nota: Esta figura mostra taxas de inflação medianas para um grupo de países para os quais há taxas de inflação de alimentos e de núcleo de inflação disponíveis. Os países incluídos são Argentina, Bolívia, Brasil, Chile, Colômbia, Costa Rica, República Dominicana, Guatemala, Honduras, México, Nicarágua, Paraguai, Peru, El Salvador e Trinidad e Tobago.

aos preços da energia na região limitaram seu repasse aos preços domésticos.³ No entanto, o aumento dos preços globais da energia impulsionou os custos de transporte e o preço de bens importados, impulsionando os aumentos gerais de preços e a inflação doméstica dos preços dos alimentos. Mais uma vez, as famílias mais pobres sofreram relativamente mais, visto que dependem em maior medida da sua renda do trabalho, que é fortemente afetada pela inflação (Capítulo 4).

Reação da política monetária

Para neutralizar o forte aumento da inflação, os bancos centrais da região elevaram as taxas de juros e reduziram seus balanços para conter a demanda agregada e ancorar as expectativas de inflação. Essas ações, aliadas aos preços mais baixos das commodities, provocaram uma desaceleração da inflação no quarto trimestre de 2022. Em 2023, o efeito inicial dos aumentos de preços em 2022 começará a diminuir, enquanto a política monetária continuará a agir por meio de canais de demanda convencionais, a fim de domar as pressões inflacionárias; assim, a inflação provavelmente continuará em queda.

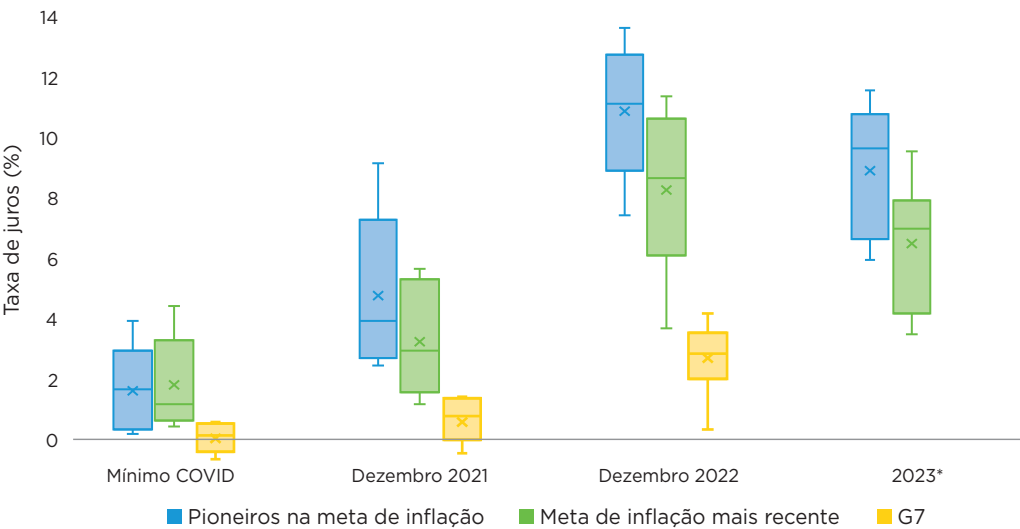
³ Os subsídios podem diferir entre produtos. Para a agricultura, por exemplo, o diesel é especialmente importante, de forma que, se o seu preço não tivesse sido subsidiado, o mecanismo principal de ajuste poderia ter sido um aumento no custo desse insumo para a agricultura.

Mesmo que os principais propulsores do aumento da inflação tenham sido externos, a resposta decisiva dos bancos centrais revela sua preocupação com a desancoragem das expectativas de inflação. É muito provável que suas políticas tenham visado evitar não apenas que isso acontecesse, mas também os riscos de perpetuação da inflação. Uma vez que os preços mundiais das commodities também moldam as expectativas de inflação (Quadro 2.1), a resposta de políticas foi justificada.⁴

Taxas de juros de referência da política monetária

A taxa de juros de referência mediana da política monetária foi 5,5 pontos percentuais maior em 2022 do que no final de 2021, mas variou amplamente entre países: na Guatemala, o aumento foi de apenas 2 pontos percentuais, enquanto Colômbia e Chile registraram aumentos de 9 e 7,25 pontos percentuais, respectivamente. Pelo menos 10 bancos centrais da região implementaram um aumento grande da taxa de juros (ver Figura 2.4). Os bancos centrais dos países pioneiros em adotar metas de inflação, em média, elevaram as taxas

FIGURA 2.4 • Aumento da taxa de políticas dos bancos centrais em metas de inflação



Fonte: Cálculos da equipe do BID com base em dados de bancos centrais, da Haver Analytics e de FocusEconomics (2023). Nota: "Mínima Covid" corresponde à menor taxa de política monetária desde março de 2020. "Pioneiros em IT" inclui Brasil, Chile, Colômbia, México e Peru; "IT mais recente" abrange Costa Rica, República Dominicana, Guatemala, Jamaica, Paraguai e Uruguai. "G7" refere-se às sete economias mais avançadas do mundo. (*) Projeções do FocusEconomics (2023) para o final de 2023.

⁴ Uma razão que pode explicar a conexão entre o choque do preço dos combustíveis e as expectativas de inflação é seu impacto nas contas fiscais. Estimativas sugerem que os custos fiscais da estabilização dos preços domésticos dos combustíveis podem chegar a 1,4 por cento do PIB. Se esse custo fiscal eventualmente acabar enfraquecendo as contas fiscais e colocar em risco a sustentabilidade fiscal, pode acabar alimentando a inflação, seja pela necessidade de financiamento monetário ou por depreciações cambiais. Isso justifica uma reação agressiva dos países para conter o aumento vertiginoso da inflação.

de juros acima dos países que adotaram metas de inflação posteriormente, embora suas taxas de inflação fossem semelhantes. Isso provavelmente reflete o fato de que em países com regimes de metas de inflação mais estabelecidos há mais experiência e conhecimento sobre como funcionam os canais de transmissão da política monetária e sobre o tamanho, menor do que o esperado, da relação entre as taxas de política e crescimento. Além disso, o custo da perda de credibilidade nesses países pode ser maior. Outras dimensões que podem afetar as diferenças no tamanho dos ajustes das taxas de política incluem o arcabouço fiscal e o comportamento dos mercados financeiros e cambiais, entre outros.

Se os bancos centrais acreditavam que o surto inflacionário seria de curta duração ou resultava integralmente de fatores externos, sua reação deveria ter sido nula (se a política monetária funcionasse de forma eficiente) ou muito pequena (porque ainda poderiam impactar as expectativas de inflação). No entanto, sua reação decisiva revela sua crença de que a inflação seria mais persistente e que sua política poderia evitar a desancoragem das expectativas de inflação.

A magnitude das reações dos bancos centrais da América Latina e do Caribe contrasta com as respostas dos bancos centrais do grupo de países do G7, que também aumentaram as taxas, mas a um ritmo mais lento.

Nos próximos 12 meses, a inflação entre os governos da região com metas de inflação estará acima de sua faixa de metas em todos os países, exceto no Paraguai (ver Tabela 2.1, na qual os países são classificados pela desancoragem das suas expectativas de inflação

TABELA 2.1 • Expectativas de inflação entre países com metas de inflação

País	Taxa de juros	Última inflação	Faixa da meta de inflação	Expectativas de inflação em 12 meses	Expectativas de inflação em 24 meses
Jamaica	7	10,3	4-6	11,6	—
México	10,5	7,8	2-4	8,4	5
Colômbia	12	13,2	2-4	7,7	4,7
Costa Rica	9	7,9	2-4	5,8	4
Peru	7,5	8,5	1-3	4,7	3,5
Uruguai	11,5	8,3	3-6	7,4	6,8
Guatemala	3,75	9,2	3-5	6,3	4,8
Chile	11,3	12,8	2-4	5,3	3,5
Brasil	13,8	5,9	1,75-4,75	5,4	4,2
República Dominicana	8,5	7,6	3-5	5,4	4,4
Paraguai	8,5	8,1	2-6	5	4

Fonte: Cálculos da equipe do BID com base em dados de bancos centrais e da Haver Analytics.
Nota: Dados de dezembro de 2022. Última inflação corresponde à variação percentual de 12 meses no índice de preços ao consumidor. As expectativas de inflação em 12 e 24 meses do Brasil, México, Paraguai e Peru, correspondem às expectativas de inflação anual para dezembro de 2023 e dezembro de 2024, respectivamente; Expectativas de inflação de Colômbia, Costa Rica, República Dominicana, Guatemala, Jamaica e Uruguai correspondem à inflação anual esperada para os 12 e 24 meses seguintes. Não há dados de expectativas de inflação em 24 meses para a Jamaica.

de 12 meses). As maiores discrepâncias ocorrem na Jamaica e no México, onde as expectativas de inflação estão 5,6 e 4,4 pontos percentuais acima do limite superior de suas respectivas faixas. No entanto, as expectativas de inflação a médio prazo permanecem bem ancoradas: todos os países esperam que a inflação esteja dentro da sua faixa de metas ou menos de 1 ponto percentual acima do seu limite superior nos próximos 24 meses.

A convergência das expectativas de inflação com as metas é uma boa notícia e indica uma credibilidade contínua das políticas dos bancos centrais.⁵ Por essa razão, os bancos centrais reagiram energicamente em 2022 para evitar o aumento da inflação. As avaliações atuais das expectativas em 24 meses sugerem que essa resposta foi apropriada; a inflação está caindo, e as expectativas permanecem bem ancoradas.

Além das taxas de juros

Para controlar a inflação, a política de taxas de juros foi acompanhada por ajustes no balanço dos bancos centrais. Após o grande aumento nos seus balanços durante a pandemia, todos os bancos centrais iniciaram ou prosseguiram com o processo contracionista iniciado em 2021 (ver Cavallo e Powell, 2021, e Ayres, Neumeyer e Powell, 2021). A Tabela 2.2 apresenta a evolução dos balanços dos bancos centrais em um grupo de países da América Latina e do Caribe, e os classifica de acordo com a diferença entre a variação acumulada global desde o início da pandemia (Painel A) e a partir do seu pico de expansão durante a pandemia (Painel B).⁶

Os países variam intensamente em seu comportamento geral. Chile expandiu seus ativos com uma variação acumulada de 13,2 (ver Tabela 2.2, Painel A). Brasil e Uruguai contraíram seus ativos em um total acumulado de -5,7 e -0,2, respectivamente.

O Chile expandiu seu crédito líquido aos bancos (variação acumulada de 14,1) e esterilizou sua maior parte (variação acumulada total de 12,2). A movimentação no mercado de câmbio do banco central tem sido discreta, uma vez que o país segue um regime de metas de inflação com uma taxa de câmbio flexível.

O Brasil aumentou e depois freou o crédito líquido ao governo mais do que qualquer país. No início da pandemia, o governo sacou seus depósitos no banco central para financiar suas políticas relacionadas com a Covid; esses recursos foram esterilizados à medida que o governo os gastava. Depois disso, o governo conseguiu reconstituir seus depósitos por meio da emissão de títulos e da transferência de lucros do banco central, devido ao efeito da desvalorização da taxa de câmbio em suas reservas estrangeiras.

O pico de expansão para a maioria dos países ocorreu em 2020 ou em 2021. Desde então, os balanços de todos os países sofreram uma contração (ver Quadro 2.2, Painel

⁵ Ver Mariscal et al. (2018).

⁶ A variação acumulada nos balanços dos bancos centrais é calculada como a variação no total de ativos ou passivos (líquidos de efeitos de valorização cambial) dividida pelo PIB de 2019.

TABELA 2.2 • Variação acumulada dos balanços dos bancos centrais

A. Expansão dos balanços dos bancos centrais com base nos últimos dados disponíveis (% do PIB de 2019)

País	Ativos			Passivos			Total de ativos = passivos (7)	Última observação (8)
	Crédito líquido a estrangeiros (líquido de valorização cambial) (1)	Crédito líquido a bancos (2)	Crédito líquido ao governo (3)	Base monetária (4)	Passivos de esterilização (5)	Outros passivos líquidos (6)		
Chile	-1,1	14,1	0,4	2,7	12,2	-1,5	13,4	Dez-22
Bolívia*	-7,2	3,5	16,9	11,1	0,0	2,1	13,2	Dez-22
Jamaica	6,3	-0,8	1,3	4,0	3,8	-1,1	6,8	Dez-22
Peru	2,1	-0,1	2,6	4,2	0,4	-0,1	4,6	Dez-22
Colômbia	6,5	2,2	-5,3	3,8	0,1	-0,5	3,4	Dez-22
México	5,0	-0,9	-1,5	2,2	1,7	-1,2	2,7	Dez-22
Paraguai	1,3	-0,3	1,2	3,9	-1,5	-0,2	2,2	Dez-22
Uruguai	-2,0	2,2	-0,2	2,6	-1,5	-1,1	0,0	Dez-22
Costa Rica	4,7	-0,7	-4,1	0,3	3,9	-4,4	-0,2	Dez-22
Brasil	-3,35	-1,48	-0,88	1,42	-0,25	-6,89	-5,71	Dez-22

Fonte: Cálculos da equipe do BID com base em dados do FMI e de bancos centrais.
Nota: (*) corresponde a dados de Estatísticas Financeiras Internacionais (IFS) do FMI.

(continua na página seguinte)

TABELA 2.2 • Variação acumulada dos balanços dos bancos centrais (continuação)

B. Expansão dos balanços dos bancos centrais a partir do seu pico durante a pandemia, com base nos últimos dados disponíveis (% do PIB de 2019)

País	Ativos			Passivos			Total de ativos = passivos	Última observação - pico	Expansão entre dezembro de 2019 e o pico
	Crédito líquido a estrangeiros (líquido de valorização cambial)	Crédito líquido a bancos	Crédito líquido ao governo	Base mone-tária	Passivos de esterilização	Outros passivos líquidos			
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
Colômbia	-3,2	-2,6	-9,3	-0,1	-7,7	-7,2	-15,0	Dez 2022-Jul 2020	4,0
Bolívia*	-0,9	-4,0	-4,3	0,6	-8,0	-1,7	-9,2	Dez 2022-Jan 2021	13,2
Paraguai	-6,5	-1,3	0,0	-3,1	-1,6	-3,2	-7,8	Dez 2022-Nov 2021	3,3
México	-1,3	-0,2	-4,7	-2,2	-0,5	-3,5	-6,2	Dez 2022-Mar 2021	3,0
Costa Rica	0,1	-0,2	-1,7	-0,3	-0,2	-1,4	-1,8	Dez 2022-Out 2021	1,4
Jamaica	-2,6	2,2	-1,0	2,4	-1,1	-2,8	-1,4	Dez 2022-Jun 2020	8,6
Uruguai	-1,0	-0,2	0,1	1,6	-0,3	-2,4	-0,8	Dez 2022-Fev2022	4,4
Chile	1,0	-1,8	0,1	1,6	-0,4	-1,8	-0,6	Dez 2022-Dez 2020	21,2
Peru	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	Dez 2022-Dez 2022	12,6
Brasil	0,0	-0,2	0,8	0,9	0,3	-0,6	0,6	Dez 2022-Dez 2021	9,3

Fonte: Cálculos da equipe do BID com base em dados do FMI e de bancos centrais.
Nota: (*) corresponde aos dados de Estatísticas Financeiras Internacionais (IFS) do FMI.

B). Brasil, Peru, Chile e Uruguai atingiram seu pico no início de 2021 e, desde então, vêm registrando a maior contração. Com exceção do Chile, o crédito líquido ao governo diminuiu em todos os países. No Brasil e no Peru, as ações de política foram seguidas por uma queda dos ativos líquidos dos bancos.⁷ O Chile ajustou seu crédito líquido a estrangeiros, reduzindo sua base monetária.

O aumento das taxas de juros dos EUA também impactaram o balanço dos bancos centrais, como resultado do valor menor de reservas e de um preço mais baixo dos ativos estrangeiros denominados em dólares americanos. Todos os países da amostra, com exceção do Paraguai, reduziram o crédito líquido a estrangeiros. O capítulo 5 discute as últimas tendências das contas financeiras e mudanças gerais nas reservas para a região.

A taxa média de juros da política monetária na região para países com metas de inflação foi 4,25 pontos percentuais maior do que a posição do Conselho do Federal Reserve americano em dezembro de 2022. Isso pode afetar os fluxos de capital para a região, o chamado “*carry trade*”, que foi uma questão preocupante no início de 2022. Em princípio, taxas de juros mais altas podem levar investidores estrangeiros a contrair empréstimos em dólares americanos para investir na região, especialmente investimentos de curto prazo. A entrada de capital estrangeiro de curto prazo pode criar pressão para a valorização da moeda ou abrandar as pressões de depreciação sobre a moeda nacional, limitando, assim, a competitividade e o crescimento. No entanto, em 2022, o comportamento das moedas nacionais variou em relação ao dólar americano, com fatores idiossincráticos desempenhando um papel fundamental. Mais detalhes sobre o comportamento dos fluxos de capital são apresentados no Capítulo 5.

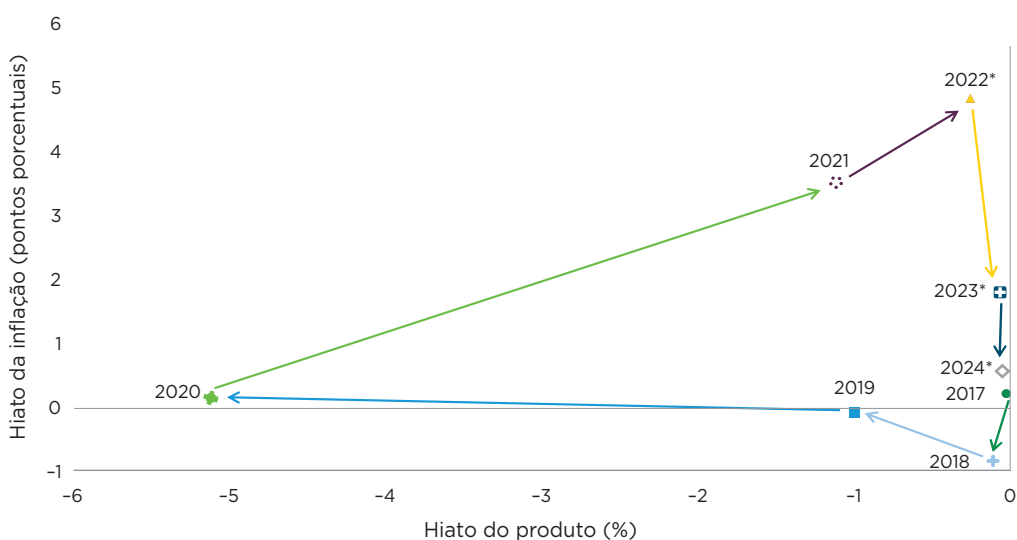
Fechar os hiatos

Nos próximos meses, os bancos centrais provavelmente manterão sua postura de política monetária contracionista, pelo menos enquanto as pressões inflacionárias persistirem. Mesmo que a inflação continue a recuar, as expectativas de inflação devem permanecer ancoradas. O compromisso dos bancos centrais de combater a inflação e ancorar as expectativas de inflação é fundamental para aliviar a política monetária até o final de 2023 ou em 2024.⁸ Para tanto, é preciso fechar hiatos importantes.

Em 2022, a inflação atingiu o pico em relação aos últimos 10 anos e o hiato do produto aumentou consideravelmente. Por esse motivo, os hiatos tanto de produção quanto de inflação foram cerca de cinco pontos percentuais superiores às de 2020 (ver Figura 2.5); a diferença entre a produção projetada para 2022 e sua tendência de longo prazo, e a diferença entre o nível de inflação e sua meta, para cada meta de inflação na

⁷ Os ativos líquidos do governo incluem títulos de dívida do governo mantidos pelo banco central (e empréstimos diretos ao governo central e empresas estatais, no caso da Bolívia), líquidos de depósitos do governo.

⁸ Sua estratégia de comunicação deve continuar sendo extremamente cuidadosa e explicar os choques que atingem as economias e a trajetória das taxas de juros e outras políticas que os bancos centrais podem implementar.

FIGURA 2.5 ● **Hiatos de inflação e de produção para o país mediano com metas de inflação na região**

Fonte: Cálculos da equipe do BID com base em dados do FMI (2022b), do FocusEconomics (2023) e de bancos centrais. Nota: Hiato de inflação é o desvio da inflação anual em relação à meta em pontos percentuais; hiato de produção é o desvio da produção anual em relação ao seu nível potencial. (*) denota projeções do FMI de outubro de 2022 para o hiato de produção, e da FocusEconomics (2023) para o hiato de inflação. O hiato de inflação em 2022 são os dados reais. A figura inclui dados para Brasil, Chile, Colômbia, Costa Rica, República Dominicana, Guatemala, Jamaica, México, Peru e Uruguai.

região, foram, em média, positivas e superiores às de dois anos atrás. Isso sugere que muitas economias da região estavam superaquecendo, dadas a forte recuperação do crescimento e as contínuas restrições de oferta.

Em 2023, a expectativa é de que os hiatos sejam fechados em relação a 2022, graças à reação dos bancos centrais, à flexibilização das tendências globais nos preços das commodities e às taxas de juros globais relativamente altas. Por um lado, as expectativas de inflação estão agora se aproximando das metas dos bancos centrais na maioria dos países, dando continuidade à tendência em 2022. A atividade econômica, por outro lado, varia. Para a maioria dos países, deverá retornar ao seu nível potencial de longo prazo, mas para o México e a Guatemala, por exemplo, deverá permanecer abaixo do seu potencial, e até mesmo menor do que em 2022. O desempenho do México e da Guatemala pode refletir a correlação desses países com o crescimento dos EUA. A desaceleração da inflação e da atividade econômica em toda a região pode ser explicada pelo efeito das altas taxas de juros atuais e pelo fim do efeito de recuperação pós-pandemia.

A combinação “correta” de políticas

A inflação começou a recuar na região. No entanto, embora os preços das commodities tenham caído de seus picos e ajudado a inflação a cair, ela provavelmente permanecerá

acima da meta até 2024. As taxas de juros da política monetária continuarão altas até que a inflação retorne à meta. Evitar a desancoragem das expectativas de inflação é crucial para os bancos centrais. É preciso reduzir a inflação e manter as expectativas sob controle; se elas forem desancoradas, reancorá-las novamente no futuro pode sair caro. Além disso, essa reancoragem poderia implicar *trade-offs* em termos de desaceleração da atividade econômica e desorganização dos mercados de trabalho (ver Capítulo 4). Para reduzir os *trade-offs*, a política monetária deve ser articulada com a política fiscal e outras políticas econômicas relevantes.

A articulação com a política fiscal é crítica. Para continuar reduzindo a inflação em vista de um hiato inflacionário positivo em meio às restrições de oferta e evitar a necessidade de taxas de juros ainda maiores para manter as expectativas ancoradas, a política fiscal deve ser coerente com os objetivos monetários. Aumentar a eficiência da política monetária requer déficits fiscais mais baixos e uma redução correspondente no risco de crédito soberano. Spreads de menor risco reduzem as taxas de juros neutras usadas pelos bancos centrais nas suas funções de política monetária.⁹ À medida que a taxa de juros neutra cai, os bancos centrais passam a ter mais espaço para reduzir suas taxas de política monetária. Por outro lado, à medida que as contas fiscais se consolidam, os riscos de financiamento monetário de déficits fiscais diminuem, e as expectativas de inflação ajustam-se mais rapidamente. No entanto, a consolidação das contas fiscais é uma tarefa desafiadora (ver Capítulo 3). Embora alguns países tenham se beneficiado de receitas fiscais mais altas, associadas ao aumento dos preços das commodities, muitos países mantêm políticas fiscais expansionistas, que pressionam a demanda e limitam a velocidade da queda da inflação. Isso complica a capacidade dos bancos centrais para sustentar uma política monetária independente, uma vez que o financiamento de despesas fiscais pelos bancos centrais tem prioridade sobre a consecução dos objetivos de inflação. Garantir uma trajetória sustentável para as finanças públicas, a fim de complementar um quadro monetário confiável e manter a estabilidade de preços, continuará sendo crucial nos próximos meses.

A coordenação é uma via de mão dupla. À medida que os bancos centrais reduzem suas taxas de juros, outras taxas devem seguir essas reduções, incluindo aquelas pagas por títulos do governo, caso o risco soberano também esteja caindo. Pagamentos de juros mais baixos contribuem para a consolidação fiscal, o que, por sua vez, facilita a tarefa relacionada com a política monetária. Nesse sentido, o sucesso de uma política anti-inflacionária beneficia as contas fiscais e monetárias, quando ambas as autoridades se movem na mesma direção.

No entanto, a coordenação deve ir além da política fiscal. A negociação de vários tipos de contratos também é crucial para garantir o sucesso da política monetária. Um

⁹ Os spreads também podem ser reduzidos à medida que as instituições melhoram.

exemplo crítico é a negociação do setor público e de salários (ver Capítulo 4). Quanto da inflação passada se traduz em futuros ajustes salariais também afeta a forma como os bancos centrais ajustam suas políticas. O principal risco das empresas ajustarem seus preços e salários com os altos níveis de inflação em 2022 é que poderia gerar uma espiral inflacionária. Indexação alta gera expectativas de inflação mais alta e, portanto, reduz o espaço disponível para que os bancos centrais flexibilizem suas políticas monetárias, o que atrasa qualquer impacto potencial na atividade econômica e na rigidez do mercado de trabalho.

A inflação deverá cair graças às políticas adotadas pelos bancos centrais desde o surto inflacionário de 2022. Os riscos para esse prognóstico incluem não apenas a forma como os preços globais das commodities reagirão à reabertura da China após os rigorosos confinamentos da Covid-19, como também aos desdobramentos da guerra na Ucrânia. A forma como potenciais *trade-offs* se materializam depende de quão bem a política monetária é articulada com outras políticas econômicas importantes.

CAPÍTULO 3

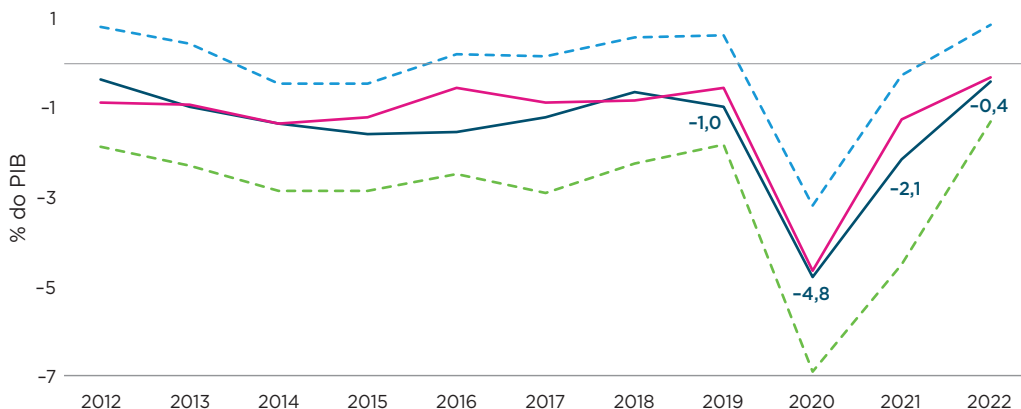
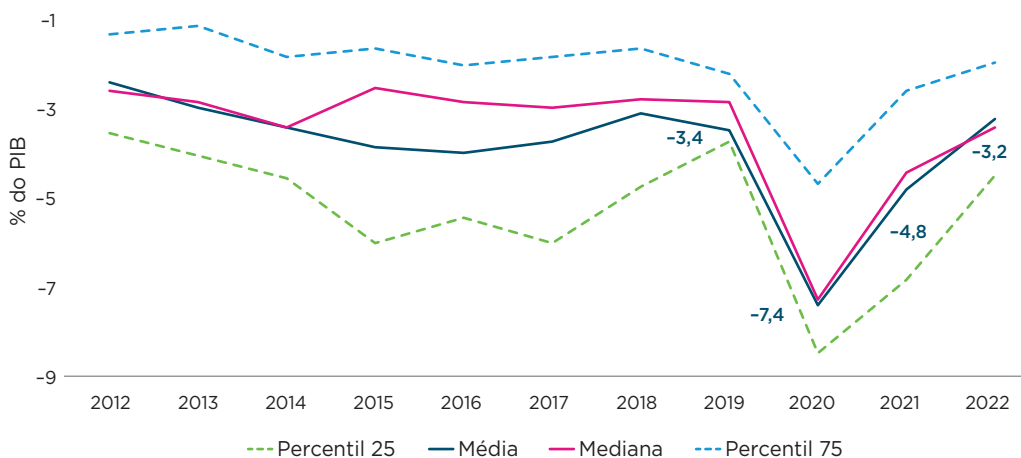
Muitos desafios, muitas opções: a política fiscal em frente a choques

Os saldos fiscais melhoraram desde a pandemia, apesar do aumento das taxas de juros após a invasão da Ucrânia pela Rússia e a luta global contra a inflação. No entanto, ainda há um longo caminho pela frente para a consolidação das contas públicas e a estabilização da dívida pública. Cenários avaliados sugerem que a tendência de queda da dívida pode ser revertida em 2023. A possibilidade de as taxas de juros subirem ainda mais ou de o crescimento ser inferior ao previsto, representa riscos para a política fiscal. As pressões para o aumento de gastos são significativas e, em alguns casos, justificadas. Ainda assim, para muitos países, quaisquer aumentos destinados a grupos ou setores específicos devem ser compensados por gastos menores em outros ou por receitas maiores para conter riscos, e devem ser claramente comunicados como parte de um plano fiscal de médio prazo. Em países com níveis de gastos e receitas relativamente altos, melhorar a eficiência dos gastos e dos sistemas tributários resulta em ganhos substanciais. Os países podem seguir diferentes caminhos para a consolidação fiscal e minimizar os impactos negativos no crescimento, ou até mesmo melhorar as perspectivas de crescimento; a rota específica depende das características individuais do país (Powell e Valencia, 2023).

Este capítulo descreve as tendências recentes na consolidação fiscal e nas trajetórias da dívida, discute questões importantes associadas à forma como a inflação e a resposta de políticas a ela afetaram as políticas fiscais, e explora cenários fiscais nos próximos anos em resposta a questões globais. Não obstante desafios significativos, os países dispõem de várias opções de políticas, dependendo de seus arcabouços fiscais atuais e sua situação de endividamento.

De volta aos trilhos: consolidação fiscal na região

A consolidação fiscal prossegue na América Latina e no Caribe, com o retorno dos saldos fiscais aos níveis pré-pandemia em 2022. Na economia média (Figura 3.1, Painel A), o déficit primário atingiu 0,4 por cento do PIB em 2022 - 4,4 pontos percentuais a menos desde a crise de Covid-19 e 0,6 ponto percentual a menos do que o déficit de 2019. Da

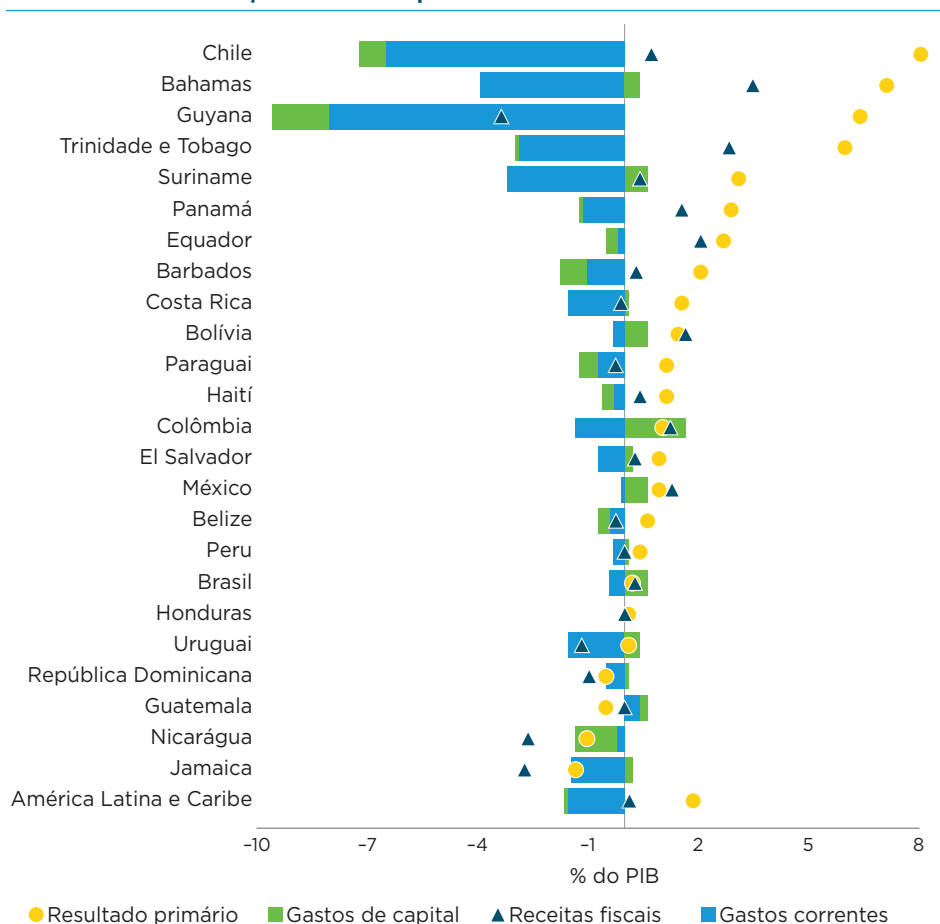
FIGURA 3.1 ● Saldos fiscais na América Latina e no Caribe**A. Resultado primário****B. Resultado fiscal total**

Fonte: Cálculos da equipe do BID com base no FMI (2022b).

Nota: As figuras incluem dados de todos os países mutuários do BID, exceto Venezuela.

mesma forma, o saldo total de 2022 aumentou 1,6 ponto percentual em relação a 2021, ficando em -3,2 por cento do PIB, ou 0,2 ponto percentual acima de 2019 (ver Figura 3.1, Painel B). Ainda assim, o baixo crescimento projetado para 2023 e o aumento das taxas de juros não deixam espaço para a complacência.

Mais de três quartos dos países da região melhoraram seus saldos fiscais em 2022. Alguns países se ajustaram mais do que outros (ver Figura 3.2). Em geral, o progresso nas finanças públicas foi impulsionado principalmente por uma redução média dos gastos totais de 1,5 ponto percentual do PIB. Por sua vez, o principal propulsor dessa queda foram as despesas correntes, que caíram 1,5 ponto percentual do PIB, em média, com a maioria dos países da região encerrando o estímulo fiscal implementado durante a pandemia.

FIGURA 3.2 • Mudanças nos saldos primários 2022 vs. 2021

Fonte: Cálculos da equipe do BID com base no FMI (2022b).

Nota: América Latina e Caribe inclui dados de todos os países mutuários do BID, exceto Argentina e Venezuela.

Notavelmente, isso ocorreu em um momento de pressão por expansão fiscal. Em 2022, 84 por cento dos países da região adotaram ou ampliaram medidas para compensar a queda do poder de compra da população mais pobre, decorrente da inflação alta. Em média, o apoio às famílias mais vulneráveis na região foi de 0,6 ponto percentual. O repertório de medidas inclui transferências de renda, subsídios a produtores específicos - como o setor agrícola - e, em alguns casos, congelamento de preços de energia e combustíveis.¹

As despesas de capital variaram mais. Metade da região aumentou as despesas de capital em 0,4 ponto percentual; na outra metade, houve uma queda de 0,7 ponto percentual do PIB (ver Figura 3.2). As receitas fiscais aumentaram, em média, mas não tanto quanto a produção na fase de recuperação econômica pós-pandemia. No país médio da

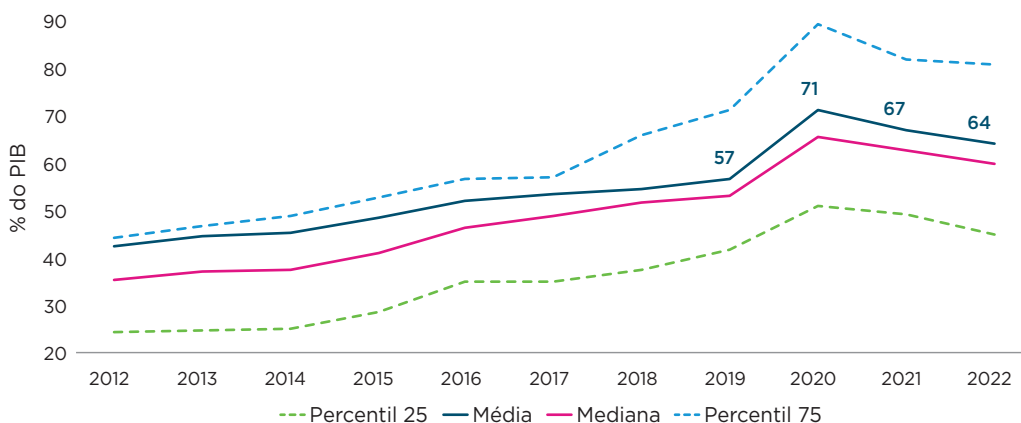
¹ Ver FMI (2022b).

região, as receitas aumentaram apenas 0,2 ponto percentual do PIB. Em 11 países, caíram entre 0,1 e 3,4 pontos percentuais.

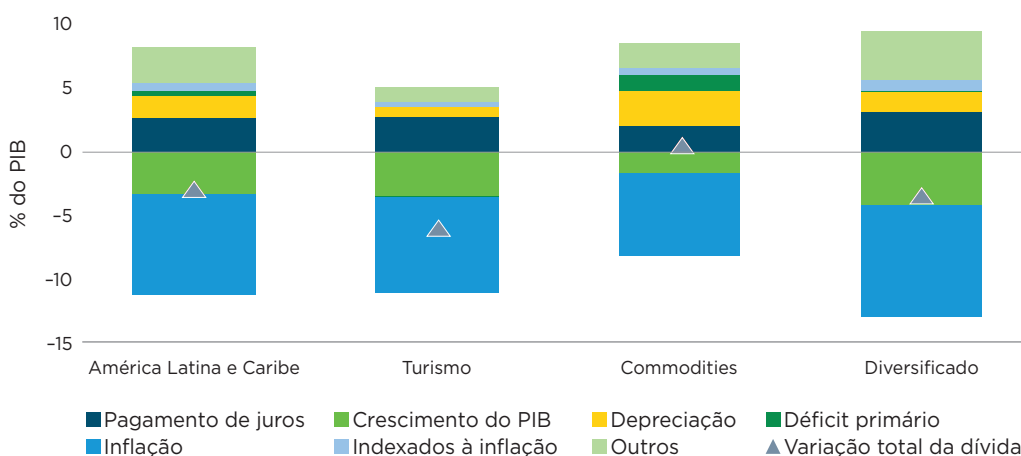
A dívida pública vem se ajustando gradualmente após os aumentos pré-pandemia e o pico em 2020. No país médio, caiu de 67 por cento em 2021 para 64 por cento do PIB em 2022 (Figura 3.3, Painel A). No entanto, uma lacuna significativa ainda persiste, antes da volta aos níveis relativamente altos pré-pandemia. Maior crescimento econômico, taxas de inflação altas e o processo de consolidação fiscal foram os principais fatores de redução do endividamento.² Entretanto, depreciações cambiais acentuadas e

FIGURA 3.3 • Dinâmica da dívida pública na América Latina e no Caribe

A. Dívida bruta



B. 2021-2022 Decomposição da variação da dívida



Fonte: Cálculos da equipe do BID com base no FMI (2022b).

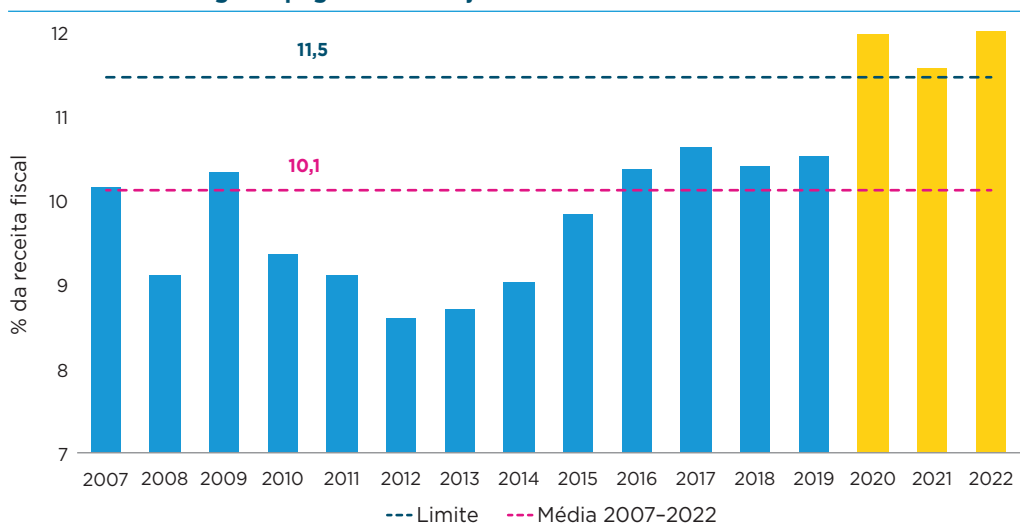
Nota: América Latina e Caribe inclui todos os países mutuários do BID, exceto Venezuela. Países dependentes do turismo inclui Bahamas, Barbados, Belize, República Dominicana, Haiti, Jamaica, Panamá e Uruguai. Países dependentes de commodities inclui Bolívia, Chile, Colômbia, Equador, Guiana, Paraguai, Peru e Suriname. Economias diversificadas inclui Argentina, Brasil, Costa Rica, El Salvador, Guatemala, Honduras, México, Nicarágua e Trinidad e Tobago.

² Para uma discussão de como esses fatores afetam as relações dívida/PIB, ver Powell e Valencia (2023).

pagamentos de juros mais altos comprometeram os ganhos, e esses últimos representam um risco particularmente alto para uma consolidação adicional. No contexto do aumento das pressões inflacionárias, a dívida indexada à inflação, que representa cerca de 9 por cento da dívida total, gerou um aumento do endividamento público entre 0,4 e 0,9 ponto percentual do PIB (Figura 3.3, Painel B). Embora a parcela da dívida indexada à inflação tenha caído, a composição da dívida mudou para mais dívida em moeda estrangeira e taxas flutuantes. O peso da dívida em moeda estrangeira aumentou 1,7 ponto percentual em 2021 em relação a 2018, com o maior aumento registrado nos países dependentes de commodities (12,7 pontos percentuais). Além disso, a dívida com taxa flutuante havia aumentado ligeiramente (0,5 ponto percentual) em 2021 em relação a 2018, impulsionada principalmente pelo aumento de economias dependentes do turismo.

Embora a dívida como parcela do PIB venha caindo, os pagamentos de juros como porcentagem das receitas fiscais (mencionados como a carga de pagamentos de juros) aumentaram e ultrapassaram um nível máximo que indica maior risco fiscal (ver Figura 3.4).³ As taxas de juros começaram a subir por volta de 2014, após o colapso dos preços das commodities, o que provocou um aumento nos prêmios do risco-país. Isso não mudou antes da chegada da pandemia em 2020. Spreads e rendimentos subiram rapidamente em 2020, mas depois caíram à medida que os temores financeiros relacionados com a pandemia diminuíram. O mundo ficou novamente chocado com a invasão russa da Ucrânia, e a inflação,

FIGURA 3.4 ● Carga de pagamentos de juros



Fonte: Estimativas da equipe do BID com base no FMI (2022b).

Nota: A figura inclui todos os países mutuários do BID, exceto Venezuela. Limiar representa o nível de capacidade de pagamento da dívida, acima do qual a probabilidade de enfrentar estresse fiscal aumenta. Para detalhes metodológicos dos cálculos dos limites, ver Valencia et al. (2022).

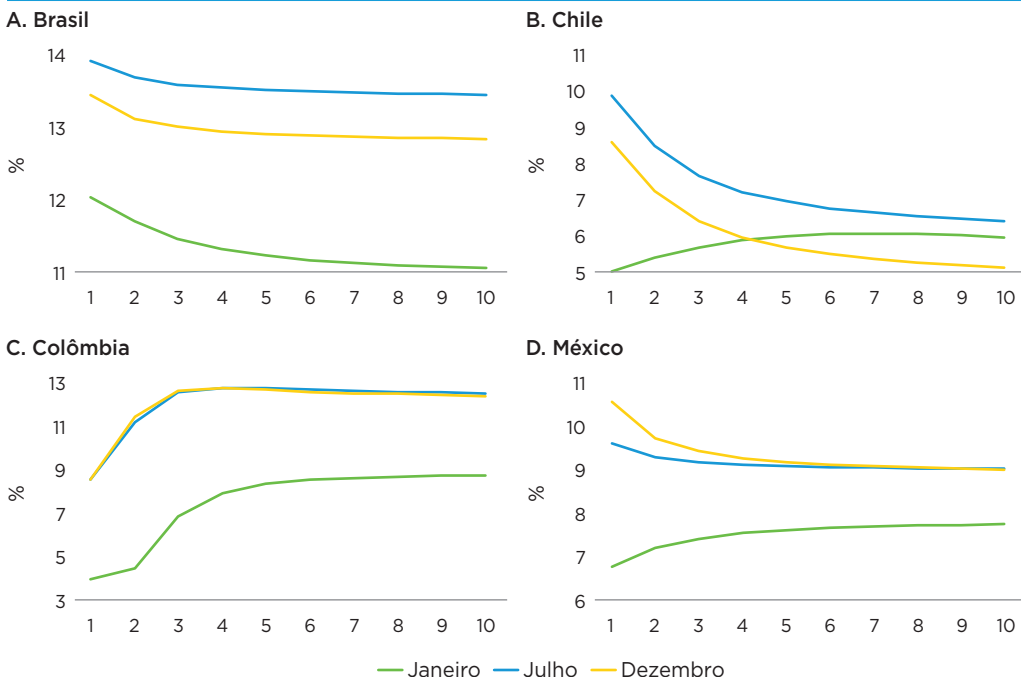
³ Ver Powell e Valencia (2023) e Valencia et al. (2022) para detalhes técnicos.

que vinha se aproximando sorrateiramente, subiu de forma acentuada, levando a aumentos substanciais nas taxas básicas de juros (ver Capítulos 1 e 2). Inicialmente, os spreads na região permaneceram estáveis, mas a majoração das taxas de juros nos EUA repercutiu em aumento dos rendimentos da dívida externa, e as curvas de rendimento domésticas subiram. Essa sequência de choques tem implicações negativas para a capacidade de pagamento da dívida.

Com o aumento das taxas de juros durante 2022, as curvas de rendimento da dívida pública se deslocaram para cima. Assim, novas emissões de dívida acarretam custos de juros mais elevados, aumentando os pagamentos do serviço da dívida. Além disso, devido às expectativas de inflação mais altas e às percepções de risco de liquidez, as curvas de rendimento se achataram (por exemplo, na Colômbia e no Peru). Em alguns casos, como no do México, as curvas de rendimento se inverteram (Figura 3.5). Curvas de rendimento achatadas ou invertidas podem sinalizar uma desaceleração esperada da atividade econômica na região. Normalmente, quando as taxas de juros de longo prazo superam às de curto prazo, elas indicam falta de confiança no crescimento futuro da economia.

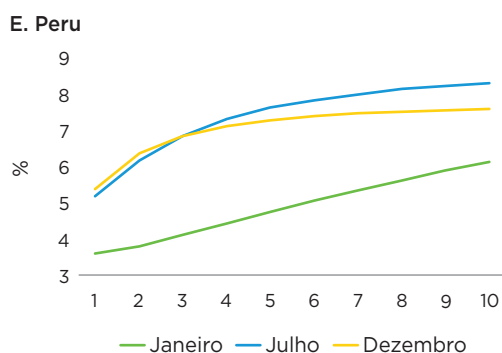
A carga total da dívida inclui pagamentos de juros e amortização da dívida. Na América Latina e no Caribe, a carga da dívida aumentou em decorrência não apenas de taxas de juros mais altas, mas também do aumento das amortizações projetadas.⁴ Em 2023, para

FIGURA 3.5 • Curvas de rendimento da dívida pública em 2022



(continua na página seguinte)

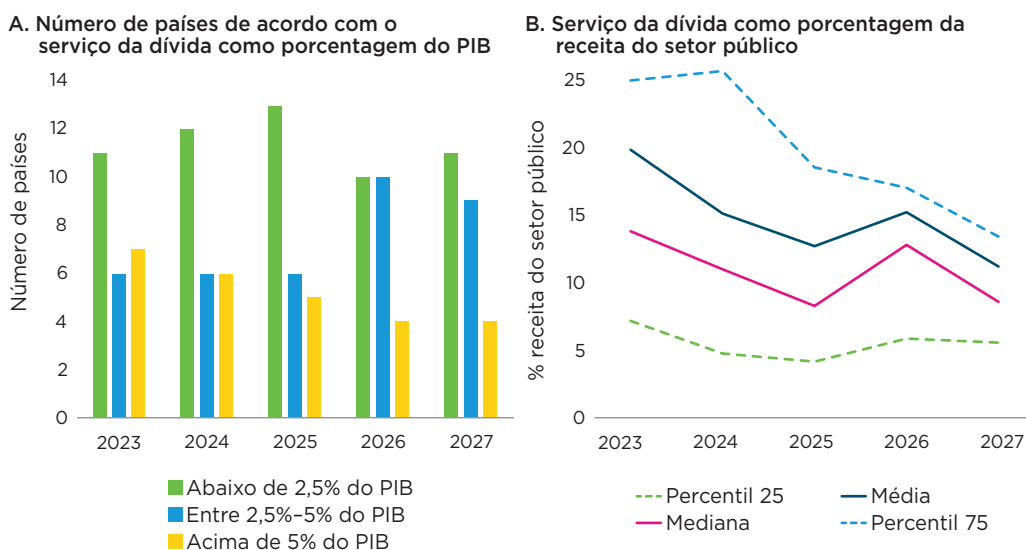
⁴ Ver Powell e Valencia (2023) para uma discussão detalhada.

FIGURA 3.5 • Curvas de rendimento da dívida pública em 2022 (continuação)

Fonte: Cálculos da equipe do BID com base no DataStream.

Nota: O eixo x corresponde ao número de anos até o vencimento.

sete países o serviço da dívida excede 5 por cento do PIB, enquanto para outros seis essa proporção varia entre 2,5 por cento e 5,0 por cento (Figura 3.6, Painel A). Para o país mediano da região, o serviço da dívida representa quase 15 por cento das receitas fiscais em 2023, e deverá cair para cerca de 9,0 por cento até 2027 (Figura 3.6, Painel B).⁵ Brasil e México respondem por mais de 75 por cento do serviço da dívida da região com vencimento em 2023.

FIGURA 3.6 • O peso do serviço da dívida pública

Fonte: Cálculos da equipe do BID com base em dados da Bloomberg, do FMI e de Powell e Valencia (2023).

⁵ Esses valores não incluem a rolagem de dívida de curto prazo.

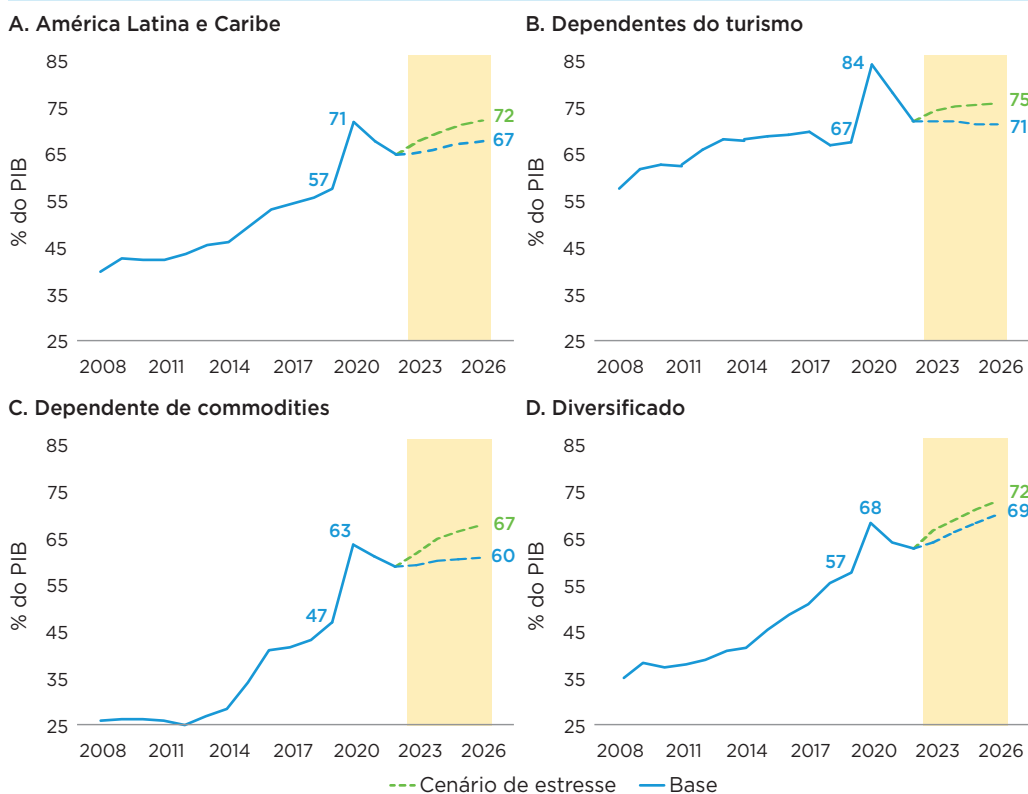
Pagamentos de taxas de juros mais altas e amortizações concentradas constituem riscos para a consolidação fiscal futura. Apesar do fortalecimento de suas posições fiscais em 2022, a incerteza sobre a dinâmica do crescimento e o comportamento das taxas de juros em 2023 levantam questões sobre a firmeza com que a região continuará avançando na consolidação. Diante do aumento dos pagamentos de juros, as autoridades precisarão encontrar espaço adicional para prolongar vencimentos e limitar o aumento de gastos. Essa tarefa pode ser desafiadora diante da pressão para compensar os altos preços com mais gastos. As previsões fiscais até 2026 apontam para uma melhoria nos saldos primários que são compensados parcialmente por pagamentos de juros mais altos, levando a um aumento discreto dos índices de endividamento, de 64 por cento em 2022 para 67 por cento do PIB em 2026. No entanto, riscos adversos podem alterar essas previsões.

Cenários fiscais

A Figura 3.7 mostra as trajetórias projetadas da relação dívida/PIB para o país médio da América Latina e do Caribe e os diferentes grupos de países. O cenário base pressupõe caminhos para crescimento, inflação, taxas de juros e preços de commodities consistentes com o cenário base apresentado no Capítulo 1. O cenário de estresse incorpora menor crescimento econômico, taxas básicas de juros mais elevadas nos EUA, inflação mais alta e preços mais baixos das commodities, em linha com o cenário negativo.

A continuidade da consolidação fiscal em 2022 reduziu as necessidades de financiamento e contribuiu para uma relação dívida/PIB menor, de 64 por cento do PIB (Figura 3.7, Painel A). As projeções no cenário base mostram que, para o país médio da América Latina e do Caribe, a dívida aumenta e em seguida se estabiliza em cerca de 67 por cento do PIB, como resultado de custos de financiamento mais altos e taxas de crescimento mais baixas. No cenário de estresse, devido a condições financeiras persistentemente mais apertadas, novos choques macrofiscais aumentam os índices de endividamento. Para o país típico, a dívida atinge 72 por cento do PIB em 2026, o que significa 5 pontos percentuais acima do cenário base.

As trajetórias dívida/PIB estimadas para grupos de países refletem um padrão semelhante àquele do país médio, mas os níveis de endividamento variam dependendo das posições iniciais. Os índices de endividamento dos países dependentes do turismo, que registraram superávits primários médios significativos antes da pandemia (1 por cento do PIB, 2015–2019), se estabilizam no médio prazo, em cerca de 71 por cento do PIB (Figura 3.7, Painel B). Nos países exportadores de commodities, receitas fiscais adicionais provenientes de preços mais altos de commodities mitigam parcialmente os efeitos de custos de financiamento mais altos, e sua dívida converge para 60 por cento do PIB em 2026 (Figura 3.7, Painel C). Por outro lado, a relação dívida/PIB em economias diversificadas aumenta para 69 por cento em 2026, devido ao aumento da pressão sobre o gasto

FIGURA 3.7 • Cenários para a dívida bruta

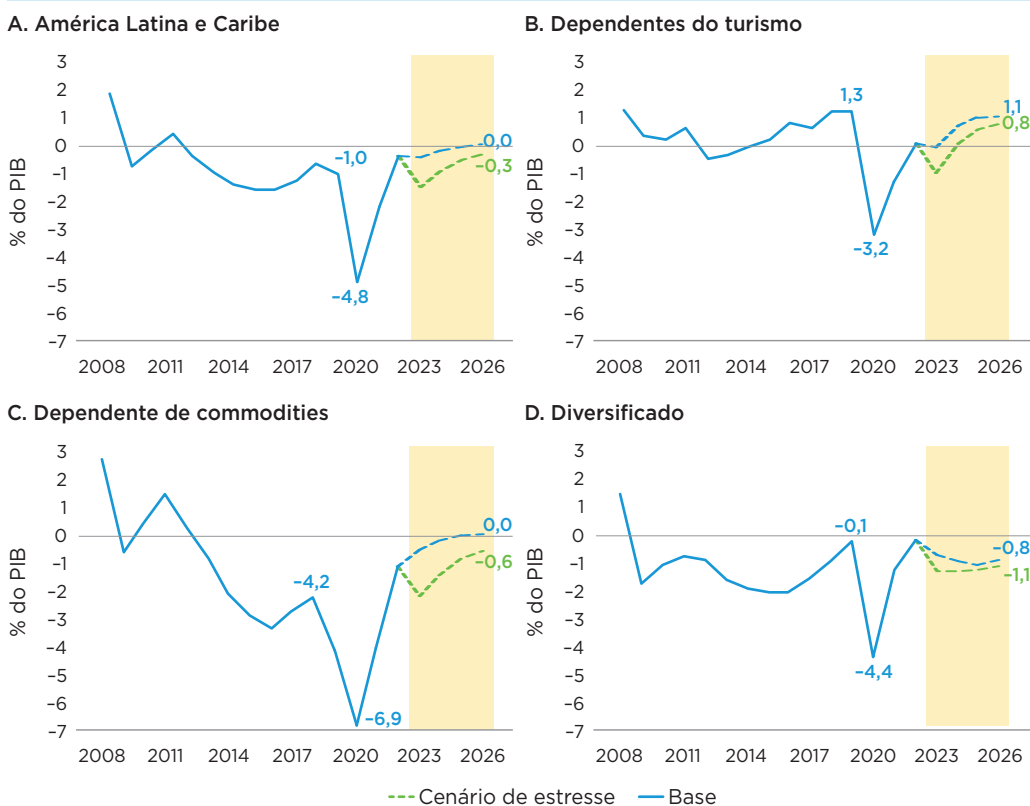
Fonte: Cenários e cálculos da equipe do BID com base no FMI (2022b) e na FocusEconomics (2023).

Nota: A área sombreada indica cenários futuros (2023-2026). "América Latina e Caribe" inclui todos os países mutuários do BID, exceto Venezuela. Países "dependentes do turismo" inclui Bahamas, Barbados, Belize, República Dominicana, Haiti, Jamaica, Panamá e Uruguai. Países "dependentes de commodities" inclui Bolívia, Chile, Colômbia, Equador, Guiana, Paraguai, Peru e Suriname. Economias diversificadas inclui Argentina, Brasil, Costa Rica, El Salvador, Guatemala, Honduras, México, Nicarágua e Trinidad e Tobago.

(Figura 3.7, Painel D). Quanto ao cenário de estresse, os choques adicionais resultam em índices de endividamento estimados entre 3 e 7 pontos percentuais do PIB acima do cenário base, dependendo do grupo de países.

As projeções de saldos fiscais primários no cenário base sugerem uma convergência para o equilíbrio fiscal até 2026, explicada pela retirada contínua do estímulo fiscal e por uma recuperação do crescimento em 2024 e nos anos seguintes (Figura 3.8, painel A). No entanto, no cenário de estresse, o caminho do ajuste fiscal é mais lento. Em vista de taxas de crescimento mais baixas e inflação mais altas, estima-se que os déficits primários sejam um ponto percentual do PIB mais alto do que no cenário base em 2023. No entanto, essa diferença diminuirá gradualmente no médio prazo, e o saldo primário convergirá para -0,3 por cento.

A dinâmica do ajuste fiscal em grupos de países dependentes do turismo e exportadores de commodities assemelha-se à da média regional. O grupo dependente

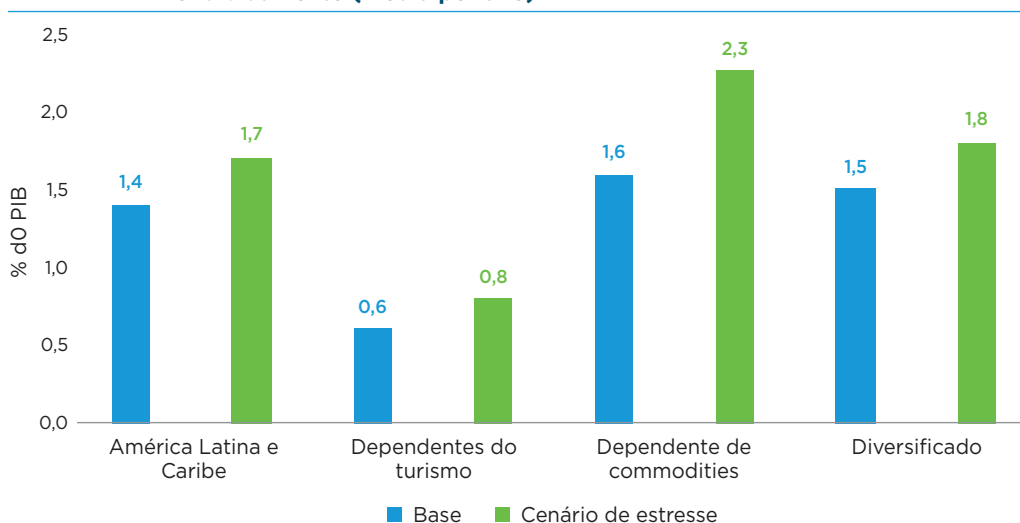
FIGURA 3.8 • Cenários para o saldo primário

Fonte: Cenários e cálculos da equipe do BID com base no FMI (2022b) e na FocusEconomics (2023).

Nota: A área sombreada indica cenários futuros (2023-2026). “América Latina e Caribe” inclui todos os países mutuários do BID, exceto Venezuela. Países “dependentes do turismo” inclui Bahamas, Barbados, Belize, República Dominicana, Haiti, Jamaica, Panamá e Uruguai. Países “dependentes de commodities” inclui Bolívia, Chile, Colômbia, Equador, Guiana, Paraguai, Peru e Suriname. Economias diversificadas inclui Argentina, Brasil, Costa Rica, El Salvador, Guatemala, Honduras, México, Nicarágua e Trinidad e Tobago.

do turismo, por um lado, convergiria para um superávit primário de 1,1 por cento do PIB no cenário base e de 0,8 por cento do PIB no cenário de estresse, o que é viável dada a capacidade histórica dos países de fazer correções fiscais rápidas e gerar saldos primários positivos (Figura 3.8, Painel B). Por outro lado, amparados pela receita fiscal adicional dos altos preços das commodities, o grupo de países exportadores de commodities poderia elevar seus saldos primários ao nível do saldo fiscal até 2026 no cenário base, e a um déficit de 0,6 por cento do PIB no caso de um estresse macroeconômico adicional (Figura 3.8, Painel C). O saldo primário do grupo de países diversificados pioraria, caindo para -0,8 e -1,1 por cento do PIB nos cenários base e de estresse, respectivamente (Figura 3.8, Painel D).

Como argumentam Powell e Valencia (2023), a redução da dívida para níveis prudentes cria espaço para mais crescimento e mitiga os riscos de outros choques macrofiscais

FIGURA 3.9 • Esforço fiscal adicional para convergir para níveis prudentes de endividamento (média por ano)

Fonte: Cálculos da equipe do BID com base em Powell e Valencia (2023).

Nota: “América Latina e Caribe” inclui todos os países mutuários do BID, exceto Venezuela. Países “dependentes do turismo” inclui Bahamas, Barbados, Belize, República Dominicana, Haiti, Jamaica, Panamá e Uruguai. Países “dependentes de commodities” inclui Bolívia, Chile, Colômbia, Equador, Guiana, Paraguai, Peru e Suriname. Economias diversificadas inclui Argentina, Brasil, Costa Rica, El Salvador, Guatemala, Honduras, México, Nicarágua e Trinidad e Tobago.

adversos.⁶ A Figura 3.9 mostra o esforço fiscal adicional que os grupos de países devem fazer em média, por ano, para convergir para seus níveis prudentes de endividamento, nos cenários base e de estresse. O esforço é maior a uma reforma fiscal média na América Latina e no Caribe, que gera entre 0,7 e 1 ponto percentual do PIB de receitas fiscais adicionais. Os países precisam gerar ajustes que possam ultrapassar uma reforma fiscal e meia ou duas reformas fiscais, a fim de convergir para níveis prudentes. Os países têm várias opções de políticas para convergir para níveis prudentes de endividamento.

As previsões fiscais podem mudar, dependendo, entre outros fatores, de como a inflação passada leva a ajustes de despesas e receitas fiscais. Em vista de inflação e taxas de juros altas (ver Capítulo 2), compreender como elas podem afetar as contas fiscais é uma questão crucial. Devido ao aumento das taxas de juros para combater a inflação, os pagamentos de juros aumentaram, gerando pressão fiscal futura. No entanto, inflação mais alta afeta saldos fiscais futuros por meio de outros canais também. A inflação afeta a arrecadação de impostos de várias maneiras, com impacto também nas diferentes dimensões de despesas e receitas (ver Quadro 3.1). Limitar os canais pelos quais a inflação passada afeta saldos fiscais futuros é fundamental para evitar a inversão das tendências de consolidação fiscal da região.

⁶ Nível prudente de endividamento é aquele que garante que a dívida permaneça sustentável, mesmo que surja um amplo conjunto de choques adversos. É estimado como o nível de endividamento que, com uma dada probabilidade, permanece abaixo do nível máximo de endividamento sustentável.

QUADRO 3.1 • Inflação e contas fiscais

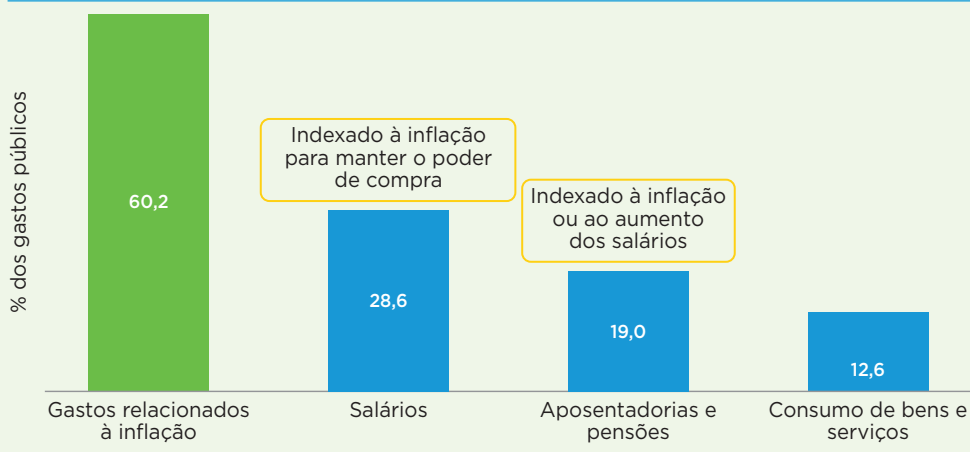
Inflação passada e gastos

Os efeitos da inflação sobre os gastos do governo são diversos e dependem de vários fatores: nível de indexação dos componentes do gasto; resposta de política em termos dos mecanismos focados em compensar a perda do poder de compra dos mais vulneráveis (Premchand, 1989); e aumento do custo das compras públicas.

Salários e custos com pessoal dispõem de mecanismos de revisão anual, que corrigem a perda do poder de compra decorrente da inflação. Entre 2017 e 2019, a remuneração dos trabalhadores respondeu por cerca de 29 por cento dos gastos públicos, mais do que nos países da OCDE (24 por cento).^a Além disso, o gasto com previdência social, que representa quase 20 por cento do gasto total, depende do crescimento dos salários e está diretamente indexado à inflação.^b Por meio desse mecanismo, um aumento da inflação passada leva automaticamente a um aumento de gastos.

Finalmente, as compras públicas de bens e serviços também se ajustam à inflação, devido ao rápido reajuste de preços pelo setor privado, que os fornece. Portanto, pode-se esperar que pelo menos 60 por cento dos gastos públicos sejam ajustados pela inflação (Figura 3.1.1).

FIGURA 3.1.1 • Gasto fiscal e inflação



Fonte: Cálculos da equipe do BID com base no Banco Mundial e Arenas de Mesa (2020).

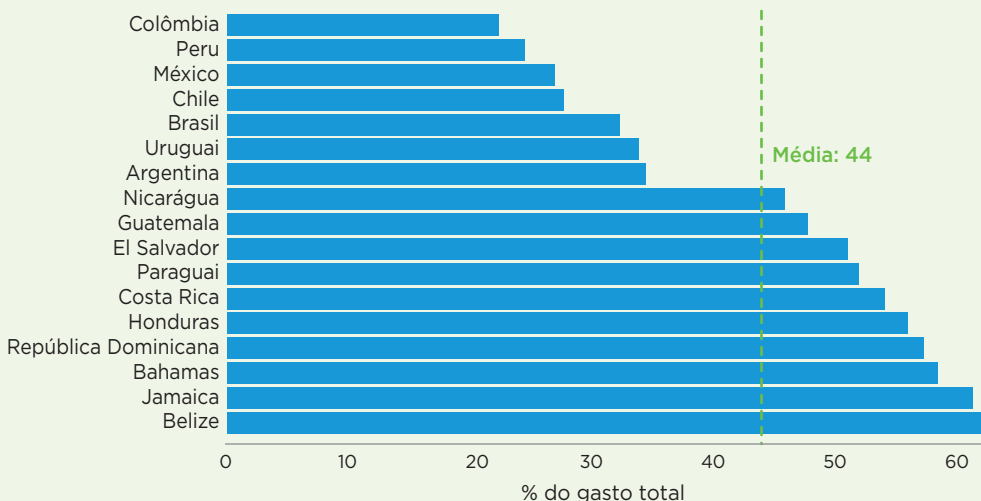
Nota: A figura inclui dados para Argentina, Brasil, Colômbia, Costa Rica, República Dominicana, El Salvador, Guatemala, Peru, Trinidad e Tobago e Uruguai.

Devido à indexação, a inflação passada pode levar a um aumento futuro dos gastos. Um problema adicional ocorre quando os gastos indexados à inflação são inflexíveis, como no caso de salários, transferências e pagamentos de juros de dívidas. Nesses casos, os efeitos da inflação alta não só se traduzem nas contas fiscais do ano seguinte, mas também têm um impacto persistente. Em muitos países, os gastos públicos inflexíveis representam mais de 50 por cento do gasto total (ver Figura 3.1.2). Nesse contexto, o aumento da inflação também aumenta a inflexibilidade do gasto público, constituindo um desafio para a consolidação fiscal.

Inflação e receita fiscal

O impacto da inflação na receita fiscal é incerto. Por um lado, se a taxa de inflação for superior à taxa à qual as alíquotas de impostos são reajustadas, pessoas físicas e jurídicas podem ser empurradas para alíquotas mais altas, resultando em maior receita tributária para o governo.

(continua na página seguinte)

QUADRO 3.1 • Inflação e contas fiscais (continuação)**FIGURA 3.1.2 • Gastos públicos inflexíveis**

Fonte: Cálculos da equipe do BID com base no FMI.

Por outro lado, se a inflação diminui o poder de compra, as pessoas têm menos renda disponível para pagar impostos, o que resulta em menor receita tributária. A inflação também afeta o valor de deduções e créditos fiscais, aumentando ou diminuindo o valor dos impostos devidos.

A periodicidade das transações é fundamental para avaliar o impacto da inflação na base tributária e no valor real dos passivos tributários. Para calcular a base tributária, é preciso considerar muitas transações realizadas em vários momentos. Dependendo do momento dessas transações, a base tributária real aumenta ou diminui, afetando os passivos tributários gerados. A base tributária também é afetada por deduções ou limites determinados em moeda local. Quanto aos passivos tributários reais, a diferença entre o momento em que o passivo é gerado e aquele em que o imposto é pago, corrói o valor real da carga tributária; quanto mais longos esses atrasos, maior a erosão.^c Além disso, se os créditos tributários forem fixados em termos nominais, seu uso futuro reduz seu valor real, aumentando, assim, a carga tributária.

Muitos países adotaram medidas para limitar os aumentos de preços para os consumidores domésticos. Entre as políticas implementadas está a redução de impostos, especialmente sobre energia e alimentos. Mais da metade dos países da região adotou a redução de impostos, com uma média de 0,27 por cento do PIB. Além disso, um terço dos países anunciou cortes temporários ou suspendeu tarifas sobre as importações de alimentos e contêineres, para frear o aumento dos custos de transporte (FMI 2022b).

Além disso, inflação alta cria incerteza e tumultua a atividade econômica, com um impacto negativo na arrecadação de impostos. Em geral, o efeito da inflação na arrecadação de impostos é complexo e depende de muitos fatores.

a Ver Izquierdo, Pessino e Vuletin (2018) e Arenas de Mesa (2020).

b Essa estimativa considera dados disponíveis em 2018 para Argentina, Brasil, Colômbia, Costa Rica, República Dominicana, El Salvador, Guatemala, Peru, Trinidad e Tobago e Uruguai.

c Esse efeito também pode funcionar em detrimento do contribuinte. Às vezes, o governo deve reembolsar os contribuintes. Se esses reembolsos forem atrasados ao longo do tempo, o valor do reembolso também pode ser corroído.

Opções de política

Embora os saldos fiscais já tenham retornado aos níveis pré-pandemia, a dívida em muitos países ainda não atingiu um nível prudente estimado. Embora a consolidação fiscal tenha continuado na maioria dos países em 2022, os riscos estão aumentando. Além disso, nossos cenários simulados sugerem que a dívida poderia retomar uma trajetória crescente, sinalizando a necessidade urgente de políticas voltadas para o ajuste das contas fiscais. Não existe uma política única para reduzir a dívida, e as estratégias fiscais para obter a consolidação fiscal dependem das características específicas de cada país. No entanto, algumas características padrão em vários países — aumentar a eficiência dos gastos e da arrecadação de impostos, aprimorar as instituições fiscais e melhorar a composição da dívida — podem orientar a política nessa direção.⁷

Melhorar a eficiência dos gastos e a arrecadação de impostos deve estar no topo das agendas dos formuladores de políticas em todos os lugares.⁸ Melhorar o direcionamento dos pagamentos de transferências⁹ e aumentar a qualidade do investimento público em todas as etapas dos ciclos dos projetos¹⁰ são tarefas pendentes que poderiam economizar mais de 4 por cento do PIB, segundo estimativas do BID.¹¹ Essas medidas são essenciais para países com gastos públicos elevados e onde um aumento de receitas pode ser politicamente inviável.

Em vista da inflação alta, as autoridades, especificamente nos países onde os salários representam uma grande parte dos gastos totais, devem estar cientes dos riscos de perpetuar aumentos permanentes de despesas inflexíveis por meio de indexação salarial. Portanto, os reajustes salariais devem basear-se mais em medidas de expectativa de inflação futura e menos em inflação passada realizada.

Em países com receitas fiscais mais baixas, o aumento das receitas fiscais pode efetivamente consolidar as contas fiscais. Além disso, as reformas tributárias podem ser progressivas, se forem adequadamente concebidas e promoverem maior formalidade.¹² Essas reformas buscam aumentar as receitas não apenas por meio de alíquotas mais altas, mas também concentrando-se estrategicamente na expansão da base tributária, promovendo mecanismos que reduzam a evasão e a elisão fiscal e limitando as isenções

⁷ Para uma discussão mais profunda, ver Powell e Valencia (2023).

⁸ Para uma discussão de políticas para promover a consolidação fiscal, ver Cavallo e Powell (2021) e Cavallo et al. (2022).

⁹ Subsídios direcionados que substituem subsídios gerais podem ser uma abordagem de ganho de eficiência. Por exemplo, a adoção de subsídios para que populações vulneráveis usem o transporte de massa pode ser mais eficiente do que a concessão de subsídios gerais para combustíveis, que podem até ser regressivos.

¹⁰ Melhorias nas estruturas de investimento público também melhorariam os multiplicadores fiscais.

¹¹ Ver Cavallo e Powell (2021).

¹² Por exemplo, a adoção de impostos de renda negativos pode ser útil para promover uma gestão mais eficiente de impostos e subsídios, bem como contribuir para combater os altos níveis de informalidade que caracterizam a região. Ver Cavallo et al. (2022) para uma discussão.

quando desnecessárias. Em 2022, um terço dos países da região apresentou planos para a realização de reformas tributárias nos próximos três anos, que visam alcançar um aumento médio de receita de 1 por cento do PIB.

A redução da dívida para níveis prudentes depende criticamente do fortalecimento das instituições fiscais. Regras fiscais bem elaboradas e ancoradas na dívida são uma ferramenta essencial para aumentar a credibilidade dos planos fiscais a médio prazo. Onde esses planos existem, os participantes do mercado toleram índices de endividamento mais altos, e os prêmios de risco tendem a ser mais baixos. As regras fiscais têm um desempenho ainda melhor quando combinadas com comitês fiscais independentes que monitorem e produzam parâmetros-chave que alimentem as regras. Durante a pandemia de Covid-19, muitos países suspenderam o uso de suas regras fiscais. A região deve agora retomar rapidamente seu cumprimento (Quadro 3.2).¹³

A composição da dívida importa tanto quanto o seu nível. Práticas ativas de gestão da dívida também poderão ser necessárias, dado o aumento das taxas de juros e a carga esperada do serviço da dívida nos próximos anos. Estratégias para melhorar o perfil e a composição da dívida que permitam um serviço da dívida suave ao longo do tempo podem ser necessárias. Essas estratégias incluem a criação de mecanismos para trocar dívidas de curto prazo de alto custo por instrumentos de longo prazo a custos mais baixos. Os bancos multilaterais de desenvolvimento podem desempenhar um papel crucial na consecução dessa mudança.¹⁴

O fortalecimento institucional é essencial para a convergência da dívida para níveis prudentes. Muitos países da região criaram unidades dedicadas à gestão da dívida. É preciso que haja uma coordenação ativa com as ações de planejamento macrofiscal, dada a complexidade das operações da dívida. Vários países da região criaram regras fiscais com âncoras de dívida. Ainda assim, a estratégia da dívida precisa ser associada a arcabouços fiscais de médio prazo, a fim de obter uma estratégia fiscal robusta diante da incerteza atual.

Além disso, as políticas fiscal e monetária exigem uma forte coordenação. Somente trabalhando em conjunto elas alcançarão seus resultados máximos a um custo mínimo. Flexibilizar os aumentos das taxas de juros alivia a pressão fiscal. Mas posições fiscais mais fortes, por sua vez, são necessárias para dar aos bancos centrais espaço para relaxar a política monetária. À medida que a consolidação fiscal continuar, os prêmios de risco deverão diminuir. Como resultado, a taxa de juros neutra que determina as taxas básicas de juros pode diminuir, permitindo que os bancos centrais suavizem sua postura de política monetária. A coordenação é sempre importante, mas agora é fundamental para evitar consequências que ameacem os ganhos econômicos e sociais após o pior da pandemia.

¹³ Devido à grande política fiscal anticíclica observada em 2020, muitos países flexibilizaram temporariamente as regras fiscais para suavizar a consolidação fiscal ao longo do tempo e diminuir o efeito negativo sobre o crescimento.

¹⁴ Ver Powell e Valência (2023) para uma discussão mais aprofundada.

QUADRO 3.2 • Cláusulas de escape, flexibilidade e o retorno ao cumprimento de regras fiscais

As regras fiscais são instrumentos de sustentabilidade fiscal que representam uma restrição duradoura sobre agregados macroeconômicos selecionados. Uma das deficiências de estruturas baseadas em regras é que elas precisam de mais espaço para acomodar choques imprevistos. Ao longo do tempo, as regras fiscais incluíram cláusulas de escape para eventos excepcionais, que permitem alguma flexibilidade para casos específicos, como desastres naturais ou contrações econômicas severas. A emergência sanitária desencadeada pela Covid-19 em 2020 testou severamente as regras fiscais, a flexibilidade e a capacidade de acomodar uma resposta anticíclica.

Nos países que implementaram regras fiscais, elas representaram uma severa restrição para enfrentar a crise. No entanto, a maioria das regras incluía cláusulas de escape em sua formulação. Como precisavam de espaço fiscal para lidar com o choque, 14 dos 16 países da América Latina e do Caribe usaram suas cláusulas de escape em 2020, dado o tamanho do choque negativo. Entre os países que mudaram a regra, seis optaram por modificar as metas numéricas estabelecidas para o exercício fiscal e quatro decidiram suspender a regra por pelo menos um exercício fiscal.

Embora a maioria das regras tenha voltado a vigorar em 2022, o retorno ao cumprimento variou entre os países. Três cenários são observados:

1. 28 por cento dos países tentaram cumprir a regra antes da pandemia, sem ativar a cláusula de escape.
2. 36 por cento dos países decidiram alterar as metas sem invocar a cláusula de escape, permitindo um período de convergência para as metas iniciais.
3. 36 por cento dos países usaram a cláusula de escape para suspender ou modificar as metas iniciais.

Consequentemente, os ajustes fiscais feitos pelos países após a pandemia estão ligados à forma como optaram por cumprir as regras fiscais promulgadas em 2020.

Em 2023, com novas e difíceis condições macroeconômicas, os países enfrentam um novo desafio para cumprir os objetivos inicialmente estabelecidos nas regras fiscais. Em alguns países, a formulação de cláusulas de escape facilitou essa tarefa. De modo geral, na sequência da análise do cumprimento de regras fiscais proposta por Ulloa-Suárez e Valencia (2022), o respeito pelos objetivos estabelecidos nas regras melhora quando levada em conta a flexibilidade incorporada às cláusulas de exceção. De fato, a taxa de cumprimento aumentou de 33 por cento para 40 por cento em 2020 e de 63 por cento para 70 por cento em 2021.^a

Uma vez que o uso frequente de cláusulas de escape está associado a ações discricionárias, sua ativação deve ser acompanhada de um retorno gradual aos objetivos. Embora a grande incerteza e o tamanho dos choques muitas vezes compliquem a formulação de um plano de retorno para garantir o cumprimento posterior da regra, esse recurso ajudaria a acomodar os efeitos transitórios do choque e a manter a disciplina fiscal.

^a Resultados preliminares.

CAPÍTULO 4

Sincronizando políticas para a recuperação social

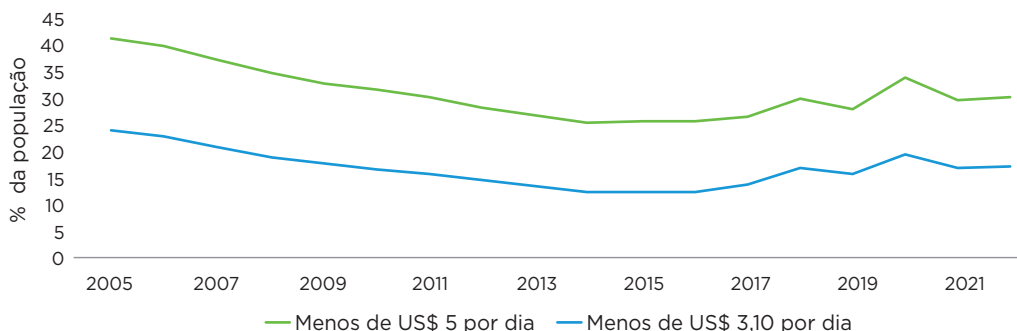
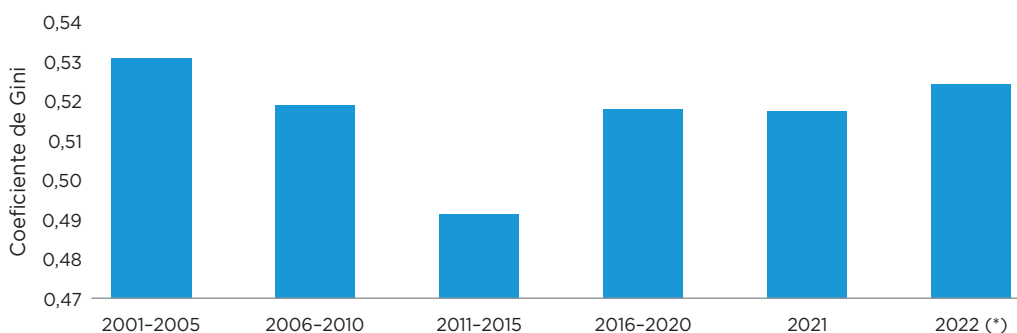
Os níveis de pobreza e desigualdade na América Latina e no Caribe melhoraram desde o impacto inicial da pandemia. Os mercados de trabalho apresentaram um bom desempenho após as campanhas massivas de vacinação e a normalização da maioria dos setores econômicos. Infelizmente, a recuperação econômica e social está ameaçada por uma esperada desaceleração da atividade econômica, associada a taxas de juros e inflação mais altas.

Este capítulo apresenta as tendências recentes em indicadores sociais e do mercado de trabalho, bem como um entendimento claro do impacto da inflação e das políticas desinflacionárias nesses indicadores. Também discute políticas para mitigar os impactos sociais potencialmente negativos no curto prazo das políticas de estabilização macroeconômica. A sincronização das políticas sociais com a consolidação fiscal e políticas monetárias contracionistas impõe muitos desafios. A região pode evitar a reversão dos ganhos em emprego, pobreza e desigualdade alcançados durante a recuperação do choque de Covid. O fundamental é corrigir as distorções do mercado de trabalho e alocar recursos de maneira mais eficiente e produtiva, de uma forma que evite incentivar a informalidade.

Pobreza em 2022

Os primeiros 15 anos do século 21 geraram otimismo no que se refere à obtenção de reduções contínuas na pobreza e na desigualdade na América Latina e no Caribe. Entre 2000 e 2015, a população que vive com menos de US\$ 5 por dia caiu de 48 por cento para 26 por cento (ver Figura 4.1, Painel A). A parcela que vive com menos de US\$ 3,10 por dia baixou de 30 por cento para 13 por cento no mesmo período. O coeficiente de Gini diminuiu de 0,53 para 0,49 (ver Figura 4. 1, Painel B). O rápido crescimento dos salários entre as populações mais pobres impulsionou essa melhoria na pobreza e na distribuição de renda, com o auxílio de progressos notáveis na implementação de transferências de assistência social direcionadas ao mesmo segmento da população.¹

¹ Ver Messina e Silva (2019) e Busso e Messina (2020) para uma discussão.

FIGURA 4.1 • Tendências na desigualdade**A. Pessoas vivendo na pobreza****B. Evolução do coeficiente de Gini**

Fonte: Cálculos da equipe do BID com base em dados do BID (<https://scldata.iadb.org/en/public>).

Nota: Os valores informados são médias ponderadas das populações de Argentina, Bolívia, Brasil, Chile, Colômbia, Costa Rica, República Dominicana, Equador, El Salvador, Guatemala, Honduras, México, Panamá, Paraguai, Peru, Uruguai e Venezuela. (*) Os números para 2022 são estimados usando um filtro de Kalman.

A estagnação do crescimento deflagrou o início da reversão nas tendências positivas da pobreza e da desigualdade. Em 2019, a porcentagem de pessoas vivendo com menos de US\$ 5 e US\$ 3,10 por dia atingiu 28 por cento e 16 por cento, respectivamente. O coeficiente de Gini subiu para 0,52. Como esperado, a pandemia exacerbou as tendências de deterioração. Em 2020, apesar dos esforços políticos significativos para conter os impactos da pandemia, os indicadores sociais se deterioraram.² A parcela de pessoas que ganha menos de US\$ 5 por dia subiu ainda mais, para 34 por cento, e a das que ganham menos de US\$ 3,10 chegou a 20 por cento. O coeficiente de Gini encerrou 2020 em 0,52, o maior valor da década.

A dinâmica do emprego explica grande parte do aumento da pobreza e da desigualdade durante os anos de Covid. O emprego caiu 14 por cento, em média, no início da pandemia e, ao contrário do passado, quando a informalidade funcionou como um amortecedor, a atividade informal encolheu mais do que o emprego formal, devido aos confinamentos e outras medidas de contenção.³

² Ver Azuara et al. (2022), Cavallo e Powell (2021) e Cavallo et al. (2022).

³ Azuara et al. (2022).

A recuperação econômica de 2021 e 2022 levou os números da pobreza de volta às suas tendências pré-Covid, mas ainda deixou a região em uma trajetória de deterioração nos principais indicadores sociais. Consistentes com um crescimento menor, as estimativas sugerem que a pobreza em 2022 é marginalmente maior do que em 2021, apesar de variações entre os países.

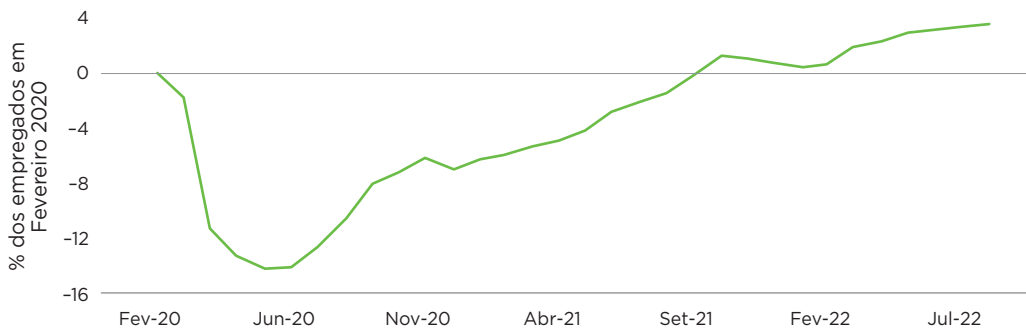
Sem dúvida, um crescimento forte e persistente ajudaria a reverter essas tendências. Ainda assim, dado que tal cenário de crescimento é improvável a curto prazo, os esforços de políticas devem se concentrar em beneficiar os mais pobres para, no mínimo, evitar qualquer deterioração adicional.

De volta aos trilhos: tendências do mercado de trabalho em 2022

O outro lado dos números da pobreza desde a pandemia tem sido a dinâmica dos mercados de trabalho. As reduções da pobreza e da desigualdade desfrutadas em 2021 e 2022, comparadas aos números do início da pandemia, refletem a melhoria do emprego na região. Durante 2022, o crescimento do emprego na América Latina e no Caribe continuou. Após um lento processo de recuperação, em setembro de 2022 o emprego ultrapassou seus níveis pré-pandêmicos. O emprego cresceu 4 por cento ano a ano no segundo trimestre de 2022, o que equivale a um aumento de mais de 8 milhões de postos de trabalho (ver Figura 4. 2, Painel A). Essa recuperação foi desigual entre países e grupos econômicos.⁴ A participação da força de trabalho, que também sofreu uma forte contração durante a pandemia, superou seu nível pré-Covid no último trimestre de 2021. À medida que as economias desaceleraram em 2022, a participação no mercado de trabalho recuou (ver Figura 4.2, Painel B).

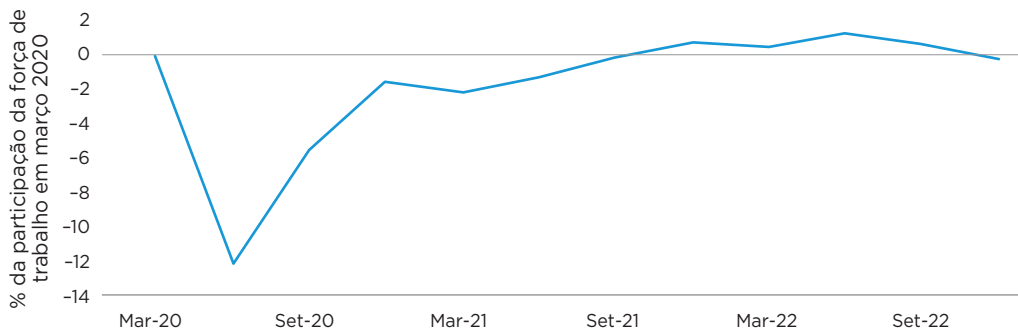
FIGURA 4.2 • Tendências do mercado de trabalho

A. Evolução do emprego



(continua na página seguinte)

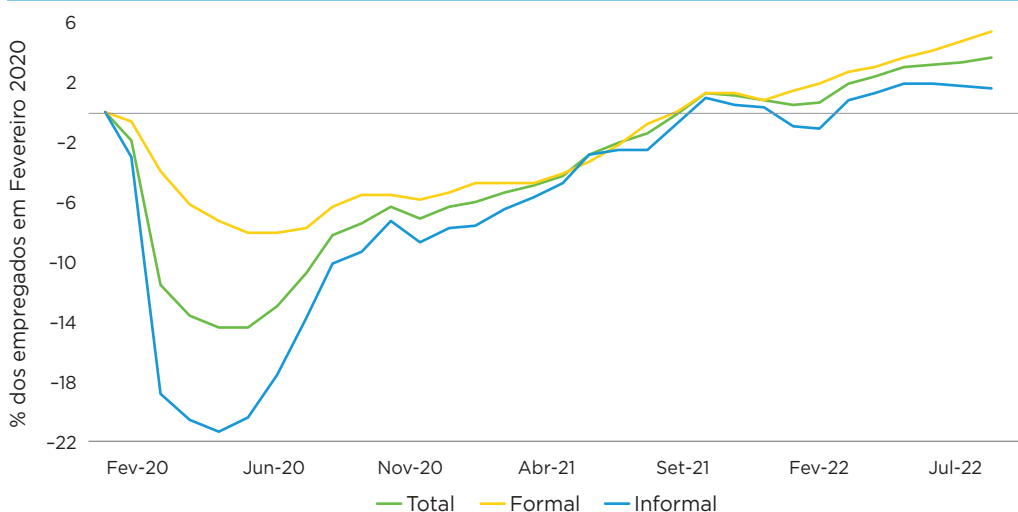
⁴ Ver Observatorio Laboral (2022).

FIGURA 4.2 • Tendências do mercado de trabalho (continuação)**B. Evolução da participação da força de trabalho**

Fonte: Cálculos da equipe do BID com base no Observatório do Mercado de Trabalho do BID.

Nota: As estimativas usam dados de Argentina, Barbados, Bolívia, Brasil, Chile, Colômbia, Costa Rica, República Dominicana, Equador, Jamaica, México, Nicarágua, Paraguai, Peru (Região Metropolitana de Lima) e Uruguai.

Ao contrário da experiência de crises econômicas anteriores, durante a pandemia de Covid-19 o emprego informal não serviu de amortecedor para as famílias e, na verdade, caiu mais do que o emprego formal.⁵ Durante a recuperação, o emprego formal também se recuperou mais rapidamente do que o setor informal (ver Figura 4.3). Essa desaceleração da informalidade coincide com uma forte recuperação econômica, impulsionada em parte pelos altos preços das commodities.

FIGURA 4.3 • Emprego total, formal e informal

Fonte: Cálculos da equipe do BID com base no Observatório do Mercado de Trabalho do BID.

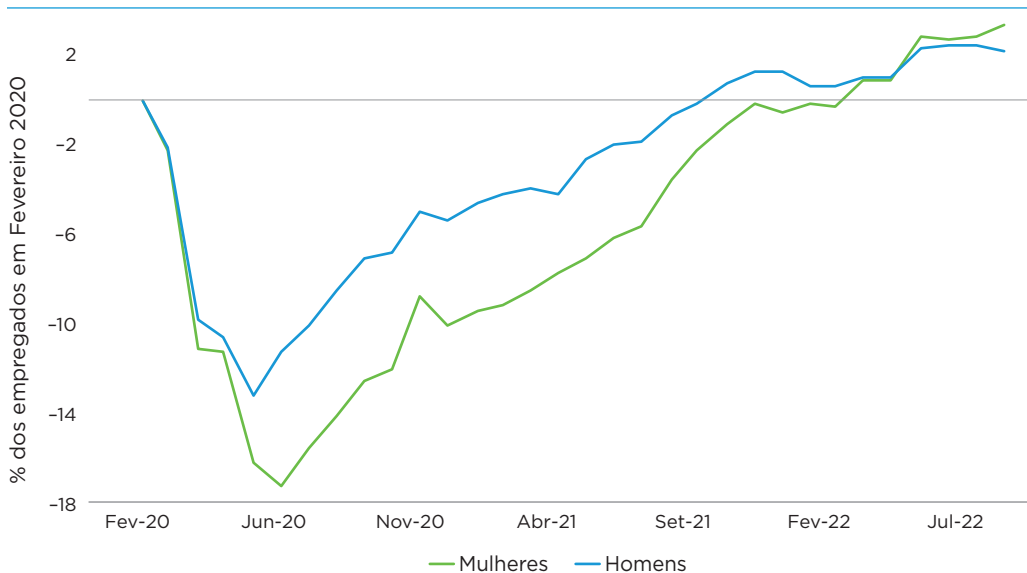
Nota: As estimativas usam dados de Argentina, Barbados, Bolívia, Brasil, Chile, Colômbia, Costa Rica, República Dominicana, Equador, Jamaica, México, Nicarágua, Paraguai, Peru (Região Metropolitana de Lima) e Uruguai.

⁵ Azuara et al. (2022) e Cavallo et al. (2022).

Os booms dos preços das commodities afetam os mercados de trabalho e a pobreza de várias maneiras, muitas vezes conflitantes. Por um lado, podem ser repassados aos preços ao consumidor o que, como discutido a seguir, aumenta a pobreza ao reduzir a renda real. Por outro lado, os empregadores — pelo menos os exportadores de commodities — podem aumentar a demanda por trabalhadores pouco qualificados, aumentando, assim, os rendimentos nesse segmento da distribuição. Saber qual efeito predomina é uma questão empírica e pode depender, entre outros fatores, do tamanho do boom dos preços das commodities e do repasse aos preços ao consumidor. Apesar de possíveis fatores adversos, em meados de 2022 os mercados de trabalho estavam se recuperando junto com os números da pobreza e da desigualdade na região. No entanto, como esperado para 2023, uma desaceleração da atividade econômica pode deter esse desdobramento positivo.

O emprego feminino sofreu relativamente mais do que o emprego masculino durante a pandemia, mas também cresceu um pouco mais rápido durante a maior parte de 2022 (ver Figura 4.4). Embora o emprego continue a tender para o lado do emprego masculino, os números do crescimento sugerem que a América Latina e o Caribe voltaram aos seus níveis pré-Covid. A questão crítica é se esses ganhos prevalecerão, uma vez que a inflação e a incerteza sobre as perspectivas econômicas permanecem elevadas.

FIGURA 4.4 ● Perdas de emprego por gênero



Fonte: Cálculos da equipe do BID com base no Observatório do Mercado de Trabalho do BID.

Nota: As estimativas usam dados de Argentina, Barbados, Bolívia, Brasil, Chile, Colômbia, Costa Rica, República Dominicana, Equador, Jamaica, México, Nicarágua, Paraguai, Peru (Região Metropolitana de Lima) e Uruguai.

A ameaça da inflação à pobreza e aos mercados de trabalho

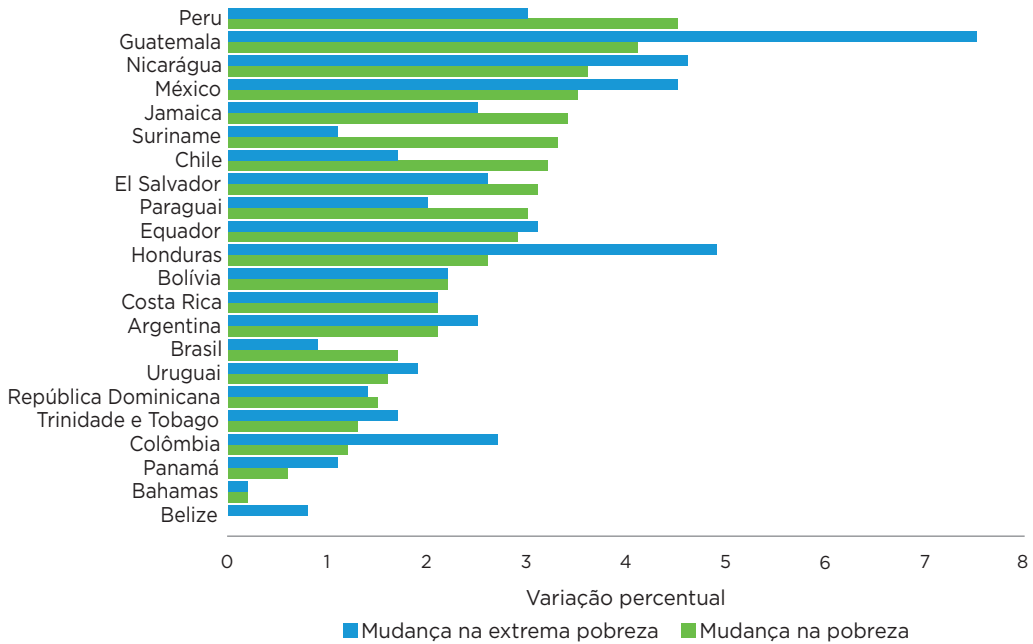
O atual contexto macroeconômico de inflação e taxas de juros altas levanta preocupações sobre a dinâmica futura dos mercados de trabalho, da pobreza e da desigualdade. Fazer com que as tendências da pobreza retornem ao seu desempenho favorável do início do século e sustentar a melhoria das tendências de emprego é um desafio, dadas as altas taxas de juro e a baixa demanda agregada. Um cenário alternativo de inflação alta poderia ser ainda pior para o emprego e a pobreza.

A inflação é um imposto regressivo. Um aumento sustentado dos preços, em particular dos alimentos e da energia, aumenta a pobreza por meio de pelo menos dois canais. A inflação reduz a renda disponível, bem como os salários reais, quando os salários nominais crescem a um ritmo mais lento do que os preços (Cardoso, 1992). Quando a inflação aumenta, se a renda nominal permanece constante, a capacidade de compra de bens e serviços diminui. A renda também pode diminuir durante surtos inflacionários em resposta a ajustes nos mercados de trabalho. Quando a renda familiar real diminui, as pessoas podem ter que trabalhar mais horas para manter o nível de consumo. Os grupos mais vulneráveis são os mais suscetíveis a essas mudanças.

Sem intervenções de políticas para compensar o efeito do aumento dos preços dos alimentos no consumo das famílias, as taxas de inflação observadas na América Latina e no Caribe em 2022 poderiam aumentar a pobreza em 2,4 por cento e a extrema pobreza em 2,5 por cento (ver Figura 4.5). Esses números significam jogar quase 13,8 e 14 milhões de pessoas na pobreza e na extrema pobreza, respectivamente.

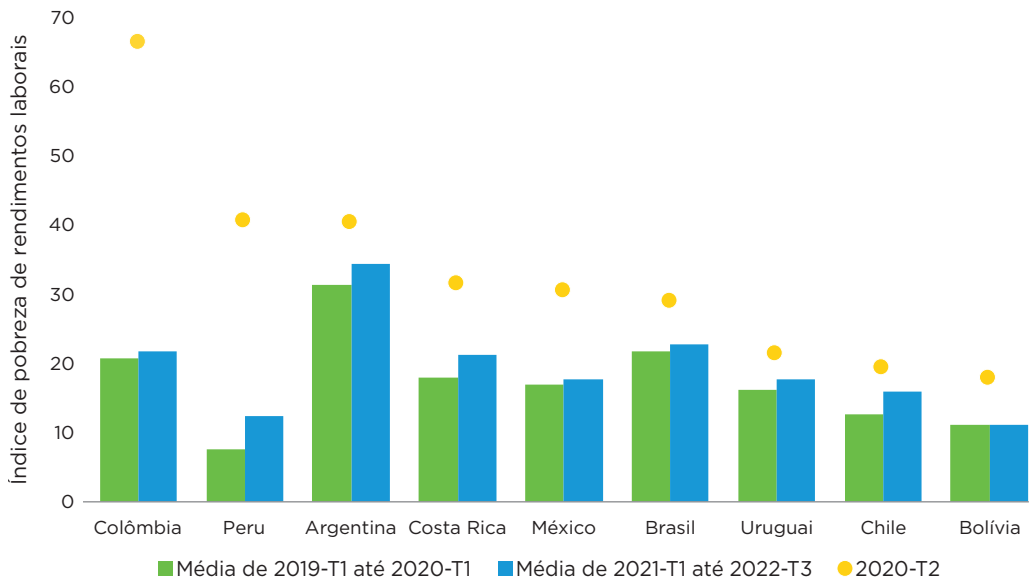
Esses números supõem que muitos outros fatores que afetam a pobreza permanecem constantes e, portanto, são apenas indicativos. No entanto, eles fornecem um sinal claro da vulnerabilidade enfrentada pelos mais pobres ao lidar com explosões inflacionárias. Uma análise do impacto da inflação na renda real do trabalho revela um efeito semelhante sobre a pobreza. Azuara e Torres (no prelo) constroem um índice de pobreza baseado na renda do trabalho. Esse índice mede a porcentagem de famílias cujo membro médio recebe menos do que o limite ajustado por paridade de poder de compra específico do país, de US\$ 1,90 por dia, em renda real do trabalho. Os autores mostram que essa medida de pobreza monetária aumentou com a pandemia em uma amostra de países da América Latina e do Caribe, atingiu o máximo no segundo trimestre de 2020 e no pico das paralisações induzidas pela pandemia e diminuiu posteriormente (ver Figura 4.6). Cabe destacar o caso do Peru: de 2021 ao 3º trimestre de 2022, a pobreza média da renda do trabalho foi 4,6 pontos percentuais superior ao que era antes da pandemia. Na Costa Rica, o aumento foi de 3,5 pontos percentuais, enquanto no Chile foi de 3,3 pontos percentuais.⁶ A pobreza da renda do trabalho na Bolívia aumentou apenas 0,2 pontos percentuais, dado que o país teve a menor inflação da região.

⁶ Detalhes metodológicos estão disponíveis em Arias et al. (2022).

FIGURA 4.5 • Aumento da pobreza devido à inflação de alimentos

Fonte: Cálculos da equipe do BID com base em Arias et al. (2022) e <https://www.iadb.org/en/simulatorpublicpolicy>.

Nota: As simulações baseiam-se nas elasticidades estimadas da pobreza específicas de cada país em relação aos preços dos alimentos. Os números apresentados presumem que não são implementadas políticas para compensar os impactos negativos de uma inflação de 20 por cento nos preços dos alimentos que corresponde à média regional e, assim, devem ser tomados como indicativos do impacto potencial da inflação na pobreza.

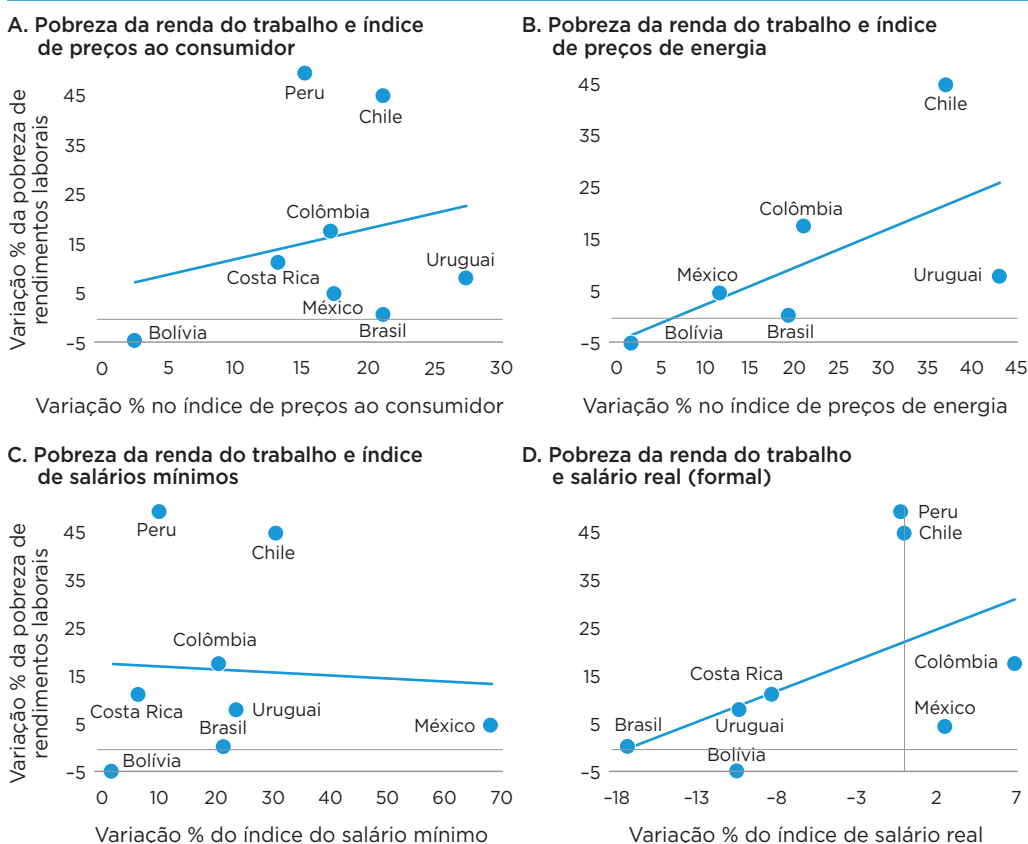
FIGURA 4.6 • Pobreza da renda do trabalho

Fonte: Cálculos da equipe do BID com base em dados do BID (<https://scldata.iadb.org/en/public>).

Os níveis de pobreza da renda do trabalho estão associados a diferentes fatores macroeconômicos que afetam — direta ou indiretamente — a renda gerada pelos membros das famílias. Essa medida de pobreza aumentou durante a recuperação do emprego, como observado anteriormente, descartando a hipótese de que esteja sendo impulsionada por um estímulo ao desemprego. Preços e salários estão entre os outros fatores que explicam o aumento da pobreza da renda do trabalho. Vários índices de preços e salários contribuem para a compreensão da dinâmica da pobreza (Figura 4.7). Desde 2019, os aumentos da pobreza estão fortemente associados a aumentos de preços no índice geral de preços e preços de energia (Painéis A e B), e muito menos correlacionados com mudanças nos salários mínimos durante o mesmo período (Painel C). No entanto, a queda dos salários reais devido à inflação mostra a maior correlação. Em outras palavras, os reajustes salariais têm sido insuficientes para superar o efeito da inflação.

Por trás de todas as correlações geralmente existe uma grande heterogeneidade. A forma como os salários se ajustam e o quanto da inflação eles compensam é fundamental

FIGURA 4.7 • Pobreza do trabalho, preços e salários



Fonte: Cálculos da equipe do BID com base em dados do BID (<https://scldata.iadb.org/en/public>).

Nota: A variação percentual para todos os casos é medida entre o 4º trimestre de 2019 e o 3º trimestre de 2022.

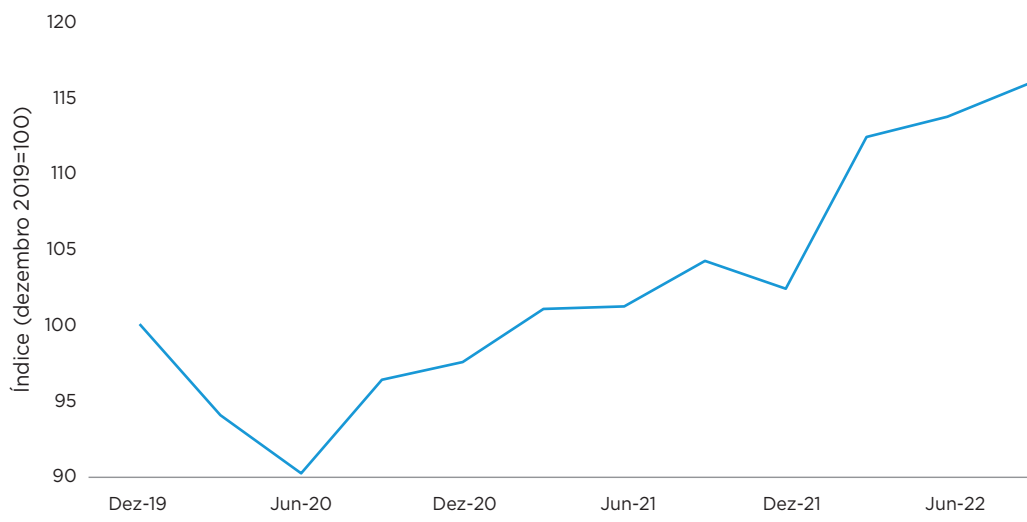
para a dinâmica do mercado de trabalho e da pobreza. A inflação alta do último ano aumentou os níveis de pobreza do trabalho, e as famílias provavelmente estão trabalhando um número maior e mais longo de horas para, pelo menos, manter seus níveis de consumo.

Inflação e reajuste salarial

A eficácia da política monetária em um regime de metas de inflação depende em parte do sucesso dos bancos centrais no uso de suas políticas e anúncios para afetar as expectativas de inflação (ver Capítulo 2). Um aspecto importante para determinar como a política pode conter a inflação é o reajuste de salários. Como o trabalho é um insumo em qualquer função de produção, o quanto os salários são reajustados pode definir a trajetória da inflação. Os salários podem ser indexados à inflação passada, o que significa que se ajustam com a inflação observada. Quando isso acontece, um mecanismo para perpetuar altos níveis de inflação é embutido na economia, dificultando a redução de preços. Nos países da América Latina e do Caribe, os salários nominais aumentaram rapidamente em 2022: até o terceiro trimestre, subiram 11 por cento no país médio, seguindo de perto a inflação do Índice de Preços ao Consumidor (Figura 4.8).

Um obstáculo adicional na presença de indexação alta é o fato de que os mercados de trabalho demoram mais para se ajustar a um novo equilíbrio após mudanças na inflação. Por exemplo, suponha que os salários em um período sejam fixados com base na taxa de inflação do ano anterior, e que a inflação acabe sendo menor no período seguinte. Nesse caso, o salário real (ou seja, o salário nominal deflacionado pelo nível de preços) pode

FIGURA 4.8 ● Renda mensal do trabalho por trabalhador



Fonte: Cálculos da equipe do BID com base em pesquisas domiciliares.

Nota: A figura mostra a média dos dados disponíveis para Brasil, Colômbia, Costa Rica, México e Peru.

permanecer superior ao salário de equilíbrio durante algum tempo e, por conseguinte, o desemprego pode aumentar. Embora a indexação proteja o poder de compra dos empregados, o risco é que algumas pessoas podem cair no desemprego, visto que os salários não são reajustados de acordo com os preços.

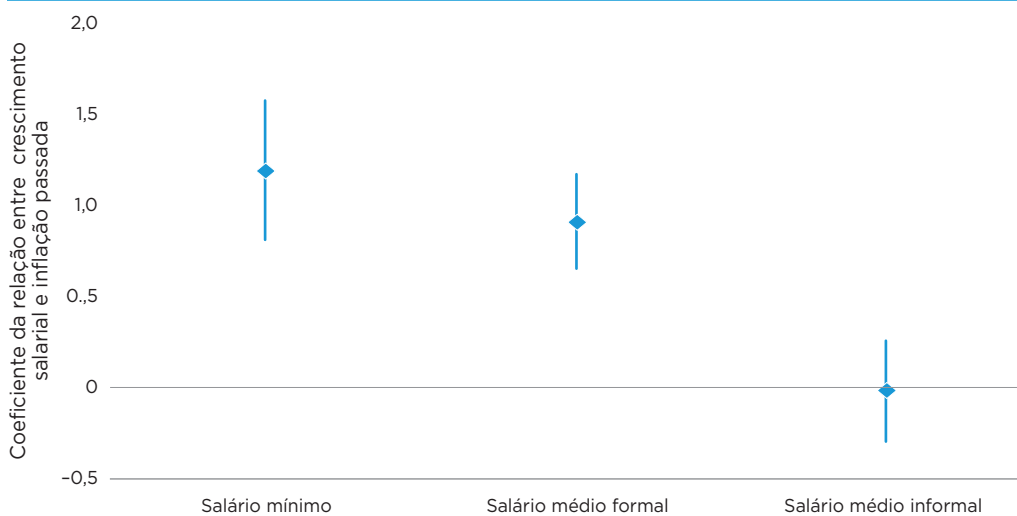
Na América Latina e no Caribe, os salários mínimos e do setor formal estão fortemente indexados à inflação passada. O dados referentes ao período 2010–2021 mostram que a renda per capita formal do trabalho aumenta em cerca de 90 por cento da inflação do ano anterior, enquanto o salário mínimo é fixado, em média, em 120 por cento da taxa de inflação passada (Figura 4.9). Notavelmente, a renda do trabalho informal não é reajustada com a inflação.

A indexação terá um papel na conjuntura atual. À medida que as autoridades continuam a combater a inflação, os desdobramentos do mercado de trabalho serão críticos para determinar não apenas a rapidez com que a inflação convergirá para sua meta, mas também como o emprego pode ser ajustado ao longo do processo.

Uma faca de dois gumes: dinâmica da política monetária e do mercado de trabalho

Conter a inflação é crucial por muitas razões, entre elas seu impacto negativo na pobreza e no funcionamento do mercado de trabalho. Mas conter a inflação também tem um

FIGURA 4.9 ● Indexação salarial na América Latina e no Caribe



Fonte: Cálculo da equipe do BID com base em dados do BID (<https://scldata.iadb.org/en/public>). Os dados de inflação são do FMI/IFS.

Nota: A renda salarial média formal e informal do trabalho inclui dados de Bolívia, Brasil, Colômbia, Costa Rica, República Dominicana, Equador, El Salvador, Guatemala, Honduras, Jamaica, Panamá, Paraguai, Peru, Trinidad e Tobago e Uruguai. Os números do salário mínimo excluem Trinidad e Tobago. A figura mostra o coeficiente da inflação defasada, a partir da seguinte regressão: $w_{it} = b \cdot \text{inflation}_{i,t-1} + m_i + e_{it}$, em que w é o salário mínimo, a renda média do trabalho formal ou a renda média do trabalho informal das famílias. m_i denota efeitos fixos do país, i representa o país e t representa o tempo. As regressões são estimadas com base em dados anuais entre 2010 e 2021.

preço: no curto prazo, pode piorar os mercados de trabalho. Normalmente, as explosões inflacionárias são seguidas por políticas monetárias contracionistas rígidas. Essas políticas visam levar a inflação de volta para um nível desejado de longo prazo, evitando, ao mesmo tempo, a redução de renda e o aumento da pobreza a médio e longo prazo. No entanto, elas inevitavelmente desaceleram a economia e provavelmente aumentam o desemprego. Brasil, Colômbia e México enfrentaram períodos de alta inflação na década de 2010. Em resposta à inflação alta, as taxas básicas de juros aumentaram, a inflação foi ajustada para baixo, mas o desemprego sofreu um aumento significativo, embora efêmero (ver Tabela 4.1).

Taxas de juros mais altas, por meio de canais de crédito e riqueza, buscam conter o consumo e o investimento e restringir a demanda agregada, a fim de limitar os aumentos de preços. Da mesma forma, por meio de canais de taxas de câmbio, ajudam a conter a demanda externa dos agentes domésticos. Por outro lado, à medida que a demanda se contrai, os mercados de trabalho precisam se ajustar a um novo equilíbrio, que geralmente implica menos demanda por mão de obra. Isso, por sua vez, gera um nível mais alto de desemprego durante o processo de desinflação.

Evidências empíricas recentes mostram que, embora a renda diminua para todos os trabalhadores durante a desinflação, o impacto de uma política monetária contracionista varia para cada tipo de trabalhador. Em países com alta informalidade, uma contração monetária reduz a renda dos trabalhadores informais mais do que a dos formais. Ao mesmo tempo, o choque monetário leva a uma passagem da formalidade para a informalidade. A variação na resposta da renda também depende do nível de renda do trabalhador. Enquanto a renda diminui para todos os trabalhadores, formais e informais, os trabalhadores no segmento mais baixo da informalidade sofrem relativamente mais do que seus pares do setor formal.⁷

Reajuste de olho nos pobres

Nos últimos anos, os mercados de trabalho melhoraram em comparação com os níveis da pandemia. A melhoria nos mercados de trabalho foi acompanhada por uma redução da

TABELA 4.1 • Episódios de desinflação anteriores, países selecionados

	Brasil		México		Colômbia	
Taxa básica de juros	2012-T4	2016-T3	2015-T3	2018-T4	2014-T1	2016-T2
	7,25	14,25	3,00	8,25	3,25	7,75
Taxa de inflação	2015-T4	2017-T3	2017-T4	2020-T2	2016-T2	2018-T2
	10,40	2,60	6,60	2,80	8,20	3,20
Taxa de desemprego	2013-T4	2017-T1	2017-T1	2020-T3	2014-T3	2017-T4
	6,30	13,90	3,40	5,20	8,40	8,80

Fonte: Cálculos da equipe do BID com base em dados da Haver Analytics.

⁷ Ver Gomes et al. (2023) para uma análise dessa dinâmica para o Brasil.

pobreza e da desigualdade, em comparação com os picos atingidos no auge da crise de Covid-19. No entanto, retornar às tendências pré-Covid é uma meta insatisfatória. Os países da América Latina e do Caribe precisam retomar uma tendência de declínio da pobreza e da desigualdade. Infelizmente, esse não é um objetivo de prazo imediato. A política monetária necessária para derrubar a inflação provavelmente atrasará um retorno a essa trajetória.

O que pode ser feito para evitar a perda dos ganhos na pobreza e na desigualdade dos anos pós-pandemia, enquanto a região retoma uma tendência de crescimento sustentável? Agora mais do que nunca, a política fiscal deve se concentrar em chegar às populações mais pobres, a fim de compensar o impacto do ajuste sobre elas. Ao mesmo tempo, deve-se assegurar que a consolidação fiscal geral seja coerente com o ajuste monetário. Não há como disfarçar a complexidade desse ato de equilíbrio. Mas isso precisa e pode ser feito.⁸

Direcionar os subsídios à energia e aos alimentos para abordar as preocupações com a pobreza e a desigualdade na presença de choques dos preços das commodities. Estimular o investimento em infraestrutura, principalmente mobilizando recursos do setor privado por meio de investimento público, também é uma política fundamental para reduzir a pobreza e a desigualdade na presença de restrições fiscais. Evidências mostram que o investimento em infraestrutura, particularmente quando acompanhado de mecanismos para aumentar a eficiência, tem um impacto diferencial e maior na renda dos mais pobres.⁹

Políticas para melhorar o funcionamento dos mercados de trabalho também são necessárias. Reduzir os incentivos à informalidade é crucial.¹⁰ Não há um conjunto único de intervenções; cada país deve definir a melhor combinação de políticas para a sua própria realidade. Essas intervenções incluem: políticas que desvinculem os benefícios previdenciários da situação dos trabalhadores no mercado de trabalho;¹¹ incentivos para que os trabalhadores encontrem melhores oportunidades de trabalho, em especial políticas para estimular a demanda agregada e o uso de informações públicas; políticas de desenvolvimento produtivo com foco no incentivo à inovação; e melhores políticas trabalhistas e previdenciárias, que promovam trajetórias profissionais bem sucedidas para todos os trabalhadores ao longo de suas vidas, incluindo aposentadoria, contribuindo, assim, para a produtividade e a equidade.

⁸ As expansões horizontais (mais beneficiários) podem ser complementadas por expansões verticais que aumentem o valor das transferências monetárias para garantir o consumo básico de alimentos (necessidade de mais renda).

⁹ Ver Cavallo et al. (2020) e Cavallo e Powell (2019).

¹⁰ Ver, por exemplo, Cavallo et al. (2022).

¹¹ Ver Levy e Cruces (2021).

CAPÍTULO 5

Fortes, mas estressados: o estado dos mercados financeiros

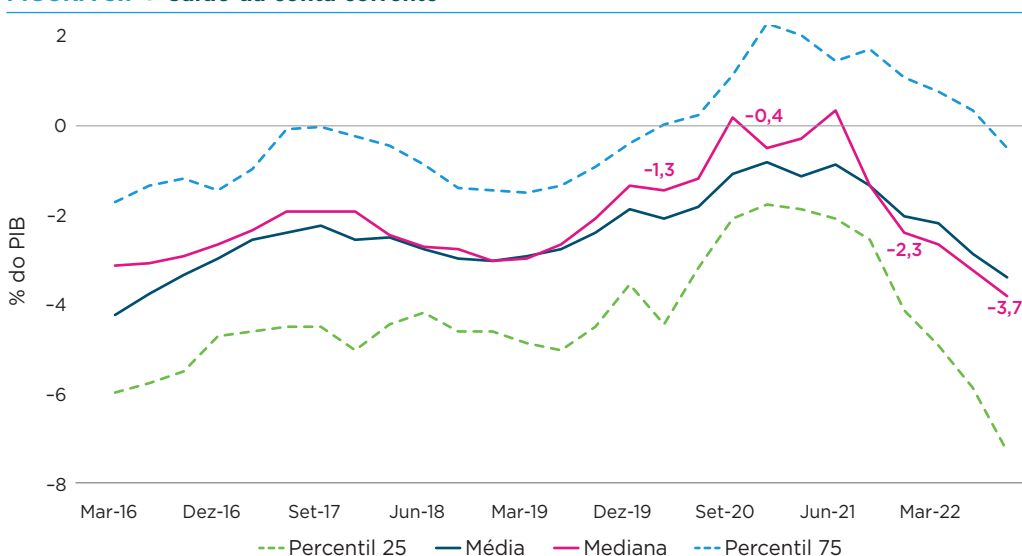
Os mercados financeiros estão sob estresse desde o início da pandemia de Covid-19. Apesar da disponibilidade de acesso ao crédito estrangeiro durante a maior parte da pandemia, o crédito concedido pelos sistemas financeiros domésticos diminuiu durante 2021. Em 2020, a poupança aumentou, o financiamento estrangeiro estava amplamente disponível e muitos governos e empresas financeiras e não financeiras os usaram para construir reservas de liquidez. De meados de 2021 até o segundo trimestre de 2022, os financiamentos externo e doméstico apresentaram uma dinâmica de crescimento mais forte. No entanto, essa tendência piorou à medida que a inflação aumentou, as taxas de juros internacionais e domésticas subiram, os altos índices de endividamento se materializaram e os mercados financeiros se tornaram mais voláteis.

Este capítulo discute os principais desafios e riscos potenciais enfrentados pelos países da América Latina e do Caribe nos mercados financeiros internacionais e domésticos. Não obstante os repetidos choques, os mercados financeiros continuam fortes. No entanto, os financiamentos internacional e doméstico estão enfrentando vulnerabilidades crescentes, e as autoridades precisam estar vigilantes para evitar transtornos significativos.

Ameaças a financiamento externo

Desdobramentos globais associados à guerra na Ucrânia, inflação global e aumento das taxas de juros contribuíram para exacerbar as necessidades de financiamento nos países da América Latina e do Caribe. O déficit em conta corrente no país mediano aumentou de 2,3 por cento em 2021 para 3,7 por cento do PIB no terceiro trimestre de 2022 (Figura 5.1). Os déficits em conta corrente aumentaram na maioria dos países da região, embora seus tamanhos tenham variado.¹ O caso dos exportadores de commodities é notável; apesar do crescimento das exportações de commodities, o déficit em conta corrente aumentou. Esse aumento pode refletir a alta dos preços de importação associada aos preços globais mais altos de combustíveis e alimentos, ao aumento dos

¹ A Guiana foi excluída de todas as análises nesta seção, devido às suas recentes descobertas de petróleo e à transformação estrutural resultante.

FIGURA 5.1 ● Saldo da conta corrente

Fonte: Cálculos da equipe do BID com base nas Estatísticas da Balança de Pagamentos do FMI (BOPS) e em dados de bancos centrais.

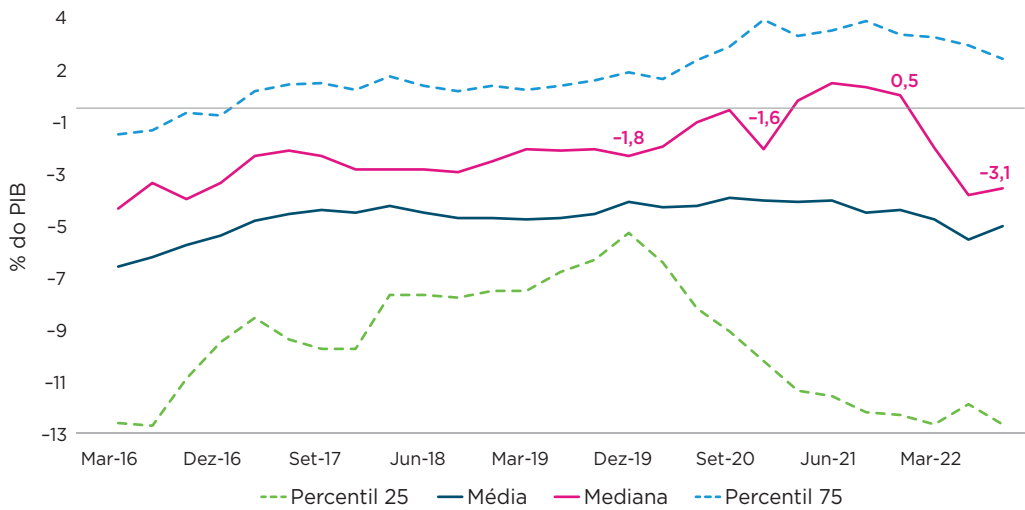
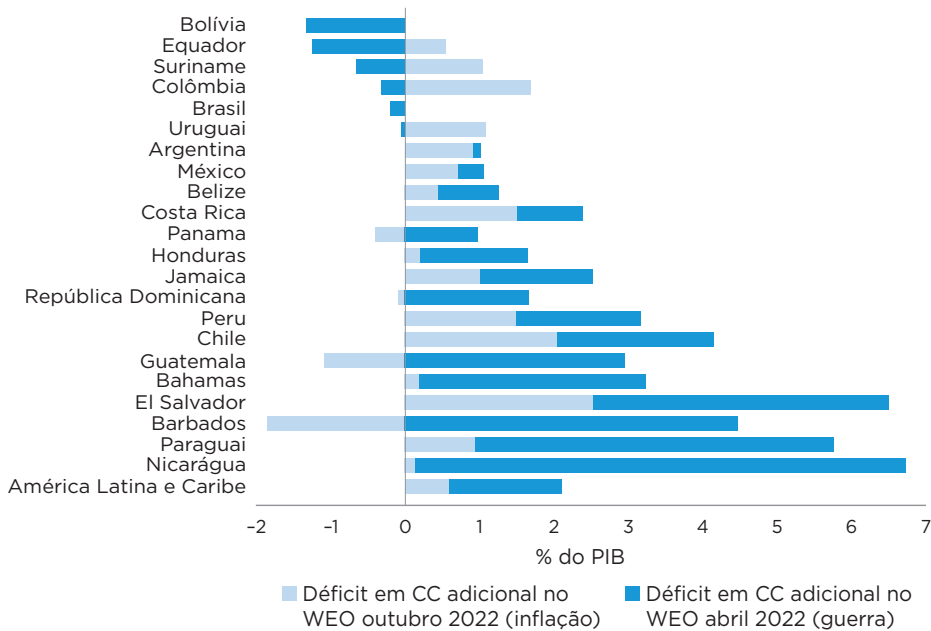
Nota: Os dados incluem todos os países mutuários do BID, exceto Barbados e Venezuela, devido à indisponibilidade de dados, e Guiana, devido a uma quebra estrutural na série.

custos de transporte e aos pagamentos de juros maiores, devido à resposta global à explosão inflacionária (ver Capítulo 2).²

Os déficits crescentes em conta corrente no país mediano têm sido acompanhados pela deterioração dos saldos da balança comercial. O comportamento do saldo da balança comercial, no entanto, varia mais do que o da conta corrente. Em particular, o saldo da balança comercial sofreu uma deterioração nos países dependentes do turismo durante 2021 e 2022 (coincidindo com o 25º percentil da Figura 5.2), enquanto os países exportadores de commodities desfrutaram de saldos da balança comercial positivos no mesmo período (coincidindo com o 75º percentil na Figura 5.2).

À medida que o ano avançava, a pressão sobre as contas correntes também aumentava, piorando em toda a região em 2022. A invasão da Ucrânia pela Rússia mudou substancialmente as perspectivas para as contas correntes; a previsão era de que os déficits aumentariam, em média, 1,5 ponto percentual do PIB durante o ano, especialmente entre os importadores de petróleo, devido ao impacto da guerra nos preços da energia e dos alimentos (Figura 5.3). As previsões foram reajustadas em meio ponto percentual para cima no final do ano, em decorrência do impacto de taxas de juros mais altas. O choque maior e mais longo do que o esperado da inflação nas economias avançadas e emergentes levou a políticas monetárias mais restritivas, menor liquidez global e necessidades maiores de financiamento, mesmo entre os exportadores líquidos de commodities.

² Simultaneamente, a demanda por liquidez aumentou significativamente.

FIGURA 5.2 ● Saldo da balança comercial**FIGURA 5.3 ● Mudança na previsão do déficit da conta corrente para 2022**

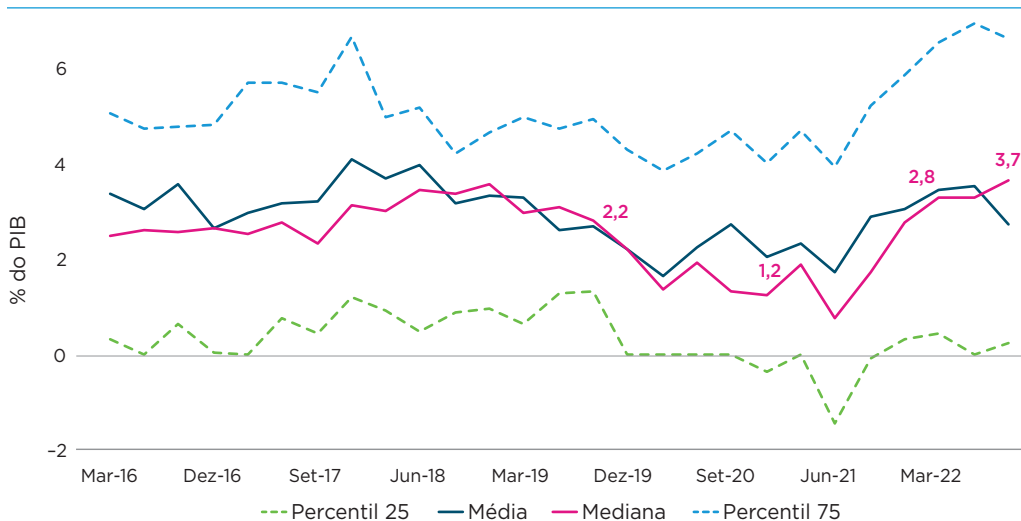
À medida que a atividade econômica desacelera em 2023 e a inflação global diminui, pode haver uma redução da pressão sobre as taxas de juros e uma contração dos déficits em conta corrente. O tamanho dessa contração pode depender de políticas macroeconômicas. Se a política fiscal ajudar a reduzir os spreads de risco, as taxas de juros específicas de cada país podem cair em conjunto com as taxas globais, aliviando pressões fiscais e externas.

Como contrapartida do déficit em conta corrente, o superávit da conta financeira no terceiro trimestre de 2022 atingiu seu nível mais alto desde 2015. O superávit médio foi de 3,7 por cento do PIB (ver Figura 5.4). Notavelmente, em que pesem condições financeiras globais apertadas e spreads de risco mais altos, os mercados financeiros permaneceram abertos para a região. De fato, os rendimentos soberanos médios aumentaram aproximadamente 3 pontos percentuais durante 2022 (ver Figura 1.2).

Em 2023, as necessidades de financiamento externo deverão diminuir, em linha com a contração esperada da conta corrente.³ No entanto, para manter o acesso a financiamento externo, o fortalecimento da consolidação fiscal deverá continuar sendo uma prioridade de política (ver Capítulo 3).

A principal fonte de financiamento externo da região é o investimento estrangeiro direto (IED).⁴ A maior estabilidade do IED em comparação com investimentos de carteira ou outros fluxos de investimento, bem como sua resiliência em tempos de estresse global

FIGURA 5.4 ● Saldo da conta financeira



Fonte: Cálculos da equipe do BID com base nas Estatísticas da Balança de Pagamentos do FMI (BOPS) e em bancos centrais. Nota: Os dados incluem todos os países mutuários do BID, exceto Barbados e Venezuela, devido à indisponibilidade de dados, e Guiana, devido à quebra estrutural na série.

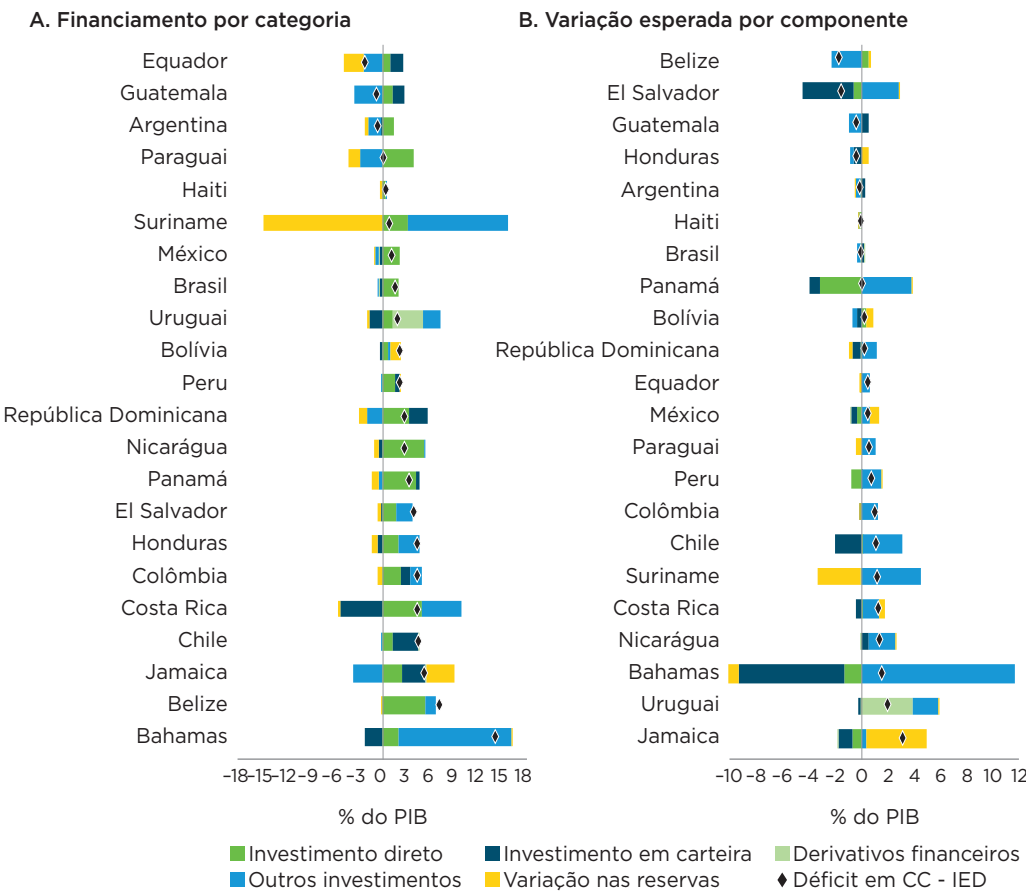
³ As necessidades de financiamento podem ser maiores, dependendo dos cronogramas de amortização da dívida dos países, ou da realização de maiores investimentos em países específicos que exigem maior financiamento externo.

⁴ Ver Cavallo et al. (2022).

é um ponto forte para a região em 2023. No entanto, mesmo esses fluxos relativamente estáveis estão sujeitos a uma grande volatilidade, em especial nos países produtores de commodities, nos quais o IED está associado a setores de produção de commodities e acompanha de perto os preços das commodities. Se os preços das commodities permanecerem voláteis, o IED provavelmente seguirá o mesmo caminho.

Ainda assim, as necessidades de financiamento externo geralmente excedem os fluxos esperados de IED (Figura 5.5, Painel A). Embora o IED continue sendo uma importante fonte de financiamento externo, representando 2 por cento do PIB no país mediano, vários países deverão contar com outros tipos de fluxos. Segundo estimativas do FMI,⁵ a dívida multilateral será uma fonte crucial de financiamento para vários países. Dada a desaceleração da atividade econômica na região e o comportamento tradicionalmente anticíclico desse

FIGURA 5.5 • Financiamento externo, 2023



Fonte: Cálculos da equipe do BID com base no FMI (2022b).
Nota: Barbados, Trinidad e Tobago e Venezuela foram excluídos devido à indisponibilidade de dados, e Guiana devido à quebra estrutural na série.

⁵ Ver FMI (2022b).

tipo de empréstimo,⁶ a dívida multilateral deverá cobrir parte da queda prevista dos fluxos de capital privado (a dívida multilateral se enquadra na outra categoria de investimento na Figura 5.5, Painel B). Outras fontes de financiamento podem permanecer relativamente escassas e voláteis. O investimento de carteira na região, por exemplo, sofreu uma queda acentuada desde 2021, na sequência da consolidação das contas fiscais (ver Capítulo 3).

Preparados para uma parada súbita dos fluxos de capital estrangeiro?

Taxas globais elevadas e prêmios de risco implicam mais volatilidade do que o habitual nos fluxos de capital e, por conseguinte, riscos para o financiamento da conta corrente. A questão-chave é se, como no passado, períodos de inflação e taxas de juros globais altas serão seguidos por episódios de estresse financeiro nos mercados emergentes. A resposta está na força dos fundamentos macroeconômicos. Durante a crise financeira global de 2008 e, mais recentemente, durante a crise de Covid, os países da América Latina e do Caribe evitaram paradas súbitas nos fluxos de capital estrangeiro, graças aos seus fortes fundamentos. A Tabela 5.1 apresenta os principais indicadores domésticos identificados pela literatura como determinantes da probabilidade de paradas súbitas nos fluxos de capital estrangeiro: saldos fiscais e conta corrente, grau de dolarização de passivos e disponibilidade de reservas internacionais.⁷ Para avaliar a vulnerabilidade da região a paradas súbitas nos fluxos de capital estrangeiro em 2023, sua posição em relação a essas variáveis-chave em 2022 é comparada à sua situação em 2007 e 2019.

TABELA 5.1 • Principais indicadores macroeconômicos de parada súbita dos fluxos de capital estrangeiro para a América Latina e o Caribe

(% do PIB)	Saldo fiscal			Saldo da conta corrente			Dolarização de passivos*			Reservas		
	2007	2019	2022	2007	2019	2022	2007	2019	2022	2007	2019	2022
Pioneiros em IT	-0,8	-2,7	-3,8	0,0	-3,5	-3,0	6,1	9,2	7,6	10,1	16,5	16,5
IT mais recentes	0,0	-2,5	-3,2	-5,0	-0,9	-3,6	15,7	18,4	20,1	13,9	19,5	21,6
Intermediários	1,3	-3,7	-3,2	2,1	-1,1	-1,4	22,6	21,5	19,2	16,0	16,3	23,1
Fixadores	-0,2	-3,1	-4,0	-7,2	-2,6	-7,3	100	100	100	6,9	11,7	13,5
Mediana regional	0,1	-2,9	-3,5	-0,9	-1,3	-3,2	19,1	19,0	19,5	12,9	16,3	17,1

Fonte: Cálculos da equipe do BID com base no FMI (2022b), IFS e fontes nacionais.
Nota: Todos os valores informados são medianas. Guiana, Barbados e Venezuela são excluídos em todos os casos. Pioneiros em IT (países com meta de inflação) inclui Brasil, Chile, Colômbia, México e Peru; “IT mais recentes” corresponde a Costa Rica, República Dominicana, Guatemala, Jamaica, Paraguai e Uruguai; o grupo “Intermediários” é composto por Argentina, Bolívia, Haiti, Honduras, Nicarágua, Suriname e Trinidad e Tobago; o grupo “Fixadores” abrange Bahamas, Barbados, Belize, Equador, El Salvador e Panamá. (*) Há dados sobre dolarização de passivos disponíveis para Argentina, Barbados, Belize, Bolívia, Brasil, Chile, Colômbia, Costa Rica, República Dominicana, Equador, El Salvador, Guatemala, Honduras, Jamaica, México, Nicarágua, Panamá, Paraguai, Peru, Suriname, Trinidad e Tobago e Uruguai.

⁶ Ver Powell e Valencia (2023).
⁷ Ver Calvo, Izquierdo e Loo-Kung (2012) para uma discussão.

Por um lado, a Tabela 5.1 mostra que a região tem uma posição fiscal mais fraca em comparação com episódios de crise anteriores, como visto no Capítulo 3. Da mesma forma, os saldos em conta corrente agora estão maiores, indicando que as necessidades de financiamento externo também são maiores. Embora contas fiscais mais fracas sejam comuns entre os países, independentemente do seu regime monetário, no que se refere ao saldo da conta corrente os padrões diferem. Os saldos externos dos pioneiros em metas de inflação (IT) caíram (0,5 ponto percentual do PIB desde 2019), enquanto permaneceram iguais ou aumentaram para todos os demais países.

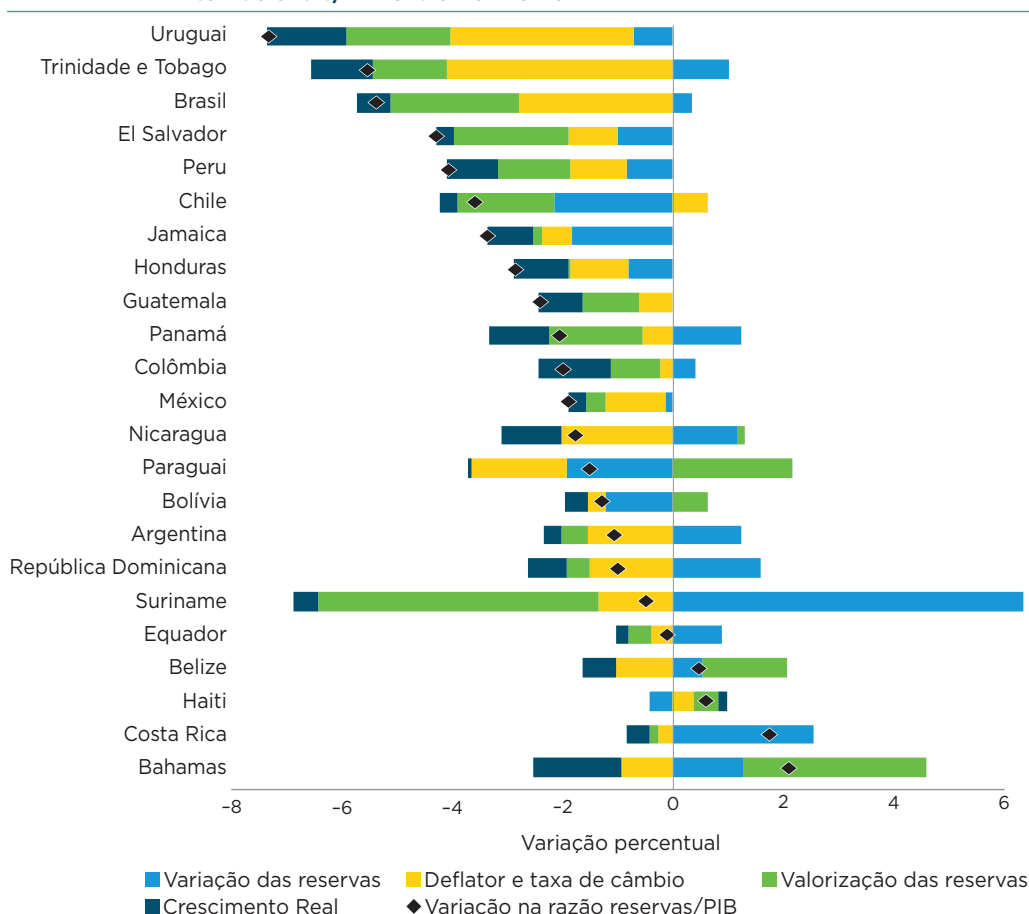
Por outro lado, a dolarização de passivos não mudou significativamente na região. Antes da pandemia, a tendência era reduzir a dolarização de passivos; essa tendência mudou nos últimos anos. Os níveis de dolarização subiram em países que adotaram recentemente regimes de metas de inflação — uma questão que as autoridades devem monitorar de perto. Além disso, as reservas internacionais aumentaram em todos os grupos monetários em relação a 2019, assim como a poupança gerada pela incerteza decorrente da pandemia. No entanto, embora as reservas excedam os níveis de 2019, a relação reservas internacionais/PIB diminuiu na maioria dos países em relação a 2021 (ver Figura 5.6). Para o país mediano, os fatores que explicam essa redução incluem uma queda de 0,4 ponto percentual na valorização das reservas, um 1 ponto percentual devido à desvalorização cambial, 0,6 ponto percentual explicado pela queda do crescimento econômico real e um ligeiro aumento de 0,34 ponto percentual na quantidade real de reservas, consistente com uma demanda robusta por poupança.

No geral, os riscos externos estão aumentando em muitos países, devido à combinação de maiores necessidades externas e maiores déficits fiscais que devem ser financiados. Nos países onde os passivos em moedas estrangeiras estão crescendo, isso precisa ser monitorado e, onde não existem, devem ser adotadas medidas para evitar o descasamento de moedas nos balanços de instituições financeiras e empresas. A consolidação das contas fiscais é um passo fundamental para fortalecer a posição externa da região, dada a incerteza global predominante.

Em câmera lenta: crédito e o setor financeiro doméstico

Apesar do acesso a financiamento estrangeiro durante os anos da pandemia, o crescimento do crédito financeiro diminuiu, provavelmente devido à alta demanda por reservas de liquidez e poupança. O crédito é um pilar fundamental para apoiar o crescimento sustentável a médio e longo prazos.⁸ Empresas e famílias precisam de um sistema financeiro saudável para ajudá-las a navegar em tempos de dificuldades econômicas. Durante a Covid, o crescimento

⁸ Os vínculos entre financiamento e crescimento econômico são extensos. Levine (2005) e Buera, Kaboski e Shin (2011) apresentam uma pesquisa e uma discussão recentes para mercados emergentes, encontrada em García-Escribano, Han e Cuevas (2015), que detectam uma relação positiva entre crédito bancário e crescimento e exploram em detalhes os canais pelos quais diferentes tipos de crédito (comercial ou ao consumidor) afetam o crescimento. Discussões sobre limites do valor do financiamento e crescimento podem ser encontradas, entre outros, em Arcand, Berkes e Panizza (2015).

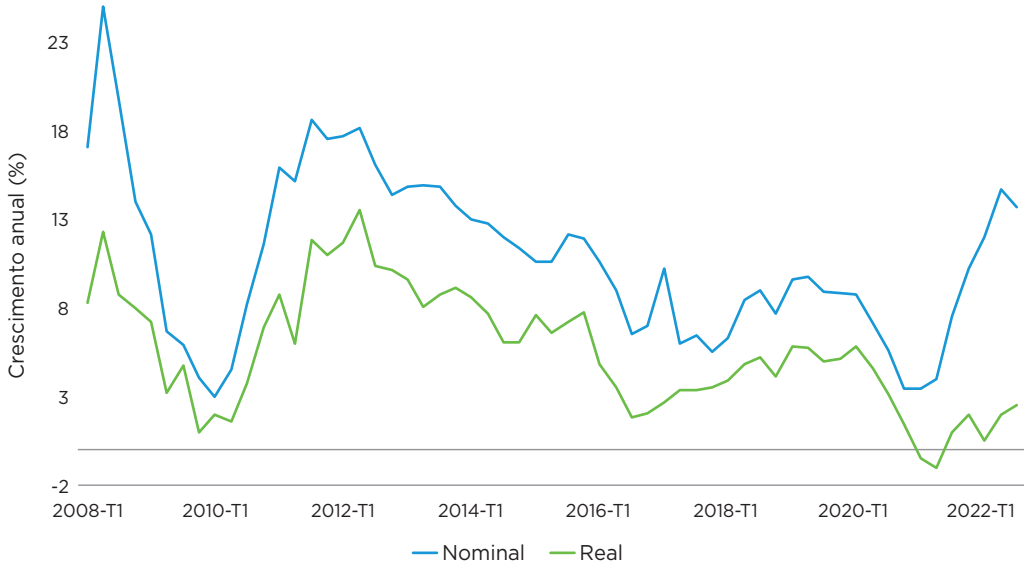
FIGURA 5.6 • Fatores que contribuíram para a mudança da relação reservas internacionais/PIB entre 2021 e 2022

Fonte: Cálculos da equipe do BID com base no FMI (2022b) e em bancos centrais.

Nota: Barbados, Trinidad e Tobago e Venezuela foram excluídos devido à indisponibilidade de dados, e Guiana devido à quebra estrutural na série. A "valorização de reservas" é derivada implicitamente como a diferença entre "Mudança em reservas" e a mudança real nos estoques em dólares de reservas internacionais. O efeito "Deflador e taxa de câmbio" é derivado da diferença entre o PIB em dólares americanos e o crescimento real do PIB.

do crédito ao setor privado não financeiro na América Latina e no Caribe, concedido pelo sistema financeiro doméstico, desacelerou. A taxa de crescimento real do crédito caiu de níveis médios de cerca de 4,2 por cento entre 2016 e o primeiro trimestre de 2020, para taxas negativas nos dois primeiros trimestres de 2021. Desde setembro de 2021, o crédito real se recuperou lentamente, a uma taxa média de crescimento de 1,6 por cento (ver Figura 5.7).⁹ Em termos nominais, o crédito também registou uma desaceleração significativa durante a

⁹ Uma contração de crédito real de 1,1 por cento foi registrada no primeiro semestre de 2021. Nem mesmo durante a crise financeira global de 2008-2009 houve uma contração do crédito em termos reais na amostra de países assinalados.

FIGURA 5.7 • Crédito de instituições depositárias ao setor privado não financeiro

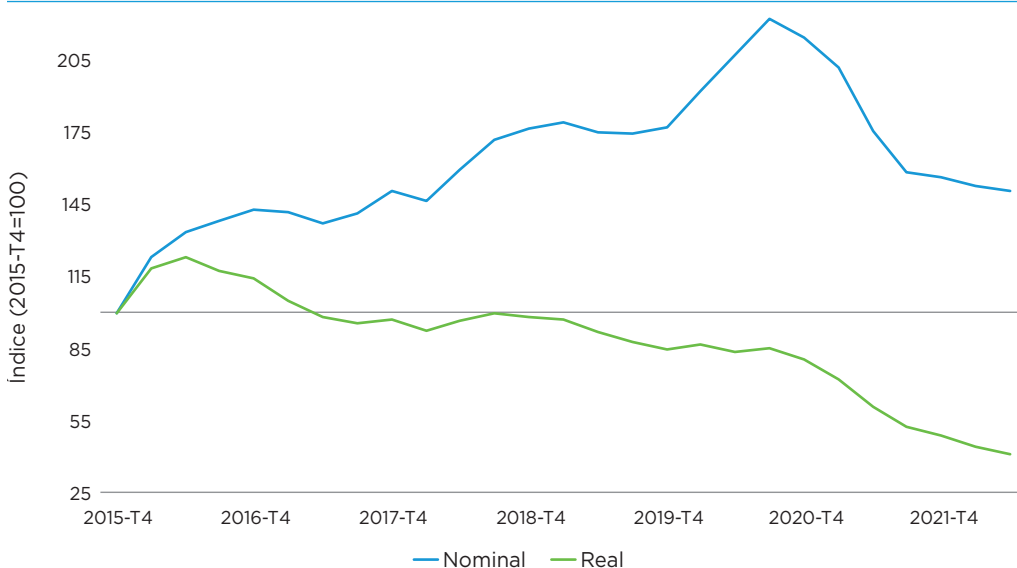
Fonte: Cálculos da equipe do BID com base nas Estatísticas Financeiras Internacionais do FMI e na Haver Analytics.
 Nota: A amostra inclui Argentina, Belize, Bolívia, Brasil, Chile, Colômbia, Costa Rica, República Dominicana, Equador, El Salvador, Guatemala, Guiana, Haiti, Honduras, México, Nicarágua, Paraguai, Peru, Suriname, Trinidad e Tobago e Uruguai. A figura mostra os valores medianos dos agregados de toda a economia nos países incluídos na amostra.

pandemia de Covid-19, passando de taxas médias de crescimento anual de quase 8,0 por cento nos anos pré-pandemia, para apenas 4,7 por cento em 2020 e 2021. A partir do último trimestre de 2021, o crédito nominal retomou as taxas de crescimento acima de 10 por cento, tendência que se manteve durante a maior parte de 2022. No terceiro trimestre, com o aumento da inflação e das taxas de juros, o crédito começou a desacelerar.

Embora o crédito concedido pelo setor financeiro doméstico tenha continuado a fluir após o pico da pandemia, o mesmo não ocorreu com os empréstimos transfronteiriços ou o crédito concedido por instituições financeiras estrangeiras a empresas e famílias da região. Em termos tanto nominais quanto reais, esse tipo de financiamento sofreu uma forte contração durante a pior fase da pandemia de Covid-19 e continuou a cair a um ritmo mais lento desde 2021 (Figura 5.8). Com o aumento da incerteza global e das taxas de juros combinadas com o aumento dos spreads da dívida soberana, as taxas de crescimento dos empréstimos externos estagnaram em níveis negativos. Como resultado da queda dos empréstimos estrangeiros, as empresas e as famílias da região tiveram menos crédito em comparação com os anos pré-pandemia.

Tendências nos principais indicadores financeiros

Garantir um sistema financeiro estável e saudável é crucial para evitar uma desaceleração da atividade econômica. O atual nível elevado das taxas de juros domésticas e globais

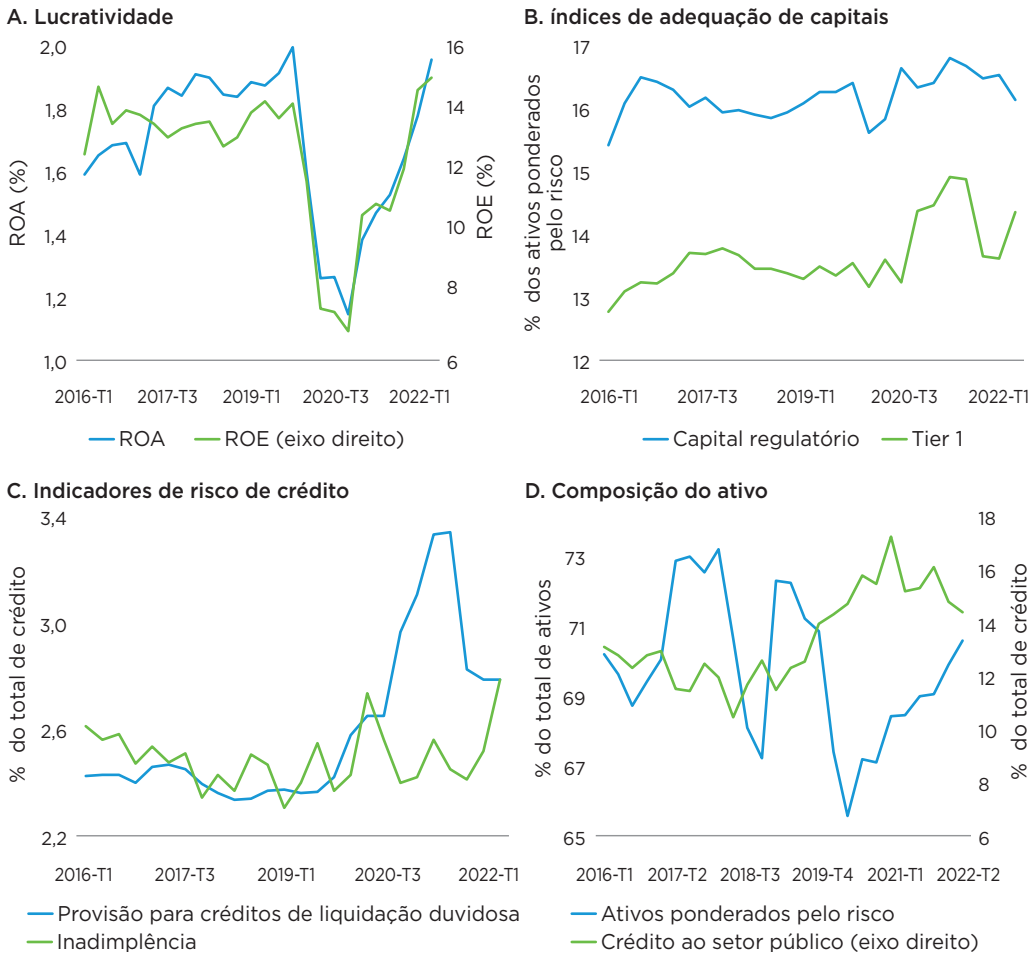
FIGURA 5.8 ● Empréstimos transfronteiriços a empresas não financeiras

Fonte: Cálculos da equipe do BID com base nas Estatísticas Bancárias Locacionais do BIS.

Nota: A amostra inclui Argentina, Bahamas, Barbados, Belize, Bolívia, Brasil, Chile, Colômbia, Costa Rica, República Dominicana, Equador, El Salvador, Guatemala, Haiti, Honduras, Jamaica, México, Nicarágua, Panamá, Paraguai, Peru, Trinidad e Tobago e Uruguai. A figura mostra os valores medianos dos agregados de toda a economia nos países incluídos na amostra.

tem o potencial de causar dificuldades financeiras e uma contração econômica correspondente. Em contraste com episódios passados, os sistemas bancários na América Latina e no Caribe parecem estar bem posicionados para enfrentar os próximos choques. A rentabilidade dos bancos, que havia caído substancialmente durante o pico de Covid, mas que notavelmente se manteve em território positivo, está agora de volta aos níveis pré-Covid (Figura 5.9, Painel A). Os índices de adequação de capital, que é uma medida das reservas disponíveis para enfrentar perdas inesperadas, permanecem acima dos requisitos regulatórios (Figura 5.9, Painel B). Como as economias da região desaceleraram, os empréstimos inadimplentes estão aumentando (Figura 5.9, Painel C). Esse comportamento é natural, uma vez que o risco de crédito tende a acompanhar o ciclo real dos negócios. Nenhum aumento de empréstimos inadimplentes foi registrado durante a pandemia de Covid, devido a medidas de tolerância regulatória que visavam evitar que a pandemia tivesse um efeito mais prejudicial na estabilidade financeira. No entanto, durante a pior fase dos anos da Covid, os bancos elevaram seus níveis de provisões para lidar com o potencial impacto permanente da pandemia na qualidade do crédito. À medida que as economias se recuperaram, as provisões para perdas com empréstimos voltaram aos níveis pré-pandemia.

Uma característica distintiva dos balanços dos bancos no início da pandemia de Covid-19 foi uma rápida mudança na direção da posse de ativos do setor público. Isso

FIGURA 5.9 • Indicadores bancários

Fonte: Cálculos da equipe do BID com base nos Indicadores de Solidez Financeira do FMI e na Haver Analytics para medidas de rentabilidade, índices de adequação de capital, indicadores de risco de empréstimo e ativos ponderados pelo risco. Para créditos ao setor público, Estatísticas Financeiras Internacionais do FMI.

Nota: A amostra inclui Argentina, Bolívia, Brasil, Chile, Colômbia, Costa Rica, Equador, El Salvador, Guatemala, Honduras, México, Panamá, Paraguai, Peru e Trinidad e Tobago. A figura mostra os valores medianos dos agregados de toda a economia nos países incluídos na amostra. ROA é o retorno sobre ativos. ROE é o retorno sobre o patrimônio líquido.

levou a uma redução dos ativos ponderados pelo risco, uma vez que os títulos do governo carregam um peso de risco regulatório baixo ou nulo e porque aumentou a participação de ativos do setor público no total de ativos dos bancos (Figura 5.9, Painel D). À medida que as economias se recuperaram em 2021 e 2022, a participação dos ativos do setor público no total de ativos diminuiu e, conseqüentemente, os ativos ponderados pelo risco aumentaram. Esse padrão é consistente com um crédito mais dinâmico ao setor privado (Figura 5.7). No entanto, o fato de os ativos ponderados pelo risco estarem crescendo mais rapidamente do que os ativos do setor público estão diminuindo, pode sugerir que as percepções de risco do crédito privado são agora mais elevadas, o que é uma

característica compatível com a desaceleração esperada da atividade econômica. Para complementar a visão derivada dos indicadores de balanço, o Quadro 5.1 apresenta uma estimativa alternativa de risco com base nas avaliações de mercado.¹⁰

QUADRO 5.1 • Estimativa de escassez de capital

Uma estimativa adicional dos riscos bancários subjacentes pode ser inferida a partir da avaliação de mercado dos bancos. Os preços de mercado são um mecanismo útil para construir indicadores de risco do sistema bancário em tempo real. Essas medidas foram examinadas na sequência da crise financeira global, uma vez que sua resposta ao impacto veloz do risco de produtos estruturados e não transparentes e de transações de derivativos não foi suficiente. Indiscutivelmente, eles são mais adequados à situação atual, cujos riscos potenciais decorrem mais de problemas de crédito mais lento. Usando modelos de risco baseados em capital que se valem da teoria de precificação de opções, Perraudin, Powell e Yang (no prelo) estimam a probabilidade de escassez de capital bancário para um subconjunto de grandes bancos cotados em bolsa na região. A estimativa pressupõe que um banco entraria em falência quando sua relação ativos/passivos atingisse um determinado limiar.

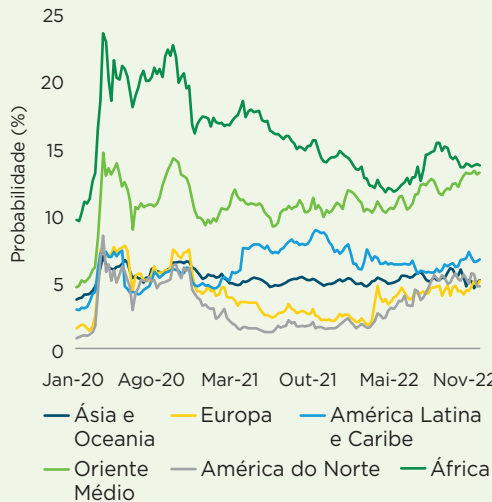
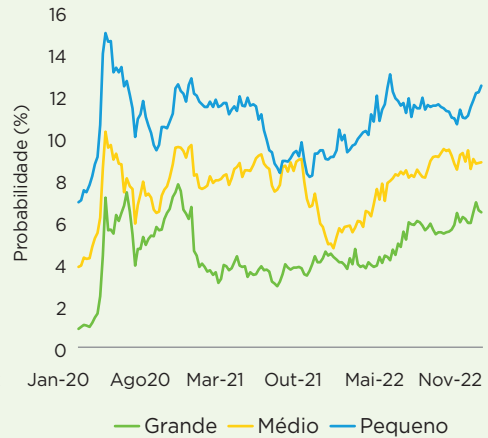
Para calcular a probabilidade de escassez de capital, a estimativa requer dados sobre a capitalização de mercado dos bancos e sua volatilidade, o valor dos passivos do banco presumivelmente constantes no nível do último balanço informado, taxas de juros e um horizonte de tempo especificado para possível inadimplência. Usando uma amostra de 1.122 bancos em 87 países, pressupondo um limiar de 97 por cento, abaixo do qual o valor dos ativos em relação aos passivos desencadearia um calote, e um horizonte de cinco anos, a Figura 5.1.1 mostra a probabilidade média da deficiências de capital para bancos, agrupados por regiões do mundo no Painel A e, para a América Latina e o Caribe, por porte do banco, no Painel B.

Quando a pandemia eclodiu em março de 2020 e uma segunda onda surgiu no final do mesmo ano, a probabilidade de escassez de capital aumentou em todo o mundo. Durante 2021, essa probabilidade diminuiu. Em muitas regiões, a probabilidade de deficiência de capital caiu para níveis próximos aos pré-pandemia, mas isso não ocorreu na região da América Latina e Caribe ou na África. Em 2022, à medida que as taxas de juros subiram e as perspectivas de crescimento começaram a se deteriorar, as probabilidades de inadimplência aumentaram na maior parte do mundo, principalmente na Europa, na América do Norte e na América Latina e no Caribe. Na América Latina e no Caribe, as probabilidades de escassez de capital bancário terminaram 2022 perto do seu pico pandêmico.

Como esperado, a probabilidade de escassez de capital varia muito entre tipos de bancos. Na América Latina e no Caribe, as diferenças entre bancos de diferentes portes são notáveis (ver Figura 5.1.1, Painel B). A probabilidade de uma deficiência de capital é mais de duas vezes maior em bancos menores do que em bancos maiores. Durante 2022, a probabilidade aumentou em bancos de todos os portes, mas a taxa de crescimento é mais acentuada em bancos menores. Essa diferença pode refletir uma maior materialização percebida do risco de crédito, particularmente nessas instituições. Muito provavelmente, uma queda na avaliação de mercado do patrimônio líquido ou um aumento em sua volatilidade pode, por sua vez, refletir uma maior probabilidade de perdas de empréstimos. Dadas essas tendências e níveis, as autoridades vão querer monitorar todos os indicadores de risco do setor bancário nos próximos meses.

(continua na página seguinte)

¹⁰ As moratórias de empréstimos e o redefinição de políticas de empréstimos adotadas no início da pandemia de Covid-19 expiraram em quase todos os países da região. No entanto, quando estendidos, os indicadores de balanço podem mascarar o verdadeiro nível de risco subjacente à atividade financeira.

QUADRO 5.1 • Estimativa de escassez de capital**FIGURA 5.1.1 • Probabilidade de escassez de capital****A. Por região****B. América Latina e Caribe: por tamanho do banco**

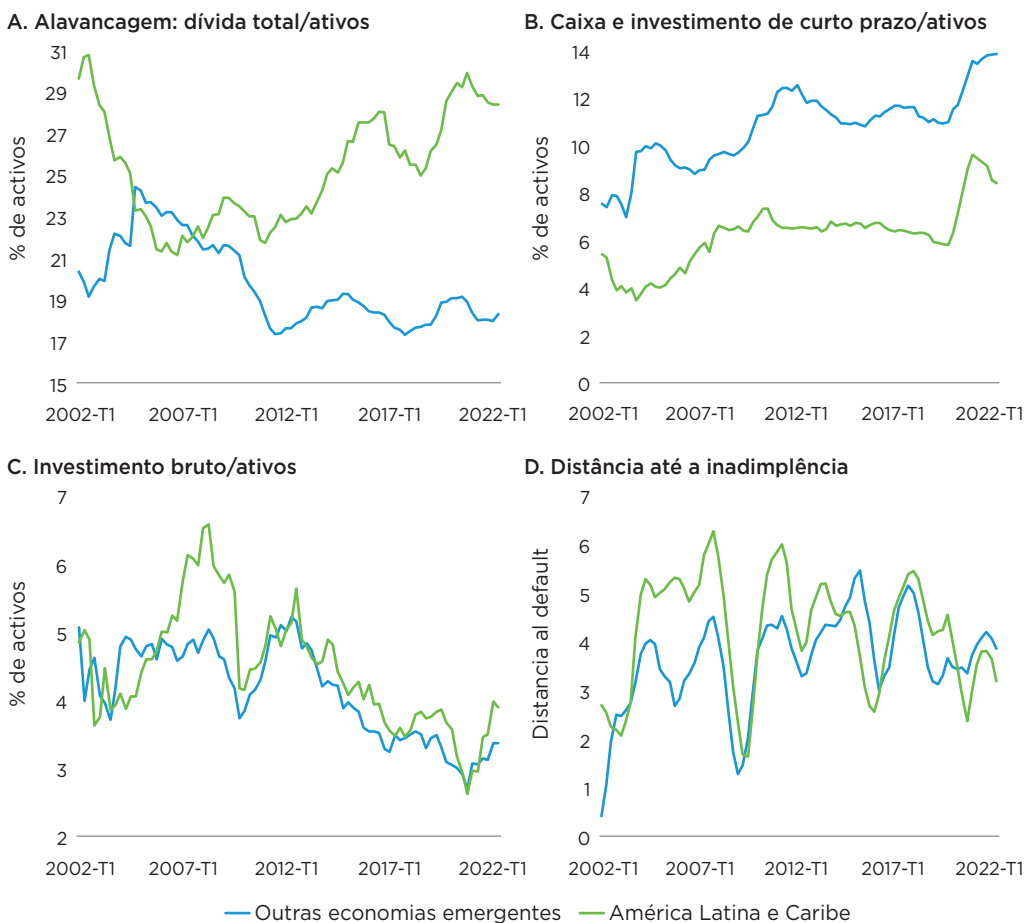
Fonte: Perraudin, Powell e Yang (no prelo).

Nota: Os números descrevem a média ponderada de passivos para bancos selecionados, da probabilidade de deficiência de capital após a aplicação de um modelo como o de Merton (1974). O Painel A apresenta médias ponderadas para bancos em países de cada região, e o Painel B para bancos na América Latina e no Caribe, conforme o porte do banco. Bancos de pequeno porte são definidos como aqueles com menos de US\$ 10 bilhões em passivos, bancos de grande porte como aqueles com mais de US\$ 50 bilhões e bancos de porte médio como aqueles com passivos entre os dois valores.

Maior risco e menor investimento no setor corporativo

O setor corporativo na América Latina e do Caribe emergiu da pandemia com altos níveis de endividamento, em comparação com as médias históricas e outras economias emergentes (Figura 5.10, Painel A). De fato, durante o primeiro semestre de 2022, a relação dívida total/ativos na empresa mediana na América Latina e no Caribe era de 28 por cento, o que é cerca de 12 pontos percentuais maior do que na empresa mediana em outras economias emergentes. Essa tendência é consistente com os números de crescimento do crédito para o setor privado (Figura 5.7). O cenário é preocupante, dado o aperto das condições financeiras enfrentadas pela região em 2022 e a desaceleração da atividade econômica prevista para 2023.

O alto nível de incerteza no início da pandemia levou as empresas a acumular volumes sem precedentes de ativos líquidos como medida de precaução (ver Figura 5.10, Painel B), em detrimento do investimento em capital físico (ver Figura 5.10, Painel C). Além desse comportamento preventivo, os governos apoiaram o aumento significativo na relação caixa/ativos, implementando grandes pacotes fiscais para sustentar as finanças das empresas e evitar grandes falências durante a pandemia (ver Cavallo e Powell, 2021).

FIGURA 5.10 ● Aumento de vulnerabilidades do balanço no setor corporativo não financeiro

Fonte: Cálculos da equipe do BID com base em dados da Refinitiv.

Nota: As figuras mostram o valor mediano da respectiva variável entre empresas em cinco países da América Latina e do Caribe: Brasil, Chile, Colômbia, México e Peru. Todos os valores são em porcentagem do total de ativos e calculados como médias móveis ao longo de quatro trimestres. A dívida total no Painel A abrange apenas obrigações de dívida com dívida remunerada pendente, enquanto caixa no Painel B inclui efetivo em caixa e investimentos de curto prazo. A taxa de investimento no Painel C é medida como despesas de capital brutas sobre o total de ativos. O Painel D ilustra o número de desvios-padrão da falência; a distância até a inadimplência é uma medida de risco corporativo que usa a estrutura de Merton (1974). O período amostral é 2002T1-2022T2.

Embora o setor corporativo da região ainda esteja altamente endividado e enfrentando riscos elevados, o retorno sobre os ativos da empresa mediana listada em bolsa na América Latina e no Caribe se recuperou e excedeu seus níveis pré-pandemia em 2022 (ver Tabela 5.2). Além disso, os lucros médios na América Latina e no Caribe, que cresceram desde a pandemia de Covid-19, estagnaram em outros setores empresariais de economias emergentes. Os lucros corporativos cresceram em todos os cinco países da amostra, com o setor corporativo do Peru desfrutando de um salto notável de 1,8 ponto percentual em relação ao período que precedeu a Covid-19. Em parte, a resiliência das

taxas de lucro se deve à recuperação da atividade econômica e da demanda agregada em 2022.

Do lado do risco, a alavancagem das empresas (relação dívida total/ativos) é mais alta do que antes da pandemia (em contraste com outras economias emergentes) e superior à de outras economias emergentes (28,5 vs. 17,8 por cento). A alavancagem alta cria mais desafios para as empresas, pois tende a prejudicar o investimento por meio de um efeito de endividamento excessivo (ver Powell e Valencia, 2023), que só pode piorar devido aos custos mais altos dos empréstimos que seguiu o aumento acentuado das taxas de juros em todo o mundo.

Além disso, as empresas da região enfrentam um risco de inadimplência maior do que outras economias emergentes e maior do que em seu período pré-crise.¹¹ Esse alto nível de risco é generalizado em todos os setores econômicos. A empresa mediana em todos os setores, exceto mineração, enfrenta um risco maior de inadimplência agora do que antes da pandemia. O fantasma da inadimplência é outro fator que impede o investimento físico na região. A recuperação da mineração provavelmente está relacionada com o aumento dos preços internacionais das commodities.

Desdobramentos recentes no setor corporativo da América Latina e do Caribe mostram que os altos níveis de dívida e risco que as empresas acumularam durante a

TABELA 5.2 • Fundamentos empresariais na América Latina e em outras economias emergentes

	Pré-crise	Covid	Pós-crise
	2018T4-2019T3	2020T1-2020T4	2021T3-2022T2
Retorno sobre ativos			
América Latina e Caribe-5	3,3	2,4	4,6
Outras economias emergentes	3,2	2,9	3,5
Alavancagem			
América Latina e Caribe-5	27,9	30,0	28,4
Outras economias emergentes	18,7	18,6	18,1
Distância da inadimplência			
América Latina e Caribe-5	4,2	2,4	3,1
Outras economias emergentes	3,1	3,1	3,7

Fonte: Cálculos da equipe do BID com base em dados da Refinitiv.

Nota: Primeiro, calcula-se o valor mediano por trimestre e, em seguida, extrai-se uma média simples de medianas ao longo dos períodos. “América Latina e Caribe-5” corresponde aos dados de Brasil, Chile, Colômbia, México e Peru, enquanto “Outras economias emergentes” correspondem a outros países emergentes, exceto América Latina e Caribe. Retorno sobre os ativos é a relação lucro líquido/ativos. Alavancagem é a relação dívida total/ativos. Distância até a inadimplência é uma medida de risco corporativo baseada na estrutura de Merton (1974).

¹¹ A medida da distância até a inadimplência é definida por Merton (1974), e um número maior indica uma distância maior até a inadimplência, enquanto um número mais próximo de zero indica que as empresas estão mais próximas da inadimplência.

pandemia ainda não diminuíram. O investimento caiu drasticamente no início da pandemia, e o processo de recuperação tem sido lento. Apesar de muitos sinais de recuperação lenta e incompleta, com a distância até a inadimplência diminuindo e a alavancagem aumentando, a notícia positiva é que o retorno sobre os ativos das empresas listadas em bolsa começou a aumentar. No entanto, as perspectivas globais para 2023, incluindo o alto custo dos empréstimos e a possibilidade de desaceleração da atividade econômica mundial, podem atrasar a recuperação do investimento privado.¹²

Recomendações de políticas

O aumento da inflação global, a subsequente elevação das taxas de juros e uma mudança para uma gestão de carteira mais avessa ao risco, num contexto de intensa incerteza geopolítica, pressionaram os mercados financeiros nas economias emergentes. Enquanto o capital estrangeiro continuou a fluir, seu custo aumentou notavelmente. Os rendimentos do EMBI da região subiram de 5,5 por cento para 8,5 por cento em 2022. À medida que as economias em todo o mundo desaceleram, as necessidades de financiamento nos países da América Latina e do Caribe podem diminuir, reduzindo a vulnerabilidade a paradas súbitas nos mercados de capital estrangeiro. No entanto, para reduzir vulnerabilidades, os países precisam consolidar suas posições fiscais.

Uma fonte de preocupação é a tendência crescente de dolarização de passivos em alguns países. Embora isso possa refletir a expansão dos mercados de capitais, com todos os benefícios potenciais para o crescimento da produtividade que essa expansão implica, um monitoramento rigoroso é necessário para evitar o descasamento de moedas, o que pode prejudicar empresas financeiras e não financeiras quando as taxas de câmbio flutuam. É preciso que haja uma regulamentação prudencial para atenuar essa preocupação.

A recuperação do crédito na região tem sido frágil, como se observa claramente nos relatórios de estabilidade financeira dos bancos centrais.¹³ As autoridades entendem que os riscos associados a forças externas estão aumentando. Os relatórios de estabilidade financeira destacam que esses riscos podem afetar o custo do crédito, a atividade econômica e a solvência dos credores, particularmente no crédito ao consumidor, em hipotecas e segmentos corporativos menores; no entanto, também sugerem que as instituições financeiras estão bem capitalizadas e bem provisionadas para suportar os riscos com segurança.

¹² Uma questão-chave é se as empresas serão capazes de reconstruir seus estoques de capital. Em geral, os ativos fixos das empresas estão mais baixos, já que as empresas não investiram muito durante a pandemia, mas há heterogeneidade entre setores (ver Powell e Rojas Suarez, 2022). Embora todas as empresas agora tenham ativos fixos mais baixos, aquelas que sofreram menos com o choque negativo, especialmente por meio das suas receitas, têm uma chance muito maior de serem capazes de reconstruir seu investimento.

¹³ Ver, por exemplo, Banco Central do Brasil (2022), Banco Central de Chile (2022), Banco de la República (2022), Banco de México (2022) e Banco Central de Reserva del Perú (2022).

Um desafio para a região é como aumentar o acesso de pequenas e médias empresas ao crédito. Apesar dos baixos níveis de endividamento, o acesso ao crédito para esse segmento é notavelmente restrito.¹⁴ As autoridades devem criar programas que discriminem melhor as empresas e promovam não apenas a recuperação dos níveis de ativos fixos pré-Covid, mas também o investimento nas novas tecnologias necessárias para que se adaptem à digitalização. Além disso, devem considerar um conjunto mais amplo de opções de financiamento.¹⁵

É fundamental manter a estabilidade global do setor financeiro para garantir que problemas potenciais decorrentes de instituições bancárias fracas não levem a problemas sistêmicos. As autoridades precisam estar atentas a toda a gama de riscos potenciais. A incerteza continua alta, e os riscos potenciais estão à espreita. Os indicadores tradicionais de balanço podem não fornecer uma avaliação precisa do risco (ver Quadro 5.1). Nessas circunstâncias, os sistemas de testes de estresse no nível de cada banco constituem um valioso instrumento de supervisão. Embora adotados por muitos países para prever eventos macroeconômicos e sistêmicos, os testes de estresse também podem ajudar a identificar instituições que enfrentam circunstâncias incomuns e permitir que os órgãos supervisores elaborem planos específicos para superar situações de dificuldade ou, quando necessário, delineiem uma estratégia robusta de recuperação.¹⁶ A disponibilização de mais informações sobre esses planos para complementar os indicadores do balanço atual também pode aumentar a confiança de investidores e outros agentes que buscam informações mais confiáveis nestes tempos incertos.

¹⁴ Ver Powell e Valencia (2023) e Cavalcanti et al. (2021).

¹⁵ Ver Powell e Rojas-Suarez (2022) para uma discussão.

¹⁶ O Pilar 2 de Basileia II (encapsulado em Basileia III) permite que órgãos supervisores solicitem capital adicional, dependendo dos resultados dos testes de estresse.

CAPÍTULO 6

Desafios e oportunidades

Quando a região ainda se recuperava da pandemia de Covid-19, a guerra da Rússia na Ucrânia abalou vários mercados e trouxe novos desafios. Com a guerra, as perspectivas de crescimento regional e global despencaram, e os custos de financiamento aumentaram. Mesmo assim, 2022 foi um ano melhor do que o esperado para a América Latina e o Caribe. Em abril de 2022, o FMI previu um crescimento de 2,5 por cento para o ano. Posteriormente, o Fundo atualizou sua projeção para 3,5 por cento em outubro, e as estimativas atuais sugerem que o crescimento foi de 3,9 por cento.

A inflação subiu no mundo em 2022, e a região não foi exceção. A taxa de inflação média anual na América Latina e no Caribe atingiu 9,6 por cento em julho de 2022, a mais alta desde a Crise Financeira Global em 2008. E esse foi o padrão para todos os países da América Latina e do Caribe, independentemente de seus regimes de política monetária. Esse comportamento de preços refletiu o aumento dos preços das commodities, os preços dos fertilizantes, as restrições das cadeias produtivas e a demanda reprimida decorrente da crise de Covid-19. Como resultado, os bancos centrais aumentaram as taxas em mais de 500 pontos-base em apenas um ano.

Os níveis de pobreza e desigualdade voltaram aos níveis pré-pandemia, à medida que as condições do mercado de trabalho melhoraram. Em setembro de 2022, o emprego havia superado seus níveis pré-pandemia. Uma questão crítica é se esses ganhos prevalecerão enquanto a inflação e a incerteza associadas às perspectivas econômicas permanecerem elevadas. Uma vez que o crescimento econômico é o principal determinante da redução da pobreza, os formuladores de políticas devem se concentrar em medidas para minimizar os impactos da desaceleração econômica no curto prazo e em reformas para impulsionar o aumento da produtividade no médio e longo prazo.

O processo de consolidação fiscal na região prosseguiu em 2022, com o retorno dos saldos fiscais aos níveis pré-pandemia. Como resultado, estima-se que o déficit primário em 2022 seja de apenas 0,4 por cento do PIB, depois de ter atingido 4,8 por cento do PIB em 2020 e 1,0 por cento em 2019. Além disso, a dívida bruta caiu de 71 por cento do PIB em 2020 para 64 por cento no final de 2022; no entanto, ainda é maior do que antes da pandemia (57 por cento do PIB) e do que os níveis estimados de endividamento prudente

(54 por cento do PIB).¹ No futuro, a expectativa é de que haja uma ligeira reversão na tendência de queda, quando as taxas de juros subirem e o crescimento diminuir; até 2026, os índices de endividamento poderão atingir 67 por cento do PIB. Por conseguinte, recomendam-se políticas que visem reforçar a consolidação fiscal.

Desde a pior fase da pandemia, a maioria dos países tem gozado de bom acesso a financiamento externo de fontes privadas e multilaterais. No entanto, o segundo trimestre de 2022 marcou o início de uma virada para pior à medida que a inflação aumentava, as taxas de juros internacionais e domésticas subiam, os altos índices de endividamento se materializavam e os mercados financeiros se tornavam mais voláteis. Como resultado, em 2022 os rendimentos do EMBI da região subiram de 5,5 por cento para 8,5 por cento. Ainda assim, no primeiro mês de 2023, os governos regionais se engajaram em uma emissão excepcional de títulos. À medida que as economias desaceleram e as contas correntes se contraem, as necessidades de financiamento nos países da América Latina e do Caribe podem diminuir, reduzindo a exposição a paradas repentinas nos fluxos de capitais estrangeiros. No entanto, os governos devem consolidar suas posições fiscais e combater a dolarização de passivos para minimizar vulnerabilidades.

As perspectivas para 2023 apresentam desafios e oportunidades. As perspectivas de crescimento mundial são mais fracas e, dada a necessidade dos bancos centrais em todo o mundo de domar a inflação, as taxas de juros globais estão mais altas. Como resultado, os países da América Latina e do Caribe enfrentam um ano de demanda global deprimida — compensada em parte pela reabertura da China após suas rígidas paralisações relacionadas com a Covid — e altos custos de financiamento. Além disso, os custos de financiamento podem continuar subindo em alguns países que lutam para estabilizar a inflação. Essa combinação pode contribuir para uma desaceleração do crescimento. O futuro pode parecer ainda mais sombrio se o crescimento for menor do que o esperado e as taxas de juros subirem ainda mais. No entanto, nesse cenário os países da região ainda têm espaço em termos de políticas para manobrar e evitar contrações econômicas profundas.

A inflação, na maioria dos países, começou a dar sinais de desaceleração. No entanto, permanecerá acima da meta até pelo menos 2024, e as taxas de básicas de juros permanecerão acima dos níveis neutros. Os bancos centrais lutarão para manter as expectativas de inflação ancoradas e uma postura monetária rígida, até que as expectativas se alinhem às metas. Uma desancoragem das expectativas seria muito dispendiosa no futuro. Embora as taxas básicas de juros tenham tido um impacto muito maior no sentido de reduzir a inflação do que de prejudicar o crescimento e os mercados de trabalho, ainda existe um *trade-off*.² Para mitigar efeitos potenciais, a política monetária precisa

¹ Ver Powell e Valencia (2023).

² Ver Powell (2016).

contar com políticas fiscais e econômicas consistentes. Nesse contexto, a independência dos bancos centrais é não apenas crucial, como uma prioridade para controlar a inflação.

A política fiscal precisa se consolidar e atingir déficits e índices de endividamento mais baixos, a fim de aumentar a eficiência da política monetária. Melhorar as instituições fiscais ajuda a reduzir o risco de crédito soberano, o que leva a reduções na taxa de juros neutra, além de proporcionar aos bancos centrais espaço adicional para aliviar as taxas básicas de juros e limitar os *trade-offs* em termos de atividade econômica. A consolidação fiscal também contribui para diminuir a pressão sobre a demanda agregada. Por meio desses canais, a política fiscal ajuda a alinhar a inflação e as expectativas de inflação às suas metas. No entanto, a consolidação das contas fiscais é um desafio e implica a implementação de políticas complexas. A redução das taxas básicas de juros também diminui as taxas dos títulos do governo se o risco soberano não aumentar, contribuindo, assim, para a consolidação fiscal.

Fortalecer as posições fiscais e reduzir a dívida para níveis prudentes exigem uma combinação de ações, que variam de acordo com a situação e as características específicas de cada país. No entanto, a maioria dos países precisa de políticas para aumentar a eficiência do gasto e da arrecadação de impostos, melhorar as instituições fiscais e gerenciar adequadamente a dívida.

A eficiência do gasto pode ser alcançada por meio de um melhor direcionamento de transferências e subsídios e de estratégias para melhorar a qualidade do investimento público. Essas políticas também promovem a progressividade do gasto público, o que ajuda a fornecer uma rede de segurança para os pobres e contribui para o crescimento de longo prazo por meio de aumentos de produtividade. Além disso, na atual conjuntura de inflação alta, os reajustes salariais devem seguir a inflação esperada em vez da inflação observada, a fim de reduzir o risco de futuros aumentos de gastos inflexíveis.

Do lado da receita, muitos países estão planejando reformas tributárias nos próximos anos. Ao considerar uma reforma, o foco deve ser a expansão da base tributária e a redução da evasão e elisão fiscais. Além disso, promover a progressividade da estrutura tributária é fundamental. Um imposto de renda negativo, por exemplo, permite uma gestão mais eficiente de impostos e subsídios, além de contribuir para combater os altos níveis de informalidade.

Instituições fiscais fortes são cruciais para a consolidação fiscal. Regras fiscais ancoradas na dívida e comitês independentes que as apoiem, aumentam a confiança do mercado de que as contas fiscais permanecerão em torno de metas de médio prazo compatíveis com a estabilidade macroeconômica e financeira. A existência dessas instituições contribui para reduzir a dívida e permite uma transição mais gradual para um nível menor de endividamento.

Práticas ativas de gestão da dívida que suavizam a carga dos serviços da dívida ao longo do tempo podem ajudar na consolidação. A troca de dívidas caras de curto prazo

por dívidas de longo prazo a custos mais baixos beneficiaria muitos países, e as instituições multilaterais podem desempenhar um papel vital nesse processo.

A coordenação entre políticas deve ir além das áreas fiscal e monetária. Um exemplo fundamental é a negociação dos salários do setor público e, quando relevante, do salário mínimo. Os salários devem ser fixados tendo em conta a expectativa de inflação futura e não a inflação passada, a fim de evitar a persistência da inflação e o acúmulo de inflexibilidades adicionais no gasto público. Além disso, as políticas do mercado de trabalho devem promover a formalidade e reduzir a disparidade de gênero. Políticas que concedam acesso a benefícios previdenciários, independentemente da situação do trabalhador no mercado de trabalho, são parte da solução. Melhores políticas trabalhistas e previdenciárias que apoiem trajetórias profissionais bem sucedidas para todos os trabalhadores, melhoram a produtividade e a equidade.

Impulsionar uma infraestrutura selecionada e de alta qualidade pode atrair investimentos do setor privado, melhorar a dinâmica do mercado de trabalho e ajudar a reduzir a desigualdade e a pobreza. Acompanhado por mecanismos para aumentar a eficiência do gasto, isso pode levar a uma redução nos números da pobreza.

A região se beneficiou de um setor financeiro sólido. No entanto, o aumento dos custos de financiamento globais e a queda da atividade econômica podem pressionar os mercados e as instituições financeiras. Embora os mercados externos tenham permanecido abertos, os custos de financiamento aumentaram substancialmente, e a vulnerabilidade a episódios de estresse está crescendo à medida que a dolarização financeira aumenta e as posições fiscais permanecem fracas. Por conseguinte, são aconselháveis medidas prudenciais que limitem a exposição de empresas financeiras e não financeiras a riscos cambiais. Da mesma forma, as autoridades de supervisão financeira devem aprimorar o uso de testes de estresse como uma ferramenta de política para abordar deficiências específicas em instituições financeiras e elaborar planos detalhados para gerenciá-las. Prestar mais informações sobre esses planos também aumenta a confiança de investidores e outros agentes que buscam informações mais confiáveis nestes tempos de incerteza. Além disso, o ajuste da regulamentação e supervisão prudenciais torna-se cada vez mais necessário para enfrentar os riscos das mudanças climáticas no balanço das entidades financeiras da região. Fazê-lo também pode sinalizar maior confiança sobre como a região gerencia seus riscos financeiros.

No geral, 2023 será um ano desafiador para a América Latina e o Caribe, dada a complexidade do cenário global e suas grandes incertezas. Como região altamente integrada, particularmente em termos financeiros, o ciclo global influenciará a região. A magnitude do impacto das flutuações externas dependerá dos pontos fortes e fracos da região. Fortalecer o arcabouço de políticas atual é fundamental para atenuar a forma como os choques externos afetam a região. A América Latina e o Caribe têm as ferramentas para enfrentar o tríplice desafio e preparar o terreno macroeconômico para um crescimento renovado.

Referências

- Arcand, Jean Louis, Enrico Berkes e Ugo Panizza. 2015. "Too Much Finance?" *Journal of Economic Growth* 20 (2): 105–48. <https://doi.org/10.1007/s10887-015-9115-2>.
- Arenas de Mesa, Alberto. 2020. *Los Sistemas de Pensiones En América Latina: Institucionalidad, Gasto Público y Sostenibilidad Financiera En Tiempos Del COVID-19*. N° 212 (LC/TS.2020/99), Serie Macroeconomía Del Desarrollo. Santiago, Chile: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL). <https://hdl.handle.net/11362/45945>.
- Arias, Lina, Laura Goyeneche, Roberto Sanchez, Luis Tejerina e Eric Torres. 2022. "Rising Food Prices and Poverty in Latin America and the Caribbean: Effect of Ukrainian Invasion." Banco Interamericano de Desenvolvimento, Washington, DC. https://github.com/EL-BID/analytics_simulation_public_policy_scl.
- Ayres, João, Arturo Galindo, Santiago Novoa e Victoria Nuguer. 2023. "Inflation Dynamics in Latin America and the Caribbean." Banco Interamericano de Desenvolvimento, Washington, DC.
- Ayres, João, Pablo Andrés Neumeyer e Andrew Powell. 2021. "Monetary Policy through COVID-19: Pushing on a String—the Case of Latin America and the Caribbean." Centro de Pesquisa de Política Econômica (CEPR), 19 de julho de 2021. <https://cepr.org/voxeu/columns/monetary-policy-through-covid-19-pushing-string-case-latin-america-and-caribbean>.
- Azuara, Oliver e Eric Torres. No prelo. "La pobreza laboral en América Latina." Banco Interamericano de Desenvolvimento, Washington, DC.
- Azuara, Oliver, Mariano Bosch, Mauricio Mondragón e Eric Torres. 2022. "De La Crisis a La Oportunidad: El Covid-19 En El Mercado Laboral de América Latina y el Caribe." Banco Interamericano de Desenvolvimento. <https://observatoriolaboral.iadb.org/es/introduccion/>.
- Banco Central de Chile. 2022. *Informe de estabilidad financiera: segundo semestre 2022*. Santiago, Chile: Banco Central de Chile. <https://www.bcentral.cl/contenido/-/detalle/informe-de-estabilidad-financiera-segundo-semester-2022>.
- Banco Central de Reserva del Perú. 2022. *Reporte de estabilidad financiera*. Lima, Perú: Banco Central de Reserva del Perú. <https://www.bcrp.gob.pe/docs/Publicaciones/Reporte-Estabilidad-Financiera/2022/noviembre/ref-noviembre-2022.pdf>.
- Banco Central do Brasil. 2022. *Financial Stability Report*, Vol. 21, No. 2. Brasília, Brasil: Banco Central do Brasil. <https://www.bcb.gov.br/content/publications/financialstabilityreport/202211/fsrFullRep.pdf>.

- Banco de la República. 2022. *Reporte de estabilidad financiera: II semestre de 2022*. Bogotá, DC, Colombia: Banco de la República. <https://repositorio.banrep.gov.co/bitstream/handle/20.500.12134/10568/reporte-estabilidad-financiera-segundo-semestre-2022.pdf>.
- Banco de México. 2022. *Reporte de estabilidad financiera – segundo semestre 2022*. Ciudad de México, México: Banco de México. <https://www.banxico.org.mx/publicaciones-y-prensa/reportes-sobre-el-sistema-financiero/%7BC91285A1-2305-6839-FCD2-D310D5D70749%7D.pdf>.
- Buera, Francisco J., Joseph P. Kaboski e Yongseok Shin. “Finance and Development: A Tale of Two Sectors.” *American Economic Review* 101, nº 5 (1º de agosto de 2011): 1964–2002. <https://doi.org/10.1257/aer.101.5.1964>.
- Busso, Matías e Julián Messina, eds. 2020. *The Inequality Crisis: Latin America and the Caribbean at the Crossroads (A crise da desigualdade: América Latina e Caribe na encruzilhada)*. Washington, DC: Banco Interamericano de Desenvolvimento. <https://doi.org/10.18235/0002629>.
- Calvo, Guillermo A., Alejandro Izquierdo e Rudy Loo-Kung. 2012. “Optimal Holdings of International Reserves: Self-Insurance against Sudden Stop.” Documento de Trabalho do NBER 18219, Escritório Nacional de Pesquisa Econômica, Cambridge, MA. <https://doi.org/10.3386/w18219>.
- Cardoso, E. 1992. “Inflation and Poverty.” Documento de Trabalho do NBER 4006, Escritório Nacional de Pesquisa Econômica, Cambridge, MA. <https://www.nber.org/papers/w4006>.
- Cavalcanti, Tiago V., Joseph P. Kaboski, Bruno S. Martins e Cezar Santos. “Dispersion in Financing Costs and Development.” Documento de Trabalho do NBER 28635. Escritório Nacional de Pesquisa Econômica, Cambridge, MA. <https://doi.org/10.3386/w28635>.
- Cavallo, Eduardo e Andrew Powell. 2019. *Building Opportunities for Growth in a Challenging World: 2019 Latin American and Caribbean Macroeconomic Report*. Washington, DC: Banco Interamericano de Desenvolvimento. <https://flagships.iadb.org/en/MacroReport2019/Building-Opportunities-to-Grow-in-a-Challenging-World>.
- Cavallo, Eduardo A. e Andrew Powell, eds. 2021. *Opportunities for Stronger and Sustainable Postpandemic Growth: Relatório Macroeconômico 2021 para a América Latina e o Caribe*. Washington, DC: Banco Interamericano de Desenvolvimento. <https://flagships.iadb.org/en/MacroReport2021/Opportunities-for-Stronger-and-Sustainable-Postpandemic-Growth>.
- Cavallo, Eduardo A., Andrew Powell e Tomás Serebrisky, eds. 2020. *De estruturas a serviços: O caminho para uma melhor infraestrutura na América Latina e no Caribe. Série Desenvolvimento nas Américas*. Washington, DC: Banco Interamericano de Desenvolvimento. <https://doi.org/10.18235/0002506>.

- Cavallo, Eduardo A., Arturo Galindo, Victoria Nuguer e Andrew Powell, eds. 2022a. *From Recovery to Renaissance: Turning Crisis into Opportunity: Relatório Macroeconômico 2022 para a América Latina e o Caribe*. Washington, DC: Banco Interamericano de Desenvolvimento. <https://doi.org/10.18235/0004180>.
- Cavallo, Eduardo, María José González Jaramillo, Juan Hernández e Andrew Powell. 2022b. “Sudden Stops in Latin America and the Caribbean during COVID-19.” Documento de Trabalho do BID IDB-WP-1313, Banco Interamericano de Desenvolvimento, Washington, DC. <https://publications.iadb.org/en/sudden-stops-latin-america-and-caribbean-during-covid-19>.
- Cesa-Bianchi, Ambrogio, M. Hashem Pesaran, Alessandro Rebucci, Tengteng Xu e Roberto Chang. 2012. “China’s Emergence in the World Economy and Business Cycles in Latin America.” *Economia* 12 (2): 1-75. <https://www.jstor.org/stable/41575894>.
- FocusEconomics. 2023. *LatinFocus Consensus Forecast*. Barcelona: Focus Economics. <https://www.focus-economics.com/>.
- Fundo Monetário Internacional (FMI). 2022a. *Perspectivas da Economia Mundial: Combatendo a crise do custo de vida*. Washington, DC: Fundo Monetário Internacional. <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2022/10/11/world-economic-outlook-october-2022>.
- . 2022b. *Perspectivas da Economia Mundial: War Sets Back the Global Recovery*. Washington, DC: Fundo Monetário Internacional. <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2022/04/19/world-economic-outlook-april-2022>.
- . 2023. *Perspectivas da Economia Mundial: Inflation Peaking amid Low Growth*. Janeiro de 2023. Washington, DC: Fundo Monetário Internacional. <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2023/01/31/world-economic-outlook-update-january-2023>.
- Galindo, Arturo e Victoria Nuguer. 2023. “Fuel-Price Shocks and Inflation in Latin America and the Caribbean.” Documento de Trabalho do BID, Banco Interamericano de Desenvolvimento, Washington, DC.
- Garcia-Escribano, Mercedes e Fei Han. 2015. “Credit Expansion in Emerging Markets: Propeller of Growth?” Documento de Trabalho do FMI WP/15/12, Fundo Monetário Internacional, Washington, DC. <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2015/wp15212.pdf>.
- Gomes, Diego, Felipe Iachan, Ana Paula Ruhe e Santos Cezar. 2023. “Monetary Policy and Labor Markets in a Developing Economy.” Banco Interamericano de Desenvolvimento, Washington, DC.
- Izquierdo, Alejandro, Carola Pessino e Guillermo Javier Vuletin, eds. 2018. *Melhores gastos para melhores vidas: Como a América Latina e o Caribe podem fazer mais com menos*. Washington, DC: Banco Interamericano de Desenvolvimento. <https://flagships.iadb.org/es/node/17354>.

- Kilian, Lutz e Xiaoqing Zhou. 2022. "The Impact of Rising Oil Prices on U.S. Inflation and Inflation Expectations in 2020-23." *Energy Economics* 113: 106228. <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0140988322003735>.
- Levine, Ross. 2005. "Finance and Growth: Theory and Evidence." In *Handbook of Economic Growth*, editado por Philippe Aghion e Steven N. Durlauf, Vol.1: 865-934. Amsterdam: Elsevier. [https://doi.org/10.1016/S1574-0684\(05\)01012-9](https://doi.org/10.1016/S1574-0684(05)01012-9).
- Levy, Santiago e Guillermo Cruces. 2021. "Time for a New Course: An Essay on Social Protection and Growth in Latin America." Série Documentos de Trabalho do PNUD ALC 24, Programa das Nações Unidas para o Desenvolvimento, Nova York. <https://www.undp.org/latin-america/publications/time-new-course-essay-social-protection-and-growth-latin-america-0>.
- Mariscal, Rodrigo, Andrew Powell e Pilar Tavella. 2018. "On the Credibility of Inflation-Targeting Regimes in Latin America." *Economía* 18 (2): 1-24. <https://muse.jhu.edu/article/694082/pdf>.
- Merton, Robert C. 1974. "On the Pricing of Corporate Debt: The Risk Structure of Interest Rates." *The Journal of Finance* 29 (2): 449-70. <https://doi.org/10.2307/2978814>.
- Messina, Julian e Joana Silva. 2019. "Twenty Years of Wage Inequality in Latin America." Documento de Trabalho de Pesquisa de Políticas WPS8995, Banco Mundial, Washington, DC. <https://doi.org/10.1596/1813-9450-8995>.
- Mooney, Henry. 2021. "The Pandemic's Unprecedented Shock and Opportunity for the Caribbean." *Journal of International Affairs*, 8 de abril de 2021. <https://jia.sipa.columbia.edu/online-articles/pandemic%E2%80%99s-unprecedented-shock-and-opportunity-caribbean>.
- Mooney, Henry e María Alejandra Zegarra. 2020. "Extreme Outlier: The Pandemic's Unprecedented Shock to Tourism in Latin America and the Caribbean." In *COVID-19 in Developing Economies*. Londres: Editora do Centro de Pesquisa de Política Econômica. https://cepr.org/system/files/publication-files/60038-covid_19_in_developing_economies.pdf.
- Nuguer, Victoria e Andrew Powell, eds. 2020. *Inclusion in Times of Covid-19*. Washington, DC: Banco Interamericano de Desenvolvimento. <https://doi.org/10.18235/0002529>.
- Observatorio Laboral. 2022. *Reporte Mensual: Noviembre*. Washington, DC: Banco Interamericano de Desenvolvimento.
- Organização Mundial do Turismo (OMT). 2022. "Barômetro Mundial do Turismo." *Barômetro Mundial do Turismo da OMT* 20 (6). <https://www.e-unwto.org/toc/wtobarometereng/20/6>.
- Perraudin, William, Andrew Powell e Peng Yang. No prelo. "Estimating Bank Default Probabilities through the Covid-19 Crisis." Documento de Trabalho do BID, Banco Interamericano de Desenvolvimento, Washington, DC.

- Powell, Andrew. 2012. *The World of Forking Paths: Latin America and the Caribbean Facing Global Economic Risks: Relatório Macroeconômico 2012 para a América Latina e o Caribe*. Washington, DC: Banco Interamericano de Desenvolvimento. <https://publications.iadb.org/en/world-forking-paths-latin-america-and-caribbean-facing-global-economic-risks>.
- Powell, Andrew. 2016. *Time to Act: Latin America and the Caribbean Facing Strong Challenges: Relatório Macroeconômico 2016 para a América Latina e o Caribe*. Washington, DC: Banco Interamericano de Desenvolvimento. <https://publications.iadb.org/en/2016-latin-american-and-caribbean-macroeconomic-report-time-act-latin-america-and-caribbean-facing>.
- Powell, Andrew e Liliana Rojas-Suárez. 2022. *Healthier Firms for a Stronger Recovery: Policies to Support Business and Jobs in Latin America and the Caribbean*. Washington, DC: Banco Interamericano de Desenvolvimento. <https://doi.org/10.18235/0004398>.
- Powell, Andrew e Oscar Valencia. 2023. *Lidar com a dívida: Menos riscos para mais crescimento na América Latina e Caribe*. Washington, DC: Banco Interamericano de Desenvolvimento. <https://flagships.iadb.org/en/DIA/dealing-with-debt-less-risk-for-more-growth-in-latin-america-and-the-caribbean>.
- Premchand, Arigapudi. 1989. *Government Budgeting and Expenditure Controls*. Washington, DC: Fundo Monetário Internacional. <https://doi.org/10.5089/9780939934256.071>.
- Reuters. 2023. “Fed’s Powell Says Could Raise Rates beyond December, Gives Nod to Disinflation.” Reuters, 2 de fevereiro de 2023.
- Ruiz-Arranz, Marta, Arnoldo López, Carlos Eggers Prieto, Lucia Martin e Mauricio Monge. 2023. “Opportunities for Boosting: Output, Employment and Value Chains: Economic Report on Central America, Mexico, Panama and the Dominican Republic.” Washington, DC: Banco Interamericano de Desenvolvimento. <https://publications.iadb.org/en/opportunities-boosting-output-employment-and-value-chains-economic-report-central-america-mexico>.
- Ulloa-Suarez, Carolina e Oscar Valencia. 2022. “Do Governments Stick to Their Announced Fiscal Rules? A Study of Latin American and the Caribbean Countries.” *Journal of Government and Economics* 8: 100058. <https://doi.org/10.1016/j.jge.2023.100058>.
- Valencia, Oscar, Juan Camilo Díaz e Diego A. Parra. 2022. “Assessing Macro-Fiscal Risk for Latin American and Caribbean Countries.” Documento de Trabalho do BID IDB-WP-1346, Banco Interamericano de Desenvolvimento, Washington, DC. <https://doi.org/10.18235/0004530>.

