

Menos riscos para mais crescimento na América Latina e Caribe

SUMÁRIO EXECUTIVO

O endividamento aumentou em todo o mundo, e a região da América Latina e Caribe não é exceção. A dívida total subiu para US\$ 5,8 trilhões — ou 117% do PIB na região como um todo, chegando a 140% do PIB no caso das cinco maiores economias. Durante a pandemia, a dívida pública disparou para mais de 70% do PIB, e as empresas emitiram montantes substanciais de dívida para sobreviver à crise. Embora os gastos que levaram a esse endividamento tenham ajudado a região a enfrentar a pandemia, agora estão sobrecarregando a economia. A edição deste ano de *Desenvolvimento nas Américas* (DIA) examina o aumento da dívida na América Latina e Caribe e oferece recomendações aos formuladores de políticas para assegurar que a dívida seja usada com sabedoria, seus impactos nocivos sejam evitados, seus altos níveis sejam bem administrados e ela seja reduzida nos países em que for muito alta. Espera-se que as análises e sugestões de políticas apresentadas no relatório deste ano contribuam para enfrentar com sucesso os desafios, reduzir os riscos, impulsionar o crescimento e melhorar os padrões de vida em toda a região e além.

Sumário de Lidar com a Dívida

- 1 O enigma da dívida
- 2 Balanços patrimoniais externos fortes para economias resilientes
- 3 Mercados domésticos de títulos: sucessos e desafios
- 4 Entendendo o aumento da dívida
- 5 Sustentabilidade da dívida: mais importante do que nunca
- 6 Gestão de dívida soberana
- 7 Credores oficiais: fornecendo mais do que dinheiro
- 8 Passamos do ponto de inflexão? Avaliação do endividamento excessivo na América Latina e Caribe
- 9 Redução da dívida pública: o que funciona melhor?
- 10 Reestruturação da dívida soberana: necessidade de uma nova abordagem
- 11 Gestão da dívida privada
- 12 Vulnerabilidades do balanço patrimonial na esteira da pandemia
- 13 A conclusão sobre a dívida

Faça o download do relatório completo gratuitamente em:

www.iadb.org/DIAdivida

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) (<https://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.



A dívida pode ser boa ou ruim. Se o financiamento obtido for usado para aumentar o investimento de alta qualidade e prestar melhores serviços, então os benefícios deverão superar os custos. Mas se os níveis de endividamento se tornarem demasiadamente altos ou se a gestão da dívida não for eficaz, os efeitos serão negativos. As taxas de juros aumentam, o custo do serviço da dívida fica pesado e novas dívidas se tornam caras ou inviáveis de serem emitidas. Em última análise, o investimento e o crescimento sofrem.

Níveis elevados de endividamento também aumentam o risco de uma crise. Se os custos econômicos ou políticos do pagamento do serviço da dívida pública se tornarem muito altos, os investidores poderão questionar a disposição dos governos para efetuar os pagamentos necessários, o que pode tornar a rolagem da dívida impossível, levando à necessidade de reestruturação. Além disso, dívidas altas em moeda estrangeira aumentam a vulnerabilidade a decisões de política monetária no nível global e a desvalorizações cambiais. A dívida corporativa elevada deprime o investimento, aumenta o risco e pode levar a problemas econômicos mais amplos. Em circunstâncias extremas, o risco de inadimplência corporativa generalizada pode afetar a saúde do sistema bancário, ameaçar a estabilidade financeira e exigir custos fiscais caso uma intervenção governamental seja necessária.

Em vista dos riscos de endividamento excessivo, a situação atual na América Latina e Caribe é preocupante. A dívida aumentou para cerca de US\$ 5,8 trilhões — ou 117% do PIB na região como um todo e para até 140% do PIB no caso das cinco maiores economias¹. A dívida pública subiu para 71% do PIB durante a pandemia, e as empresas emitiram montantes substanciais de dívida para sobreviver à crise. Em 2020, quando a economia estava paralisada, o financiamento adicional foi usado para responder ao choque negativo da pandemia. O financiamento ajudou as

famílias a comprar alimentos e acessar serviços de saúde e permitiu às empresas pagar salários. Embora justificável, o resultado foi uma dívida em rápido crescimento. O enigma da dívida é real: ela ajudou a região a enfrentar a pandemia, mas agora está sobrecarregando a economia.

Lidar com a Dívida examina o aumento da dívida na América Latina e Caribe e discute o que deve ser feito. Também oferece recomendações aos formuladores de políticas para garantir que a dívida seja usada com sabedoria, seus impactos nocivos sejam evitados, seus altos níveis sejam bem administrados e ela seja reduzida nos países em que for muito alta. Para desenvolver as recomendações, o relatório revisa a literatura relevante e apresenta trabalhos inovadores em várias áreas específicas.

O livro está organizado em três seções. A primeira seção explora como a região chegou aos níveis atuais de endividamento e discute a dívida em um contexto mais geral. Países têm ativos, assim como passivos. A segunda seção enfoca a dívida pública e sua sustentabilidade, a gestão da dívida pública, como reduzir o endividamento e o papel central da região na natureza mutável da arquitetura financeira global. A terceira seção examina a dívida privada.

O aumento da dívida

O endividamento aumentou em todo o mundo, e a região da América Latina e Caribe não é exceção. O endividamento total na região subiu para US\$ 5,8 trilhões.

Os índices da dívida pública na região, que já estavam subindo antes da crise de Covid-19, saltaram para mais de 70% do PIB durante a pandemia, impulsionados por recessão, receitas

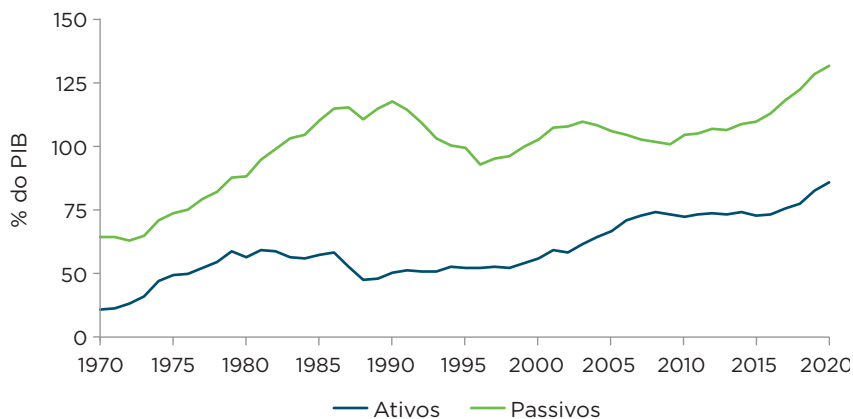
¹ O número para as cinco maiores economias é proveniente do BIS, enquanto o número para a região como um todo é estimado com base em dados do BIS, do Banco Mundial e do FMI.

menores e pacotes de apoio fiscal. A dívida serviu para financiar o aumento de gastos com saúde, bem como transferências e isenções fiscais para famílias e empresas, enquanto o investimento público diminuiu. As projeções de linha de base sugerem que os índices da dívida podem aumentar nos próximos um ou dois anos, dadas as baixas taxas de crescimento e a consolidação fiscal apenas gradual, antes de começarem a cair à medida que o crescimento retome as tendências de longo prazo.

A dívida corporativa também aumentou antes da pandemia, e as empresas contraíram empréstimos pesados durante a crise. Esse financiamento foi usado para gerar liquidez, não para o investimento, que entrou em colapso. Na sequência, os níveis de endividamento voltaram a se aproximar dos níveis relativamente altos pré-pandemia, mas a falta de investimento resultou em um declínio dos ativos fixos (produtivos).

Ainda assim, as medidas-padrão de liquidez aumentaram, e ambos os lados dos balanços dos setores público e privado — não apenas os passivos — devem ser considerados. A integração financeira global elevou tanto ativos como passivos externos. Enquanto os ativos externos da região subiram para cerca de 75% do PIB, os passivos externos atingiram mais de 125% do PIB (ver Figura 1). Os ativos incluem as reservas internacionais dos bancos centrais, bem como o investimento privado em empresas estrangeiras, contas bancárias e outros ativos financeiros. Estudos empíricos sugerem que níveis mais elevados de reservas podem reduzir significativamente as vulnerabilidades, incluindo aquelas provocadas por níveis mais altos de endividamento.

Além de reservas internacionais, alguns países mantêm reservas fiscais, fundos soberanos e de estabilização de commodities, linhas de swap com governos de outros países e linhas contingentes com o FMI e Bancos Multilaterais de Desenvolvimento (BMDs). Embora este livro se concentre principalmente em questões de endividamento em toda a região, uma análise mais detalhada dos riscos de cada país deve levar em conta os ativos líquidos (no mínimo) e outras fontes de liquidez. Linhas contingentes de contrapartes

Figura 1 Ativos e passivos externos

Fonte: Cálculos próprios com base em Lane e Milesi-Ferretti (2018), atualizados em 2021.

Nota: Números ajustados pela tendência do PIB. Média simples por país na região.

confiáveis podem desempenhar um papel importante na redução de vulnerabilidades e podem ganhar tempo na implementação de políticas para corrigir problemas mais estruturais.

Ao mesmo tempo, o contexto econômico global tornou-se altamente incerto. Juntos, os impactos prolongados da pandemia e a possibilidade de novas cepas de Covid, a invasão russa da Ucrânia e seu impacto no crescimento global, a desaceleração da China, a inflação (particularmente nos preços de energia e alimentos), o aumento das taxas de juros globais e a volatilidade do mercado de ações criaram um ambiente econômico altamente desafiador. *Lidar com a Dívida* analisa o passado, o presente e o futuro da dívida na América Latina e Caribe. Este Sumário Executivo resume suas conclusões e apresenta recomendações gerais de políticas.

Dívida pública

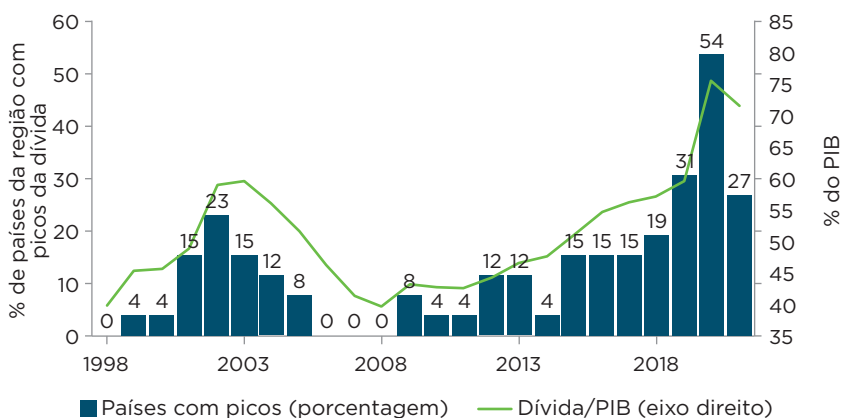
A dívida pública desempenha um papel fundamental para que os países levem adiante projetos de investimento público, implementem políticas anticíclicas e prestem apoio às economias

diante de choques negativos. No entanto, se a dívida pública se tornar excessivamente alta ou não for administrada com cautela suficiente, os custos dos juros podem aumentar, as perspectivas de crescimento podem ser prejudicadas e, no limite, uma crise de dívida onerosa pode ser deflagrada.

Padrão de acelerações da dívida

A dívida pública ultrapassou 70% do PIB para América Latina e Caribe em 2020. Conforme mencionado, a dívida pública havia aumentado antes da pandemia, com picos repentinos respondendo por grande parte do aumento (ver Figura 2). Os picos ocorreram principalmente durante períodos de estresse, alimentados por uma combinação de baixo crescimento, altos déficits fiscais, pagamento de juros crescente, depreciações cambiais e significativos passivos extraorçamentários e não financiados. Desde a crise financeira global, a dívida tem aumentado

Figura 2 Picos da dívida e aumento da dívida pública na América Latina e Caribe



Fonte: Cálculos próprios com base em FMI (2022).

Nota: A região da América Latina e Caribe inclui todos os países mutuários do BID, exceto Venezuela, Guiana e Haiti, devido à indisponibilidade de dados.

praticamente todos os anos, independentemente da taxa de crescimento econômico.

Esse padrão de aumento do endividamento na região aponta para a necessidade de instituições fiscais mais fortes, que permitam definir objetivos de médio prazo confiáveis e sustentáveis e limitar qualquer aumento evitável do endividamento. As regras fiscais podem ajudar. Menos da metade dos países da região tinha regras fiscais em vigor antes da pandemia. Onde existiam, as regras foram suspensas durante a emergência sanitária, e os países realizaram um grande esforço para retornar aos resultados dentro das regras. A presença de uma regra não é suficiente para melhorar o desempenho fiscal; a qualidade dessa regra também é importante. Os ingredientes fundamentais são bases jurídicas sólidas, mecanismos de execução da legislação (*enfocement*) confiáveis, um conselho fiscal independente, flexibilidade para lidar com choques e cláusulas de escape bem definidas.

Ainda permanecem lacunas na formulação e implementação de regras fiscais para promover a sustentabilidade fiscal e mitigar riscos macrofiscais. Regras fiscais mal formuladas na região contribuíram para uma baixa taxa de conformidade de cerca de 57%. O fortalecimento das regras fiscais é fundamental para alcançar flexibilidade e integração adequada com as estruturas fiscais de médio prazo dos países, o que lhes permitiria prestar orientação fiscal confiável e promover estratégias macrofiscais resilientes.

Melhorar as instituições fiscais não implica gastos fiscais antecipados ou cortes de benefícios, mas pode aumentar significativamente a credibilidade da política fiscal, reduzir a percepção de riscos e, assim, baixar o nível das taxas de juros e o custo do financiamento. Por exemplo, o fortalecimento de conselhos fiscais independentes promoveria uma política fiscal responsável e eficaz e aumentaria a credibilidade da política fiscal no médio prazo, contribuindo para reduzir os níveis de endividamento. A complementaridade das instituições fiscais também é essencial. De modo geral, uma combinação de reformas e instituições

fortalecidas ajudaria a promover estabilizadores automáticos para reprimir a necessidade de aumentos de difícil reversão nas despesas discricionárias, atenuar o comportamento procíclico de déficits e taxas de juros, monitorar as fontes potenciais de passivos não financiados para limitar aumentos imprevistos nos índices de endividamento e promover o crescimento dos mercados de capitais domésticos.

Sustentabilidade da dívida: um equilíbrio delicado

A pandemia criou a necessidade de gastos acentuadamente mais altos, ao mesmo tempo em que reduziu as receitas fiscais, aumentando, assim, ainda mais a dívida pública. Essa resposta foi necessária, dada a natureza extraordinária da crise. Ainda assim, a preocupação é que esse aumento da dívida provoque problemas de sustentabilidade, uma nova crise da dívida e mais uma década perdida para a região. A sustentabilidade da dívida é complexa: está relacionada com o conceito de solvência, mas também incorpora elementos de fluxo de caixa. Além disso, a sustentabilidade hoje depende crucialmente da ação esperada no futuro. Onde houver confiança de que os países agirão para reduzir déficits e obter superávits primários para reduzir a dívida em tempos melhores, níveis de endividamento mais altos poderão ser sustentados. No entanto, dúvidas de que os países reagirão de forma apropriada empurram para cima as taxas de juros e reduzem o investimento e o crescimento, aumentando não apenas a quantidade de consolidação necessária, mas, em última análise, também os riscos fiscais associados. Tais riscos podem empurrar os países — mesmo aqueles com fundamentos mais sólidos — para uma zona de perigo, na qual uma crise de liquidez ou autorrealizável pode ocorrer.

Estimativas baseadas em dados históricos sugerem que a resposta fiscal média a níveis de dívida mais elevados em toda a região no passado teria sido suficiente para manter a sus-

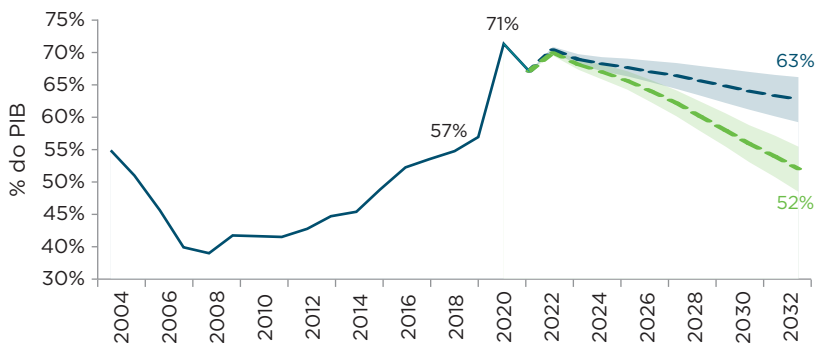
tentabilidade, mas insuficiente para reduzir o endividamento a níveis prudentes. Uma redução do endividamento capaz de diminuir os riscos de forma mais agressiva exigiria um esforço fiscal adicional (acima do projetado) de cerca de 1,4% do PIB ao ano.

Além da sustentabilidade: níveis prudentes de endividamento

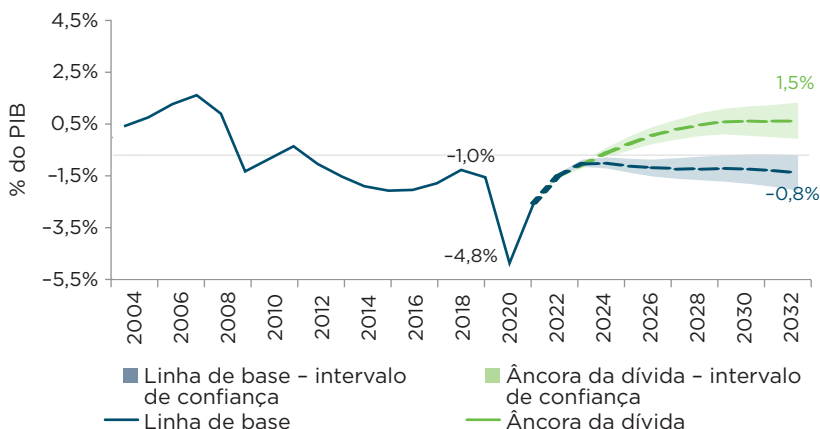
Níveis prudentes de endividamento para a região da América Latina e Caribe são estimados entre 46% e 55% do PIB, dependendo da metodologia. As estimativas individuais de cada país dependem de um amplo conjunto de características (ver Figura 3). Um nível prudente de endividamento limita os custos de juros (reduzindo, assim, a quantidade de consolidação necessária), proporciona espaço para investimentos de alta qualidade, permite maior financiamento na presença de choques negativos adicionais e reduz o risco de uma crise da dívida. Níveis cautelosos dependem criticamente da qualidade das instituições fiscais. Instituições como regras fiscais ancoradas na dívida, consistentes com agregados macrofiscais, podem reforçar uma estratégia fiscal de médio prazo crível e aumentar a confiança de que déficits mais altos em tempos ruins serão combinados com superávits mais altos quando o crescimento for forte. Em conjunto, esses fatores levam a índices de dívida sustentáveis mais elevados. Como resultado, essas regras fiscais também podem ajudar a reduzir os custos de financiamento e a diminuir a probabilidade de paradas repentinas nos fluxos de capital. Melhorar as instituições, portanto, é tão importante quanto reduzir a dívida. Um esforço conjunto para melhorar as instituições fiscais e reduzir o endividamento público para níveis prudenciais aumentaria a credibilidade e combateria os riscos crescentes oriundos de taxas de juros mais altas, de um dólar forte e de preços voláteis de commodities.

Figura 3 Cenários de dívida bruta e resultado primário para América Latina e Caribe

A. Dívida bruta



B. Resultado primário



Fonte: Cálculos próprios.

Excesso de endividamento público: uma ameaça ao crescimento

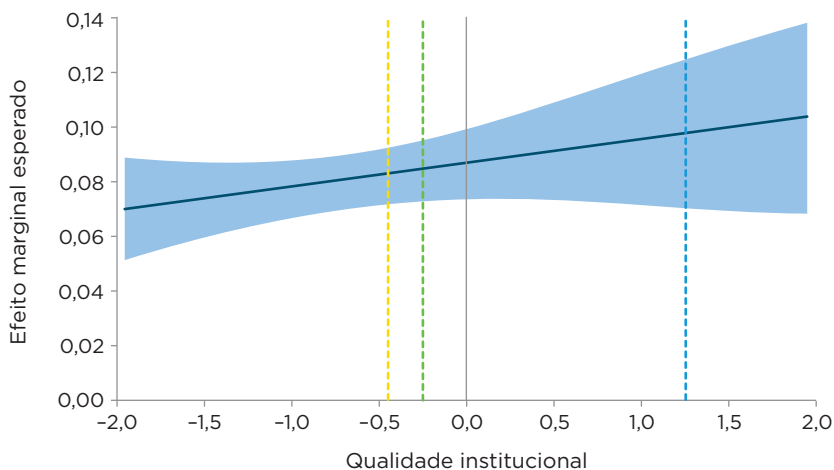
Em muitos países, os atuais altos níveis de endividamento também reduzem o crescimento. Em um cenário de dívida baixa, o aumento do endividamento impulsiona o crescimento, principalmente se a qualidade das instituições for alta. No entanto, em

níveis de dívida elevados, o crescimento econômico diminui à medida que o endividamento aumenta. Em níveis de dívida mais altos, o investimento público cai, os custos de financiamento aumentam e o investimento privado diminui. A dívida pública tende a se fixar em níveis acima de 60% do PIB, em média, para a região, embora os limites individuais dependam de fatores idiossincráticos de cada país (ver Figura 4). Da mesma forma, não é apenas o nível de dívida que importa. As acelerações da dívida estão negativamente correlacionadas com o crescimento. Na realidade, quanto maior a duração das acelerações, maior o efeito cumulativo sobre o crescimento.

O livro mostra que a qualidade das instituições é essencial para administrar níveis elevados de endividamento, ao reduzir o efeito negativo sobre o crescimento. Países com instituições de qualidade relativamente mais alta podem sustentar níveis mais elevados de endividamento, atrair investimentos e crescer. Da mesma forma, em situações de endividamento

Figura 4 O efeito da dívida pública no crescimento, abaixo e acima do limite de endividamento

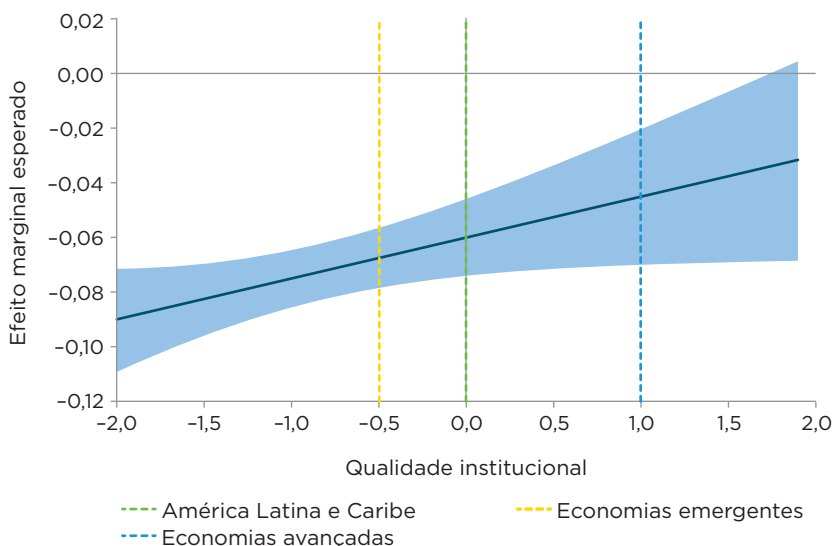
A. Abaixo do limite da dívida



(continua na página seguinte)

Figura 4 O efeito da dívida pública no crescimento, abaixo e acima do limite de endividamento (continuação)

B. Acima do limite da dívida



Fonte: Estimativas do BID baseadas em dados do WEO-FMI, Banco Mundial e Penn World Table. Estimativas obtidas usando um modelo de painel com efeitos de limiar (Hansen, 1999; Seo e Shin, 2016).
Nota: Instrumento para dívida pública construído em duas etapas: i) regressão de SFR sobre a inflação, efeitos de avaliação, inadimplência e perdão da dívida; e ii) os valores previstos são usados para instrumentalizar a dívida pública na equação (1).

excessivo, a qualidade institucional pode mitigar o efeito negativo no crescimento.

Mais uma vez, as instituições fiscais desempenham um papel fundamental. As regras fiscais ajudam a salvaguardar o crescimento econômico e proteger o investimento público. Estruturas de investimento público melhoradas contribuiriam para aumentar a eficiência do gasto público, impulsionando os multiplicadores de crescimento. Não se trata apenas de investir mais, mas de investir com sabedoria. Instituições fiscais fortalecidas, que melhoram a credibilidade da política de médio prazo, diminuem os riscos percebidos e reduzem as taxas de juros, tendem a aumentar o ponto no qual o endividamento mais alto reduz o crescimento, e a diminuir o impacto negativo da dívida no crescimento para além desse patamar.

Reduzindo a dívida

Há muitas razões pelas quais os níveis de endividamento público devem ser mais baixos do que os níveis atuais, assim como várias maneiras de reduzir essa dívida. Uma análise de episódios anteriores de redução da dívida em todo o mundo aponta para países que reduziram a relação dívida/PIB ao aumentar o crescimento e melhorar os resultados fiscais. Na América Latina e Caribe, Brasil (2002-2013), Colômbia (2002-2008), Jamaica (2010-2020), Peru (2002-2013) e Trinidad e Tobago (1993-2008) são exemplos. Ainda assim, a região tem mais casos em que reduções significativas da dívida foram alcançadas por meio de taxas de juros reais baixas ou inflação mais alta, embora normalmente não tenham sido tão suaves ou resultado em um desempenho de crescimento tão bom. Uma exceção parece ser onde uma inflação moderada, aliada à independência do banco central, manteve as expectativas de inflação sob controle e as taxas de juros baixas.

Política fiscal para reduzir a dívida: não existe uma solução única

A melhor forma para um país reduzir seu nível de endividamento por meio da consolidação fiscal depende fundamentalmente de suas características específicas. Não existe um conjunto único de recomendações que atenda a qualquer evento, condição ou país.

Todos os países devem se concentrar em melhorar a eficiência tanto dos gastos quanto da arrecadação de impostos. Em especial, a qualidade do investimento público pode ser melhorada em todas as fases dos ciclos de projetos, assim como a eficiência e a focalização dos pagamentos de transferências. Antes da pandemia, mesmo em níveis de gastos mais

baixos, o BID estimava que a simples melhoria da eficiência dos gastos poderia resultar em economia de mais de 4% do PIB. Essas medidas são particularmente importantes para países em que tanto as receitas quanto os gastos públicos são altos como proporção do PIB. Nesse grupo de países, é provável que o aumento de impostos seja contraproducente e economias adicionais provavelmente precisarão ser obtidas por meio de cortes de gastos.

Nos países em que as receitas e as despesas representam uma porcentagem menor do PIB, ampliar a base tributária e aumentar as receitas do setor público podem permitir uma taxa mais alta de investimento público que, por sua vez, pode impactar positivamente o crescimento. Se bem planejadas, essas reformas podem ser progressivas, e as famílias mais pobres podem se beneficiar de maior acesso aos serviços públicos com pouco ou nenhum custo adicional.

Melhorias nas estruturas de investimento público também aumentam os multiplicadores do crescimento econômico. Mesmo considerando os níveis de qualidade atuais, o investimento público tem um multiplicador significativamente maior do que o consumo do governo, mas tem sofrido cortes ao longo dos anos. Muitos países se beneficiariam do reequilíbrio dos gastos públicos em favor do investimento, financiado a partir de maior eficiência e melhor direcionamento das transferências.

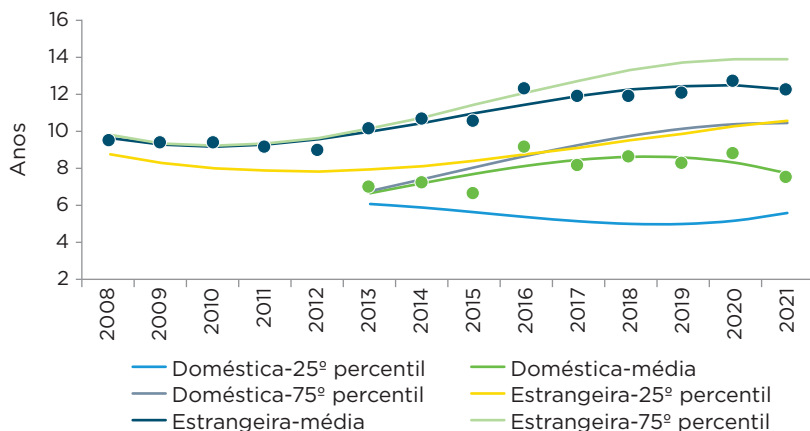
A informalidade do trabalho continua alta em muitos países da região e, após a pandemia, está mais alta do que nunca. Reduzir a informalidade requer um conjunto de ações sinérgicas, incluindo a redução de incentivos fiscais para as empresas contratarem mão de obra informal por meio da transferência do financiamento dos benefícios dos impostos trabalhistas para uma tributação mais geral. Ao mesmo tempo, novas tecnologias para fortalecer o monitoramento e a arrecadação oferecem muitas oportunidades para aumentar as receitas tributárias.

A tempestividade é primordial

A tempestividade das medidas de consolidação fiscal é igualmente fundamental. Medidas de consolidação antecipadas têm a vantagem de reduzir a dívida mais rapidamente e economizar recursos valiosos, ao reduzir o pagamento de juros com maior celeridade. No entanto, se o crescimento estiver abaixo do potencial, um corte acentuado nos gastos pode prejudicar o crescimento. Nas circunstâncias atuais de inflação alta e possíveis restrições de oferta, essa afirmação pode ser mais discutível. A política fiscal deve complementar a política monetária; uma política fiscal expansiva, que a autoridade monetária tem de combater com taxas de juros mais altas, pode ser extremamente ineficiente. Ainda assim, uma abordagem mais gradual pode ser apropriada, dada a necessidade de apoio contínuo a famílias mais pobres ou a setores específicos devido à pandemia. Pacotes de reformas que incorporem ganhos de eficiência e substituam gastos mal direcionados e ineficientes por maior apoio e investimentos bem focalizados podem ter maiores chances de obter apoio. Instituições fiscais fortalecidas, que ajudem a garantir a sustentabilidade no médio prazo, também podem permitir uma consolidação mais gradual, mantendo as taxas de juros mais baixas.

Composição da dívida

A composição da dívida é tão importante quanto o seu nível. A gestão da dívida melhorou consideravelmente na região nos últimos anos (ver Figura 5). Muitos países criaram unidades específicas de gestão da dívida, com pessoal técnico bem treinado e uma certa independência para buscar uma estratégia de gestão de dívida de médio prazo. Durante as décadas de 1990 e 2000, a composição da dívida melhorou; o foco foi a redução da dívida em dólares e o alongamento dos vencimentos em moeda local e estrangeira. Essas tendências foram sustentadas pelo crescimen-

Figura 5 Vencimento da dívida em moeda local e estrangeira

Fonte: Base de Dados de Dívidas Padronizada do BID.

Notas: Este gráfico apresenta os vencimentos para a emissão de dívida em moedas nacional e estrangeira. A amostra inclui Argentina, Bahamas, Barbados, Belize, Bolívia, Brasil, Chile, Colômbia, Costa Rica, Guatemala, Guiana, Haiti, Honduras, Jamaica, México, Nicarágua, Paraguai, Peru, República Dominicana, Suriname, Trinidad e Tobago e Uruguai. As curvas são suavizadas usando funções polinomiais.

to dos mercados financeiros domésticos, por ampla liquidez nos mercados internacionais e por baixas taxas de juros internacionais.

No entanto, na sequência do declínio dos preços das commodities após 2012 e da pandemia de Covid-19, esses avanços estagnaram, a dolarização da dívida aumentou e os vencimentos encurtaram. Vários países enfrentam custos relativamente altos de serviço da dívida, de mais de 5% do PIB e mais de 15% das receitas públicas. Os países têm o desafio de melhorar a composição da dívida enquanto buscam a consolidação fiscal, e devem aproveitar ao máximo os bancos multilaterais de desenvolvimento e outros credores oficiais que forneçam financiamento de longo prazo a taxas competitivas. Eles também devem buscar estratégias ativas de gestão de passivos para suavizar as amortizações e reduzir os riscos de rolagem.

Embora muitos países tenham criado unidades dedicadas à gestão da dívida, a composição da dívida não pode ser considerada isoladamente da política fiscal atual e dos planos fiscais futuros. Os planos fiscais devem levar em conta a composição

atual da dívida e os custos e riscos potenciais futuros das medidas fiscais. Isso requer uma estreita coordenação entre as funções de gestão da dívida e de planejamento fiscal. Ambas as funções são fundamentais para desenvolver planos fiscais robustos, que possam produzir resultados previsíveis e sustentáveis, que sejam consistentes com as estratégias de gestão da dívida e possam ser comunicados de forma eficaz, para gerar confiança e custos de financiamento mais baixos.

Reestruturação da dívida com foco regional

As instituições financeiras internacionais responderam à pandemia com novos recursos e iniciativas para auxiliar os países, particularmente aqueles com problemas de endividamento. O FMI e os BMDs aumentaram os desembolsos, e uma nova alocação de Direitos Especiais de Saque (DES) do FMI forneceu US\$ 650 bilhões aos membros do Fundo, que continuam a discutir a melhor forma de realocar esses recursos para os países em desenvolvimento. A comunidade internacional se concentrou em fornecer alívio de dívida a países de baixa renda. A Iniciativa de Suspensão do Serviço da Dívida (DSSI, na sigla em inglês) concedeu uma suspensão temporária dos pagamentos da dívida, e seu sucessor, o Quadro Comum (*Common Framework*), continua a oferecer um potencial de alívio para a dívida. Três países africanos de baixa renda estão atualmente passando por esse processo.

A região da América Latina e Caribe tem estado na vanguarda e no centro do desenvolvimento de técnicas inovadoras de reestruturação da dívida nos últimos anos. Cinco países da região reestruturaram suas dívidas desde o início da pandemia, em 2020. As inovações incluem reestruturações de títulos com Cláusulas de Ação Coletiva (CACs) de nova geração, cláusulas de suspensão do pagamento de dívidas relacionadas a

desastres e dívidas para recompra ambiental. Embora os esforços internacionais continuem centrados na situação difícil dos países de baixa renda, muitos desafios persistem para os países da região. Entre as questões mais relevantes estão a maior diversidade de credores, incluindo o aumento de credores bilaterais não pertencentes ao Clube de Paris, e como melhor vincular dívida e desafios climáticos ou ambientais. Um fórum regional seria um complemento valioso para a arquitetura financeira global. O fórum não interferiria em qualquer negociação real entre um país e seus credores. Ao contrário, atuaria como um mecanismo abrangente para coordenar as diversas instituições envolvidas em reestruturações de dívida na América Latina e Caribe, incluindo instituições multilaterais, o Clube de Paris e outros credores bilaterais, instituições privadas que representam credores e grupos industriais, além de países mutuários. O fórum também poderia apoiar o desenvolvimento de novas abordagens (por exemplo, relacionadas ao financiamento ESG e como vincular objetivos climáticos e de dívida), depurar os padrões existentes quando necessário e estabelecer normas para definir o perímetro de reestruturações e o tratamento de dívidas com garantia, empréstimos comerciais concedidos por atores oficiais e outras inovações de mercado atuais ou futuras.

Endividamento do setor privado: famílias e empresas

Reduzir os níveis de endividamento público, fortalecer as instituições fiscais e melhorar a gestão da dívida são medidas que também beneficiariam o setor privado. Quando a sustentabilidade da dívida é mais certa, as taxas de juros tendem a ser mais baixas, as condições de crédito são mais acessíveis — uma vez que bancos e outros credores percebem os riscos como menores — e o investimento privado tende a aumentar.

Embora os níveis gerais de crédito ao setor privado não financeiro tenham aumentado nos últimos anos, eles permanecem relativamente baixos para os padrões internacionais — são, em média, superiores a 60% do PIB, mas há uma variação considerável entre países e setores.

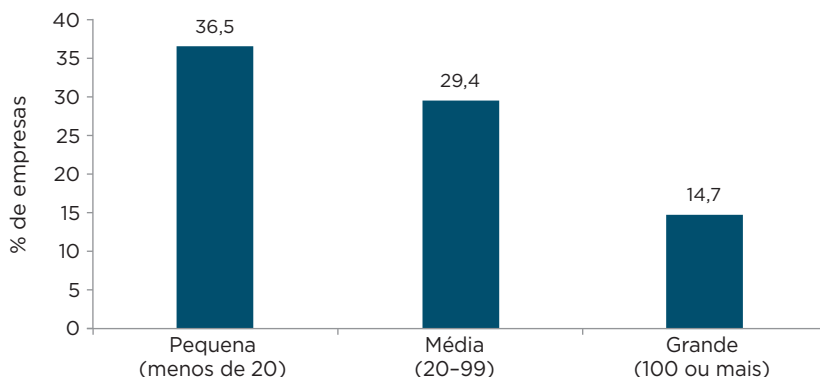
Endividamento das famílias cresce na região

As famílias obtiveram maior acesso ao crédito antes da Covid e contraíram mais empréstimos durante a pandemia. Ainda assim, os níveis globais de endividamento das famílias na região permanecem relativamente baixos para padrões internacionais. Embora existam famílias altamente endividadas em determinados países, especialmente se forem consideradas outras fontes de crédito fora do sistema bancário formal, os riscos para a estabilidade financeira sistêmica oriundos desse setor parecem limitados no atual momento.

Pequenas empresas: acesso ao crédito é fundamental

Pequenas e médias empresas continuam enfrentando restrições de crédito, especialmente na América Central e Caribe. Apesar de muitos programas para manter o crédito aberto às empresas durante a pandemia, o acesso continuou sendo um fator significativo para permitir que as empresas sobrevivessem à crise sanitária. Ainda assim, uma parcela considerável das empresas relatou estar em atraso com os credores. Em termos de acesso, atrasos e fechamentos, empresas menores e lideradas por mulheres relataram mais problemas do que empresas maiores e lideradas por homens (ver Figura 6).

Figura 6 Proporção de empresas que relataram atraso em obrigações financeiras (em número de funcionários)



Fonte: Cálculos próprios com base no Acompanhamento de Pesquisas Empresariais do Banco Mundial.

Grandes empresas: colchões de alta liquidez, mas baixo ativo fixo

Empresas de maior porte listadas em bolsas de valores na região desfrutaram de um acesso ao crédito relativamente bom e, nos últimos anos, contraíram empréstimos a taxas de juros atraentes, seja por meio de financiamento ou da emissão de títulos domésticos ou externos. A dívida aumentou antes da pandemia, à medida que as empresas aproveitavam as condições financeiras globais líquidas. Durante 2020, a dívida corporativa aumentou ainda mais, e as empresas emitiram quantias consideráveis nos mercados internacional e doméstico. O investimento entrou em colapso e o financiamento foi usado para construir um forte “colchão de liquidez” para permitir a sobrevivência à crise. Esse colchão, aliado a programas de apoio do governo (assistência direta às empresas e apoio indireto aos consumidores) e a políticas financeiras (incluindo moratórias de empréstimos e flexibilidade regulatória) permitiram que muitas empresas sobrevivessem à pandemia. No entanto, a falta de investimento significa que os ativos fixos das empresas (normalmente considerados seu capital produtivo) diminuíram.

Após a crise, a dívida voltou aos níveis relativamente altos pré-pandemia. As empresas na região têm, em média, maior alavancagem do que na maioria das outras regiões do mundo. As avaliações do mercado de ações corporativas não retornaram aos níveis pré-crise, e a volatilidade permanece relativamente alta. Essa combinação indica que os indicadores de risco corporativo (como a probabilidade de default) continuam a sugerir maior vulnerabilidade do que antes da pandemia. Os níveis relativamente altos de endividamento corporativo na região, combinados com uma volatilidade relativamente alta, podem ter um impacto negativo persistente no investimento. Curiosamente, resultados empíricos indicam que a dívida e o risco atuam de forma complementar para dissuadir o investimento. Em outras palavras, em níveis de endividamento elevados, um aumento da volatilidade gera um impacto negativo no investimento, o mesmo ocorrendo no caso de um aumento da dívida em níveis mais altos de volatilidade.

Próximos passos: governança forte

Muitos países implementaram programas para ajudar as empresas durante a crise, incluindo moratórias de empréstimos e esquemas de garantia em larga escala, que proporcionaram aos bancos incentivos e liquidez para continuar a emprestar. O número de grandes empresas que faliram foi pequeno graças a essas políticas e ao acesso ao crédito a taxas razoáveis. Empresas menores e lideradas por mulheres se saíram pior e muitas fecharam suas portas. À medida que as economias se recuperam da pandemia, os países reduzem essas medidas. Nesta fase, programas mais seletivos, que avaliam cuidadosamente as empresas e fornecem capital e financiamento de dívida, podem ser extremamente valiosos, uma vez que as empresas já têm níveis de dívida relativamente altos, mas os ativos fixos (produtivos) diminuíram. Uma entidade público-privada que ofereça uma variedade de opções de financiamento poderia ser considerada.

A chave seria garantir uma estrutura de governança forte, com um mandato robusto para conceder financiamento a empresas promissoras que tenham planos lucrativos mas careçam de acesso ao crédito. Envolver o braço do setor privado dos BMDs (BID Invest ou Corporação Financeira Internacional - IFC) aumentaria a credibilidade dessas entidades para resistir a pressões políticas e lhes permitiria melhorar a governança corporativa de forma mais geral e fornecer recursos financeiros iniciais.

Desafios competitivos

À medida que a região emerge da pandemia, enfrenta uma série de desafios: desaceleração do crescimento global, altos preços de energia e alimentos, inflação e inúmeros problemas estruturais com consequências não apenas sociais e políticas, mas também econômicas. A abordagem dessas questões levou a um aumento substancial do endividamento, e os formuladores de políticas enfrentam escolhas difíceis, em particular para administrar altos níveis de dívida pública, melhorar as instituições e reduzir esses níveis de endividamento. A edição deste ano do relatório Desenvolvimento nas Américas (DIA) tem como objetivo oferecer recomendações úteis para subsidiar as decisões dos formuladores de políticas, ponderando, ao mesmo tempo, os difíceis *trade-offs* inerentes ao tratamento da dívida.

