

PRONTO PARA DECOLAR?

Aproveitando a estabilidade macroeconômica para o crescimento



Arturo J. Galindo
Alejandro Izquierdo



PRONTO PARA DECOLAR?

Aproveitando a estabilidade
macroeconômica para o crescimento

Coordenado por
Arturo J. Galindo
Alejandro Izquierdo

Banco Interamericano de Desenvolvimento

2024

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

Pronto para decolar?: aproveitando a estabilidade macroeconômica para o crescimento /
coordenado por Arturo J. Galindo, Alejandro Izquierdo.

p. cm.

Inclui referências bibliográficas.

“Relatório macroeconômico da América Latina e Caribe 2024.”

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. 7. Sustainable development-Economic aspect-
s-Latin America. 8. Sustainable development-Caribbean Area. I. Galindo, Arturo J., coordi-
nador. II. Izquierdo, Alejandro, coordenador. III. Banco Interamericano de Desenvolvimento.
Departamento de Pesquisa e Economista-Chefe.
IDB-AN-367

Copyright © 2024 Banco Interamericano de Desenvolvimento. Esta obra está licenciada
sob uma licença Creative Commons CC BY 3.0 IGO (<https://creativecommons.org/licenses/by/3.0/igo/legalcode>). Os termos e condições indicados no link URL devem ser atendi-
dos e o respectivo reconhecimento deve ser concedido ao BID.

Além da seção 8 da licença acima, qualquer mediação relacionada a disputas decorren-
tes de tal licença deve ser conduzida de acordo com as Regras de Mediação da OMPI.
Qualquer controvérsia relacionada ao uso das obras do BID que não possa ser resolvida
amigavelmente deverá ser submetida à arbitragem de acordo com as regras da Comissão
das Nações Unidas sobre Direito Comercial Internacional (UNCITRAL). O uso do nome do
BID para qualquer finalidade que não seja atribuição e o uso do logotipo do BID esta-
rão sujeitos a um contrato de licença por escrito separado entre o BID e o usuário e não
está autorizado como parte desta licença.

Observe que o link da URL inclui termos e condições que são parte integrante desta licença.

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



Desenho da capa: Paula Saenz Umaña

Layout: The Word Express

Sumário

Prefácio	v
Agradecimentos	vii
Capítulo 1: Perspectivas econômicas	1
Capítulo 2: O paradoxo da produtividade: desafios e oportunidades.....	21
Capítulo 3: Recalibrar a política fiscal em tempos desafiadores.....	41
Capítulo 4: Política monetária.....	65
Capítulo 5: Mercados financeiros.....	85
Referências	101

Prefácio

O desempenho econômico global em 2023 superou as expectativas. O crescimento mundial, significativamente mais robusto do que inicialmente previsto, foi um fator-chave para as economias da América Latina e Caribe. Nossa região alcançou uma taxa de crescimento estimada de 2,1%, excedendo as previsões do início de 2023 em mais de um ponto percentual. Países de grande porte como Brasil e México propiciaram melhorias relevantes para o crescimento regional.

À medida que as pressões inflacionárias diminuem globalmente e as taxas de juros começam a cair, os países da região estão bem-posicionados para consolidar suas contas fiscais. As lacunas do saldo primário, em média, foram fechadas; agora é a vez das lacunas do saldo geral. A combinação de posições fiscais mais fortes, regulamentação e supervisão financeira robustas e a força ratificada dos bancos centrais pinta um quadro otimista para a estabilidade macroeconômica da região. Se aprovar reformas e aproveitar oportunidades nesse contexto favorável, a região terá atingido um possível ponto de inflexão.

A região enfrenta um desafio de produtividade premente, com um crescimento de longo prazo ao redor de 2%. Essa taxa é insuficiente para atender às demandas cada vez maiores da crescente população da América Latina e Caribe. Preencher essa lacuna requer esforços urgentes para aumentar o crescimento da produtividade e melhorar o capital humano, áreas em que a região está defasada em relação a outras economias emergentes. A abordagem dessas questões requer reformas abrangentes, concebidas para mitigar vários riscos e promover um ambiente seguro para o investimento privado a longo prazo.

Oportunidades abundantes estão ao alcance da América Latina e Caribe. Os países estão prontos para contribuir significativamente para desafios globais como mudanças climáticas, segurança alimentar e transição para energias limpas. A robustez das instituições de política monetária e financeira e o potencial fortalecimento fiscal — processo que ainda necessita de reformas em muitos países — criam a base para alavancar essas oportunidades. No entanto, para aproveitar essa oportunidade, a região também deve se concentrar em reformas: desenvolver mercados financeiros mais profundos, mercados de trabalho mais formais e competitivos, uma força de trabalho mais qualificada, proteção mais forte dos direitos de propriedade, maior concorrência em mercados-chave e aplicação mais rigorosa do Estado de Direito. Esses esforços são vitais para

atrair capital e impulsionar o crescimento da produtividade a longo prazo, tão necessários para América Latina e Caribe.

O Relatório Macroeconômico da América Latina e Caribe deste ano investiga os principais desafios que a região enfrentará em 2024 nas áreas monetária, fiscal e financeira, bem como os desafios para o crescimento a longo prazo. O Capítulo 1 oferece um panorama geral e descreve cenários de risco para a economia global e a nossa região. O Capítulo 2 examina o crescimento a longo prazo, com foco na dinâmica da produtividade. O Capítulo 3 aborda questões fiscais, incluindo estratégias para sustentar a tendência de consolidação fiscal da região. O Capítulo 4 explora políticas monetárias, tendências da inflação e desafios dos bancos centrais para reduzir as taxas de juros com a mesma eficiência com que foram aumentadas. Finalmente, o Capítulo 5 avalia os riscos nos mercados financeiros, tanto externos como domésticos, e oferece estratégias para gerenciar potenciais vulnerabilidades financeiras. Cada capítulo focaliza desafios críticos em sua respectiva área e propõe ações de políticas para navegar pelas incertezas atuais, mitigar os riscos de acirramento do triplo desafio da região — altas demandas sociais, baixo crescimento e necessidade de consolidação fiscal — e cria as bases para o enfrentamento dessas questões 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, do Setor Social e da Vice-Presidência de Países do Banco Interamericano de Desenvolvimento (BID). Este documento foi produzido sob a direção de Arturo J. Galindo e Alejandro Izquierdo, ambos do Departamento de Pesquisa.

Eric Parrado, Economista-Chefe e Gerente Geral do Departamento de Pesquisa, e Eduardo Cavallo, do Departamento de Pesquisa, forneceram comentários e conselhos valiosos.

Os principais autores de cada capítulo são os seguintes:

- Capítulo 1 Arturo J. Galindo
- Capítulo 2 César Santos
- Capítulo 3 Alejandro Izquierdo e Oscar M. Valencia
- Capítulo 4 João Ayres
- Capítulo 5 Arturo J. Galindo e Alejandro Izquierdo

Dentre os demais colaboradores de cada capítulo destacam-se:

- Capítulo 1 Carlos Álvarez, Leandro Andrián, Eduardo Cavallo, Carolina Celis, David Evans e Carolina Rivas.
- Capítulo 2 Vanessa Alviarez e Alejandro Izquierdo
- Capítulo 3 Martín Ardanaz e Alejandro Rasteletti
- Capítulo 4 Vanessa Alviarez e Alejandro Izquierdo
- Capítulo 5 Martha Elena Delgado

Miguel Alzamora, Matheo Arellano, Daniel Cárdenas, Carolina Celis, Augusto Chávez, Emily Díaz, Federico Dueñas, Tomás Gómez Traub, Cristhian Larrahondo, Gabriel Marín, Marina Perrupato, Ingri Quevedo, Daniel Rueda, Gustavo A Sánchez, Luis Fernando Serrudo, Alejandra Torres, Maricruz Vargas e Alfredo Villca prestaram assistência inestimável em pesquisa.

Vários colegas ofereceram feedback e contribuições em diversas fases da produção do relatório, incluindo Osmel Manzano, Virginia Queijo von Heideken, David Rosenblatt e Marta Ruiz-Arranz.

Tom Sarrazin supervisionou o processo de produção do relatório. Rita Funaro editou o manuscrito em inglês. Alberto Magnet traduziu o relatório para o espanhol e Hilda Lemos para o português. Fayre Makeig revisou o manuscrito em inglês. Ana Paula Nothen Ruhe revisou o relatório em português.

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

CAPÍTULO 1

Perspectivas econômicas

As economias da América Latina e Caribe superaram as expectativas em 2023, com o crescimento do PIB atingindo 2,1%, excedendo as previsões iniciais em um ponto percentual. Uma expansão econômica global mais forte impulsionou esse crescimento. Na região, políticas proativas ajudaram a fortalecer a posição macroeconômica das economias da América Latina e Caribe; os bancos centrais agiram com celeridade para aumentar as taxas de juros, o que ajudou a conter a inflação mais rapidamente do que em outras regiões. Políticas fiscais prudentes — exemplificadas pelo aperto dos resultados primários — e mercados financeiros resilientes também contribuíram para um desempenho acima do esperado. Em meio à alta do crescimento, o mercado de trabalho apresentou melhorias, com a recuperação das taxas de emprego e a estabilização das taxas de participação. Olhando para 2024, à medida que o crescimento econômico global deverá diminuir, o crescimento da região provavelmente sofrerá uma desaceleração. Em dezembro de 2023, analistas de mercado previam um crescimento de 1,6% para a região em 2024, com um retorno ao crescimento médio de longo prazo de 2% em 2025. Este capítulo investiga as perspectivas de crescimento global e regional, avalia os riscos enfrentados pelos países da América Latina e Caribe e explora vários cenários de crescimento.

Contexto global

O crescimento global vem caindo gradualmente depois de uma recuperação substancial para 6% em 2021, após a pior fase da pandemia de Covid-19; em 2022, caiu para 3,5%, devendo atingir 3% em 2023 e 2,9% em 2024.¹ Os Estados Unidos, que começaram o ano com temores de estagflação, melhoraram significativamente sua perspectiva de crescimento durante 2023. Em janeiro de 2023, os analistas previam um crescimento de apenas 0,3% para os Estados Unidos no mesmo ano.² Essa perspectiva foi revista para cima ao longo do ano e atingiu 2,5%, superando o nível de crescimento de 2022. Devido a uma menor demanda e a altas taxas de juros nos Estados Unidos e no exterior, analistas privados preveem uma queda do crescimento para 1,3% e 1,7% em 2024 e 2025, respectivamente. O cenário de pouso suave nos Estados Unidos após a alta inflacionária em

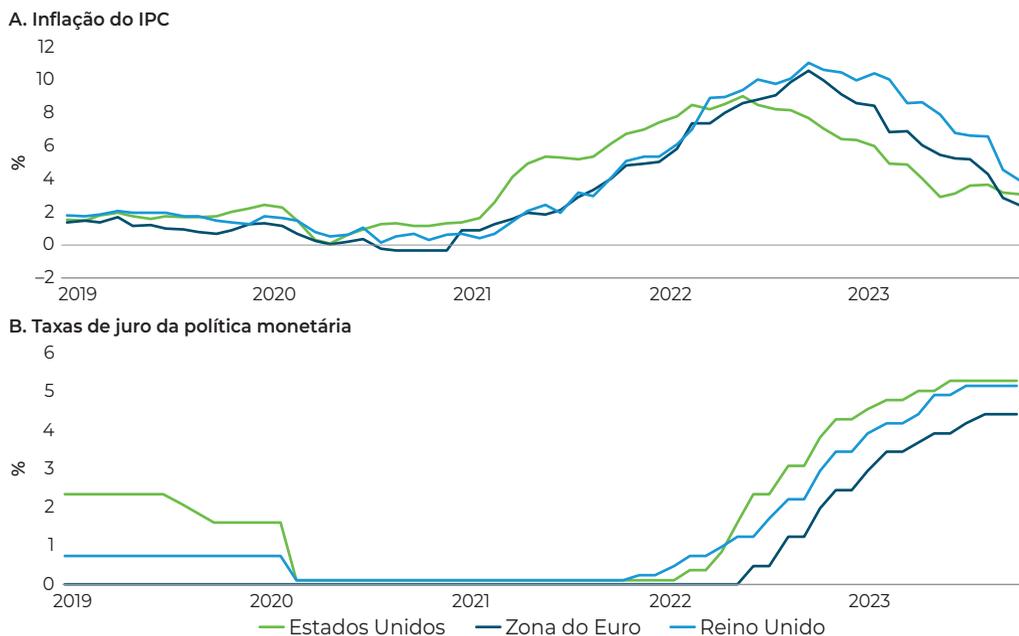
¹ FMI (2023a).

² Média Bloomberg de analistas privados.

2021–2022 agora prevalece. Em resposta ao impacto da guerra na Ucrânia e ao aumento dos preços da energia, o crescimento na zona do Euro ficou significativamente abaixo da taxa de 3,3% registrada em 2022. Analistas privados estimam que o crescimento na região tenha atingido 0,5% em 2023 e que permanecerá baixo em 2024, em 0,7%. As expectativas de crescimento na China melhoraram ligeiramente ao longo de 2023, apesar do estresse nos mercados imobiliários. Em janeiro, analistas privados previram um crescimento de 4,6%, e o ano terminou com 5,1%.

Em comparação com outras regiões, o crescimento da China permanece alto, devendo atingir 4,5% em 2024 e 2025. No entanto, é improvável que repita a taxa média de crescimento de 10% dos primeiros 15 anos do século. Ventos demográficos contrários, a desaceleração das exportações e um mercado imobiliário deflacionado limitam as perspectivas de crescimento de curto e longo prazo. De acordo com estatísticas da ONU, o número de trabalhadores por aposentado na China, que em 2000 era de 10, caiu pela metade, e a expectativa para 2035 é de 3. Além disso, a demanda dos Estados Unidos por importações chinesas está caindo rapidamente. As estatísticas do Balanço de Pagamentos do FMI mostram que, embora representassem quase 20% do total das importações dos EUA antes de 2020, em 2023 elas responderam por apenas 12% e foram superadas pelas importações do México. O setor imobiliário, que representa quase 25% do PIB da China, continua em crise. Em 2023, o S&P China A 1800 Real Estate Sector Index, índice de preços de ações de empresas imobiliárias chinesas, caiu 30% após uma queda de 20% em 2022.

A inflação e as respostas de políticas para contê-la foram provavelmente as principais preocupações da política macroeconômica durante 2022 e 2023. As pressões inflacionárias cresceram devido ao aumento da demanda após a pandemia de Covid-19. Além disso, as políticas fiscais e monetárias expansionistas adotadas durante a pandemia foram posteriormente reforçadas pelo rápido aumento dos preços do petróleo provocado pela invasão da Ucrânia pela Rússia, levando a taxas de inflação extraordinárias nas economias avançadas (Figura 1.1, Painel A). Em junho de 2022, a inflação dos preços ao consumidor nos Estados Unidos chegou a 9,1%. Em outubro de 2022, atingiu o pico de 10,6% na zona do Euro e de 11,1% no Reino Unido. Em resposta, as taxas básicas de juros foram agressivamente aumentadas. De seus valores mínimos durante a Covid-19, as taxas aumentaram 525, 450 e 525 pontos-base nos Estados Unidos, na área do Euro e no Reino Unido, respectivamente (Figura 1.1, Painel B). Combinado com outros fatores, como menor demanda dos setores privado e oficial em todo o mundo por títulos do Tesouro americano, o aumento das taxas básicas foi transmitido para o restante da curva de juros, aumentando o custo global de financiamento. Embora lentamente, a inflação tem respondido ao aumento das taxas de juros. Mesmo que o núcleo de inflação (inflação subjacente) tenha permanecido pouco responsivo, as expectativas em relação a reduções de curto prazo das taxas de juros da política monetária estão aumentando. Por exemplo, de acordo com a ferramenta FedWatch do Chicago Mercantile Exchange

FIGURA 1.1 • Inflação e taxas básicas em economias avançadas

Fonte: Banco de Compensações Internacionais.

Nota: IPC = Índice de Preços ao Consumidor.

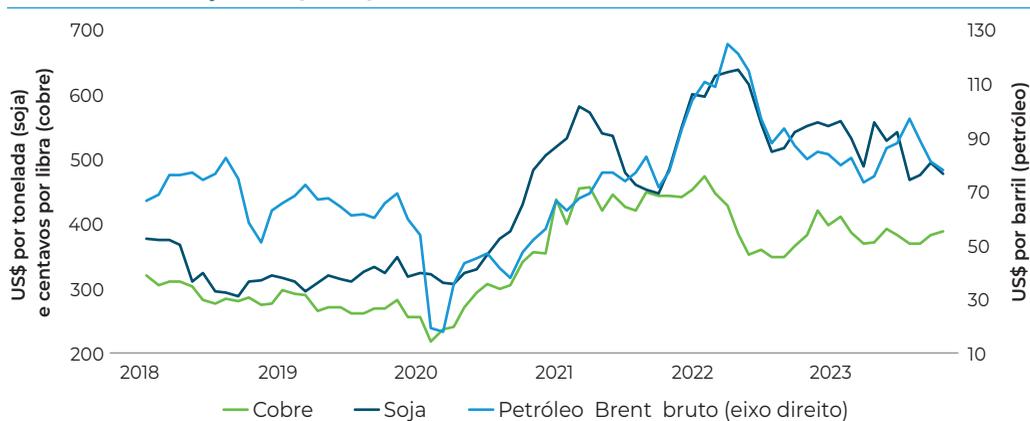
Group, a probabilidade de redução da taxa básica de juros em pelo menos 25 pontos-base até o final do segundo trimestre de 2024 ultrapassa 70%.

Os preços de commodities, especialmente os preços do petróleo, permaneceram voláteis durante 2023 e, apesar de um aumento temporário após a erupção do conflito na Faixa de Gaza, continuaram a apresentar uma tendência de queda na sequência do acirramento da invasão da Ucrânia pela Rússia (Figura 1.2). A combinação de menor demanda devido à expectativa de crescimento mais lento em 2024 com uma oferta maior de petróleo bruto, graças à produção recorde de Estados Unidos, Guiana e Brasil, provavelmente manterá os preços do petróleo estáveis, apesar da queda de produção nos países da Opec. De acordo com a Agência Internacional de Energia, a participação da Opec no mercado de petróleo caiu para 51% em dezembro de 2023 — o nível mais baixo desde 2016.

Dinâmica do crescimento na América Latina e Caribe

Os acontecimentos globais impactaram a América Latina e Caribe. A região se recuperou fortemente após a recessão pronunciada de 2020, provocada pela pandemia de Covid-19. Depois de crescer mais de 7% em 2021 e 4,1% em 2022, esperava-se que o crescimento desacelerasse significativamente em 2023. No entanto, à medida que o ano evoluiu, as previsões para 2023 foram atualizadas. Em janeiro, analistas privados previram que o cres-

FIGURA 1.2 ● Preços das principais commodities

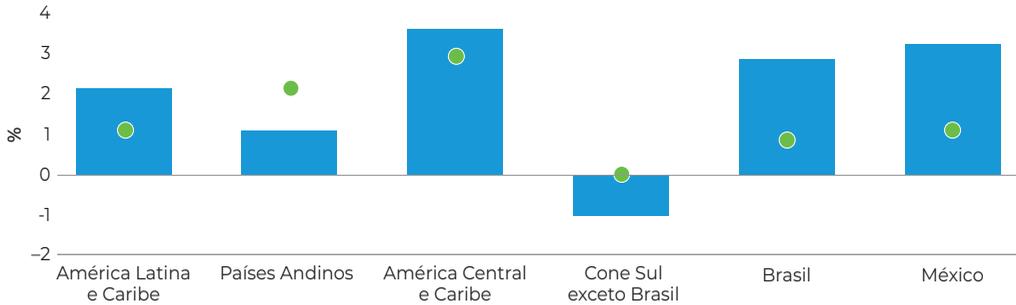
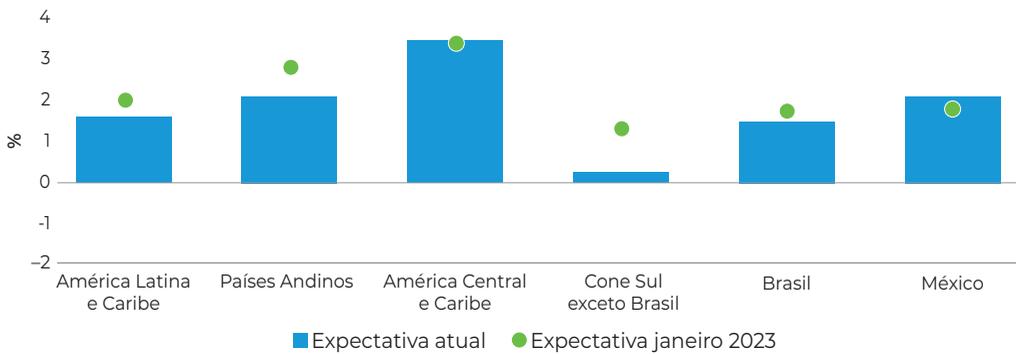


Fonte: Cálculos da equipe do BID com base na Bloomberg.

cimento da região em 2023 ficaria próximo de 1,1%. Essa projeção foi impulsionada principalmente pela suposição de um “pouso forçado” dos Estados Unidos. À medida que o ano avançava e as evidências de uma economia americana resiliente se confirmavam, as perspectivas de crescimento foram revistas para cima, e os números mais recentes sugerem que o crescimento atingiu 2,1% (Figura 1.3, Painel A). Desempenhos melhores do que o previsto nos EUA levaram a essa situação no Brasil, México, América Central e Caribe. Nos países andinos, as perspectivas de crescimento se deterioraram continuamente ao longo do ano devido à incerteza política e ao fenômeno climático El Niño (Quadro 1.1), e na região do Cone Sul, exceto Brasil, as secas na Argentina e no Uruguai também afetaram negativamente as expectativas de crescimento. Em linha com a deterioração das perspectivas de crescimento global para 2024, a região deverá crescer um pouco menos do que em 2023. À medida que 2023 avançava, as perspectivas para 2024 deterioraram-se ligeiramente para a região e a maioria das sub-regiões (Figura 1.3, Painel B). As previsões atuais colocam o crescimento próximo de 1,6% em 2024.

A inflação, que havia aumentado fortemente na região ao longo de 2021 e 2022, atingindo um máximo de 9,6% na mediana dos países, caiu rapidamente na maioria dos países em 2023. Os bancos centrais reagiram agressivamente para contê-la, aumentando as taxas de juros básicas, o que, juntamente com a queda nos preços das commodities, permitiu que a inflação recuasse de seu pico. Em resposta, no final de 2023, a maioria dos países já havia começado a reduzir suas taxas básicas de juros.

Os mercados globais de capitais permaneceram abertos para a maioria dos países da América Latina e do Caribe. A emissão de títulos soberanos atingiu cerca de US\$ 38 bilhões em 2023, US\$ 8 bilhões a mais do que em 2022 (Tabela 1.1). Ao mesmo tempo, as condições financeiras permaneceram apertadas para os governos e o setor privado, em grande parte devido ao aumento das taxas de juros globais. Os rendimentos

FIGURA 1.3 ● Previsões de crescimento para América Latina e Caribe (2023–2024)**A. Previsões de crescimento para 2023****B. Previsões de crescimento para 2024**

Fonte: Cálculos da equipe do BID com base nas Latin American Consensus Forecasts.

Nota: Os números indicam previsões de crescimento para 2023 e 2024 em cada mês de 2023. Os países incluídos são Argentina, Belize, Bolívia, Brasil, Chile, Colômbia, Costa Rica, República Dominicana, Equador, El Salvador, Guatemala, Haiti, Honduras, Jamaica, México, Nicarágua, Panamá, Paraguai, Peru, Trinidad e Tobago, Uruguai e Venezuela. Os números são médias ponderadas pelo PIB.

QUADRO 1.1 ● Efeitos do fenômeno “El Niño” nos países andinos

Mudanças na temperatura da superfície do Oceano Pacífico caracterizam o fenômeno El Niño ou El Niño-Oscilação Sul (ENOS). As condições do ENOS podem ser categorizadas com base em zona de impacto e ocorrência. A Administração Nacional Oceânica e Atmosférica (NOAA) monitora as temperaturas da superfície do Oceano Pacífico, dividindo a faixa equatorial em quatro quadrantes (Niño 1, Niño 2, Niño 3 e Niño 4). Essa categorização identifica dois tipos de El Niño: El Niño Global, com foco nos quadrantes Niño 3 e 4 combinados (Oceano Pacífico central), e El Niño Costeiro, centrado nos quadrantes Niño 1 e 2 combinados (Oceano Pacífico oriental), próximo à costa sul-americana.

No passado, as anomalias climáticas causadas pelo El Niño produziram consequências socioeconômicas negativas nos países da região andina. Desde 1950, três grandes eventos El Niño foram identificados: 1982–1983, 1997–1998 e 2016–2017. O El Niño pode ser categorizado, por magnitude e impacto, nas categorias fraca, moderado, forte e extraordinário. O evento de 1982–1983 é categorizado como extraordinário, o de 1997–1998 como forte e o de 2016–2017 como moderado.

No Equador e no Peru, os impactos incluíram chuvas excessivas, inundações e redução da produtividade agrícola, levando a preços mais altos dos alimentos e danos a infraestruturas. O Equador sofreu impactos significativos no setor agrícola e de construção, com o ENOS de 1997–1998 causando desemprego e riscos à saúde. A agricultura e a pesca no Peru enfrentaram queda

(continua na página seguinte)

QUADRO 1.1 • Efeitos do fenômeno “El Niño” nos países andinos (continuação)

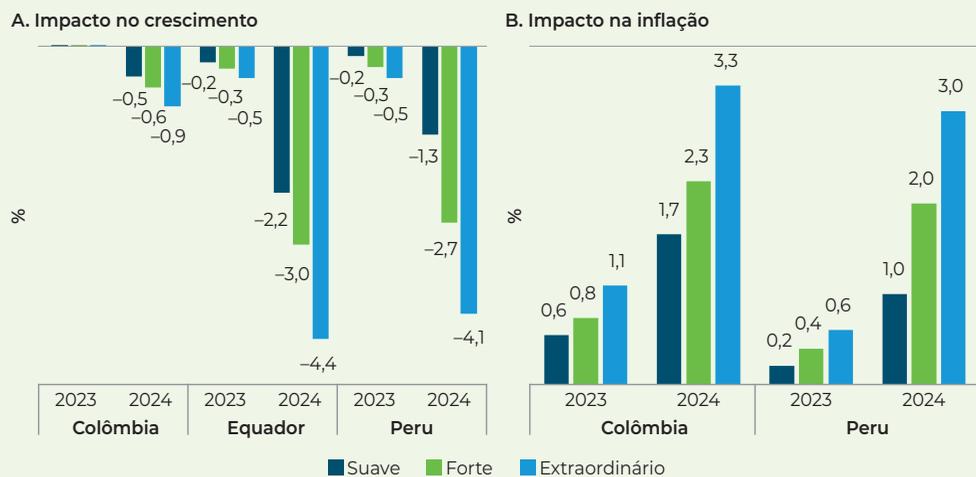
de produtividade das lavouras e interrupções na pesca. Na Colômbia, o ENOS reduziu a oferta de energia, afetando principalmente a geração hidrelétrica e a agricultura, diferentemente do excesso de chuvas em outros países. Isso levou ao aumento das tarifas de energia e dos preços dos alimentos, pressionando a inflação geral.

Ao estimar multiplicadores dinâmicos a partir de modelos VARX para os países da região, Álvarez et al. (2024) avaliam o impacto de diferentes intensidades de um evento El Niño em 2024 na inflação e no crescimento em países andinos. A magnitude dos impactos depende, em última análise, da intensidade do evento. Em relação ao PIB em 2024, Peru e Equador deverão ser os mais afetados, com desvios de crescimento entre 1,3 e 4,4 pontos percentuais para o El Niño moderado e o extraordinário, respectivamente. O impacto negativo na Colômbia pode ser menor, entre 0,5 e 0,9 pontos (ver Figura 1.1.1, Painel A). Em termos de inflação, o aumento na Colômbia deve ficar entre 1,7 e 3,3 pontos, enquanto o do Peru é estimado entre 1,0 e 3,0 pontos (ver Figura 1.1.1, Painel B). O Equador não apresenta efeitos inflacionários significativos. As diferenças estruturais geográficas e econômicas desses países são fatores críticos nessas dinâmicas variadas.

Os efeitos variados do El Niño nos países da região, bem como nos setores produtivos específicos desses países, ressaltam a necessidade de abordagens personalizadas para neutralizar as implicações econômicas dos fenômenos climáticos. As estratégias podem incluir o uso de recursos para a reconstrução de infraestruturas, subsídios para setores afetados ou subsídios condicionados para mitigar o efeito transitório de preços mais altos. A adaptabilidade econômica e a formulação de políticas são cruciais para combater os impactos negativos e fortalecer a resiliência a esses eventos. O investimento em infraestrutura resiliente ao clima para reduzir a vulnerabilidade de setores econômicos críticos também é enfatizado.

O monitoramento e a atualização contínuos dos efeitos do El Niño são essenciais para um melhor entendimento das complexas interconexões entre mudanças climáticas e economias locais. Pesquisas contínuas sobre esses fenômenos e políticas preventivas proativas que abordem os desafios singulares de cada país são fundamentais.

FIGURA 1.1.1 • Impacto do El Niño nos países andinos



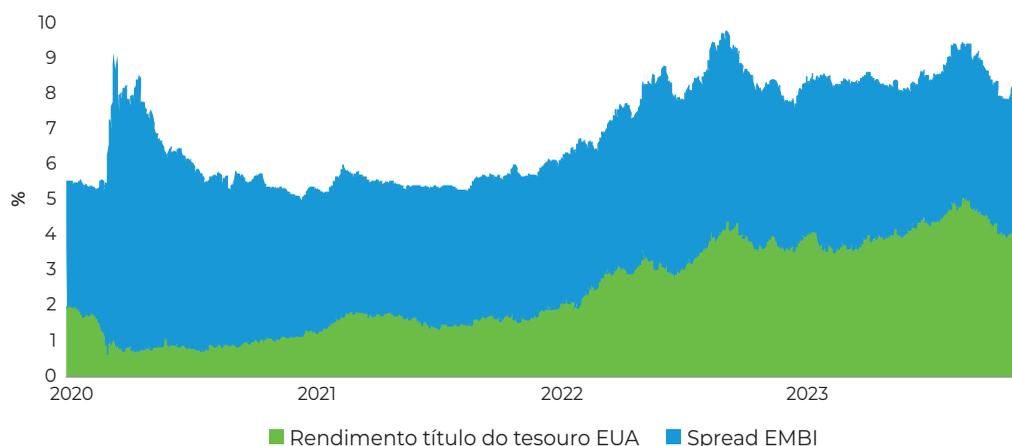
Fonte: Álvarez et al. (2024).

TABELA 1.1 • Emissão de dívida soberana

País	2022		2023		Nota de crédito jan 2024 (S&P/Moody's/Fitch)	
	US\$ milhão	PIB %	US\$ milhão	PIB %	Classificação de crédito	Perspectiva
Argentina	—	—	—	—	CCC-/Ca/CCu	NEG/ESTÁVEL/.
Bahamas	385	3,0	—	—	B+/B1/.	ESTÁVEL/ESTÁVEL/.
Barbados	—	—	—	—	B-/B3/B	POS/ESTÁVEL/POS
Belize	—	—	—	—	B-/Caa2/.	ESTÁVEL/ESTÁVEL/.
Bolívia	850	1,9	—	—	CCC+/Caa1/B-	NEG/NEG/NEG
Brasil	—	—	4.250	0,2	BB/Ba2/BB	ESTÁVEL/ESTÁVEL/ ESTÁVEL
Chile	6.000	2,0	3.946	1,1	A/A2/A-	NEG/ESTÁVEL/ ESTÁVEL
Colômbia	1.624	0,5	4.700	1,3	BB+/Baa2/BB+	ESTÁVEL/ESTÁVEL/ ESTÁVEL
Costa Rica	—	—	3.000	3,5	BB-/B1/BB-	ESTÁVEL/POS/ ESTÁVEL
Equador	—	—	—	—	B-/Caa3/CCC+	ESTÁVEL/ESTÁVEL/.
El Salvador	—	—	—	—	B-/Caa3/CCC+	ESTÁVEL/ESTÁVEL/.
Guatemala	500	0,5	1.565	1,5	BB/Ba1/BB	ESTÁVEL/ESTÁVEL/ ESTÁVEL
Honduras	—	—	—	—	BB-/B1/.	ESTÁVEL/ESTÁVEL/.
Jamaica	—	—	302	1,6	BB-/B1/B+u	ESTÁVEL/POS/POS
México	9.439	0,6	6.941	0,4	BBB/Baa2/BBB-	ESTÁVEL/ESTÁVEL/ ESTÁVEL
Nicarágua	—	—	—	—	B/B3/B-	ESTÁVEL/ESTÁVEL/ POS
Panamá	4.800	6,3	2.400	2,9	BBB/Baa3/BBB-	NEG/ESTÁVEL/NEG
Paraguai	501	1,2	500	1,1	BB/Ba1/BB+	ESTÁVEL/POS/ ESTÁVEL
Peru	—	—	4.485	1,7	BBB/Baa1/BBB	NEG/NEG/NEG
República Dominicana	3.564	3,1	3.053	2,5	BB/Ba3/BB-	ESTÁVEL/POS/POS
Suriname	—	—	978	27,6	CCC+/Caa3/WD	ESTÁVEL/ESTÁVEL/.
Trinidad e Tobago	—	—	560	2,0	BBB-/Ba2/.	ESTÁVEL/POS/.
Uruguai	2.200	3,1	1.267	1,7	BBB+/Baa2/BBB	ESTÁVEL/POS/ ESTÁVEL
Venezuela	—	—	—	—	NR/C/WD	./ESTÁVEL/.
Total	29.863		37.948			

Fonte: Bloomberg.

Nota: A tabela resume a emissão de dívida soberana dos países da região nos mercados internacionais.

FIGURA 1.4 ● Rendimentos de títulos soberanos na América Latina e Caribe

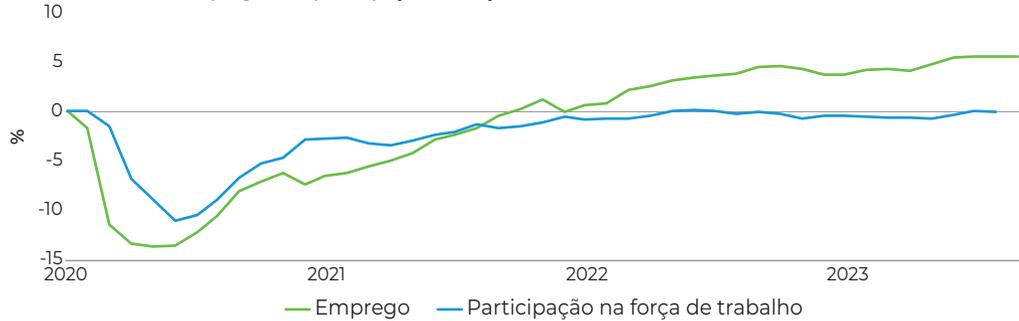
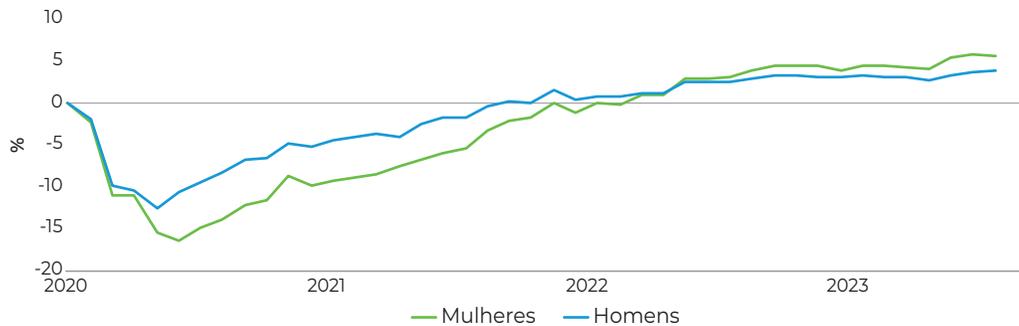
Fonte: Cálculos da equipe do BID com base no Índice de Títulos de Mercados Emergentes do JP Morgan, conforme relatado na Bloomberg.

médios de títulos soberanos externos na região aumentaram de cerca de 5,3% em 2021 para mais de 8% no final de 2023, devido quase que exclusivamente a rendimentos mais altos dos títulos do Tesouro dos EUA. Durante 2023, os spreads dos juros em relação aos títulos do Tesouro americano permaneceram estáveis para a região. A Figura 1.4 ilustra o movimento ascendente nos rendimentos dos títulos, decompondo o rendimento entre o spread e o valor do rendimento correspondente do treasury. Conforme discutido no Capítulo 3, taxas de juros mais altas constituem um desafio fundamental para a política fiscal e a consolidação fiscal na América Latina e Caribe.

Aliado à dinâmica de crescimento, o nível geral do emprego na região manteve sua tendência ascendente desde a pandemia (Figura 1.5, Painel A). O crescimento do emprego desacelerou em 2022, mas o segundo semestre de 2023 registrou o maior crescimento do emprego em três anos. Junto com o aumento do emprego, a proporção da população que participa do mercado de trabalho se estabilizou em 2023 (Figura 1.5, Painel A).³ Evidências de toda a região sugerem que, durante a pandemia, as mulheres não apenas tinham mais probabilidade de perder o emprego do que os homens, mas também demoravam mais para recuperá-lo.⁴ Em meados de 2022, o crescimento do emprego para as mulheres começou a superar o dos homens (Figura 1.5, Painel B), sugerindo uma recuperação gradual, para níveis pré-pandemia, em relação à exacerbação das desigualdades no mercado de trabalho que ocorreu durante a pandemia. Mas a participação das mulheres na força de trabalho permanece significativamente menor

³ De acordo com o Observatório do Mercado de Trabalho do BID, a participação no mercado de trabalho variou conforme o país na região, assumindo valores de mais de 70% na Bolívia e no Paraguai a 60% ou menos na Argentina e na Costa Rica. Para mais informações, ver <https://observatoriolaboral.iadb.org/>.

⁴ Ver Bustelo et al. (2023).

FIGURA 1.5 ● Evolução dos mercados de trabalho na América Latina e Caribe**A. Crescimento do emprego e da participação na força de trabalho****B. Crescimento do emprego por sexo**

Fonte: Cálculos da equipe do BID com base no Observatório do Mercado de Trabalho do BID, acessível em <https://observatoriolaboral.iadb.org/>.

Nota: O crescimento do emprego e da participação na força de trabalho refere-se a fevereiro de 2020. As estimativas usam dados de Argentina, Bolívia, Brasil, Chile, Colômbia, Costa Rica, República Dominicana, Equador, Guatemala, Honduras, México, Nicarágua, Panamá, Paraguai, Peru e Uruguai.

do que a dos homens, com as maiores diferenças nos países de renda média-baixa⁵ (ver Quadro 1.2 para uma discussão de tendências de médio e longo prazo nos mercados de trabalho). Conforme discutido no Capítulo 2, a superação dessas disparidades no mercado de trabalho é crucial para aumentar o crescimento econômico e da produtividade na região no longo prazo, bem como um passo fundamental para o retorno às tendências decrescentes da pobreza e da desigualdade (ver Quadro 1.3).

Cenários de crescimento regional

Um modelo estatístico da economia global revela como vários choques globais podem afetar a região da América Latina e Caribe.⁶ Essa análise toma como referência as expectativas médias de analistas privados. Essas previsões sugerem um declínio no crescimento

⁵ Berniell, Fernández e Krutikova (2023).

⁶ 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 fins dessa análise, América Latina e Caribe incluem Argentina, Bolívia, Brasil, Chile, Colômbia, Costa Rica, Equador, El Salvador, Jamaica, México, Nicarágua, Paraguai, Peru e Trinidad e Tobago.

dos EUA em 2024 para 1,3%, com a inflação no país continuando a cair e terminando o ano em 2,7%. Analistas privados preveem um crescimento de 1,6% para América Latina e Caribe em 2024. Essa expectativa de crescimento modesto é influenciada por vários fatores, incluindo menor crescimento global, taxas de juros elevadas (pelo menos no primeiro semestre do ano), preços estáveis de commodities, consolidação fiscal gradual e níveis de dívida relativamente altos (ver Capítulo 3).

QUADRO 1.2 • Tendências do mercado de trabalho

Os mercados de trabalho se recuperaram em grande parte da crise de Covid-19, e as tendências de longo prazo voltaram ao primeiro plano. Ao longo do tempo, mudanças demográficas tornarão mais difícil o crescimento do PIB per capita por meio do aumento do emprego. Em suma, a porcentagem de pessoas em idade ativa será menor, o que significa que menos pessoas contribuirão para o crescimento por meio do emprego. Especificamente, a razão de dependência total (pessoas abaixo ou acima da idade ativa divididas pela população em idade ativa) aumentará em breve, após décadas de queda contínua. Definindo-se a idade ativa como 15–64 anos, a razão de dependência na América Latina e Caribe caiu de 0,88 em 1965 e deverá atingir um mínimo de 0,48 em 2027.^a Esse número deverá aumentar para 0,83 em 2100. Alguma combinação de salários mais altos ou políticas sociais fortalecidas terá em breve que compensar as tendências demográficas desfavoráveis iminentes.

Outra tendência de longo prazo digna de nota é o aumento da formalidade do trabalho. A formalidade para trabalhadores assalariados está crescendo no longo prazo, com aumentos na proporção de trabalhadores assalariados que contribuem para a previdência social em quase todos os países da região (Figura 1.2.1). Mesmo para trabalhadores por conta própria, a proporção dos que contribuem para a previdência está aumentando, embora a partir de níveis muito mais

FIGURA 1.2.1 • Indicadores do mercado de trabalho



Fonte: Sistema de Informações sobre Mercados de Trabalho e Seguridade Social do BID, disponível em <https://www.iadb.org/en/sharing-knowledge/data/social-data/sims>.

Nota: As estimativas usam dados de Argentina, Bolívia, Brasil, Chile, Colômbia, Costa Rica, República Dominicana, Equador, Guatemala, Honduras, México, Nicarágua, Panamá, Paraguai, Peru e Uruguai. A formalidade é medida pela porcentagem de trabalhadores que contribuem para a previdência social. Trabalhadores com mais de 30 anos: porcentagem de trabalhadores com mais de 30 anos. Trabalhadores assalariados: trabalhadores assalariados como porcentagem do total de trabalhadores.

(continua na página seguinte)

QUADRO 1.2 • **Tendências do mercado de trabalho** *(continuação)*

baixos. Mas, no curto prazo, a informalidade ressurgiu em 2023 como o principal motor do crescimento de novos empregos. As mulheres são menos propensas a ter empregos formais, mas principalmente devido a sua menor participação no mercado de trabalho. Mulheres participando do mercado de trabalho têm — em média — a mesma probabilidade de ocuparem um emprego formal que os homens.^b O mercado de trabalho também está envelhecendo, com uma proporção maior de trabalhadores acima de 30 anos em todos os países da região.

Outras mudanças, apesar de narrativas comuns em contrário, demoram a afetar a força de trabalho total. O trabalho freelancer não substituiu substantivamente o trabalho assalariado (Figura 1.2.1). Alguns países viram aumentos no trabalho assalariado (Costa Rica, Paraguai, Peru) e outros sofreram quedas (Bolívia e Equador), mas as mudanças são modestas. Da mesma forma, não há uma mudança sistemática no sentido de os trabalhadores passarem menos tempo em seus empregos: a proporção de trabalhadores com menos de um ano em seu emprego atual é aproximadamente a mesma de duas décadas atrás. Finalmente, quando muito, os trabalhadores são ligeiramente menos propensos a conciliar vários empregos agora do que na virada do século. Trabalhadores de determinados grupos demográficos podem ser mais afetados por essas tendências.

Embora os níveis médios de escolaridade tenham aumentado em países da região — por exemplo, um aumento de 50% na proporção de trabalhadores com 14 anos de escolaridade nos últimos 15 anos^c — há motivos para preocupação em relação às habilidades adquiridas durante esses anos de estudo. No Programa Internacional de Avaliação de Estudantes (PISA) de 2022, três quartos dos alunos da região apresentaram “baixo desempenho” em matemática: mesmo no Chile e no Uruguai, países da região com melhor desempenho em matemática, mais de 50% dos alunos ficaram na categoria de baixo desempenho. Mais da metade dos estudantes da região não conseguiu ler um texto simples — o dobro do resultado registrado em países da OCDE.^d Comparações internacionais revelam déficits de habilidades muito maiores na América Latina e no Caribe do que em algumas outras regiões em desenvolvimento, como a Ásia Central ou a Ásia Oriental e Pacífico.^e Embora a escolaridade produza uma ampla gama de benefícios, o aumento de escolaridade e os benefícios da produtividade estão mais claramente ligados aos resultados de aprendizagem.^{f, g} Antes da implementação do referido teste em 2018, a maioria dos países da região estava melhorando suas medidas de habilidades. Ainda assim, desde então, as pontuações em matemática na maioria dos países estagnaram ou diminuíram, provavelmente em parte devido ao fechamento das escolas durante a pandemia.^h Desigualdades dentro dos países também persistem nos resultados escolares: enquanto as meninas muitas vezes superam os meninos em rendimento escolar na região, as taxas de conclusão do ensino fundamental e médio entre crianças indígenas, especialmente meninas indígenas, são muito menores.ⁱ Melhorar a qualidade das habilidades na região — e garantir uma ampla oportunidade de adquirir essas habilidades — é um insumo essencial para aumentar a produtividade no futuro.

^a Dados personalizados do Portal de Dados da Divisão de População das Nações Unidas, disponíveis em <https://population.un.org/DataPortal/>.

^b Ver Araújo et al. (2024).

^c Cálculos usando o Sistema de Mercados de Trabalho e Seguridade Social do Banco Interamericano de Desenvolvimento, comparando o período 2004–2006 com 2020–2022, usando médias simples (não ponderadas) para 15 países da América Latina e Caribe.

^d Ver Arias Ortiz et al. (2023a).

^e Ver Gust, Hanushek e Woessmann (2024).

^f Hanushek e Woessmann (2012).

^g Hanushek e Woessmann (2008).

^h Ver Arias Ortiz et al. (2023b).

ⁱ Ver Araújo et al. (2024).

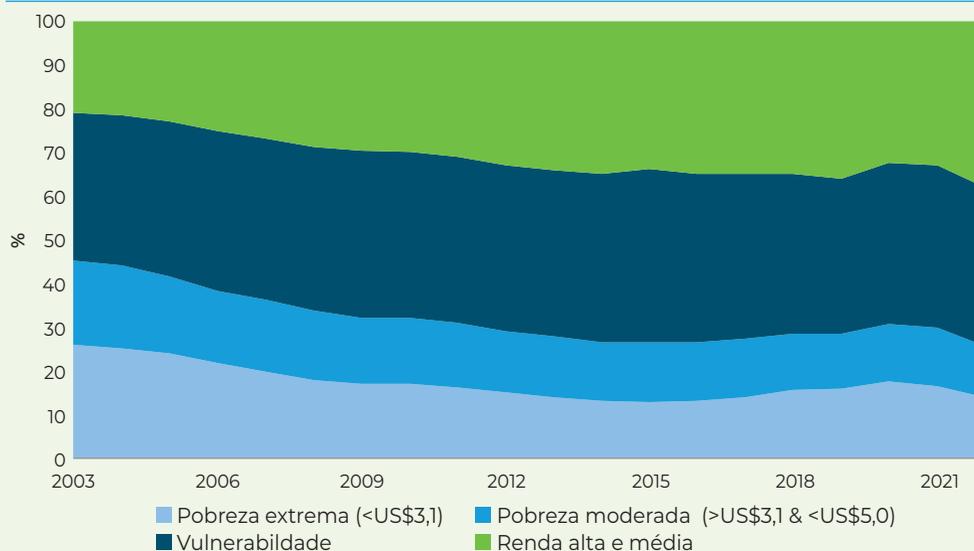
QUADRO 1.3 • Tendências da pobreza e da desigualdade

América Latina e Caribe desfrutaram de uma redução constante da pobreza durante as duas primeiras décadas do século. Surpreendentemente, essa redução foi consistente tanto em medidas extremas quanto em medidas menos severas de pobreza; a proporção de domicílios com nível de renda médio cresceu consistentemente no período (Figura 1.3.1). Em 2020 e 2021, com a pandemia de Covid a consequente desaceleração da atividade econômica, a região sofreu um ligeiro aumento de pobreza extrema — levando-a de volta aos níveis de 2014 —, mas os números de 2022 sugerem uma forte recuperação no alívio da pobreza, para números abaixo dos vistos em 2019. Ainda assim, mais de uma em cada cinco pessoas na região permanece na pobreza (ou pobreza extrema).

A desigualdade também apresentou melhora entre 2000 e 2015, com mudanças modestas entre 2015 e 2020 (Figura 1.3.2). No entanto, América Latina e Caribe continuam sendo a região mais desigual do mundo.^a

O desafio contínuo da desigualdade na região se traduz em pobreza distribuída de forma heterogênea entre grupos. As mulheres são ligeiramente mais propensas a viver na pobreza do que os homens, e as populações afrodescendentes e indígenas têm aproximadamente duas vezes mais probabilidade de viver na pobreza do que o resto da população. Isso reflete uma combinação de desigualdades de longo prazo, bem como os efeitos adversos potencialmente duradouros da crise de Covid em grupos vulneráveis.^b

FIGURA 1.3.1 • População por renda



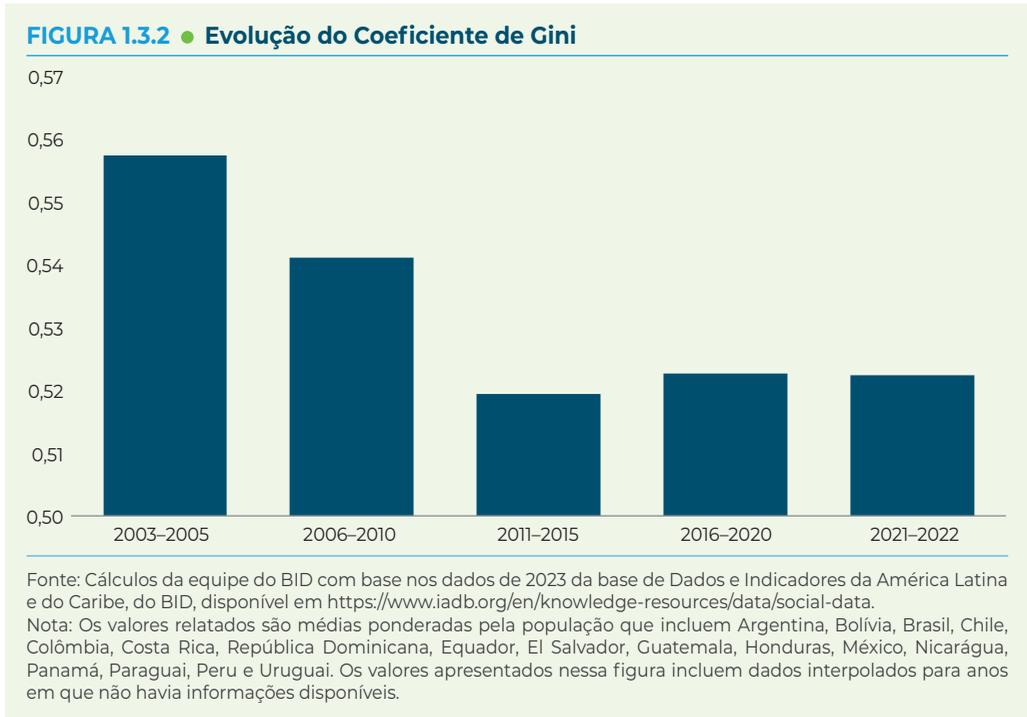
Fonte: Cálculos da equipe do BID com base em dados de 2023 da base de Dados e Indicadores da América Latina e do Caribe, do BID, disponíveis em <https://www.iadb.org/en/knowledge-resources/data/social-data>.

Nota: Os valores relatados são médias ponderadas pela população que incluem Argentina, Bolívia, Brasil, Chile, Colômbia, Costa Rica, República Dominicana, Equador, El Salvador, Guatemala, Honduras, México, Nicarágua, Panamá, Paraguai, Peru e Uruguai. Os valores apresentados nessa figura incluem dados interpolados para anos em que não havia informações disponíveis.

^a Ver Dabalen (2023).

^b Ver Bustelo et al. (2023).

(continua na página seguinte)

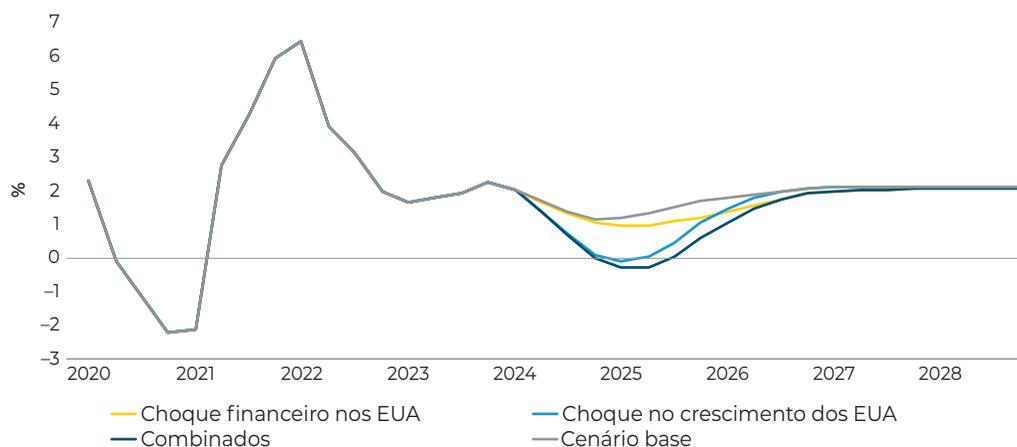
QUADRO 1.3 ● **Tendências da pobreza e da desigualdade** (continuação)

Esse cenário de referência apresenta riscos substanciais, particularmente se as taxas de crescimento dos EUA ficarem abaixo das expectativas. Um cenário de estresse para a economia dos EUA colocaria o crescimento em um desvio padrão (1,6 pontos percentuais) abaixo da taxa de crescimento esperada nos quatro trimestres de 2024, bem como consideraria pressões inflacionárias persistentes que mantêm a inflação acima da meta de 2% do Federal Reserve e forçam atrasos no corte das taxas de referência da política monetária.⁷ Essa situação pode levar a um período mais prolongado de altas taxas de juros e a uma correção nos preços das ações americanas.⁸ Esses choques financeiros e de crescimento podem desencadear uma contração nos Estados Unidos, resultando em crescimento negativo no último trimestre de 2024 e até meados de 2025, com uma recuperação posterior, e convergindo para o crescimento de longo prazo até o final de 2026. O cenário de referência e o cenário negativo potencial dos EUA são mostrados na Figura 1.6.

⁷ Os desvios-padrão usados como choques são obtidos a partir da série temporal trimestral do crescimento anual entre 1995Q1 e 2020Q1. O cenário de estagnação que se seguiria seria temporário, já que o PIB voltaria a crescer em 2025.

⁸ O choque financeiro é calibrado pela redução equivalente dos preços das ações, consistente com um aumento de 100 pontos-base nas taxas de política monetária. O choque é aplicado no segundo semestre de 2024, quando os mercados preveem que as taxas de juros cairão.

FIGURA 1.6 • Crescimento dos EUA e choques financeiros

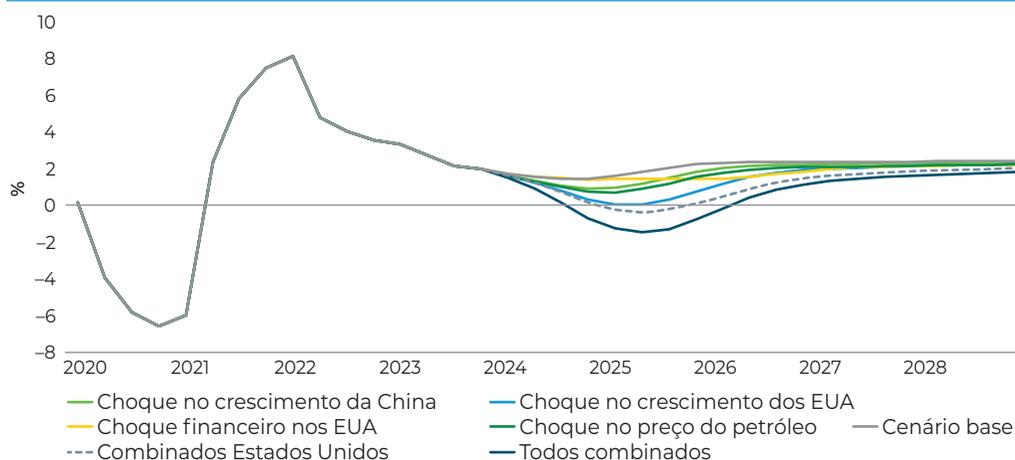


Fonte: Cálculos da equipe do BID com base no FMI (2023a) e na Bloomberg.
 Nota: Os cenários são gerados usando um Modelo de Autorregressão Vetorial Global (G-VAR). O choque para o PIB dos EUA é de 1,6%, enquanto o choque para o setor financeiro nos Estados Unidos é de 8%.

Choques no crescimento e nos mercados financeiros dos EUA têm implicações significativas para o crescimento da América Latina e Caribe. Os choques descritos acima sobre crescimento e mercados financeiros nos Estados Unidos poderiam provocar uma recessão na América Latina e Caribe, que começaria no primeiro trimestre de 2025 e se estenderia até o terceiro trimestre do mesmo ano, atingindo um mínimo de -0,4% no segundo trimestre de 2025. A região retomaria taxas de crescimento positivas no final de 2025 e convergiria lentamente para um crescimento de longo prazo de 2% até 2028. A linha pontilhada na Figura 1.7 ilustra esses resultados para América Latina e Caribe.

Além dos choques acima, a dinâmica de crescimento da China e dos mercados de commodities também pode afetar a região. Um cenário em que o crescimento da China é um desvio padrão menor do que os 4,5% atualmente projetados por analistas privados para 2024, e em que os preços do petróleo caem meio desvio padrão abaixo daqueles refletidos nos preços de contratos futuros, também é apresentado na Figura 1.7. A linha contínua vermelha retrata o impacto acumulado desses choques e dos choques nos EUA. Nesse cenário, o crescimento médio em 2024 cairia para -0,7% e permaneceria negativo ao longo de 2025, atingindo o mínimo de -1,5% no segundo trimestre de 2025. A região se recuperaria lentamente, retornando ao valor de longo prazo após 2028.

O impacto dos choques oriundos dos Estados Unidos seria sentido de forma aguda no México, dado o comércio estreito e outros vínculos entre os dois países; o México poderia perder uma média de 1,6 ponto percentual de crescimento do PIB a cada ano durante três anos (2024 a 2026, inclusive) em relação ao cenário base. Com a combinação de todos os choques, o México poderia perder 2,1 pontos percentuais. O Brasil, uma economia maior e mais diversificada em termos de ligações externas, perderia 1,6 ponto

FIGURA 1.7 ● Cenários de crescimento para a América Latina e Caribe

percentual de crescimento do PIB, em média, para cada um dos três anos com o choque combinado. As perdas de crescimento do PIB resultantes dos choques emanados dos Estados Unidos em relação ao cenário base são detalhadas na Tabela 1.2.

Como esperado, dado o padrão de quedas no PIB, o México sofreria notavelmente em termos de crescimento; no cenário negativo, o México enfrentaria uma recessão, com crescimento de $-0,7\%$ em 2024 e $-1,3\%$ em 2025. O Brasil também mergulharia em uma recessão em 2024, embora de menor magnitude (crescimento de $-0,2\%$ em 2024 e $-0,4\%$

TABELA 1.2 ● Perdas anuais estimadas no PIB (2024–2026) em relação ao cenário base

Região e país	Crescimento médio					
	cenário de referência (2024–2026)	Choque no crescimento dos EUA	Choque no crescimento da China	Choque financeiro nos EUA	Choque no preço do petróleo	Choque combinado
América Latina e Caribe	1,9	-1,0	-0,4	-0,4	-0,5	-2,0
Cone Sul exceto Brasil	1,6	-1,2	-0,5	-0,4	-0,7	-2,4
América Central e Caribe	2,9	-0,7	-0,3	-0,3	-0,3	-1,5
Brasil	1,9	-0,8	-0,3	-0,3	-0,5	-1,6
México	2,2	-1,1	-0,2	-0,6	-0,4	-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 crescimento dos Estados Unidos é de 1,6%, e de 3,5% para o crescimento da China; o choque para o setor financeiro dos EUA é de 8%, e o choque para o preço do petróleo é de 18%. Cone Sul, exceto Brasil, inclui Argentina, Bolívia, Chile, Colômbia, Equador, Paraguai e Peru. América Central e Caribe correspondem a Costa Rica, El Salvador, Jamaica, Nicarágua e Trinidad e Tobago. América Latina e Caribe incluem os dois grupos, mais Brasil e México.

TABELA 1.3 • Taxas de crescimento nos cenários de referência e negativo

Região e país	2023		2024		2025		2026	
	Cenário de referência	Cenário de referência negativo	Cenário de referência	Cenário de referência negativo	Cenário de referência	Cenário de referência negativo	Cenário de referência	Cenário de referência negativo
América Latina e Caribe	2,1	1,6	-0,7	2,3	-0,8	2,3	1,1	
Cone Sul exceto Brasil	-0,1	0,8	-1,3	2,6	-0,9	2,6	0,3	
América Central e Caribe	3,7	3,1	1,2	2,6	0,7	2,7	1,9	
Brasil	2,9	1,5	-0,2	2,0	-0,4	2,1	1,2	
México	3,2	2,1	-0,7	2,1	-1,3	2,3	2,0	

Fonte: Cálculos da equipe do BID.

Nota: Os cenários são gerados usando um Modelo de Autorregressão Vetorial Global (G-VAR). O choque para o crescimento dos Estados Unidos é de 1,6% e de 3,5% para o crescimento da China; o choque para o setor financeiro dos EUA é de 8%, e o choque para o preço do petróleo é de 18%. Cone Sul, exceto Brasil, inclui Argentina, Bolívia, Chile, Colômbia, Equador, Paraguai e Peru. América Central e Caribe correspondem a Costa Rica, El Salvador, Jamaica, Nicarágua e Trinidad e Tobago. América Latina e Caribe incluem os dois grupos, mais Brasil e México.

em 2025). Todas as sub-regiões registrariam crescimento negativo em 2024 e 2025, exceto América Central e Caribe, provavelmente por serem majoritariamente importadores de petróleo. As taxas de crescimento no cenário de referência e no cenário negativo, que combina todos os choques descritos acima, são detalhadas na Tabela 1.3. No entanto, as economias dependentes do turismo, que sofreram mais do que outras durante a pandemia como resultado das restrições de viagens, podem voltar a ser afetadas devido ao menor crescimento das economias avançadas, principalmente os Estados Unidos. Esse canal de transmissão específico pode não ser totalmente capturado no modelo estatístico.

Uma região de oportunidades em um mundo de desafios

Os países da América Latina e Caribe podem desempenhar um papel fundamental no cenário econômico global, afetando a mitigação de mudanças climáticas, a segurança alimentar e o crescente setor de energia limpa. Os dotes naturais da região, principalmente a Floresta Amazônica, são primordiais na luta global contra as mudanças climáticas. A Amazônia, que absorve 25% do CO₂ sequestrado por ecossistemas terrestres, é um componente indispensável nos esforços mundiais de regulação do clima.⁹ Além disso, a contribuição da América Latina e do Caribe para a segurança alimentar global é significativa, com a produção agrícola da região capaz de produzir alimentos para 1,3 bilhão de indivíduos e constituindo 40% das exportações líquidas mundiais de alimentos.¹⁰ No contexto da crescente mudança para energias renováveis, América Latina e Caribe

⁹ Ver Gatti et al. (2021) para uma discussão.

¹⁰ Ver FAO e IFPRI (2023).

estão na vanguarda, com 30% de sua energia vindos de fontes renováveis — superando notavelmente a média global.¹¹ As indústrias baseadas em recursos naturais na região estão prontas para se tornarem pilares da complexidade econômica e da diversificação, abrangendo os setores de combustíveis limpos e bioeconomia.¹² A riqueza da região em minerais, incluindo níquel, grafite e lítio, apresenta vastas oportunidades no contexto da transição energética global. O potencial de exportação de hidrogênio verde para satisfazer as exigências futuras da Europa destaca ainda mais esse papel estratégico.

A convergência dos avanços tecnológicos, a mudança nas preferências dos consumidores e a evolução das regulamentações internacionais criam um espaço para alavancar a base de recursos naturais da região. As indústrias baseadas em recursos naturais poderiam servir de trampolim para a complexidade econômica e a diversificação de combustíveis limpos, bioeconomia, biorrefinarias, etc.

A transição para uma economia de emissões líquidas zero abre oportunidades econômicas significativas para as empresas da América Latina e do Caribe. Essa mudança requer uma transformação abrangente de cadeias de suprimentos, serviços e modelos de negócios para permitir a descarbonização dos processos de produção globalmente. Capitalizar essas oportunidades para os países da América Latina e Caribe exigirá um conjunto de reformas econômicas que integrem demanda, oferta e instrumentos de política sistêmicos, visando principalmente setores intensivos em emissões. As medidas do lado da demanda incluem normas ambientais e tributação do carbono, enquanto as iniciativas do lado da oferta poderiam centrar-se no apoio a pesquisa, desenvolvimento e inovação por meio de incentivos financeiros e da expansão da capacidade.

Da mesma forma, reformas econômicas destinadas a impulsionar o crescimento da produtividade regional são essenciais para capitalizar oportunidades inexploradas (ver Capítulo 2). A produtividade agregada é uma média ponderada da produtividade das firmas individuais. Portanto, se as empresas maiores forem mais produtivas e investirem e crescerem, enquanto as empresas improdutivas encolhem e, eventualmente, desaparecem, a produtividade agregada aumentará. Quaisquer distorções que impeçam tal dinâmica reduzirão a produtividade média em relação ao seu potencial. Infelizmente, há evidências dessas distorções na região, pelo menos em países com bons dados. Impostos efetivos mais altos para empresas maiores (as mais produtivas), que são o foco dos esforços de fiscalização, impostos trabalhistas altos (que incentivam as empresas a contratar informalmente), regimes tributários especiais, distorções no mercado de produtos, falta de concorrência e fricções de crédito podem atrofiar o crescimento de empresas produtivas. O resultado é uma proliferação de empresas pequenas, informais e de baixa produtividade, que empregam a maioria dos trabalhadores e um montante significativo de capital, arrastando para baixo a produtividade agregada.

¹¹ Ver Energy Institute (2023).

¹² Ver Nidhi et al. (2023).

Reformas que melhorem a produtividade podem catalisar a diversificação produtiva, aumentar a resiliência econômica e promover o crescimento sustentável. Para a implementação efetiva dessas reformas é preciso reforçar as capacidades institucionais e de governança e melhorar as capacidades técnicas e científicas no ecossistema de ciência, tecnologia e inovação da região. Elas também podem aproveitar uma mudança geográfica das cadeias de suprimentos rumo a economias fisicamente mais próximas dos Estados Unidos.

Apesar dos avanços em tecnologias verdes, sua taxa de adoção na região continua baixa. Em que pese a diversificação geográfica das tecnologias climáticas, a distribuição de empresas e de investimentos são desiguais. Embora estejam estabelecidas em mais de 65 países globalmente, as empresas de tecnologia climática estão significativamente concentradas em apenas oito países, nenhum deles na América Latina ou Caribe.¹³ Políticas capazes de atrair a adoção incluem incentivos financeiros destinados a ajudar os empresários a desenvolver novas soluções ou a adaptar aquelas existentes aos contextos locais. Uma implementação bem-sucedida exigirá também trabalhadores com as habilidades necessárias para uma economia mais verde, não apenas em novas ocupações que possam surgir, mas também em ocupações existentes, onde as tarefas mudarão à medida que as empresas passarem para tecnologias mais ecológicas.

Se as surpresas positivas de crescimento¹⁴ dos grandes países da região se tornarem permanentes graças ao aproveitamento bem-sucedido dessas oportunidades, e se o crescimento nos próximos anos superar as expectativas atuais nos mesmos valores de 2023, o crescimento previsto para a América Latina e Caribe poderia saltar de 1,6% e 2,3% em 2024 e 2025 para 2,9% e 3,6%, respectivamente, aumentando, assim, a média de longo prazo. Embora este seja apenas um cenário hipotético, o que está por trás dele é a oportunidade de aproveitar o cenário global e explorar as vantagens comparativas da região rumo a taxas de crescimento de longo prazo mais altas — um ingrediente-chave para consolidar a estabilidade macroeconômica e reduzir a pobreza e a desigualdade na região.

Trilhando a estrada à frente

Em 2023, o cenário global apresentou um ambiente propício para os países da América Latina e Caribe. Esse período de relativa estabilidade e crescimento global acima do esperado permitiu à região capitalizar condições internacionais favoráveis. No entanto,

¹³ Esses países são Austrália, Canadá, China, França, Alemanha, Índia, Reino Unido e Estados Unidos. Juntos, esses oito países são a sede de aproximadamente três quartos das empresas de tecnologia climática globais (Deloitte, 2023).

¹⁴ As surpresas de crescimento no Brasil e no México em 2023 ficaram perto de 2 pontos percentuais.

na transição para 2024, a incerteza permeia a região. Ainda assim, os próximos anos têm potencial para ser um momento de virada na história econômica da América Latina e do Caribe.

Um fator-chave nessa virada potencial é a implementação de reformas para impulsionar o crescimento da produtividade. Como destacado no Capítulo 2, o crescimento da produtividade na região é preocupantemente baixo. Abordar essa questão é crucial para a prosperidade econômica no longo prazo. As mudanças nas cadeias globais de valor e o investimento estrangeiro direto que as acompanha criam oportunidades para que a região supere parte de seus desafios de produtividade. Além disso, a região demonstrou uma resiliência louvável na manutenção da estabilidade macroeconômica, ingrediente essencial para o crescimento sustentável. Essa estabilidade é um testemunho das políticas e medidas eficazes adotadas pelos países da região.

Além disso, como detalhado no Capítulo 3, a política fiscal na região reduziu exitosamente os déficits primários, contendo, assim, aumentos dos déficits gerais em um contexto de taxas de juros altas. O trabalho terá de prosseguir nessa direção para garantir a sustentabilidade fiscal. Espera-se que essa força seja sustentada à medida que as taxas de juros globais continuarem sua tendência de queda. A postura proativa contra a inflação, conforme discutido no Capítulo 4, mostra os avanços da região na política macroeconômica. Países da América Latina e Caribe figuraram entre os mais rápidos do mundo na implementação notavelmente bem-sucedida de políticas contracionistas para conter a inflação.

Para além dessas medidas, a região fez progressos significativos no fortalecimento de regulamentações financeiras. Essa abordagem proativa visa fortalecer o sistema financeiro contra possíveis instabilidades. Como resultado, a região parece bem equipada para absorver choques econômicos sem retroceder para crises financeiras passadas (ver Capítulo 5).

No entanto, é importante reconhecer que ainda há riscos à espreita — especialmente na frente fiscal —, que poderiam levar a fluxos de capital voláteis (Capítulo 5), impondo desafios à estabilidade econômica da região. Além disso, os bancos centrais na região podem ter dificuldade para reduzir taxas de juros rapidamente se as economias avançadas não fizerem o mesmo em breve, já que taxas de juros mais baixas na América Latina e Caribe podem desencadear saídas de capital e depreciação da taxa de câmbio. No entanto, a tendência geral é positiva. As oportunidades são muitas. Se bem aproveitado, esse período pode ser um ponto de inflexão na história econômica da região. Ao continuar buscando políticas fiscais sólidas e mantendo o foco em reformas que aumentem a produtividade, a região da América Latina e Caribe poderá não apenas superar as incertezas de 2024, mas também construir as bases para um futuro próspero e estável.

CAPÍTULO 2

O paradoxo da produtividade: desafios e oportunidades

A busca de um crescimento econômico robusto na América Latina e Caribe destaca-se como uma prioridade para os formuladores de políticas, que enfrentam vários desafios. No centro dos desafios de crescimento da região está um fator crítico: taxas de crescimento da produtividade impressionantemente baixas. O progresso minguado na produtividade impõe uma barreira, frustrando a capacidade dos países da América Latina e Caribe de obter um crescimento econômico robusto e sustentável. Abordar esse desafio fundamental torna-se crucial para os formuladores de políticas que pretendem enfrentar a complexa dinâmica que influencia o cenário econômico da região.

As disparidades na qualidade do capital humano são evidentes, adicionando outra camada a um conjunto complexo de desafios. Embora o acesso à educação tenha aumentado, as dúvidas sobre a qualidade da educação persistem. Como os países podem garantir que suas populações tenham mais anos de escolaridade e se beneficiem de uma educação de alta qualidade que fomente a produtividade e a inovação? As respostas a essas perguntas têm implicações profundas para a capacidade da região de competir globalmente e navegar pelas demandas de uma economia global em rápida evolução.

Os desafios econômicos da região tornam-se ainda mais evidentes quando se examina a alocação ineficiente de capital. Essa questão, que vai além de mera quantidade e mergulha na distribuição de capital entre empresas, é decisiva na restrição do potencial econômico da região. O desalinhamento de recursos suscita questões críticas sobre a eficiência da distribuição de capital, levando a um exame mais atento de suas implicações para o cenário econômico mais amplo. Uma vez que os recursos não são distribuídos de forma otimizada, o potencial de crescimento econômico fica comprometido, e as disparidades na produtividade entre empresas ocupam o centro do palco como um obstáculo significativo para desbloquear todo o potencial econômico da região. Isso ressalta a importância de abordar a quantidade geral de capital e garantir sua distribuição eficiente para o desenvolvimento econômico sustentado.

Alguns países da região conseguiram se posicionar no estágio de desenvolvimento de renda média-alta e, em média, a contribuição da produtividade para o crescimento em países que conseguiram saltar para grupos de renda per capita mais alta foi maior.

No entanto, eles precisam manter seus investimentos em fatores determinantes da produtividade se quiserem evitar a armadilha de renda média.

Explicar o crescimento na — e além da — América Latina e Caribe

Os modelos de contabilidade do crescimento são úteis para decompor o crescimento em componentes distintos, incluindo acumulação de capital, mudanças na escolaridade, expansão da força de trabalho e Produtividade Total dos Fatores (PTF), bem como para identificar como cada um contribui para o crescimento. Para os formuladores de políticas na América Latina e Caribe, essa abordagem fornece um meio estruturado e perspicaz para identificar as áreas específicas que requerem atenção e intervenção.

A Tabela 2.1 compara as experiências de crescimento dos países da América Latina e Caribe com aquelas das economias avançadas e da Ásia emergente entre 1960 e 2019, pouco antes da crise de Covid-19. A primeira coisa a observar é que os países da América Latina e Caribe apresentaram crescimento mais lento do que outras regiões. A taxa média de crescimento anual na região durante esse período foi de 1,77%, enquanto as economias avançadas cresceram 2,57% e a Ásia Emergente cresceu muito mais rápido – 4,55%.

O crescimento total para os diferentes conjuntos de países é decomposto em vários componentes, tal como indicado na Tabela 2.1. Para o país médio da América Latina e Caribe, o trabalho cresceu mais rápido do que nas Economias Avançadas e na Ásia Emergente. A escolaridade também apresentou uma taxa de crescimento mais rápida na América Latina e Caribe do que nas economias avançadas, e ligeiramente mais lenta do que na Ásia Emergente. O capital físico mostra uma tendência semelhante, crescendo mais rápido do que nas economias avançadas, porém mais lentamente do que na Ásia Emergente. A diferença mais significativa, no entanto, está na produtividade. Essencialmente, todas as disparidades de crescimento entre os países da América Latina e Caribe e as economias de outras regiões podem ser atribuídas a variações na produtividade. Enquanto a produtividade cresceu de forma constante nas Economias Avançadas e na Ásia Emergente

TABELA 2.1 • Contribuições para o crescimento (1960–2019)

	Crescimento do PIB	Produtividade	Capital	Escolaridade	Trabalho
Economias Avançadas	2,57	1,43	0,01	0,79	0,32
Ásia Emergente	4,55	2,31	0,50	1,18	0,57
América Latina e Caribe	1,77	0,06	0,11	0,99	0,61
América Latina	1,85	0,17	0,05	1,00	0,64
Caribe	1,30	-0,62	0,56	0,94	0,42

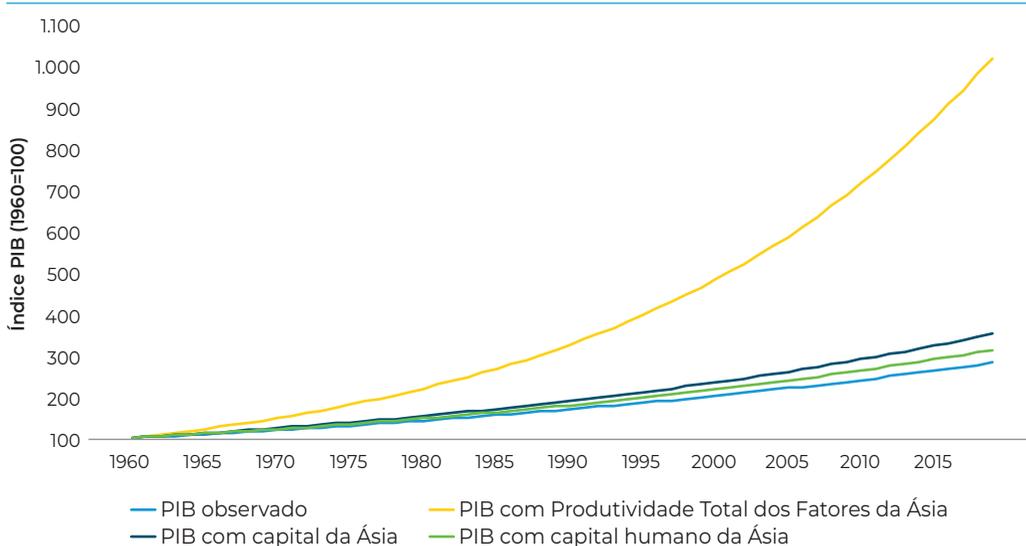
Fonte: Cálculos da equipe do BID com base nos dados da versão 10 da Penn World Table.

Nota: Os valores são porcentagens.

(1,43% e 2,3%, respectivamente), ela permaneceu essencialmente estagnada na América Latina e Caribe, com um crescimento de apenas 0,06%. Isso é particularmente preocupante, dado que essa análise abrange um longo período: 1960–2019. No transcorrer de seis décadas, a produtividade na América Latina e Caribe tem apresentado um crescimento mínimo, suscitando preocupações sobre o desenvolvimento econômico da região.

Um exercício semelhante pode ser realizado separadamente para os países do Caribe e América Latina, conforme mostrado na Tabela 2.1. O quadro geral é semelhante: os países do Caribe apresentaram uma taxa de crescimento ligeiramente menor do que seus homólogos latino-americanos, com taxas de 1,3% contra 1,85%. A maioria dos insumos cresceu em ritmo comparável nas duas sub-regiões; o Caribe experimentou um crescimento mais rápido do capital, mas um crescimento ligeiramente menor da escolaridade e do trabalho. A principal distinção, mais uma vez, está na produtividade. Enquanto os países latino-americanos registraram um crescimento modesto da produtividade, de 0,17%, no Caribe a produtividade caiu -0,62%. Esses resultados ressaltam as diferentes trajetórias de crescimento das economias em desenvolvimento da América Latina e Caribe em comparação com as da Ásia nas últimas seis décadas, com os países emergentes da Ásia experimentando um crescimento significativamente mais rápido. Notavelmente, essas nações asiáticas tiveram um crescimento mais rápido de produtividade, capital físico e capital humano. Uma pergunta pertinente é: como teria se comportado o PIB da América Latina e Caribe se cada um desses insumos de produção tivesse aumentado no mesmo ritmo da Ásia Emergente? A Figura 2.1 fornece insights desse cenário hipotético.

FIGURA 2.1 ● PIB observado e contrafactual da América Latina e Caribe com fatores de produção da Ásia Emergente



Fonte: Cálculos da equipe do BID com base em dados da versão 10 da Penn World Table e Barro e Lee (2013).

No período de 60 anos, o PIB da América Latina e Caribe quase triplicou. No entanto, se a escolaridade na região tivesse crescido tão rapidamente quanto na Ásia, seu PIB teria sido 11,4% maior. Com o crescimento do capital físico da Ásia, a América Latina e o Caribe poderiam ter ficado 24,7% mais ricos. Embora esses números sejam substanciais, o fator crucial é a produtividade. Se a produtividade da América Latina e Caribe tivesse acompanhado a da Ásia Emergente, seu PIB teria sido 3,6 vezes maior. Considerando que o PIB per capita real da América Latina e Caribe representou aproximadamente 25 por cento do dos Estados Unidos em 2019, alcançar esse cenário de maior produtividade posicionaria a região em 90% do nível dos EUA, reduzindo significativamente a lacuna de desenvolvimento. Assim, o principal desafio que trava o desempenho econômico da América Latina e Caribe é o baixo crescimento da sua produtividade.

Crescimento na América Latina e Caribe: saltadores versus não saltadores

Apesar do fraco desempenho das contribuições médias de produtividade para o crescimento na América Latina e Caribe, uma distinção relevante pode ser feita com base nas constatações de Izquierdo et al. (2016). Usando técnicas de clustering (agrupamento), uma amostra mundial de países foi dividida em quatro grupos de renda per capita: renda baixa, renda média, renda média-alta e renda alta. As três primeiras categorias incluem países da América Latina e Caribe, mas nenhum deles saltou para o desenvolvimento. Técnicas de estimação de Probit ordenado ajudam a identificar qual determinante da produtividade — saúde, educação, integração e comércio, mercados de trabalho, mercados de capitais, infraestrutura ou inovação — aumenta mais a probabilidade de cada grupo saltar para o próximo cluster.

Estimativas mostram que, de 1990 a 2019, apenas alguns países da amostra conseguiram saltar para o cluster seguinte: Panamá (2004), Costa Rica (2005), República Dominicana (2010), Bolívia, Colômbia (2011), Peru (2012) e Paraguai (2017). A restrição da amostra a esses países revela uma separação relevante para a América Latina e Caribe: enquanto as contribuições para o crescimento decorrentes de acumulação de capital, escolaridade e trabalho são bastante semelhantes entre saltadores e não saltadores (ou seja, países que permaneceram no mesmo cluster durante todo o período amostral), as contribuições da produtividade para o crescimento são positivas para os saltadores, mas negativas para os não saltadores (Tabela 2.2). Assim, a produtividade é fundamental para o crescimento sustentado que conduz ao desenvolvimento.

Diante desses resultados, vale a pena rever a posição de cada cluster em termos dos determinantes de produtividade que aumentam significativamente a probabilidade de saltar para o próximo grupo de renda per capita. As lacunas nesses determinantes da produtividade são medidas em relação ao grupo seguinte. Consideremos o cluster 1 (composto por Honduras e Nicarágua), para o qual as principais prioridades são educação e

TABELA 2.2 • Contribuições para o crescimento: saltadores vs. não saltadores

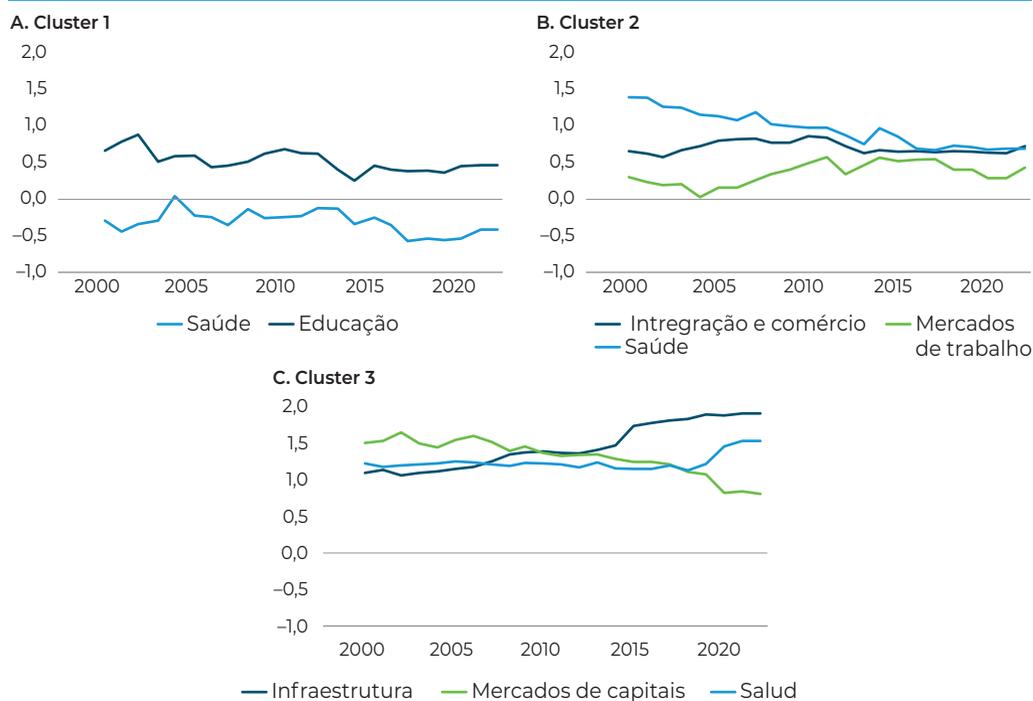
1990–2019	Crescimento do PIB	Produtividade	Capital	Escolaridade	Trabalho
Saltadores	2,02	0,33	-0,10	1,09	0,71
Não Saltadores	1,45	-0,17	0,16	0,91	0,53

Fonte: Cálculos da equipe do BID com base em Izquierdo et al. (2016).

Nota: Os valores são porcentagens.

saúde. Para esse grupo, a lacuna de saúde foi fechada, mas a lacuna de educação ainda é grande em relação ao cluster 2 (Figura 2.2, Painel A). No entanto, dado o seu bom desempenho em saúde, o modelo estima que os membros desse grupo tenham, em média, uma probabilidade muito alta de saltar para o cluster seguinte (Tabela 2.3).

Uma análise semelhante para o cluster 2 em relação ao cluster 3 mostra que as lacunas persistem em todas as três prioridades determinantes de produtividade (comércio, mercados de trabalho e saúde, Figura 2.2, Painel B). Portanto, a probabilidade de saltar para o cluster seguinte é média (cerca de 45%).¹ O grupo precisaria investir o equi-

FIGURA 2.2 • Lacunas nos determinantes de produtividade para os clusters 1, 2 e 3

Fonte: Cálculos da equipe do BID basados em Izquierdo et al. (2016).

Nota: A figura mostra lacunas nos determinantes de produtividade de cada cluster em relação ao cluster seguinte, medidas em desvios-padrão.

¹ O cluster 2 é composto por Bolívia, Equador, El Salvador, Guatemala e Jamaica.

TABELA 2.3 • Probabilidades de cada cluster e prioridades para produtividade e renda

	Desvios-padrão necessários para atingir 75% de probabilidade	Probabilidade de saltar para o próximo cluster
Cluster 1		100,0
Educação	0,8	
Saúde	0,8	
Total	1,5	
Cluster 2		45,0
Integração e comércio	0,5	
Mercados de trabalho	0,3	
Saúde	0,2	
Total	1,0	
Cluster 3		0,1
Mercados de capital	1,3	
Infraestrutura	1,4	
Saúde	1,1	
Total	3,7	

Fonte: Cálculos da equipe do BID com base em Izquierdo et al. (2016).

valente a 1 desvio-padrão em prioridades (somando-se integração e comércio e saúde), para aumentar sua probabilidade de saltar para 75 por cento.

Talvez o resultado mais notável venha da análise do desempenho no cluster 3.² As lacunas nos três principais determinantes de produtividade (mercado de capitais, infraestrutura e saúde) são bastante grandes (Figura 2.2, Painel C), e a probabilidade de o grupo como um todo saltar para o cluster 4 (desenvolvido) é quase nula (Tabela 2.3). O grupo teria que investir em 3,7 desvios-padrão (somando-se as três prioridades) para atingir 75% de probabilidade de saltar para o desenvolvimento. A mensagem é clara: há de fato uma armadilha de renda média-alta para esse grupo, e atentar para os determinantes de produtividade é fundamental. Do lado positivo, vários países passaram para o cluster 3 — alguns ainda em 2017 —, indicando um bom desempenho de alguns países da região. No entanto, o desafio para que esses países continuem sua trajetória de ganhos de renda per capita persiste, agora que deram um passo adiante na escada de desenvolvimento.

Sob o manto da produtividade

O principal fator que contribui para o crescimento mais lento dos países da América Latina e Caribe é sua defasagem na produtividade agregada. Essa conclusão deriva do exame de

² O cluster 3 inclui Argentina, Brasil, Chile, Colômbia, Costa Rica, República Dominicana, México, Panamá, Paraguai, Peru e Uruguai. A Venezuela está excluída por falta de dados.

outros componentes cruciais que afetam o produto agregado: capital humano e capital físico. No entanto, a análise anterior considera apenas a quantidade total de capital humano e físico. O capital humano é avaliado com base na média de anos de escolaridade em diferentes países, sem levar em conta sua qualidade. Além disso, a forma como o estoque total de capital físico é distribuído entre várias empresas da economia pode influenciar significativamente a produção de um país. Para mergulhar mais fundo na produtividade, é preciso avaliar a qualidade do capital humano e a alocação de capital físico entre os países.

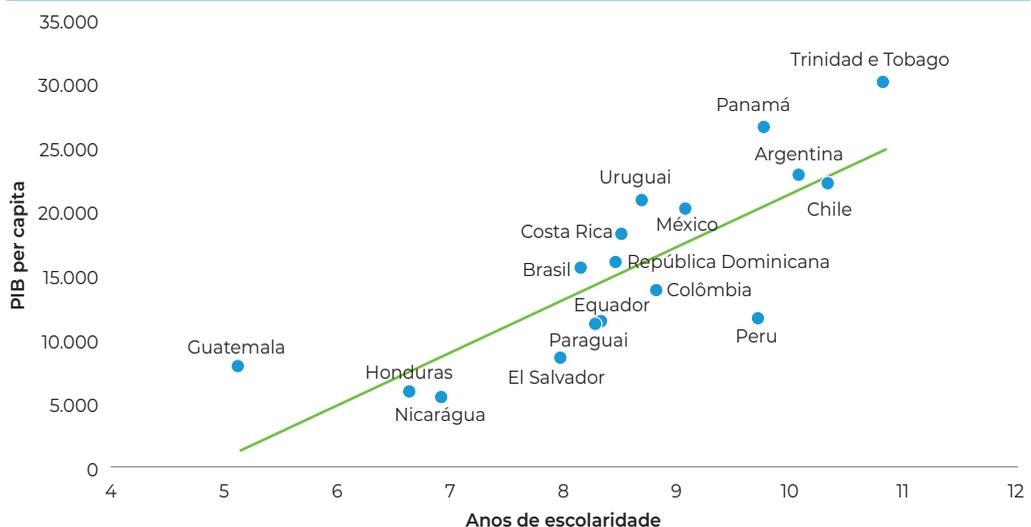
A qualidade do capital humano

Medir a quantidade de capital humano por meio de anos médios de escolaridade na população é relativamente simples — contar anos fornece uma medida tangível. Por outro lado, aferir a qualidade do capital humano representa um desafio mais complexo. Para começar, qual é a qualidade da educação? Definir a qualidade da educação em si apresenta uma tarefa complexa. Alguns estudos usam os resultados de pontuações em testes (por exemplo, Hanushek e Woessmann, 2011), enquanto outros adotam os retornos do mercado para um ano de educação (por exemplo, Schoellman, 2012).

Os países com PIB per capita alto também apresentam um elevado número médio de anos de escolaridade (ver Figura 2.3 para países da América Latina e Caribe). Trata-se de uma medida da quantidade de escolaridade. E a qualidade do capital humano?

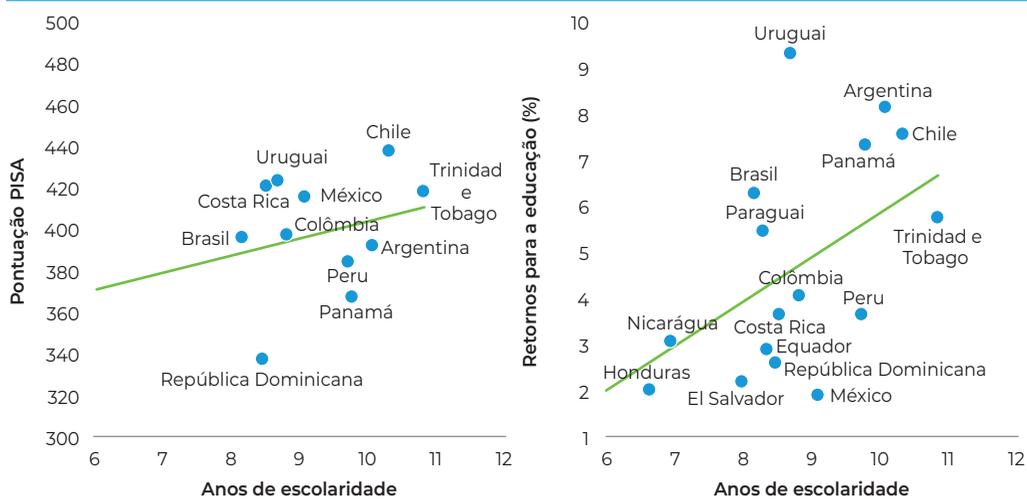
As pontuações de testes oferecem um método para avaliar a qualidade da educação em todos os países. Uma das pontuações de teste padronizadas comparáveis internacionalmente mais usadas é o Programa Internacional de Avaliação de Estudantes

FIGURA 2.3 ● PIB per capita e anos de escolaridade



Fonte: PIB per capita da versão 10 da Penn World Table e anos de escolaridade de Barro e Lee (2013).

FIGURA 2.4 • Quantidade e qualidade da educação



Fonte: Anos de escolaridade de Barro e Lee (2013), pontuações do PISA da OCDE e retornos da educação de Schoellman (2012).

(PISA), ministrado pela Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE). O PISA busca avaliar alunos de 15 anos de idade em leitura, matemática e ciências. A Figura 2.4, Painel A, mostra os resultados das pontuações do teste PISA (médias de 2006, 2009, 2012 e 2018), em relação à média de anos de escolaridade.

Outra abordagem para medir a qualidade é avaliar como o mercado de trabalho compensa a educação adicional por meio de salários mais altos. Por exemplo, comparar os salários de dois trabalhadores — digamos, um com 8 anos e outro com 9 anos de educação formal — revela o retorno do mercado sobre a escolaridade. Essa comparação pode, em princípio, ser estendida a todos os países. No entanto, o desafio surge uma vez que as economias diferem em várias dimensões e não apenas na qualidade da educação. Como solução, Schoellman (2012) propõe um novo método. Ele examina migrantes de diferentes países do mundo que concluíram seus estudos em seus países de origem e agora trabalham nos Estados Unidos. Como esses indivíduos trabalham no mesmo local, salários mais altos sugerem melhor qualidade da educação. Os resultados dessa análise são apresentados na Figura 2.4, Painel B. Por exemplo, o Uruguai mostra um retorno de mercado de 9,3% para um ano extra de escolaridade, enquanto em Honduras esse retorno é inferior a 2%. Mais uma vez, surge uma correlação positiva entre a qualidade e a quantidade de educação.

Um elemento comum apresentado tanto na Figura 2.4, Painel A, quanto na Figura 2.4, Painel B, é uma correlação positiva entre anos de escolaridade e qualquer uma das medidas de qualidade do capital humano. Além disso, países com baixo PIB per capita tendem a exibir níveis mais baixos de escolaridade e menor qualidade da educação — medida como resultados das pontuações do PISA ou retornos para a educação.

TABELA 2.4 • Pontuações do teste PISA ao longo do tempo

País	2006	2018	2022
Argentina	382	395	395
Brasil	384	400	397
Chile	431	438	434
Colômbia	381	406	401
Costa Rica		415	404
México	409	416	407
Panamá		365	379
Peru		402	402
República Dominicana		334	350
Uruguai	422	424	425

Fonte: OCDE.

Em resumo, há uma correlação entre PIB per capita mais alto e aumento da escolaridade na América Latina e Caribe. No entanto, examinar a qualidade do capital humano usando as pontuações do teste PISA e o retorno da educação no mercado revela um duplo desafio: países com PIB per capita mais baixo têm menos anos de escolaridade e menor qualidade de capital humano. Assim, os países devem se esforçar para aumentar o acesso à educação para a sua população e melhorar sua qualidade. A qualidade da educação em todos os países pode regredir rapidamente, e os governos devem trabalhar para evitar que isso ocorra.

A qualidade da educação caiu em vários países durante a pandemia de Covid-19 (ver Tabela 2.4). Todos os seis países da América Latina e Caribe pesquisados em 2006 e 2018 melhoraram suas pontuações nos testes durante esse período. No entanto, em metade dos dez países pesquisados em 2018 e 2022, as pontuações dos testes caíram durante a pandemia. O fechamento generalizado de escolas durante a pandemia é uma possível explicação para esse retrocesso (Banco Mundial, 2022). No entanto, o absentismo não é exclusividade de grandes crises como a pandemia de Covid-19; os alunos na América Latina e Caribe muitas vezes se ausentam da escola por motivos cotidianos, como a criminalidade (Monteiro e Rocha, 2017).

Alocação de capital físico

Os países da América Latina e Caribe apresentam consistentemente PIB per capita mais baixo em comparação com as nações mais ricas. Essa disparidade é atribuída em grande parte a níveis mais baixos da Produtividade Total dos Fatores (PTF), medida de eficiência que captura a eficácia com que os insumos são convertidos em produto em uma

economia. Embora vários fatores contribuam para reduzir a PTF na região, um aspecto crítico é a alocação ineficiente de capital entre as empresas. Trata-se da quantidade total de capital e de sua distribuição, que prejudica o potencial econômico da região.

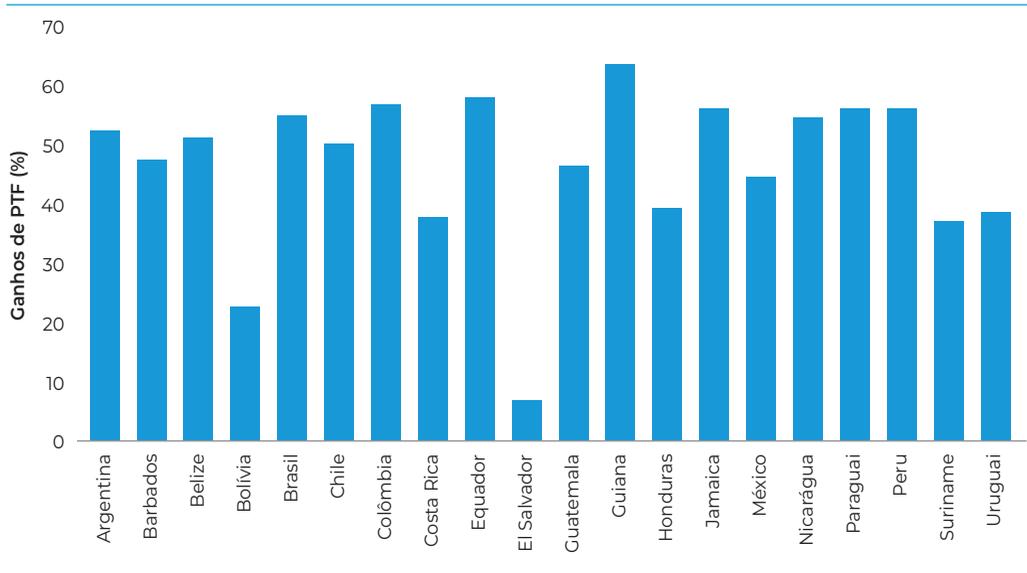
O capital é alocado de forma ineficiente quando os recursos não são distribuídos de forma otimizada entre as empresas. Essa má alocação se manifesta de várias maneiras, tais como o favorecimento de empresas estabelecidas em detrimento de startups inovadoras, ou a canalização de capital para empresas com relações políticas, em prejuízo daquelas com maior potencial de crescimento. Esse desalinhamento limita a capacidade das empresas com potencial de alta produtividade de acessar os recursos necessários, impedindo o crescimento econômico geral.

A alocação eficiente de capital entre as empresas de uma economia implica a equalização do produto marginal do capital em todas as empresas. Assim, mesmo que as empresas difiram nos níveis de produtividade, a última unidade de capital usada deve ser igualmente produtiva entre elas. Se isso não acontecer e, por exemplo, a última unidade de capital em uma empresa produzir um retorno maior do que em outra, realocar o capital da empresa menos produtiva para a mais produtiva pode levar ao aumento da PTF à medida que a economia se tornar mais produtiva em geral. Com PTF mais alta, o PIB cresce.

Examinar a alocação de capital em uma economia requer dados abrangentes a nível de empresa, que incluam uso de insumos e produção. Microdados de vários países da região podem ser usados para avaliar o potencial aumento da PTF que pode ser obtido por meio de uma alocação de capital mais eficiente entre as empresas. A figura 2.5 mostra os resultados de um exercício que usa dados da World Bank Enterprise Survey (WBES) para construir cenários alternativos com uma alocação eficiente de capital, como em Hsieh e Klenow (2009).³ Para vários países, fornece os ganhos percentuais na PTF agregada, caso o capital fosse alocado de forma eficiente entre as diferentes empresas pesquisadas pela WBES em cada economia. Os ganhos são grandes. Para vários países, alocar capital de forma eficiente poderia resultar em níveis de PTF mais de 50% acima dos seus níveis atuais. Consequentemente, esse aumento da PTF pode potencialmente aumentar significativamente o PIB per capita nesses países.

Em suma, a alocação de capital ineficiente entre as empresas é um fator crítico que trava o potencial econômico na América Latina e Caribe. A realocação de capital de empresas menos produtivas para empresas mais produtivas pode impulsionar a PTF e aumentar a produtividade geral, levando, subsequentemente, a um PIB mais alto. Por que o capital não está sendo alocado de forma eficiente na região? O que os formuladores de

³ As pesquisas WBES são pesquisas nacionalmente representativas, realizadas a nível das empresas. Os principais gerentes e proprietários de empresas são entrevistados usando um questionário padronizado globalmente, que cobre uma vasta gama de tópicos relacionados ao ambiente de negócios, bem como as características e medidas de desempenho das empresas pesquisadas.

FIGURA 2.5 ● **Ganhos de produtividade total dos fatores com uma alocação de capital mais eficiente**

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

políticas podem fazer para garantir que o capital encontre seu caminho para seus usos mais produtivos? Em geral, que políticas são conducentes a uma maior produtividade?

Políticas para aumentar a produtividade

Os governos podem implementar várias políticas gerais para aumentar a produtividade. Também podem implementar outras políticas que favoreçam determinados grupos, empresas ou setores. Consequentemente, essas políticas podem dificultar o crescimento da produtividade. Ambos os tipos de políticas podem ser encontrados em diferentes áreas da economia: mercados de trabalho, mercados de crédito, sistemas tributários, comércio internacional, estado de bem-estar social, etc.⁴ Esse conjunto de políticas pode afetar as economias de maneiras profundas.

É sabido que a distribuição de tamanho das empresas nos países em desenvolvimento é tendenciosa para pequenas empresas.⁵ Em comparação com economias mais desenvolvidas, os países da América Latina e Caribe apresentam uma proporção maior de pequenas empresas em suas economias. Esse fato pode apontar para políticas que incentivam as empresas a permanecerem pequenas, as chamadas “políticas dependentes do porte”. Políticas governamentais que impõem restrições ao tamanho de grandes

⁴ Ver Pagés (2010).

⁵ Para uma discussão, ver Hsieh e Olken (2014).

estabelecimentos ou empresas, ou promovem pequenas empresas, levam a uma menor produção total e por estabelecimento, bem como a grandes aumentos no número de estabelecimentos.⁶ Há evidências semelhantes também para países da América Latina e Caribe. Por exemplo, políticas dependentes de porte no Peru são onerosas para a economia e levam a salários, lucros e produção mais baixos.⁷ Um exemplo dessas políticas é o tratamento fiscal preferencial para empresas de menor porte. Embora esse tratamento fiscal vise impulsionar a formalização, também pode incentivar as empresas a permanecerem pequenas para aproveitar impostos mais baixos e simplificados.⁸

A formalização é uma questão importante na região. Os países da América Latina e Caribe também enfrentam regulamentação substancial, tributação pesada e vários custos de fazer negócios no setor formal (custos de folha de pagamento, custos de demissão, etc.). Isso é frequentemente usado para explicar o grande setor informal — um setor de menor produtividade — nesses países. Essa regulamentação pesada tem mostrado afetar negativamente o crescimento das empresas no Brasil, mantendo-as aquém do seu porte ideal.⁹ No México, estudos constataram que uma melhor fiscalização da cobrança de impostos estimularia a formalidade e aumentaria sua produção em até 34%.¹⁰ Da mesma forma, a transferência de recursos do setor informal para o formal aumenta a PTF na América Latina e Caribe.¹¹ Portanto, os governos da região devem se esforçar para incentivar a formalização e, ao mesmo tempo, garantir que sua regulamentação não sufoque o crescimento das empresas. Códigos fiscais mais fáceis de cumprir, que não se concentrem extensivamente no porte da empresa, também podem ser políticas mais neutras em termos de porte que não desincentivem o crescimento da empresa e o surgimento de empresas maiores.¹²

Barreiras comerciais podem levar a uma má alocação.¹³ Medidas protecionistas, como tarifas ou cotas, podem proteger indústrias nacionais ineficientes da concorrência internacional, permitindo que continuem ativas apesar de sua menor produtividade. Esse protecionismo pode desestimular a realocação de capital para setores mais produtivos, contribuindo para a má alocação. Além disso, barreiras comerciais podem limitar o acesso aos mercados globais, reduzindo os incentivos para que as empresas inovem e melhorem a produtividade, perpetuando ainda mais a alocação ineficiente de capital. As políticas públicas também devem trabalhar para prover a infraestrutura necessária de portos e aeroportos para facilitar o comércio.¹⁴ O acesso aos mercados globais deve

⁶ Ver Guner, Ventura e Xu (2008).

⁷ Ver Dabla-Norris et al. (2018).

⁸ Uma discussão pode ser encontrada em Álvarez, Pessoa e Souza (2022).

⁹ Ver Brotherhood et al. (2023).

¹⁰ Ver Leal Ordóñez (2014).

¹¹ Ver Busso, Fazio e Levy Algazi (2012).

¹² Ver Busso, Madrigal e Pagés (2012).

¹³ Uma discussão pode ser encontrada em De Loecker et al. (2016).

¹⁴ Ver Pagés (2010) e Cavallo, Powell e Serebrisky (2020).

estar disponível para todas as empresas, e não apenas para algumas. Assim, as políticas públicas devem enfatizar políticas pró-concorrência, que igualem as condições de concorrência em todas as empresas e combatam os monopólios e o poder de mercado.¹⁵ A movimentação de cadeias de valor globais oferecem agora à região uma oportunidade importante (ver Quadro 2.1). À medida que as principais cadeias de valor se movem para a América Latina e Caribe e o IDE segue essas cadeias de valor, oportunidades relevantes para o crescimento da produtividade também ficam disponíveis para a região.

QUADRO 2.1 • Movimentação do cenário de cadeias globais de valor: oportunidades para a América Latina e Caribe

Os baixos níveis de produtividade na América Latina e Caribe são atribuídos a vários fatores, incluindo o foco em setores menos dinâmicos e dificuldades para criar e adaptar tecnologias. O investimento estrangeiro direto (IED) é uma via crucial para a região superar esses desafios e impulsionar o crescimento econômico, aumentando a produtividade. No entanto, existem obstáculos claros para atrair, adaptar e colher os benefícios dessas tecnologias de forma eficiente. Enfrentar esses desafios implica fornecer incentivos para trazer esses investimentos para casa, fortalecer o ambiente institucional e o marco regulatório e desenvolver as capacidades necessárias para absorver tecnologias estrangeiras com sucesso.^a

Sem dúvida, os desafios são muitos e não devem ser subestimados. Mas as oportunidades também não devem ser negligenciadas. Fatores externos estão remodelando o cenário das cadeias globais de valor, favorecendo a região. As crescentes tensões globais e as crises recentes provocaram respostas de governos e corporações. Eventos como o Brexit, as tensões comerciais entre EUA e China e o conflito na Ucrânia levaram as empresas a ajustar seus locais de produção e padrões de fornecimento para enfrentar as incertezas. O governo dos EUA também respondeu com iniciativas como a Lei de Redução da Inflação (IRA) e a Lei de Criação de Incentivos Úteis para Produzir Semicondutores (CHIPS), que juntas dedicam mais de US\$ 400 bilhões para fortalecer as cadeias regionais de suprimentos de semicondutores, reduzir as emissões de gases de efeito estufa e aumentar a demanda por veículos elétricos e tecnologias de energia limpa. A atratividade da região decorre de sua proximidade com os mercados dos EUA e do Canadá, de uma força de trabalho relativamente jovem e qualificada, de vantagens salariais de custo em comparação com alguns centros de manufatura asiáticos, de amplos acordos de livre comércio e de custos de transporte mais baixos.^b

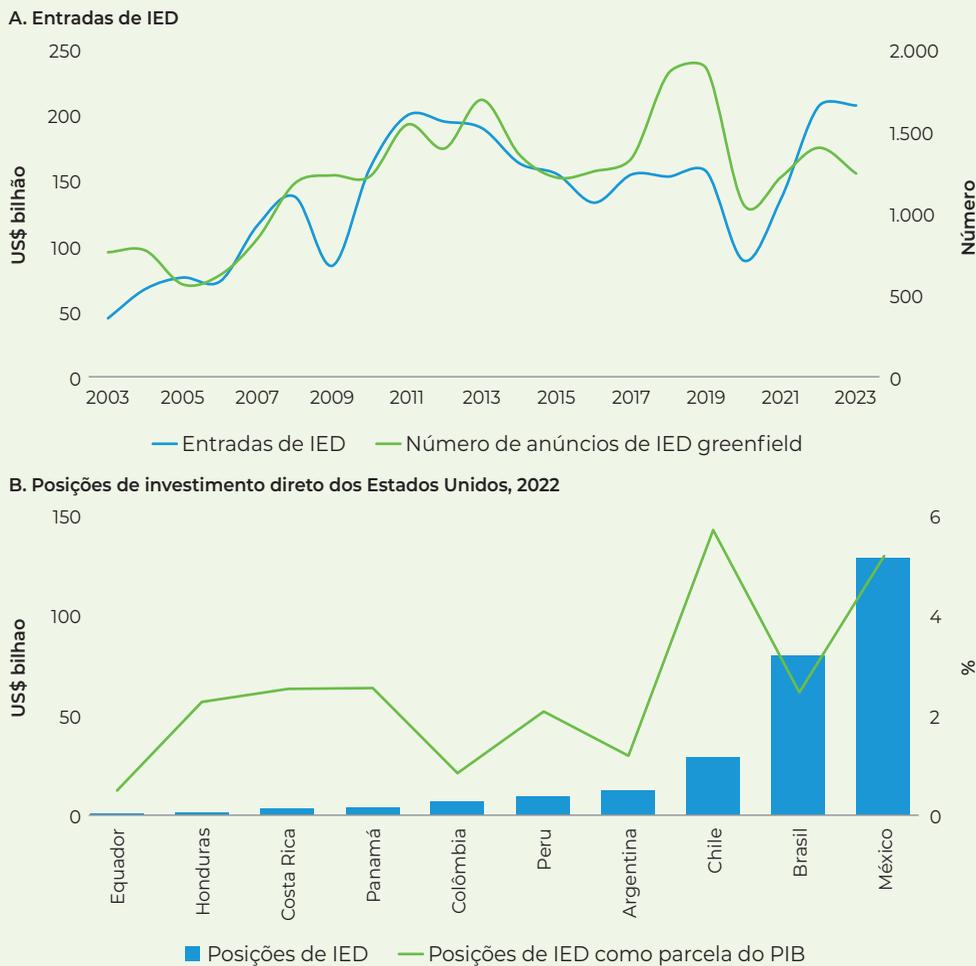
A região está experimentando um crescimento sem precedentes em investimento estrangeiro direto (IED), fusões e aquisições transfronteiriças e anúncios de investimento estrangeiro. O IED total para a região aumentou US\$ 70,5 bilhões em 2022, marcando um notável avanço de 51,17% (Figura 2.1.1, Painel A). A entrada de IED para a América Latina e Caribe atingiu aproximadamente US\$ 208,5 bilhões, superando os níveis pré-pandemia e excedendo ligeiramente seu pico em 2011 (US\$ 201,3 bilhões). O número de anúncios de IED greenfield aumentou 14,46%, com 1.409 novos projetos anunciados em 2022. Em 2023, enquanto a Ásia e a África sofreram um declínio no IED, a região da América Latina e Caribe manteve sua posição, com um aumento de menos de US\$ 1 bilhão. Isso posiciona América Latina e Caribe como a única região em desenvolvimento que não registrou crescimento negativo nos fluxos de IED em 2023.

(continua na página seguinte)

¹⁵ Ver Pagés (2010).

QUADRO 2.1 ● **Movimentação do cenário de cadeias globais de valor: oportunidades para a América Latina e Caribe** (continuação)

FIGURA 2.1.1 ● **Entradas de investimento estrangeiro direto e posições de investimento dos EUA na América Latina e Caribe**



Fonte: Dados do UNCTAD, dados do BEA e cálculos da equipe do BID.

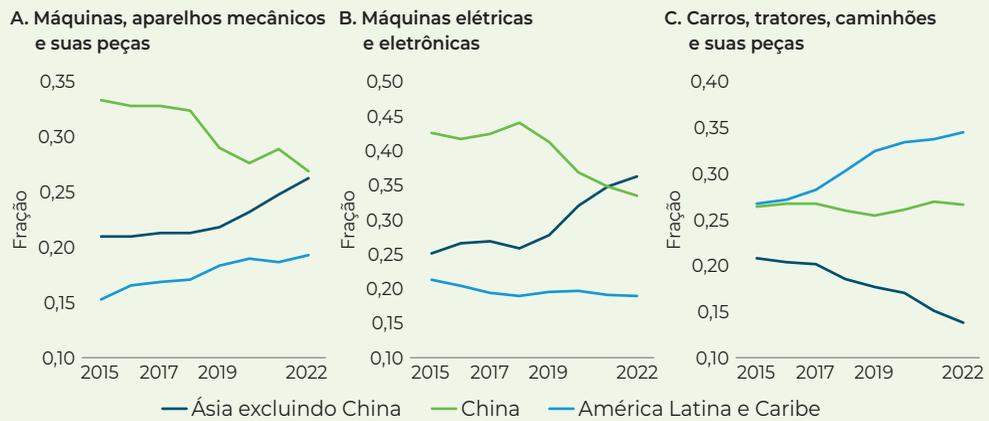
No entanto, a tendência ascendente observada nos últimos anos apresenta variações substanciais entre setores e países. México, Brasil e Costa Rica despontam como líderes nos setores de energias renováveis, veículos automotivos e semicondutores. Da mesma forma, as posições de investimento dos Estados Unidos na América Latina e Caribe em 2022 estão concentradas principalmente no México e no Brasil. A distribuição das posições de IED na região reflete diferenças na dimensão dos países, destacando a distribuição desigual persistente das posições de IED dos EUA na região, quando medida em relação ao PIB de cada país (Figura 2.1.1, Painel B).

Portanto, para colher plenamente os benefícios desse aumento no investimento estrangeiro, é crucial olhar além do investimento direto e considerar o aumento da demanda por

(continua na página seguinte)

QUADRO 2.1 • **Movimentação do cenário de cadeias globais de valor: oportunidades para a América Latina e Caribe** (continuação)

FIGURA 2.1.2 • **Importações de máquinas, equipamentos elétricos e veículos pelos EUA**



Fonte: Cálculos das equipes do Comtrade (ONU) e do BID.

Nota: Apenas regiões com mais de 10% de participação de mercado nas importações pelos EUA estão incluídas. A tabela calcula as taxas médias de crescimento anual.

serviços, materiais e insumos intermediários de outros países latino-americanos. Enfatizar as implicações da relação entre investimento transfronteiriço e comércio internacional torna-se mister, particularmente em um mundo onde os processos de produção estão dispersos globalmente em várias etapas.

As tendências de IED em curso refletem-se também na dinâmica do comércio internacional. O atual aumento do investimento estrangeiro direto prioriza a redução dos riscos associados a cadeias de valor globais longas e dispersas, especialmente nos países anfitriões enredados em tensões diplomáticas com a economia investidora. Por exemplo, a evidência dessa mudança é aparente nas importações pelo principal parceiro comercial da região, os Estados Unidos. As importações de “Máquinas, aparelhos mecânicos e peças”, “Máquinas elétricas e eletrônicas” e “Carros, tratores, caminhões e suas peças” contribuem individualmente para mais de 10% do total das importações pelos EUA e, coletivamente, excedem 40%. A Figura 2.1.2 ilustra um declínio da China nesses setores nos últimos anos, com um aumento notável na participação da América Latina e Caribe na indústria automobilística de 8 pontos percentuais, em detrimento do Canadá. Embora todas as regiões tenham expandido suas exportações para os Estados Unidos, a taxa de crescimento das exportações da América Latina e Caribe superou significativamente a da China, embora ainda esteja abaixo do resto da Ásia. Curiosamente, a China exibiu taxas de crescimento mais baixas (e às vezes negativas) em 2022, em comparação com 2021.

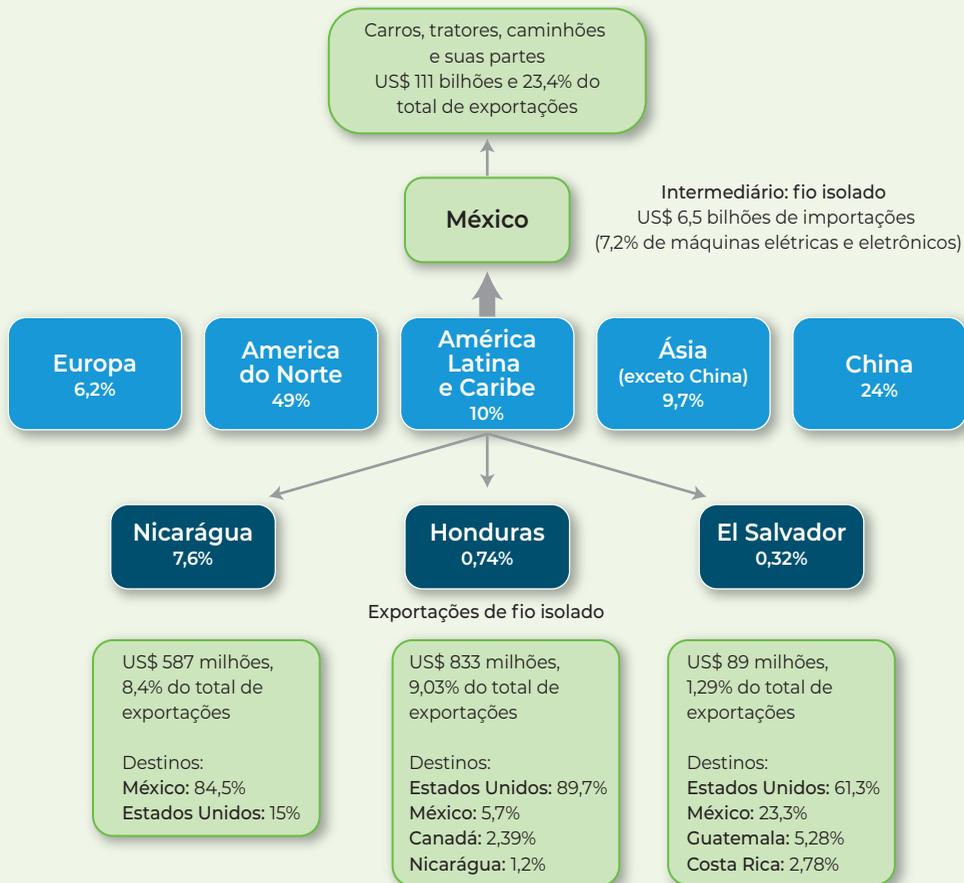
Aproveitar as oportunidades

Será que outras nações da região podem aproveitar as oportunidades decorrentes da reformulação das cadeias globais de valor impulsionadas pela gestão de riscos e por considerações geopolíticas? A chave pode estar nas conexões comerciais dentro das cadeias globais de valor. Em comparação com as empresas locais, as subsidiárias de multinacionais estrangeiras dependem mais de importações. Assim, os países da América Latina e Caribe que exportam insumos intermediários

(continua na página seguinte)

QUADRO 2.1 • **Movimentação do cenário de cadeias globais de valor: oportunidades para a América Latina e Caribe** (continuação)

FIGURA 2.1.3 • **México: importações intermediárias de veículos a motor, peças e acessórios**



Fonte: Comtrade (ONU), Tabelas Mundiais de Insumo-Produto e cálculos da equipe do BID.
Nota: Ganhos médios mensais de empregados em US\$, ILOSTAT.

relacionados a setores impulsionados por investimentos estrangeiros no México e no Brasil poderiam aproveitar essas oportunidades.

Por exemplo, o setor de “Carros, tratores, caminhões e suas peças” do México atraiu investimentos estrangeiros diretos substanciais. Conforme ilustrado na Figura 2.1.3, esse setor contribuiu com US\$ 111 bilhões para as exportações do México, representando 23,4% do total. A indústria automotiva depende de produtos intermediários, como “fio isolado”, “circuitos integrados” e “peças de motor”. O México importa 10% do seu “fio isolado” da América Latina e Caribe, com a Nicarágua respondendo por 7,6%, seguida por Honduras (0,74%) e El Salvador (0,32%). Notavelmente, essas exportações representam de 8 a 9% das exportações totais de algumas nações da América Latina e Caribe, com parcelas significativas também destinadas a Estados Unidos, Canadá, Guatemala e Costa Rica.

(continua na página seguinte)

QUADRO 2.1 • Movimentação do cenário de cadeias globais de valor: oportunidades para a América Latina e Caribe *(continuação)*

Essas constatações têm duas implicações significativas. Em primeiro lugar, a região da América Latina e Caribe representa uma parcela modesta, mas significativa, das necessidades totais de importação dos países diretamente afetados pelo IED. Isso pode ser visto como um indicador do benefício indireto, mas prontamente disponível, da recente tendência de IED por meio da demanda de insumos intermediários exigidos por esses pares específicos de países-setores. Em segundo lugar, no que diz respeito às exportações totais desses intermediários, a demanda de países como o México constitui uma fração considerável. No entanto, uma parte substancial é destinada a outros lugares. Isso indica que a participação relativamente pequena de produtos latino-americanos e caribenhos na cesta de importações do México provavelmente não é indicativa de restrições de capacidade.

América Latina e Caribe podem competir com a China e o resto da Ásia? O Quadro 2.1.1 ilustra os preços de exportação de fio isolado por país.^c O país médio da América Latina e Caribe é um participante competitivo nesse setor, com um preço médio de US\$ 20,8, inferior aos da China e da Europa. Países como Honduras e El Salvador têm preços unitários inferiores aos da Ásia (excluindo a China). Embora preços mais baixos possam sinalizar competitividade devido a custos reduzidos, também podem indicar um nível mais baixo de qualidade. No entanto, com os salários médios na América Latina e Caribe abaixo dos de outras regiões, pelo menos parte do preço mais baixo pode ser atribuída a um custo de produção mais baixo.^d

Além disso, os esforços liderados pelo governo dos EUA para recolocar parte da produção mais perto de casa e longe da China envolvem o cumprimento de requisitos específicos de conteúdo. Notavelmente, a Lei de Redução da Inflação (IRA) revisou substancialmente a lei dos EUA sobre créditos fiscais para veículos elétricos; para fins de qualificação, a montagem final deve ocorrer na América do Norte, e uma proporção significativa dos componentes e minerais da bateria deve ser fabricada ou montada na América do Norte (componentes), ou em um país com o qual os Estados Unidos mantenham um acordo de livre comércio (minerais). A região pode capitalizar essas oportunidades de duas maneiras. Primeiro, pode aproveitar os seis acordos de livre comércio que os Estados Unidos mantêm com mais de 12 países da região. Em segundo lugar, a América Latina, como um importante fornecedor de minerais críticos para tecnologias de energia limpa, pode alavancar seu setor de mineração bem estabelecido para explorar novos minerais. Essa diversificação é crucial em iniciativas globais para evitar escassez e gargalos que possam impedir o progresso das transições para energias limpas. Embora a região já seja um grande produtor de lítio, cobre e outros materiais essenciais, há uma oportunidade para expandir para elementos de terras raras e níquel, especificamente para veículos elétricos e turbinas eólicas.

Ainda assim, um desafio significativo para a região — que poderia impedir os esforços para alavancar os ventos favoráveis do investimento estrangeiro direto — é seu baixo nível de comér-

TABELA 2.1.1 • Exportações de fio isolado

Setor: Fio Isolado	América Latina e Caribe				Ásia		Europa
	Todos	Nicarágua	Honduras	El Salvador	China	Sem China	Toda
Preço unitário	20,8	21	11,5	10,8	27,9	12,3	31,5
Salário	565	576	447	346	812	983	3.060

Fonte: Comtrade (ONU), Tabelas Mundiais de Insumo-Produto e cálculos da equipe do BID.

Nota: Ganhos médios mensais de empregados em US\$, ILOSTAT.

(continua na página seguinte)

QUADRO 2.1 • Movimentação do cenário de cadeias globais de valor: oportunidades para a América Latina e Caribe *(continuação)*

cio intrarregional. Apesar dos acordos comerciais regionais existentes, como o Mercado Comum do Sul (Mercosul), a Comunidade Andina (CAN), a Comunidade e Mercado Comum do Caribe (CARICOM), o Mercado Comum Centro-Americano (CACM) e a Associação Latino-Americana de Integração (ALADI), a falta de harmonização entre eles, especialmente no que diz respeito às regras de origem, pode dificultar a potencial integração da região nas cadeias globais de valor. As perspectivas de a região da América Latina e Caribe capitalizar as oportunidades atuais dependem do aproveitamento de sua posição geográfica vantajosa, o que é factível com a facilitação de tarifas e custos de transporte baixos para comércio e serviços na região.

^a Trabalhos recentes têm mostrado os efeitos positivos do investimento estrangeiro direto diretamente e seus reflexos na economia. Ver, por exemplo, Van Patten e Méndez (2022) e Alfaro-Ureña et al. (2022).

^b A região e os seis Tratados de Livre Comércio (TLCs) que os Estados Unidos mantêm com 12 países: México e Canadá sob o Acordo Estados Unidos-México-Canadá (2020); Chile (2004); Costa Rica, El Salvador, Guatemala, Honduras, Nicarágua e República Dominicana sob o TLC República Dominicana-América Central-Estados Unidos (2006–2009); Peru (2009); Colômbia (2012); e Panamá (2012); e um Acordo de Comércio e Cooperação Econômica (ATEC) com o Brasil desde 2011. Observe que os Estados Unidos mantêm acordos de livre comércio com todos os seus principais parceiros na América Latina e Caribe, exceto o Brasil.

^c Os preços são medidos através de valores unitários ponderados. Os valores unitários são calculados como a razão entre o valor e a quantidade exportados a um nível de desagregação HS6. Em seguida, são ponderados pela importância relativa de cada setor de seis dígitos em um determinado setor de quatro dígitos.

^d Os salários são medidos em US\$ e PPC.

Mercados de crédito imperfeitos também podem levar à má alocação de capital entre as empresas de uma economia. Quando os mercados de crédito são imperfeitos, empresas com elevado potencial de crescimento ou ideias inovadoras podem enfrentar dificuldades de acesso a financiamento, enquanto empresas menos produtivas ou estabelecidas podem se beneficiar de acesso preferencial. Essa disparidade dificulta a alocação eficiente de capital para seus usos mais produtivos, uma vez que empreendimentos promissores são sufocados por financiamento inadequado. Além disso, mercados de crédito imperfeitos podem perpetuar a sobrevivência de empresas ineficientes, impedindo a necessária realocação de recursos para empresas mais produtivas. Como resultado, a produtividade agregada da economia pode sofrer, levando a consequências de longo prazo para o crescimento e o desenvolvimento. Cavalcanti et al. (2023b) mostram que spreads de juros altos e dispersos para as empresas brasileiras implicam um grau elevado de má alocação, que pode custar até 39% do PIB do país. Assim, os formuladores de políticas devem incentivar um mercado de crédito mais competitivo, que possa fornecer às empresas crédito mais barato. Por exemplo, uma política pró-concorrência voltada para o setor bancário brasileiro durante a década de 2010 levou a uma queda nas taxas de juros do crédito ao consumidor (Cavalcanti et al., 2023a).

Por último, políticas que promovam uma maior concorrência em diferentes setores da economia também podem aumentar a produtividade, restringindo o poder de mer-

cado de grandes empresas.¹⁶ Esses efeitos também desempenham um papel na região. Ahumada et al. (2021) argumentam que a política de infraestrutura deve ser apoiada por políticas regulatórias e de concorrência para promover aumentos de produtividade no setor. Além disso, quando Benavente e Zuñiga (2022) estudam o impacto da concorrência de mercado na inovação das empresas no Chile e na Colômbia, destacam a importância de regulamentos e políticas de concorrência para apoiar a inovação das empresas. As implicações agregadas de políticas pró-concorrência podem ser grandes. Armangué-Jubert, Guner e Ruggieri (2023) constatam que tornar os mercados de trabalho em países em desenvolvimento tão competitivos quanto aqueles em economias avançadas pode aumentar o PIB per capita em até 70% nos países mais pobres. Diante dessas evidências, é crucial que os governos da região intensifiquem seus esforços pró-concorrência. Por exemplo, as agências reguladoras antitruste são atores-chave na promoção da concorrência justa em uma economia. Os ganhos com essas políticas parecem ser muito grandes.

Uma abordagem abrangente

À medida que América Latina e Caribe lutam por um crescimento econômico robusto, este capítulo ressalta os desafios multifacetados que abrangem a qualidade da educação, a alocação eficiente de capital e estruturas políticas abrangentes. Enfrentar esses desafios requer uma abordagem abrangente, onde a resiliência da educação, a abertura comercial, as reformas regulatórias e a competitividade do mercado de crédito se tornem pedras angulares. Ao enfrentar essas complexidades, os formuladores de políticas da América Latina e Caribe podem promover um ambiente propício ao crescimento econômico sustentado e inclusivo.

¹⁶ Ver De Loecker, Eeckhout e Unger (2020).

CAPÍTULO 3

Recalibrar a política fiscal em tempos desafiadores

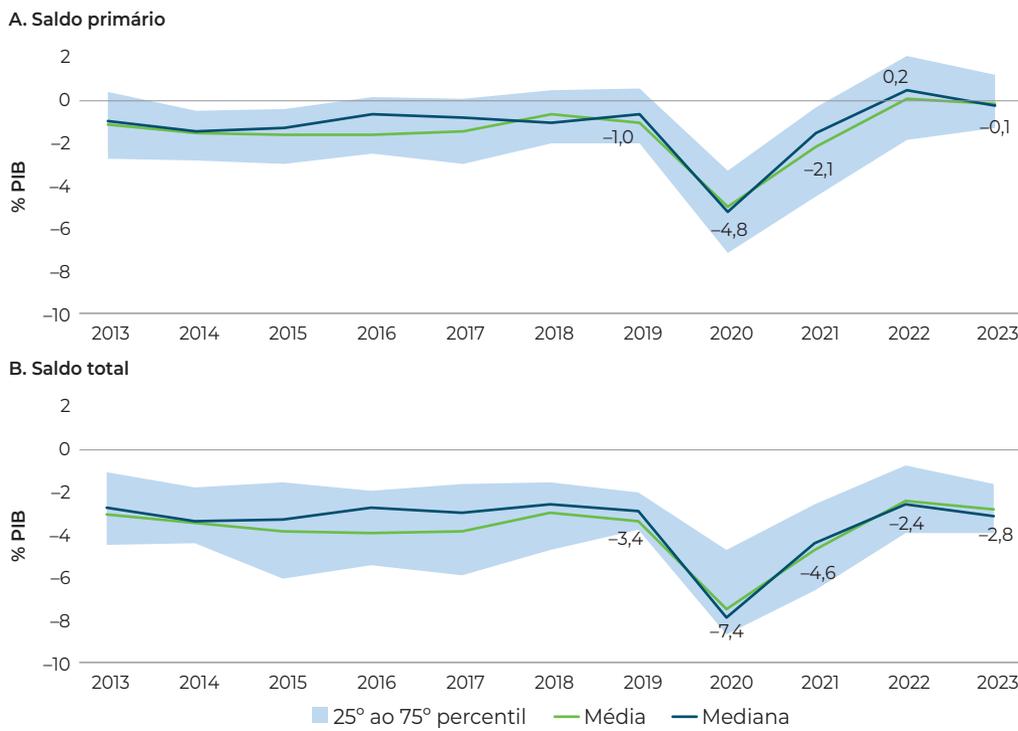
Após a pandemia de Covid-19 e subseqüentes ajustes fiscais, os saldos primários médios na América Latina e Caribe melhoraram consistentemente, superando, eventualmente, os níveis pré-pandemia. Em 2023, o saldo primário médio regional foi de $-0,1\%$ do PIB, substancialmente melhor do que os $-4,8\%$ registrados na pior fase da pandemia — uma melhoria inclusive em relação ao nível pré-pandemia de -1% do PIB. Trata-se de uma conquista relevante, já que a maioria dos aumentos de despesas relacionados à Covid foram gradualmente eliminados — um contraste gritante com a expansão fiscal de 2009, da qual quase dois terços foram para salários mais altos e transferências permanentes que foram difíceis de reverter e levaram a déficits fiscais primários duradouros.¹

Apesar desse ajuste do saldo primário, o saldo consolidado situa-se em $-2,8\%$ do PIB, em estreita consonância com o nível pré-pandemia de $-3,4\%$ do PIB. Vários fatores contribuíram para esse desempenho, principalmente a alta das taxas de juros nos mercados mundiais para combater a inflação (ver Figura 3.1). Assim, os esforços fiscais devem continuar, a fim de compensar condições financeiras mais restritivas.

Além disso, a situação geral se deteriorou marginalmente em relação a 2022. A queda no saldo primário se deve à redução das receitas fiscais causada pela desaceleração econômica, inflação alta e queda no crescimento do PIB de $4,1\%$ em 2022 para $2,1\%$ em 2023. A queda das receitas fiscais é evidente em 16 dos 25 países da região. Embora as despesas primárias tenham permanecido relativamente estáveis, alguma realocação de recursos foi necessária: as despesas correntes diminuíram $0,2$ pontos percentuais, enquanto as despesas de capital aumentaram em 17 dos 25 países (ver Figura 3.2). Os governos responderam aos desafios econômicos priorizando o investimento para estimular o crescimento, mas seu impacto dependerá da superação de gargalos nos processos de projetos (Llempen-López et al., no prelo).

¹ Ver Ardanaz e Izquierdo (2020).

FIGURA 3.1 ● **Balancos fiscais na América Latina e Caribe**

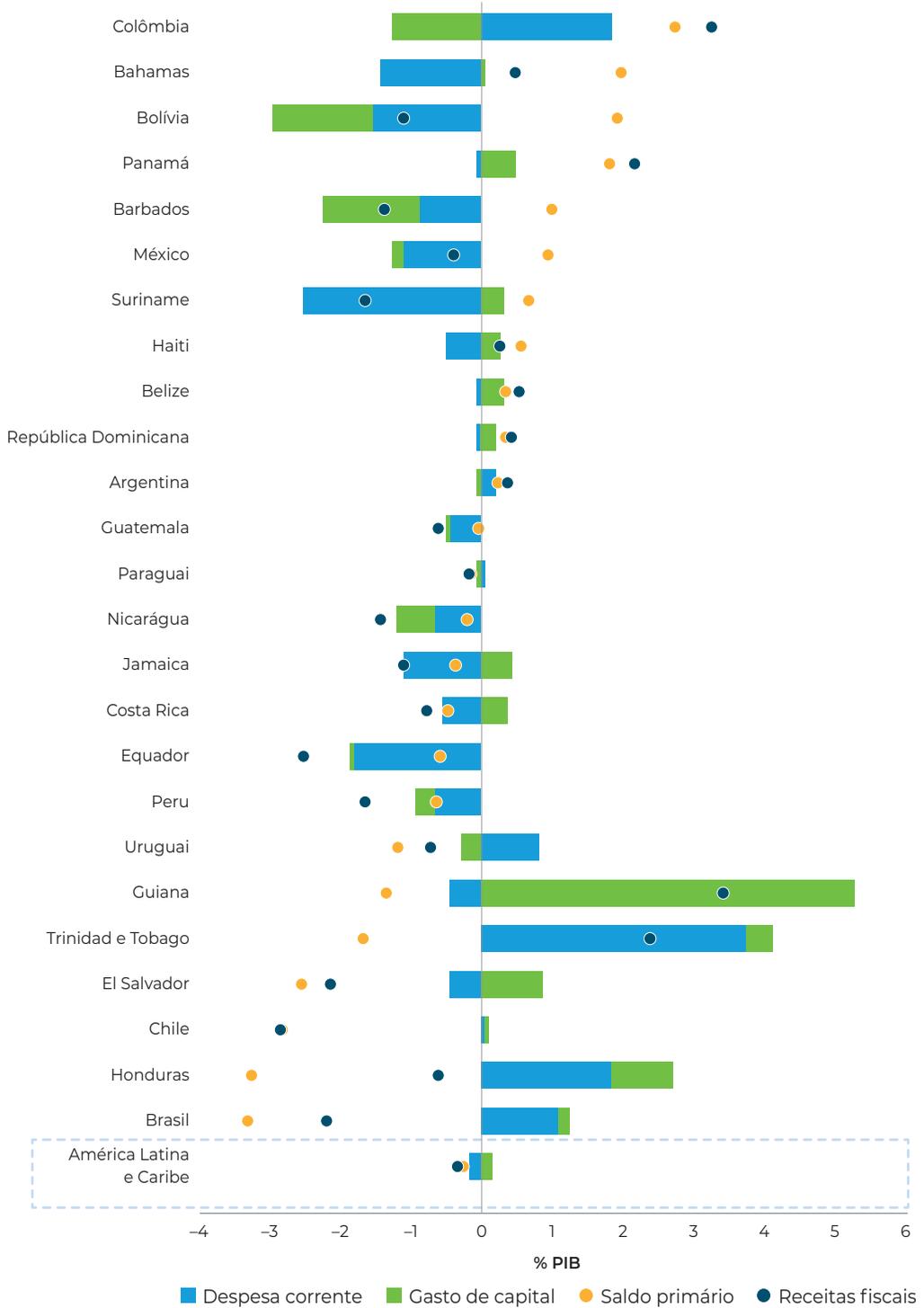


Fonte: Cálculo da equipe do BID com base em FMI (2023b).
 Nota: Os números incluem dados de todos os países mutuários do BID, exceto Venezuela.

Desaceleração do ajuste da dívida pública

Como resultado dos esforços de ajuste fiscal na região, a dívida pública está em declínio e se aproximando dos níveis pré-pandêmicos (ver Figura 3.3, Painel A). De 2020 a 2023, o país médio experimentou uma queda de 11 pontos percentuais na relação dívida/PIB. No entanto, a redução em 2023 foi menos acentuada do que nos dois anos anteriores, com uma queda média de 1,6 ponto percentual do PIB, em contraste com 4,6 pontos percentuais em 2021 e 2022. A desaceleração na redução da dívida reflete uma combinação de fatores, incluindo um crescimento mais lento do PIB devido à desaceleração econômica e a taxas de inflação mais baixas, influenciadas pela política monetária prevalente (ver Figura 3.3, Painel B). Embora o crescimento tenha reduzido significativamente a dívida pública em 2022, contribuindo com 3,5 pontos percentuais, seu impacto diminuiu para 1,7 ponto percentual em 2023. Essa tendência foi particularmente notável nas economias dependentes de turismo, em comparação com as economias dependentes de commodities e as diversificadas, nas quais a queda do crescimento foi menos pronunciada.

FIGURA 3.2 ● Mudanças nos saldos primários 2023 vs. 2022

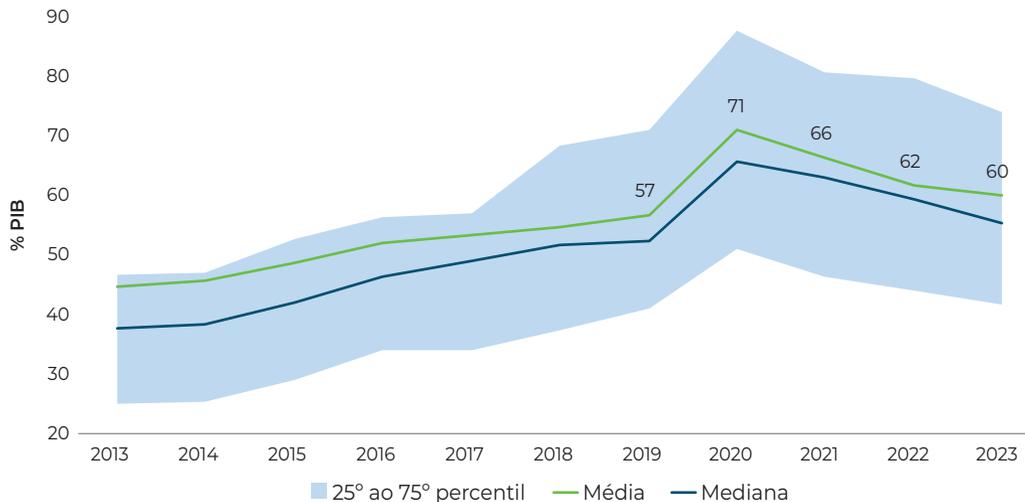


Fonte: Cálculo da equipe do BID com base em FMI (2023b).

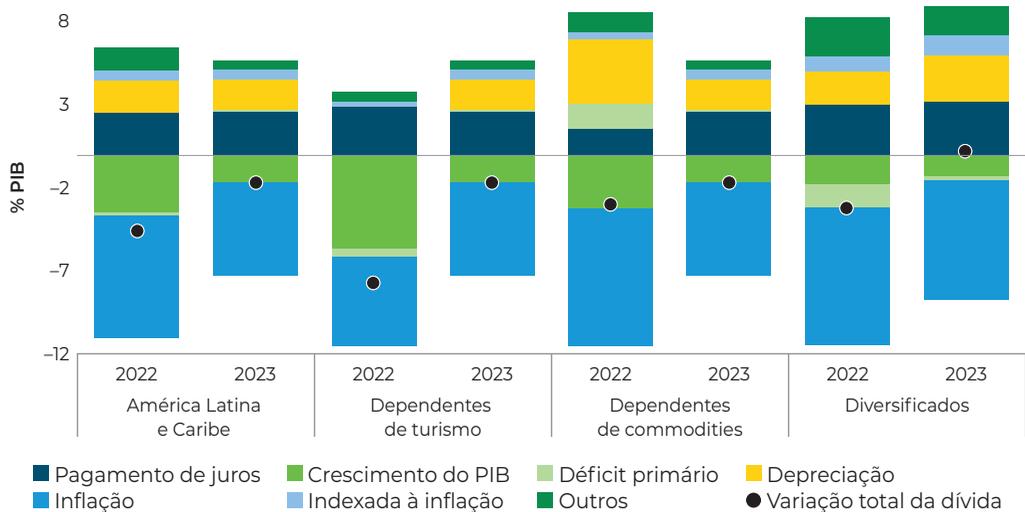
Nota: Os números incluem dados de todos os países mutuários do BID, exceto Venezuela.

FIGURA 3.3 ● Dinâmica da dívida pública na América Latina e Caribe

A. Dívida bruta



B. Decomposição da mudança da dívida

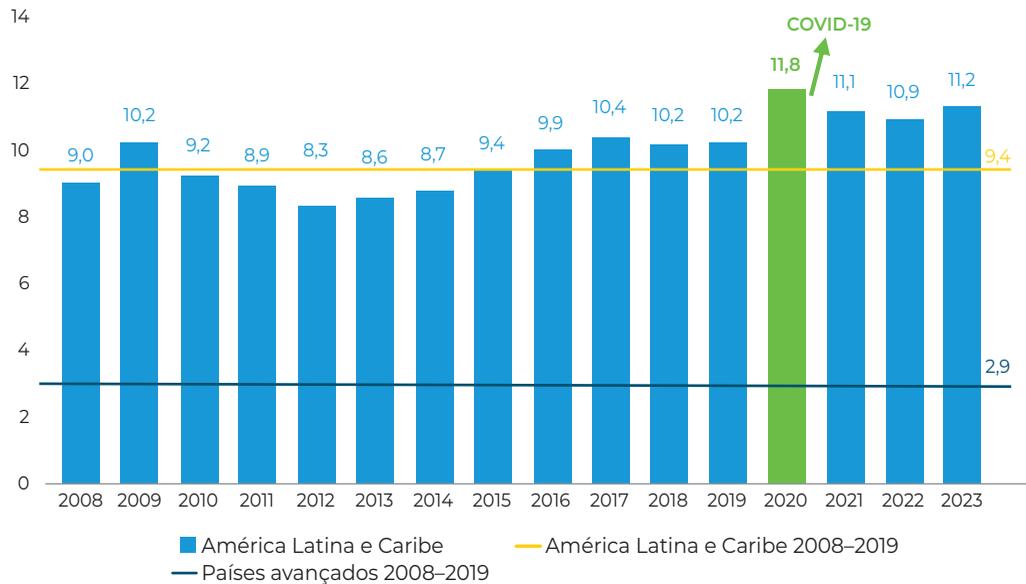


Fonte: Cálculo da equipe do BID com base em FMI (2023a), FMI (2019) e BID (2022).

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

Políticas monetárias robustas em 2022 reduziram significativamente as pressões inflacionárias, que são a principal força por trás da redução do valor real da dívida. Embora esse continue a ser um fator-chave para a queda da dívida pública em 2023, sua contribuição é 1,8 ponto percentual menor do que em 2022. A depreciação da taxa de câmbio teve efeitos variados na redução da dívida: as economias

FIGURA 3.4 • Pagamento de juros como porcentagem das receitas



Fonte: Cálculo da equipe do BID com base no FMI (2023a). As linhas horizontais indicam os juros de 2008-2019 como uma porcentagem das receitas.

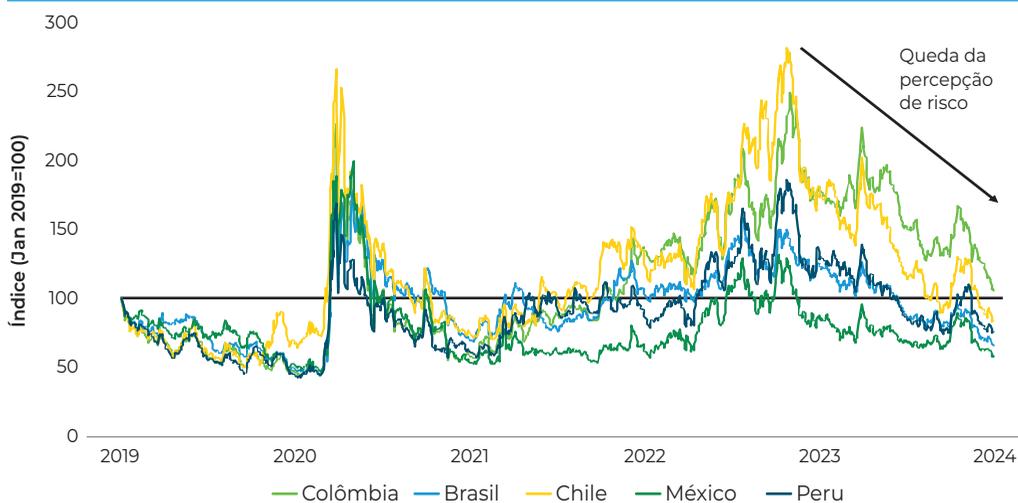
Nota: Inclui todos os países mutuários do BID, exceto Venezuela.

diversificadas experimentaram um aumento adicional de 1,0 ponto percentual na carga da dívida, as economias dependentes de turismo 1,9 ponto percentual a mais, e as economias dependentes de commodities enfrentaram um impacto menor da depreciação no aumento da dívida. Esses desdobramentos ressaltam o risco associado à proporção da dívida denominada em moeda estrangeira — algo a ser considerado quando os bancos centrais começam a reduzir as taxas de juros e as taxas de câmbio se depreciam.

Os pagamentos de juros não aliviam substancialmente a carga da dívida para a maioria dos países, e as condições desfavoráveis para o pagamento da dívida pública persistem devido a receitas fiscais em queda (ver Figura 3.4). O peso do pagamento de juros em relação às receitas, embora tenha melhorado gradualmente desde 2020, permanece consideravelmente superior aos níveis históricos e está muito acima do dos países avançados. No entanto, em 2023, a tendência foi revertida, resultando em um aumento de 0,3 ponto percentual na relação juros/receita, com taxas de juros mais elevadas e receitas mais baixas.

Apesar dos custos de financiamento mais elevados prevalentes na maioria dos países, houve uma correção positiva na percepção de risco, particularmente nas principais economias da região. Essa melhoria deve-se aos ajustes fiscais e à ação precoce dos países para enfrentar os desafios da inflação (Figura 3.5).

FIGURA 3.5 ● Swaps de crédito (ALC 5)



Fonte: Cálculo da equipe do BID com base na Bloomberg. Dados de 1 de janeiro de 2019 a 18 de dezembro de 2023.

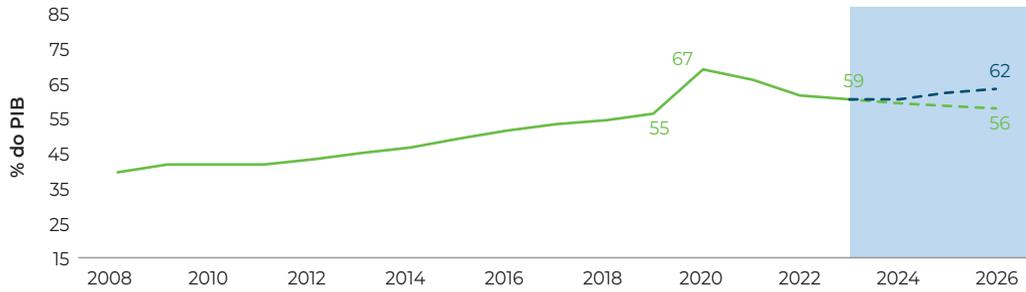
Objetivo: preservar os planos de consolidação fiscal

A Figura 3.6 ilustra as trajetórias da dívida em relação ao PIB para os países da América Latina e Caribe, considerando crescimento econômico, planos fiscais, taxas de juros e preços de commodities alinhados com o cenário de referência apresentado no Capítulo 1. O cenário base prevê uma redução de 3% na relação dívida/PIB do país médio, atingindo 56% em 2026 e refletindo a recuperação pós-pandemia e a consolidação fiscal. No entanto, desafios econômicos, altas taxas de juros e crescimento mais lento podem dificultar novos progressos. Em um cenário de maior estresse, choques intensificados que interrompam a consolidação fiscal podem levar a um aumento da dívida acima do cenário base, atingindo 62% do PIB até 2026.

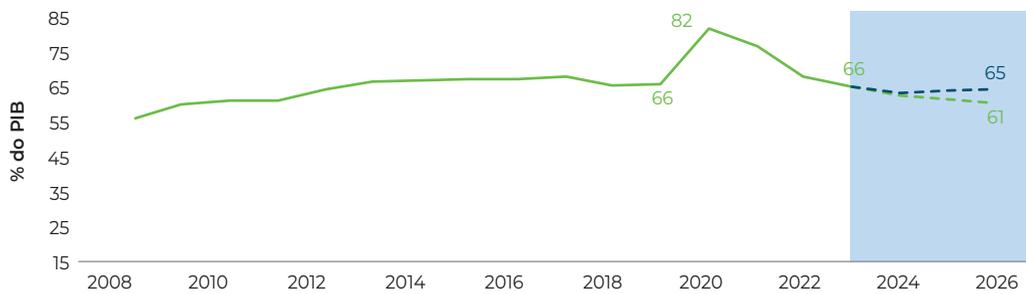
As trajetórias da dívida em relação ao PIB variam entre os grupos de países da América Latina e Caribe (Figura 3.6). Os países dependentes de turismo alcançam uma rápida consolidação fiscal, reduzindo a dívida para 61% do PIB até 2026. As economias dependentes de commodities enfrentam volatilidade, estabilizando a dívida em 50% — 14 pontos acima do nível prudente. As economias diversificadas sofrem uma queda moderada para 57% do PIB em 2026. Em cenários de maior estresse, os índices estimados da dívida variam de 4 a 8 pontos do PIB acima do cenário base. No que diz respeito a contas fiscais, o cenário base indica uma convergência estável do saldo primário para 0,3% do PIB até 2026 (Figura 3.7). A retirada dos estímulos fiscais da Covid-19 impulsiona essa tendência. No entanto, em cenários de maior estresse, o potencial de aumento dos déficits primários pode ampliar a diferença em até 1 ponto percentual até 2026.

FIGURA 3.6 ● Cenários para a dívida bruta

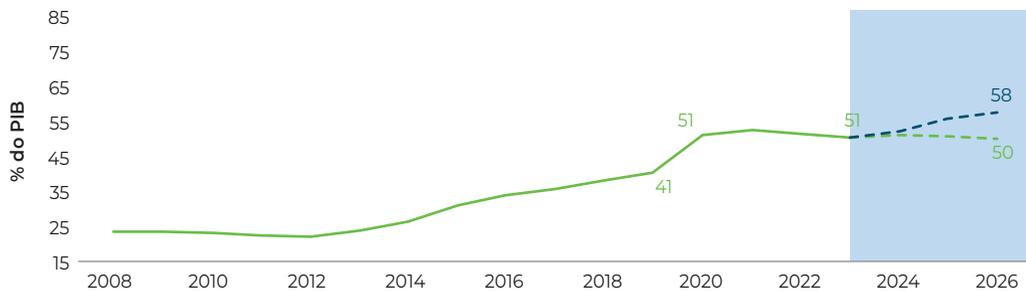
A. América Latina e Caribe



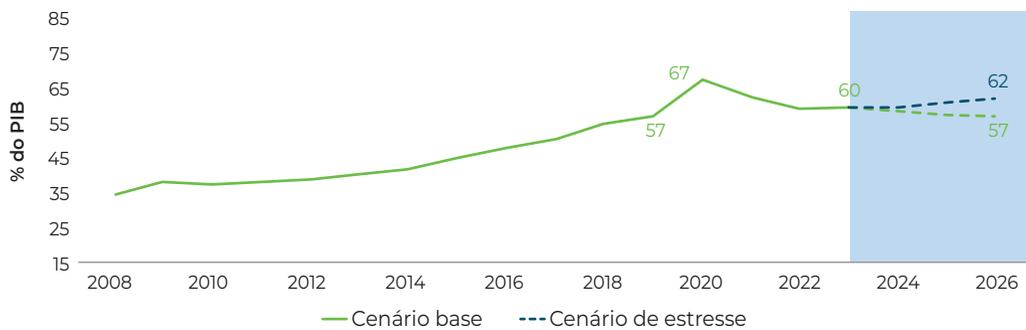
B. Dependentes de turismo



C. Dependentes de commodities



D. Diversificados

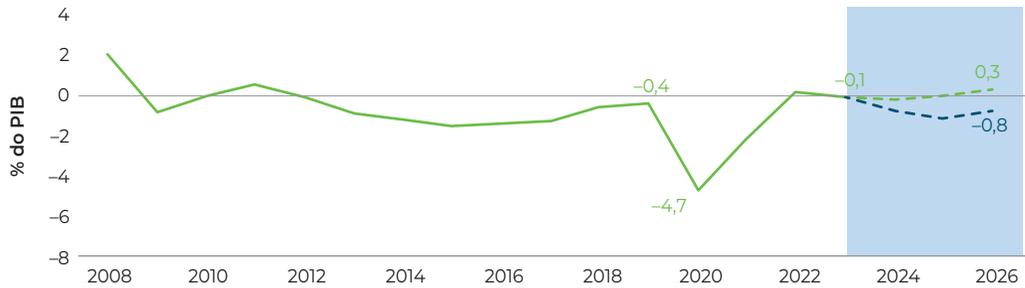


— Cenário base - - - Cenário de estresse

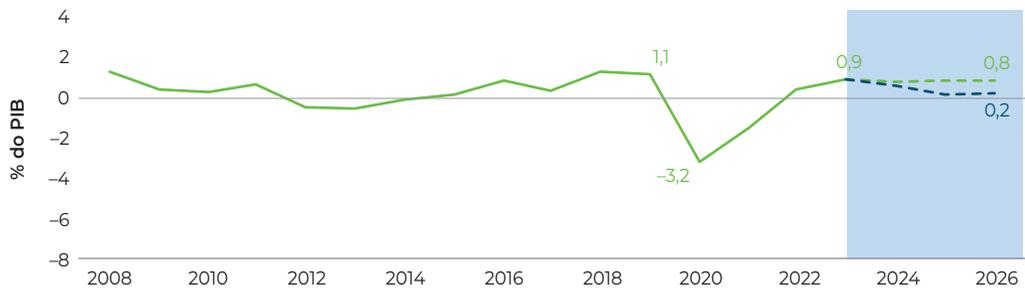
Fonte: Cenários e cálculos da equipe FISLAC-BID com dados observados do FMI (2023b) e da FocusEconomics (2023).
 Nota: A área sombreada indica cenários previstos (2024–2026). América Latina e Caribe incluem todos os países mutuários do BID, exceto Venezuela. Países dependentes de turismo incluem Bahamas, Barbados, Belize, República Dominicana, Haiti, Jamaica, Panamá e Uruguai. Países dependentes de commodities incluem Bolívia, Chile, Colômbia, Equador, Guiana, Paraguai, Peru e Suriname. Economias diversificadas incluem Argentina, Brasil, Costa Rica, El Salvador, Guatemala, Honduras, México, Nicarágua e Trinidad e Tobago.

FIGURA 3.7 ● Cenários para o saldo primário

A. América Latina e Caribe



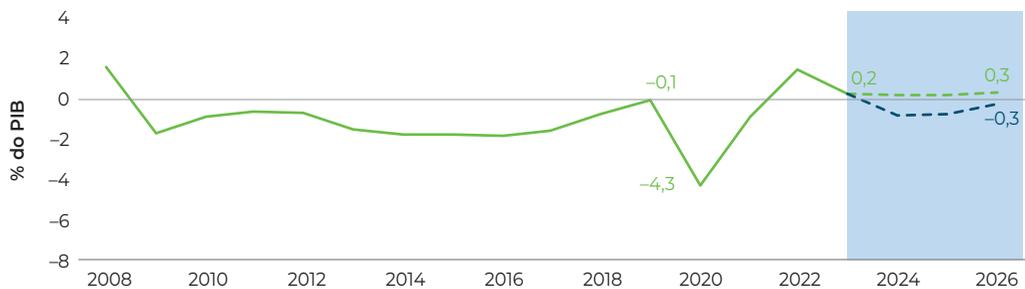
B. Dependentes de turismo



C. Dependentes de commodities



D. Diversificados



— Cenário base - - - Cenário de estresse

Fonte: Cenários e cálculos da equipe FISLAC-BID com dados observados do FMI (2023b) e da FocusEconomics (2023).
 Nota: A área sombreada indica cenários de previsão (2024–2026). América Latina e Caribe incluem todos os países mutuários do BID, exceto a Venezuela. Países dependentes de turismo incluem Bahamas, Barbados, Belize, República Dominicana, Haiti, Jamaica, Panamá e Uruguai. Países dependentes de commodities incluem Bolívia, Chile, Colômbia, Equador, Guiana, Paraguai, Peru e Suriname. Economias diversificadas incluem Argentina, Brasil, Costa Rica, El Salvador, Guatemala, Honduras, México, Nicarágua e Trinidad e Tobago.

Os países dependentes de turismo revitalizaram rapidamente seus saldos fiscais, mantendo um superávit médio de 0,8% do PIB (Figura 3.7). Países como Jamaica e Barbados implementaram medidas bem-sucedidas que contribuem para a sustentabilidade fiscal de médio prazo.² Os países dependentes de commodities que se beneficiaram de preços estáveis de commodities podem consolidar seu saldo primário em -0,3% do PIB até 2026 no cenário base. No entanto, o déficit pode piorar em 2% se o estresse macroeconômico aumentar. As economias diversificadas que enfrentam pressões de gastos esperam manter um saldo primário de 0,3% do PIB. Mas, em condições adversas, seus déficits primários podem chegar a 1% do PIB em 2024–2026.

Capricho do El Niño pode atrapalhar as contas fiscais

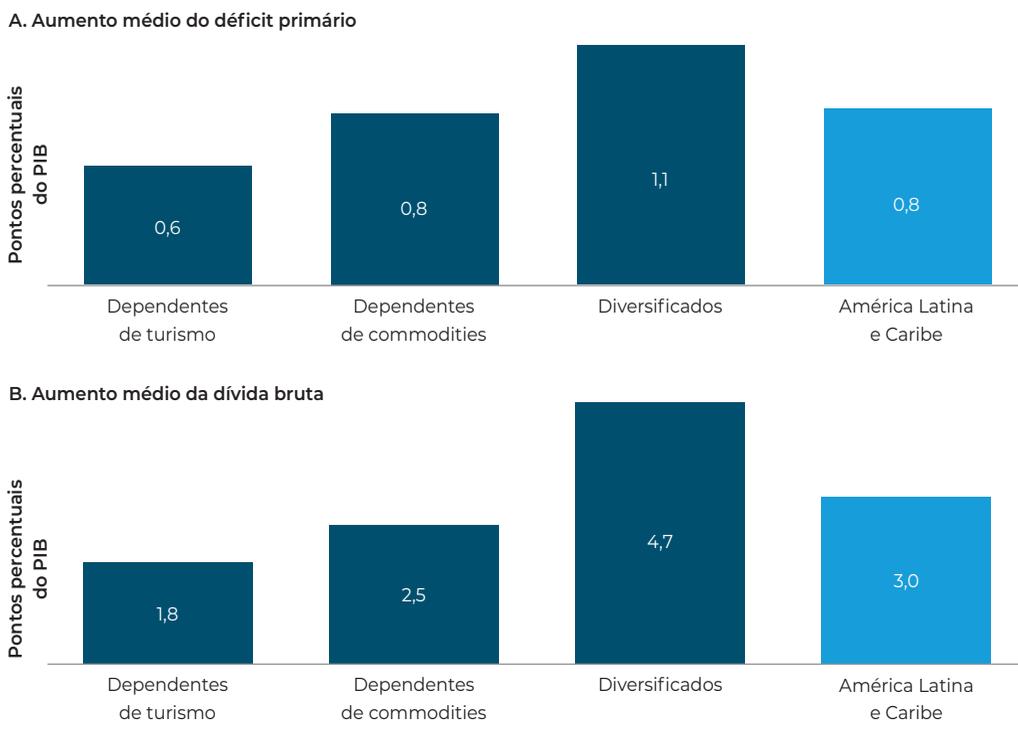
Em 2023, o El Niño, caracterizado por altas temperaturas do mar, teve um impacto significativo na América Latina e Caribe, e suas repercussões devem continuar em 2024. Na última década, as temperaturas dos oceanos superaram consistentemente a média de 1991–2023; três episódios distintos do El Niño foram identificados (2016, 2020 e 2023), com base no índice ONI da NOAA.

Além dos efeitos climáticos, o El Niño afeta negativamente as condições fiscais, dificulta o crescimento econômico e aumenta a inflação na região (ver Quadro 1.1). Historicamente, o fenômeno tem influenciado padrões climáticos, afetando setores como agricultura e impactando economias que enfrentam quedas nas exportações ou aumentos nas importações de produtos alimentícios. As consequências se estendem à redução da produção hidrelétrica e ao aumento de desastres relacionados ao clima como inundações e deslizamentos de terra, causando graves danos a infraestruturas (FMI, 2023b).

A Figura 3.8 ilustra o impacto médio dos choques climáticos induzidos pelo clima na América Latina e Caribe, categorizando os países em grupos e projetando os efeitos ao longo de um período de 3 anos. Usando o modelo FISLAC, as simulações consideram os episódios mais significativos do El Niño de cada grupo de países como choques climáticos. As economias dependentes de turismo enfrentaram um grande evento de calor em 2023, com um desvio de 0,53°C na temperatura dos oceanos. As economias diversificadas tiveram seu episódio mais intenso em 2016, com um desvio de 0,71°C, enquanto as economias dependentes de commodities enfrentaram seu episódio mais substancial em 2020, com um desvio de 0,5°C.

² Barbados tem implementado o Plano de Recuperação e Transformação Econômica de Barbados (BERT) desde 2018 com o apoio de dois programas consecutivos do FMI. O plano originalmente incluía medidas para consolidação fiscal inicial, reestruturação eficaz da dívida e medidas estruturais para apoiar o crescimento. Ele foi atualizado em 2022 para incluir um foco mais forte na mitigação e adaptação às mudanças climáticas. A Jamaica mantém um Comitê de Supervisão do Programa Econômico (EPOC) composto por vários setores (setor privado, academia e sindicatos), para monitorar os compromissos de disciplina fiscal do país.

FIGURA 3.8 • Impacto fiscal dos choques de anomalias climáticas (impacto médio para os próximos três anos)



Fonte: Cenários e cálculos da equipe FISLAC-BID.

Nota: O efeito médio do choque climático é calculado para 2024–2026, e a diferença em relação ao cenário base é calculada. América Latina e Caribe incluem todos os países mutuários do BID, exceto Venezuela. Países dependentes de turismo incluem Bahamas, Barbados, Belize, República Dominicana, Haiti, Jamaica, Panamá e Uruguai. Países dependentes de commodities incluem Bolívia, Chile, Colômbia, Equador, Guiana, Paraguai, Peru e Suriname. Economias diversificadas incluem Argentina, Brasil, Costa Rica, El Salvador, Guatemala, Honduras, México, Nicarágua e Trinidad e Tobago.

Para o país médio da região, o impacto dessas anomalias climáticas é notável, embora moderado, resultando em um aumento de 3% da dívida como porcentagem do PIB, em comparação com o cenário base (ver Figura 3.8). Isso é atribuído a um aumento estimado do déficit fiscal de 0,8% do PIB. Essas conclusões estão em consonância com Delgado, Eguino e Lopes (2021), que argumentam que pelo menos um evento climático extremo por ano na região está associado a um declínio nos saldos fiscais.

As economias diversificadas sofrem o impacto mais significativo dos choques induzidos pelo clima, principalmente devido à menor produção agrícola e hidrelétrica, juntamente com danos potenciais ao capital e a infraestruturas. Nesse cenário, tanto o déficit primário quanto a dívida bruta crescem em média 1,1% e 4,7% do PIB, respectivamente. A queda no saldo é atribuída a uma queda média de 0,5 ponto percentual nas receitas, impulsionada pela desaceleração econômica provocada pelo choque. Além disso, os gastos públicos aumentam 0,6 ponto percentual,

à medida que os governos alocam recursos para mitigar danos à atividade produtiva e ao estoque de capital.

Os países dependentes de turismo e de commodities experimentam um impacto medido nas contas fiscais, com aumentos potenciais do déficit primário de cerca de 0,6 e 0,8 pontos percentuais do PIB, respectivamente, levando a aumentos correspondentes da dívida de 1,8 e 2,5 pontos percentuais. A deterioração do saldo primário, impulsionada pelo aumento das transferências públicas para enfrentar os choques climáticos, ressalta a trajetória da dívida, parcialmente compensada pelas pressões inflacionárias. Esses resultados destacam a importância de integrar investimentos públicos em adaptação e mitigação à agenda de mudanças climáticas, como uma opção política complementar que visa reduzir a exposição da região a essas fontes de risco, mantendo, ao mesmo tempo, a sustentabilidade fiscal.

Desafios fiscais para a América Latina e Caribe

Em um contexto de baixo crescimento, altas relações dívida/PIB, lacunas fiscais substanciais e choques relacionados ao clima, América Latina e Caribe enfrentam um desafio fiscal substancial. Além disso, em um cenário em que as taxas de juros internacionais deverão permanecer “mais altas por mais tempo”, como indicado pelo Federal Reserve e outros bancos centrais, a viabilidade da flexibilização monetária na América Latina e Caribe parece cada vez mais desafiadora (ver Capítulo 4). Consequentemente, a rápida eliminação de disparidades fiscais é crucial para assegurar a sustentabilidade e complementar a política monetária.

Dadas as perspectivas de crescimento moderado da região, os governos precisarão implementar reformas de crescimento pró-inclusivas, que exigem recursos adicionais. Portanto, a criação de espaço fiscal adicional é imperativa para garantir financiamento suficiente para políticas que promovam um maior crescimento inclusivo e sustentável em toda a região.

Outra consideração crítica é o potencial arrasto de uma dívida pública mais alta sobre o crescimento. Powell e Valencia (2023) enfatizam que, embora a dívida pública não seja inerentemente prejudicial, níveis elevados podem dificultar o acesso ao mercado, deslocar gastos públicos produtivos, aumentar as taxas de juros domésticas e reduzir o investimento do setor privado, levando a um menor crescimento econômico. Em particular, aumentos rápidos ou “picos de dívida” podem ter um impacto negativo substancial: cada ano sucessivo marcado por um aumento da dívida resulta em uma queda adicional de 1,5 ponto percentual no crescimento.

Abordar a tripla necessidade de ajuste fiscal, aumento do espaço fiscal e redução da dívida exige uma abordagem política multifacetada, incluindo regras fiscais eficazes, decisões fiscais estratégicas e gastos públicos mais eficientes.

Arcabouços fiscais baseados em regras: um instrumento fundamental para a sustentabilidade

Garantir a sustentabilidade requer abordar preocupações estruturais e cíclicas. As regras fiscais são uma ferramenta essencial para enfrentar ambas, visto que abordam preocupações cíclicas — pois colocam uma restrição nos gastos para que não se correlacionem com o ciclo de negócios (Andrián et al., 2023) — bem como preocupações estruturais, por pelo menos duas razões: 1) como as despesas correntes na América Latina e Caribe tendem a aumentar com o ciclo em tempos favoráveis e são inflexíveis no movimento descendente, o investimento público sofre o peso do ajuste em tempos ruins, introduzindo problemas estruturais na composição da despesa, que é sistematicamente tendenciosa em relação ao investimento público (Ardanaz e Izquierdo, 2022). As regras fiscais restringem os gastos na fase superior do ciclo, corrigindo esse problema estrutural; 2) na medida em que funcionam, as regras fiscais estabilizam a relação dívida/PIB e garantem a sustentabilidade.

No entanto, nem todas as regras fiscais funcionam. A mera existência de uma regra fiscal não garante a sustentabilidade, pois nem mesmo os líderes regionais a esse respeito (Chile, Colômbia) foram capazes, no passado, de estabilizar com sucesso a relação dívida/PIB. Lacunas na determinação do saldo primário estrutural — ignorando o desempenho anterior — ou previsões otimistas de preços de commodities podem comprometer a sustentabilidade da dívida, mesmo que as regras estruturais sejam seguidas à risca.

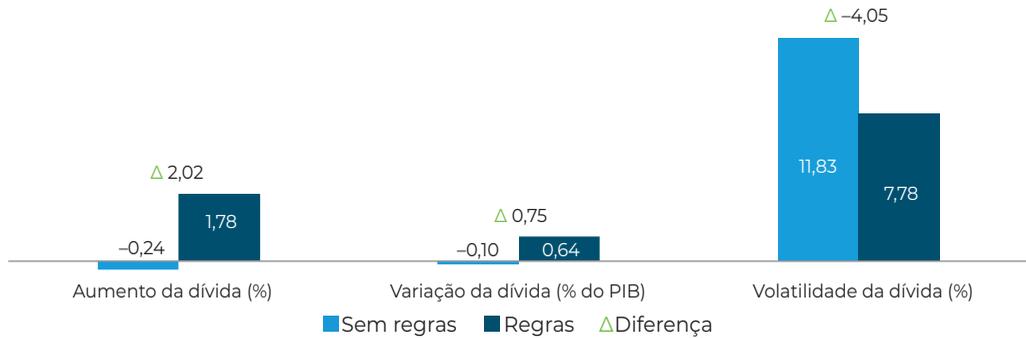
Da mesma forma, a simples imposição de uma regra fiscal é insuficiente para garantir a sustentabilidade, medida em termos de crescimento da dívida pública, mudanças nos índices dívida/PIB ou volatilidade da dívida. Ardanaz, Cavallo e Izquierdo (2023) mostram, paradoxalmente, que o crescimento da dívida pública e as mudanças nas relações dívida/PIB são piores para os países com uma regra fiscal do que para aqueles sem (ver Figura 3.9, Painel A).³

Como conciliar isso com recomendações de políticas que pressionam por regras fiscais? Tudo se resume à qualidade das regras fiscais. Regras com forte apoio institucional, base jurídica sólida, flexibilidade contra choques e bons mecanismos de monitoramento e execução podem fazer uma diferença significativa. Regras fiscais de alta qualidade estabilizam o crescimento da dívida e reduzem a volatilidade da dívida (ver Figura 3.9, Painel B). O crescimento médio anual da dívida em países com regras de alta qualidade é 3% menor do que em países com regras de baixa qualidade. Sua variação anual da dívida é 1,4 ponto do PIB menor, e sua volatilidade é quase dois terços menor do que em países com regras de baixa qualidade.

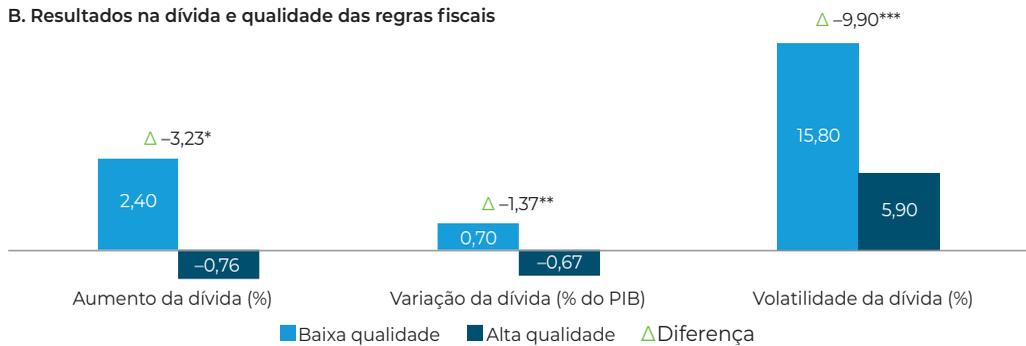
³ Ver também Andrián et al. (2023) e Gomez-Gonzalez, Valencia e Sanchez (2024) para resultados semelhantes.

FIGURA 3.9 • Resultados na dívida das regras fiscais e sua qualidade

A. Resultados na dívida com e sem regras fiscais



B. Resultados na dívida e qualidade das regras fiscais



Fonte: Estimativas da equipe do BID.

Um índice de qualidade das regras fiscais (definido usando os componentes acima mencionados) mostra que as economias emergentes — incluindo América Latina e Caribe — estão cerca de 30% atrás das economias avançadas em termos de qualidade. Assim, estabelecer regras fiscais de alta qualidade na região é fundamental.

Qual a posição dos países da América Latina e Caribe em termos de regras fiscais? A Tabela 3.1 apresenta os países da região com regras fiscais em vigor e suas principais características. Atualmente, 14 países têm regras fiscais vigentes, algumas das quais datam do início dos anos 2000, embora a maioria tenha sido estabelecida a partir de 2009. A maior parte das regras abrange o governo geral e inclui algumas medidas de flexibilidade, principalmente por meio de cláusulas de exceção. Apenas alguns seguem metas estruturais e exibem disposições de proteção do investimento.

Os países da região, movidos por preocupações com a sustentabilidade da dívida pública, estão implementando ou planejando programas de consolidação fiscal. Nesse contexto, a adoção de arcabouços fiscais baseados em regras tem o potencial não apenas de sustentar os ganhos do ajuste fiscal ao longo do tempo, mas também de mitigar a percepção de risco soberano (Gomez-Gonzalez, Valencia, and Sánchez, 2024). No pós-pandemia, os formuladores de políticas enfrentam o dilema de restabelecer regras

TABELA 3.1 • Regras fiscais na América Latina e Caribe

	Tipo de regra				Ano	Cobertura	Características de flexibilidade			
	Saldo	Despesa	Dívida	Receita			Base legal	Cláusula de exceção	Meta estrutural	Proteção do investimento (direto/ indireto)
Bahamas	✓	✓	✓		2018	CG	S	✓		✓
Brasil	✓	✓			2000/2023	CG	S	✓		
Chile	✓		✓		2001/2022	CG	S		✓	
Colômbia	✓		✓		2021	CG	S	✓	✓	
Costa Rica		✓			2018	NFPS	S	✓		✓
Equador	✓	✓	✓		2020	CG	S	✓		
El Salvador	✓	✓	✓	✓	2016/2018	NFPS	S			
Honduras	✓	✓			2016	NFPS	S	✓		✓
Jamaica	✓		✓		2010/2017	GG	S	✓		
México	✓	✓			2009/2014	CG	S	✓		
Panamá	✓		✓		2009/2020	NFPS	S	✓		
Paraguai	✓	✓			2015	CG	S			
Peru	✓	✓	✓		2000/2016	CG	S	✓		✓
Uruguai	✓	✓			2020	CG	S	✓	✓	

Fonte: Elaboração da equipe do BID.

Nota: GG – Governo Geral; CG – Governo Central; NFPS – Setor público não financeiro; S – Estatutário.

fiscais anteriores, recalibrar metas ou embarcar em reformas mais profundas em seus arcabouços de responsabilidade fiscal. Que fatores críticos os formuladores de políticas devem considerar ao aprimorar os arcabouços fiscais baseados em regras?

Âncoras de dívida para a mitigação de riscos

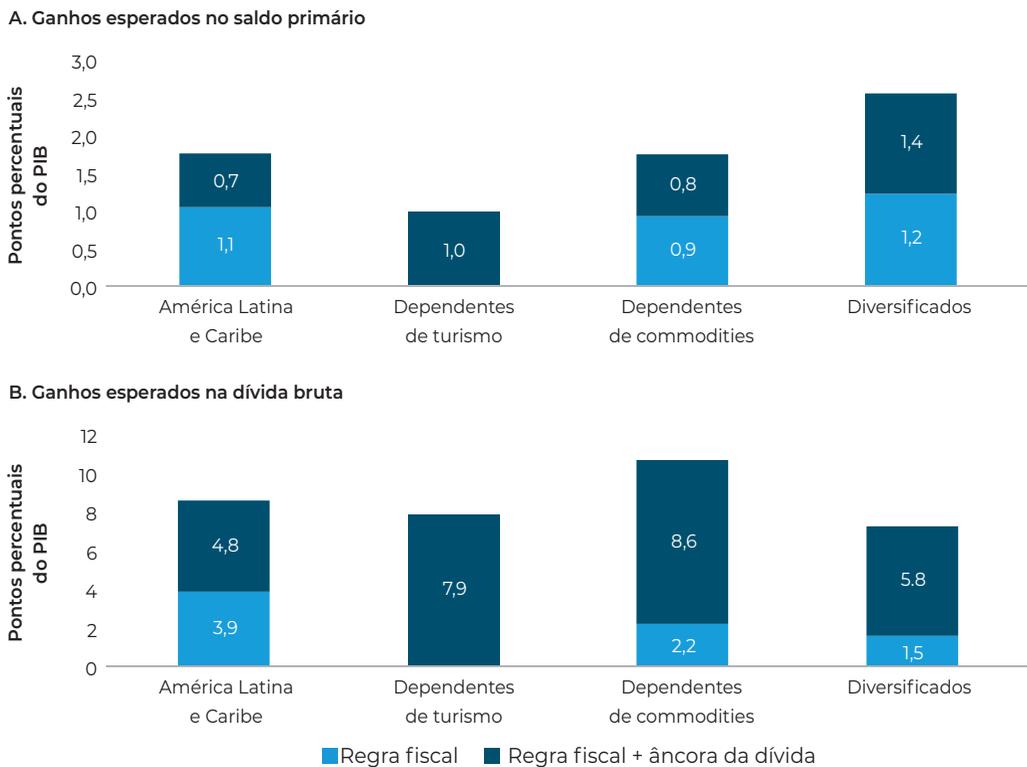
Em meio a aumentos acentuados da dívida, as recentes propostas de reforma dos arcabouços fiscais enfatizam a necessidade de uma “âncora” da dívida pública para orientar a condução da política fiscal no médio prazo.⁴ Fixar limite máximo da âncora fiscal exige identificar um limiar ou limite máximo da dívida para a sustentabilidade e calibrar um nível de dívida “prudente”, de modo a que uma margem de segurança ou um amortecedor (buffer) assegure que a dívida permaneça abaixo do limite, mesmo na presença de choques adversos. Após obter o teto da dívida, é importante definir metas operacionais

⁴ Ver Caselli et al. (2022) e Eyraud et al. (2018).

de regras fiscais para orientar gradualmente a dívida pública em direção ao nível desejado. Por exemplo, a regra fiscal deve incorporar a resposta de metas de equilíbrio fiscal com base nos níveis atuais da dívida e no limite da dívida. Os países podem implementar um mecanismo de feedback com base no montante em aberto da dívida pública, aplicando mais pressão de reajuste à medida que os níveis da dívida em aberto aumentam para além de níveis prudentes. Ao fazê-lo, os países podem garantir que a dívida não cresça para níveis que prejudiquem a sustentabilidade fiscal, com um mecanismo de autorregulação embutido.

Para ilustrar os benefícios potenciais da introdução de âncoras de dívida nas regras fiscais, a Figura 3.10 apresenta os resultados de um modelo de equilíbrio geral estocástico dinâmico (DSGE), calibrado para diferentes tipos de economias latino-americanas e caribenhas, que simula a evolução dos pagamentos de juros e da dívida pública sob estruturas fiscais alternativas, em relação a um cenário base em que as regras fiscais

FIGURA 3.10 ● **Ganhos esperados na redução de riscos devido à convergência para regras fiscais e níveis prudentes de dívida**



Fonte: Estimativas da equipe FISLAC-BID.

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

não restringem a política fiscal. De modo geral, os resultados mostram que o saldo primário e os níveis de endividamento são menores no médio prazo, quando a política fiscal é guiada por uma âncora fiscal.

As simulações do modelo oferecem a capacidade de conduzir uma análise de Valor em Risco Condicional (Co-Var).⁵ Essa abordagem analítica quantifica as contribuições dos países para a sustentabilidade fiscal na região, aderindo às metas típicas das regras fiscais e abandonando caminhos insustentáveis da dívida pública. Além disso, a adoção de níveis prudentes de endividamento pode resultar em economias suplementares para a mitigação do risco macrofiscal.⁶

A Figura 3.10 ilustra que a adoção de medidas de responsabilidade fiscal atenua substancialmente os aumentos de déficit primário e dívida, na sequência de choques macrofiscais. Para países dependentes de turismo, a adesão a uma âncora fiscal poderia levar a uma redução do déficit primário de até 1 ponto percentual do PIB e a uma redução da dívida de 8 pontos percentuais, em comparação com um cenário sem regra em caso de um choque de estresse fiscal elevado. Nos países dependentes de commodities, o cumprimento das regras por si só produz economias de quase 1 ponto percentual do PIB no déficit primário e de 2 pontos percentuais na dívida. No entanto, a convergência para seus níveis prudentes (36% do PIB) poderia resultar em um ganho adicional de 0,8 e 8,6 pontos percentuais do PIB, respectivamente. As economias diversificadas também experimentam efeitos positivos; convergir para as metas da regra e seus níveis prudentes de endividamento (46% do PIB) se traduz em um ganho acumulado de 2,6 pontos percentuais do PIB no déficit primário e de quase 7 pontos percentuais na dívida.

Flexibilidade das regras fiscais e proteção do investimento público

As regras fiscais podem ter consequências não intencionais e, às vezes, adversas, na composição das despesas públicas. Isso ocorre porque a pressão para cumprir metas numéricas agregadas fornece incentivos para que formuladores de políticas cortem itens de gastos que podem ser menos importantes para os eleitores, mas podem ter retornos de longo prazo, tal como investimento público produtivo, que é a variável de ajuste mais comum, apesar de seu grande multiplicador fiscal.

Regras fiscais flexíveis são definidas aqui, seguindo Guerguil, Mandon e Tapsoba (2017), como regras que são estruturais, têm cláusulas de exceção ou são amigáveis ao investimento público. Tais regras têm se mostrado úteis para proteger o investimento

⁵ A análise Co-Var mede o diferencial entre o valor médio dos decis 8 e 9 da previsão dos cenários com regra e âncora fiscais em níveis prudentes de dívida, em relação ao cenário base (sem regras). Como os decis mais altos dessas variáveis são consistentes com os maiores níveis de risco para a sustentabilidade fiscal, elas são entendidas como situações de estresse fiscal máximo.

⁶ Ver Powell e Valencia (2023).

público de cortes durante ajustes fiscais. Na verdade, o investimento pode estar completamente protegido na presença de regras fiscais flexíveis, mas cai em média 10% durante o ajuste em países que não têm essa flexibilidade (ver Ardanaz et al., 2021a).

As regras que protegem o investimento público merecem destaque, pois a literatura tem mostrado que os multiplicadores fiscais para o investimento público são muito maiores do que os das despesas correntes. São, portanto, muito relevantes para salvar a atividade econômica, particularmente durante recessões, quando o investimento é geralmente cortado (Ardanaz e Izquierdo, 2022). De fato, o multiplicador fiscal para o investimento público é próximo de 2 (Izquierdo et al., 2019) e pode ser ainda maior em países com baixo estoque de capital público.

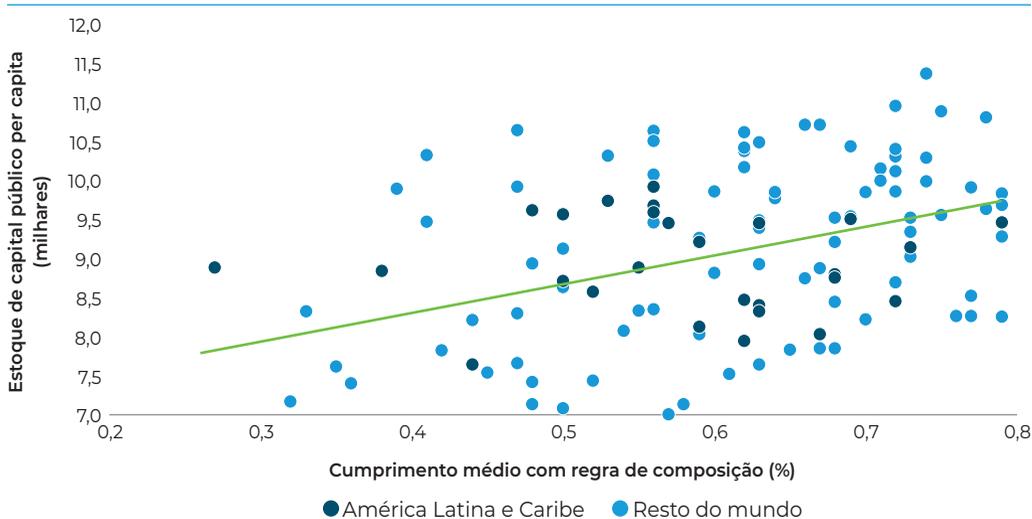
Uma via complementar para proteger o investimento público pode incluir a incorporação de limites ao crescimento das despesas correntes nas regras fiscais. Por exemplo, o Peru alterou sua regra fiscal em 2018 para incluir um componente adicional limitando o crescimento real das despesas correntes — líquido de gastos com manutenção — ao do PIB real.⁷ Este relatório baseia-se na abordagem de Izquierdo, Pessino e Vuletin (2018), combinando dados de composição de despesas e crescimento do PIB para uma grande amostra de países, a fim de avaliar em que medida o cumprimento, na prática, de uma regra que limita o crescimento das despesas correntes ao crescimento de longo prazo da economia (por exemplo, a regra peruana) está correlacionado com um melhor desempenho macroeconômico. Os resultados mostram que os países que preenchem essa condição com maior frequência apresentam, em média, níveis mais altos de crescimento econômico e menor volatilidade macroeconômica do que aqueles que preenchem essa condição com menor frequência. Além disso, quanto maior o grau de cumprimento dessa regra de “composição”, em média, maior o nível resultante do estoque de capital público per capita em uma data posterior (ver Figura 3.11). Assim, para países que consideram aumentar seu estoque de capital público para complementar investimento privado e aumentar a produtividade, as regras fiscais de composição podem ser benéficas.

Cláusulas de exceção e o retorno às regras

A incorporação de cláusulas de exceção provou ser valiosa para aumentar a flexibilidade. No entanto, embora a maioria das regras fiscais descreva explicitamente as condições sob as quais a regra pode ser temporariamente suspensa, elas são menos claras sobre as condições de reentrada. Isso representa um desafio para a região, pois a orientação limitada sobre o processo e a tempestividade para restabelecer a regra apresenta riscos de sustentabilidade.

Qual é a situação atual dos países da região em termos de aplicação de cláusulas de exceção? Para acomodar a resposta de política fiscal à pandemia de Covid-19,

⁷ Ver Mendoza Bellido et al. (2021).

FIGURA 3.11 ● Cumprimento da regra de composição e tamanho do estoque de capital público

Fonte: Elaboração da equipe do BID com base em Izquierdo, Pessino e Vuletin (2018) e na base de dados de Estoque de Capital Público do FMI.

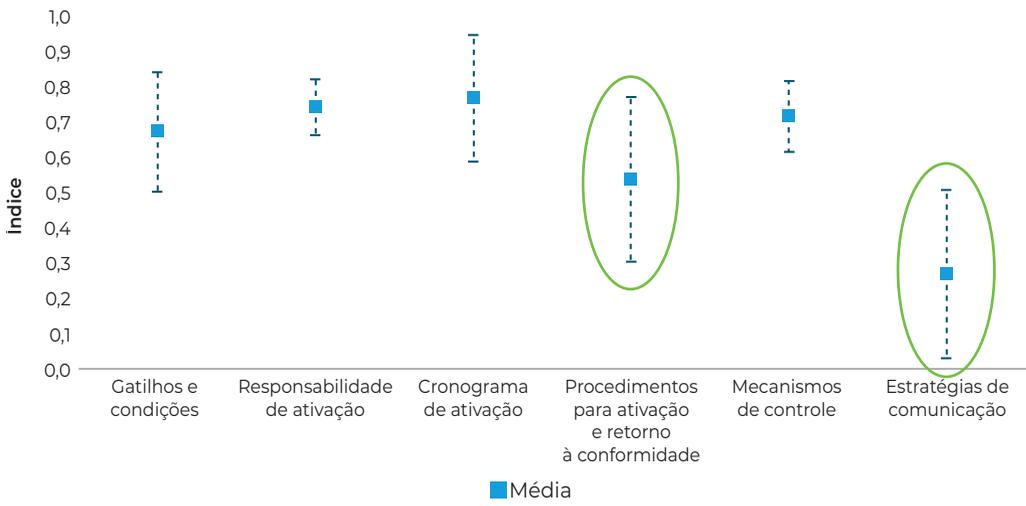
Nota: O cumprimento é medido como a porcentagem de anos em que a taxa de crescimento das despesas correntes permanece abaixo da taxa de crescimento do PIB.

os países com cláusulas de exceção em suas regras fiscais prontamente as ativaram. Por outro lado, aqueles sem essas cláusulas suspenderam suas regras em 2020 e anos subsequentes. Cláusulas de exceção bem definidas normalmente incluem: 1) um conjunto limitado e claramente definido de eventos que desencadeiam a operação da cláusula; 2) limites do tempo em que a política fiscal pode se desviar das metas da regra; e 3) um requisito para que a política fiscal retorne às metas após o período de ativação da cláusula de exceção, possivelmente compensando desvios acumulados (ver Eyraud et al., 2018).

Uma avaliação recente de Ulloa-Suarez, Valencia e Guerra (no prelo) das disposições relativas à cláusula de exceção em toda a região indica que a terceira dimensão muitas vezes não é bem especificada. Especificamente, as cláusulas de exceção frequentemente carecem de orientação sobre o retorno ao cumprimento em contextos pós-crise. Um índice de clareza das cláusulas de exceção revela que, em média, os países latino-americanos têm uma margem para melhoria de 40 por cento na definição de suas cláusulas de exceção, especialmente na depuração dos requisitos para ativação efetiva e retorno a estratégias de cumprimento e comunicação (Figura 3.12). Essas melhorias podem fortalecer a disciplina fiscal e manter a confiança do investidor, especialmente após choques econômicos imprevistos.

Olhando para o futuro, os países devem pensar em rever as disposições da sua cláusula de exceção para exigir que os governos apresentem planos de ação específicos e

FIGURA 3.12 ● Clareza da cláusula de exceção na América Latina e Caribe



Fonte: Ulloa-Suarez e Valencia (2022).

Nota: A figura apresenta a pontuação média em cada dimensão para os 13 países da amostra. As linhas pontilhadas em torno dessas médias representam um intervalo de confiança de 70%.

agendem esses planos de forma a garantir o retorno ao cumprimento das regras fiscais dentro de um período específico após o término da cláusula. Também devem ser exigidos relatórios periódicos sobre a execução do plano, juntamente com explicações e justificativas para eventuais desvios inevitáveis.

Além da formulação: o papel do cumprimento

Mesmo regras fiscais bem formuladas são ineficazes para melhorar os resultados fiscais se não forem consistentemente cumpridas. Em toda a região, a taxa média de cumprimento das regras fiscais foi de 60% entre 2000 e 2020, mas tem oscilado consideravelmente.⁸ As taxas de cumprimento têm variado de mais de 80% a menos de 20%. Essas diferenças têm implicações claras na dinâmica da dívida e nas condições dos mercados financeiros sensíveis às decisões de política fiscal: os períodos de cumprimento estão associados a episódios de aceleração da dívida menos frequentes, spreads de títulos soberanos mais baixos e classificações de crédito mais altas.⁹ Em contrapartida, a mera adoção de uma regra fiscal não parece suficiente para influenciar as reações do mercado, uma vez que o desempenho fiscal entre os que a adotam e os que não a adotam não apresenta diferenças significativas (ver Figura 3.13).

⁸ Ver Valencia e Ulloa-Suarez (2022).

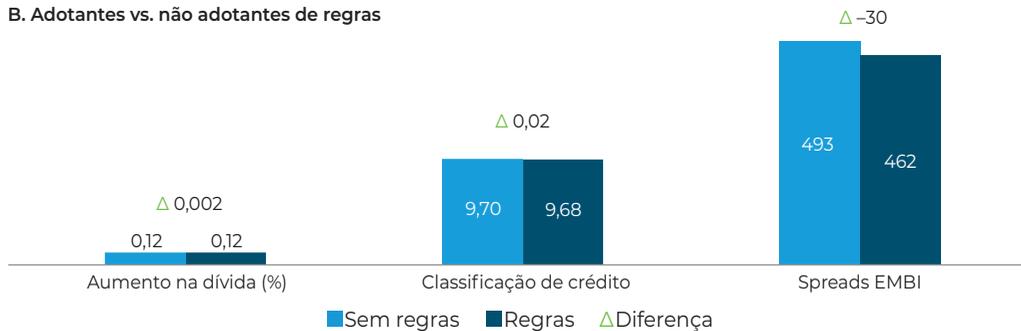
⁹ Ver Ardanaz, Ulloa-Suárez e Valencia (2023).

FIGURA 3.13 ● **Cumprimento de regras fiscais e desempenho**

A. Cumpridores vs. não cumpridores



B. Adotantes vs. não adotantes de regras



Fonte: Elaboração da equipe FISLAC-BID com base em Ardanaz, Ulloa-Suárez e Valencia (2023).

Instituições fiscais complementares

As regras fiscais são um componente de um arcabouço fiscal abrangente; por conseguinte, sua formulação não pode ser melhorada de forma isolada da qualidade do arcabouço de políticas geral. Arcabouços fiscais credíveis a médio prazo e conselhos fiscais independentes são instituições fiscais complementares que, juntamente com regras numéricas, podem apoiar o objetivo de salvaguardar a sustentabilidade fiscal.

Arcabouços fiscais de médio prazo

As autoridades fiscais também poderiam se beneficiar de outro recurso que tem sido adotado pelos bancos centrais nos últimos tempos: a comunicação sobre o provável curso futuro da política monetária (forward guidance). As expectativas do mercado são fundamentais para avaliar o impacto da política, de forma que orientar os mercados em termos de planos de política fiscal pode ser útil para ancorar expectativas. Esse é o papel dos arcabouços fiscais de médio prazo (MTFF), que alargam o horizonte para a formulação de políticas fiscais para além do calendário orçamentário anual. Essa ferramenta deve identificar e comunicar as mudanças ou reformas que garantirão um caminho para

a sustentabilidade fiscal, e as regras fiscais devem traduzir esses planos em ações políticas por meio do processo orçamentário.

Uma pré-condição fundamental para que os MTFs funcionem é fornecer projeções confiáveis das principais variáveis macroeconômicas e fiscais. A esse respeito, a qualidade do crescimento e as previsões fiscais variam amplamente em toda a região. Em primeiro lugar, vários países apresentam projeções de crescimento do PIB excessivamente otimistas em planos orçamentários que tendem a exceder as previsões privadas. Além disso, as projeções fiscais revelam uma tendência a superestimar saldos orçamentários devido à subestimação de despesas e à superestimação de receitas. Com isso, a dívida pública observada acaba sendo maior do que sua projeção inicial.

Conselhos fiscais

Embora muitas regras fiscais incluam sanções formais em casos de descumprimento, sua eficácia é limitada quando os incentivos políticos não estão alinhados com a disciplina fiscal. Essa situação exige a construção e o fortalecimento de instituições que reforcem o cumprimento, como conselhos fiscais independentes. Os conselhos fiscais são muitas vezes órgãos apartidários, técnicos, cujo papel é fiscalizar as finanças públicas para fortalecer a credibilidade das políticas fiscais e garantir a sustentabilidade fiscal. Os conselhos fiscais na região se materializaram principalmente após a crise financeira global. Sua função é supervisionar o cumprimento das regras fiscais, emitindo pareceres sobre as previsões e o desempenho fiscal de um governo, entre outras tarefas. Suas declarações são públicas e, como tal, podem infligir custos de reputação por descumprimento.

No entanto — e ao contrário dos bancos centrais, cujo cumprimento das metas de inflação tem implicações claras para o público em geral —, as consequências do cumprimento das regras fiscais pelo governo são menos bem compreendidas. Assim, o efeito disciplinador é limitado. Além disso, os recursos e a capacidade técnica muitas vezes não são proporcionais às tarefas formais atribuídas aos conselhos fiscais, limitando ainda mais sua eficácia. Por exemplo, embora uma comparação entre as atribuições formais dos conselhos fiscais em toda a América Latina e nos países da OCDE sugira que eles são responsáveis por tarefas semelhantes, os conselhos da região geralmente carecem de pessoal, em contraste com a OCDE, onde o quadro de pessoal aumenta com o número de funções. Assim, fortalecer o conjunto de ferramentas, recursos e pessoal disponíveis para os conselhos na América Latina e Caribe melhoraria seu papel e sua disciplina na política fiscal. Os conselhos poderiam, por exemplo, participar da elaboração de previsões e, talvez, até intervir na recalibragem de metas de regras fiscais após um período prolongado de descumprimento. Dar aos conselhos fiscais o poder de aumentar os incentivos para a aplicação das regras fiscais, tanto impondo custos

de reputação aos governos que se desviam da regra quanto opinando após períodos de descumprimento sobre como a regra será aplicada, seria altamente benéfico para a sustentabilidade fiscal.

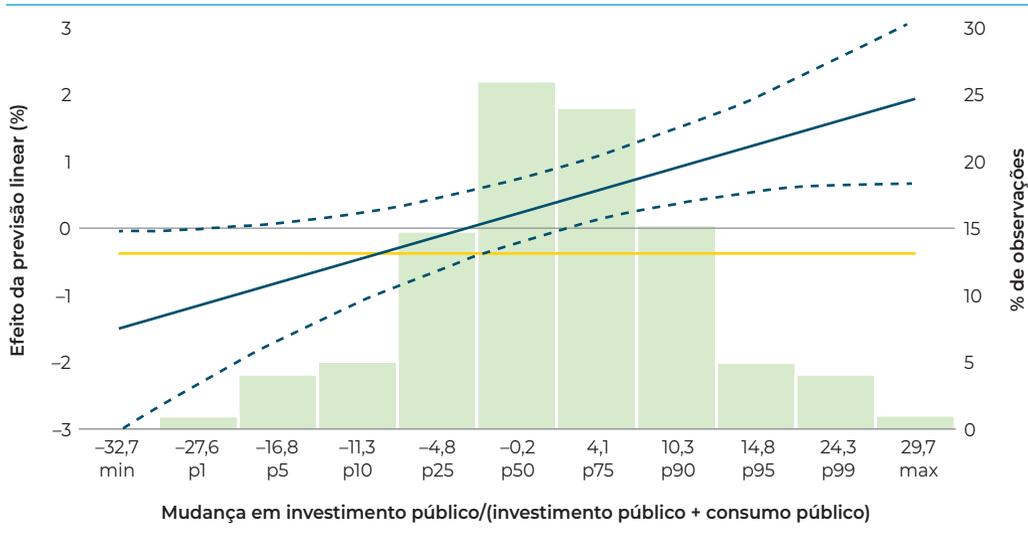
Políticas em tempos de ajuste

Dados os níveis mais altos de dívida pública pós-Covid, aliados a taxas de juros mais altas em todo o mundo que ainda não permitiram aos governos fechar suas lacunas fiscais, e à necessidade de abrir espaço para reformas e a implementação de metas climáticas, os governos certamente terão que redobrar seus esforços de consolidação fiscal. Como deve ser feita a consolidação? Cortes generalizados não são a melhor resposta, uma vez que as ineficiências variam de setor para setor. Além disso, alguns cortes de gastos são mais recessivos do que outros. Um aspecto fundamental a ser considerado na decisão sobre esses cortes é o tratamento do investimento público. Um estudo recente sugere que ajustes fiscais que protegem o investimento público são geralmente menos recessivos e podem até ser expansionistas quando o investimento público aumenta sua participação no orçamento (ver Ardanaz et al., 2021b). Esses resultados se devem à forte complementaridade do investimento público e privado. Quando o investimento público é protegido — o que significa que a participação do investimento público nos gastos primários não cai ou pode até aumentar durante o ajuste fiscal — a produção não cairá e poderá até aumentar em resposta a um ajuste fiscal, três anos após a consolidação fiscal. A Figura 3.14 mostra que a consolidação fiscal não é recessiva quando o investimento é protegido, e pode até mesmo ser expansionista quando a proporção de investimento público em despesas primárias aumenta após a consolidação.¹⁰

Avançar na consolidação das contas fiscais exigirá intervenções em diversas frentes em despesas correntes que busquem minimizar possíveis impactos negativos no crescimento e na equidade. As medidas específicas a serem implementadas dependerão do contexto de cada país. No entanto, o relatório principal do BID de 2018 sobre gastos públicos identificou três áreas-chave comuns que devem ser abordadas nos próximos anos: 1) melhor direcionamento de transferências e subsídios com uma finalidade social (transferências de renda, pensões não contributivas, subsídios de energia e gastos tributários com alimentos, medicamentos e moradia), que em muitos casos atinge indivíduos que, em princípio, não se qualificam para esses subsídios; 2) redução de “vazamentos” em compras do setor público; e 3) alinhamento dos salários do setor público aos do setor privado, particularmente para cargos públicos de menor produ-

¹⁰ A proteção do investimento é definida como um caso em que a participação do investimento público (IP) no gasto primário [definido como a soma do investimento público (IP) e do consumo público (CP)] é constante ou mesmo aumenta após o ajuste fiscal. A proteção do investimento ocorre quando a relação $IP/(IP+CP)$ permanece constante ou aumenta após a consolidação fiscal.

FIGURA 3.14 ● Resposta do PIB à consolidação fiscal protegendo o investimento público



Fonte: Ardanaz et al. (2021).

tividade.¹¹ Essas medidas podem reduzir substancialmente as ineficiências nos gastos públicos, produzindo economias importantes que equivalem, em média, a 4,4% do PIB.¹²

Além de melhorar a eficiência do gasto público, a região deve fortalecer a gestão das receitas fiscais, priorizando medidas que reduzam a evasão e as despesas tributárias. Em relação à sonegação, estimativas indicam que esse fenômeno poderia gerar perdas de arrecadação fiscal em média de 6% do PIB (CEPAL, 2020). Reduzir esses altos níveis de evasão requer esforços contínuos para fortalecer as administrações tributárias, particularmente no que diz respeito aos processos de transformação digital, permitindo que novas tecnologias aumentem o controle e facilitem a conformidade fiscal (Reyes-Tagle, Dimitropoulou e Rodríguez Peña, 2023).

Em relação às despesas tributárias, o tratamento preferencial nos diferentes impostos atualmente implica perdas significativas de receita e, muitas vezes, acaba não contribuindo de forma eficiente para o objetivo para o qual foi criado. Um exemplo claro é o imposto sobre o valor agregado (IVA). Na América Latina e Caribe, o IVA tende a ter alíquotas reduzidas ou nulas sobre diversos bens e serviços, custando aos governos da região uma média de 2,1% do PIB (Rasteletti e Saravia, 2023). Apesar de terem sido introduzidas para reduzir a carga tributária para famílias de renda mais baixa, a maioria dessas medidas acaba beneficiando famílias de renda mais alta (Pessino et al., 2023). Para

¹¹ Alguns tipos de cortes de ajuste são mais palatáveis para os eleitores do que outros. Por exemplo, o emprego público ou os cortes na massa salarial são fortemente favorecidos, enquanto os cortes na assistência social não. Ver Ardanaz et al. (no prelo) para mais detalhes.

¹² Ver Izquierdo, Pessino e Vuletin (2018).

atingir o objetivo inicial, seria mais eficaz e menos dispendioso restituir às famílias de menor rendimento o IVA integral que pagam, em vez de conceder-lhes taxas de imposto reduzidas ou nulas sobre muitos bens e serviços. Essas políticas direcionadas de reembolso de IVA, muitas vezes chamadas de IVA personalizado, já estão sendo implementadas em alguns países da região, como Uruguai e Equador. Futuras reformas do IVA deverão reduzir o tratamento preferencial em bens e serviços e proteger famílias de baixa renda por meio do reembolso do IVA. Esse tipo de reforma tem o potencial de aliviar a pobreza e aumentar a progressividade dos sistemas fiscais, uma vez que reduz as distorções de preços e, ao mesmo tempo, aumenta a arrecadação do IVA.

Outras despesas fiscais que os países da região devem rever são aquelas relacionadas ao tratamento preferencial no imposto de renda de pessoa jurídica, destinado principalmente a atrair investimento estrangeiro direto. Esses incentivos serão menos eficazes à medida que os países começarem a implementar o imposto mínimo global acordado no Marco Inclusivo sobre BEPS (erosão da base tributável e transferência de lucros), coordenado pela Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE). A introdução desses impostos mínimos globais implicará que as grandes empresas multinacionais da região pagarão pouco ou nenhum imposto sobre os lucros, porque os benefícios fiscais podem acabar por ser tributados nos países onde estão localizadas as suas sedes. Os governos devem eliminar o tratamento preferencial ou introduzir um imposto mínimo nacional para evitar que os lucros gerados na região sejam tributados por terceiros países que tenham implementado impostos mínimos globais. A Colômbia já avançou nessa direção. Outros países da América Latina e Caribe também devem introduzir o imposto mínimo global em suas jurisdições. Estimativas preliminares conservadoras sugerem que o impacto na receita da introdução de um imposto mínimo global pode exceder US\$ 3 bilhões anuais para a região da América Latina e Caribe (Barreix et al., 2022).

CAPÍTULO 4

Política monetária

Os bancos centrais da América Latina e Caribe responderam pronta e robustamente ao aumento da inflação global em 2021, iniciando ciclos de aperto à frente de outras economias emergentes e mais avançadas e implementando aumentos significativos das taxas de juros. Consequentemente, as taxas de inflação na região caíram acentuadamente, aproximando-se de suas metas, enquanto as expectativas de inflação de médio prazo permanecem ancoradas. Esse sucesso permitiu que os bancos centrais da região começassem ciclos de afrouxamento monetário antes dos Estados Unidos e da Zona do Euro, que mantiveram taxas de juros estáveis em suas últimas reuniões.

Apesar do potencial de novas reduções de juros na América Latina e Caribe em meio a preços mais baixos de commodities, inflação dentro da meta e consolidação fiscal, é preciso cautela. A escalada dos conflitos no Oriente Médio pode reverter a queda nos preços das commodities, e a trajetória das taxas de juros dos EUA permanece incerta. Grandes reduções de taxas de juros básicas podem enfrentar saídas de capital, depreciação da taxa de câmbio e aumentos de inflação, caso as expectativas de inflação não permaneçam ancoradas. Além disso, é provável que as tensões entre as autoridades fiscais e monetárias persistam, com custos de financiamento mais elevados afetando as políticas fiscais. No entanto, a independência dos bancos centrais, que merecem crédito pela queda atual das taxas de inflação, é imperativa e deve ser preservada.

Panorama da inflação

O aumento da inflação em 2021 foi altamente sincronizado entre os países da região, e o mesmo se aplica ao declínio subsequente nas taxas de inflação observado ao longo de 2023.¹ A taxa média de inflação anual na região subiu de 2,9% em janeiro de 2021 para o pico de 9,8% em julho de 2022. Desde então, caiu para 3,8% em dezembro de 2023 (Figura 4.1). Esse padrão é consistente mesmo entre países com diferentes regimes de política monetária.

Os países que atrelam suas moedas ao dólar — os fixadores — apresentaram as menores taxas medianas de inflação desde 2005. No entanto, sua dinâmica inflacionária

¹ Essa sincronia foi destacada no relatório do ano passado (Galindo e Nuguer, 2023b).

FIGURA 4.1 ● Taxas de inflação medianas nos diferentes regimes monetários



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

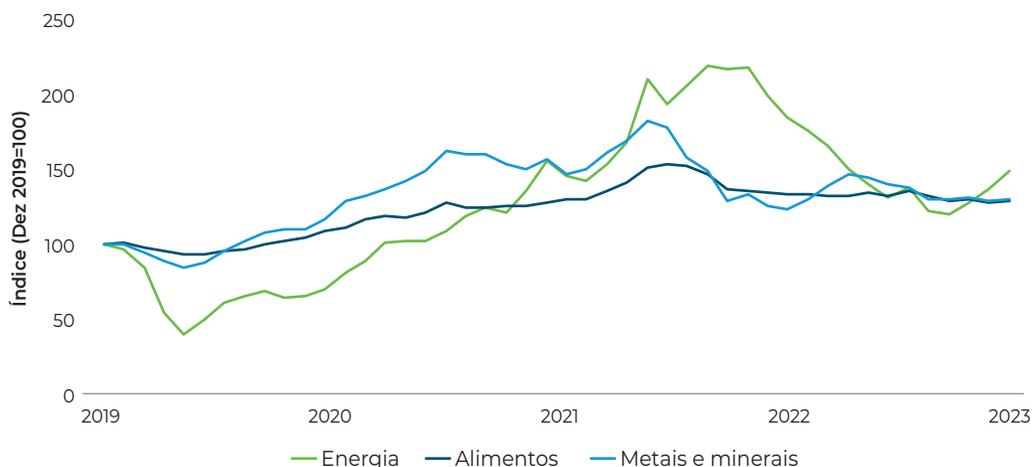
Notas: Essa figura mostra taxas de inflação medianas para diferentes regimes cambiais. Países com Metas de Inflação: Brasil, Chile, Colômbia, México e Peru; Intermediários: Argentina, Bolívia, Haiti, Honduras, Nicarágua, Trinidad e Tobago e Suriname; Fixadores: Bahamas, Barbados, Belize, Equador, El Salvador, Guiana, Panamá.

desde 2021 se assemelha muito à de países que adotam um regime de metas de inflação (países com metas de inflação) ou uma combinação de políticas (intermediários). De janeiro de 2021 a julho de 2022, as taxas medianas de inflação aceleraram em aproximadamente 610 a 750 pontos-base entre os grupos, seguidas por uma queda de cerca de 410 a 540 pontos-base desde então. O grupo intermediário experimentou o aumento mais substancial nas taxas de inflação, com a mediana atingindo um pico de 11,3% em agosto de 2022, antes de recuar para 5,2% em dezembro de 2023.

A comparação da taxa de inflação mediana da região com as dos Estados Unidos e da Zona do Euro revela a presença de um fator global que influencia a dinâmica da inflação recente (Figura 4.2, Painel A),² em sintonia com o comportamento dos preços de commodities, significativamente impactados por restrições de oferta, pelo aumento da demanda pós-Covid-19 e pela guerra na Ucrânia. Em meados de 2022, os índices de preços de grupos de commodities como energia, agricultura, metais e minerais subiram mais de 50 por cento em comparação com os níveis pré-pandemia (Figura 4.2, Painel B). Notavelmente, os preços de energia subiram mais de 100%, com um aumento nos preços do petróleo (WTI) de aproximadamente US\$ 55 antes da pandemia, para mais de US\$ 110 em meados de 2022.

No entanto, os preços das commodities começaram a recuar no segundo semestre de 2022 e continuaram a cair em 2023 (ver Quadro 4.1). Aliados às respostas de políticas dos bancos centrais da América Latina e Caribe e a medidas para consolidar os equilíbrios fiscais (Capítulo 3), os preços mais baixos das commodi-

² Ver Ayres e Chanto (2022), Ayres et al. (2023a) e Ayres et al. (2023b).

FIGURA 4.2 • Componente global na dinâmica da inflação**A. Taxas de inflação****B. Inflação dos preços das commodities**

Fonte: Cálculos da equipe do BID para a inflação anual com base em dados de bancos centrais e Haver Analytics. Para o índice de preços de commodities, foi usado o banco de dados da “Folha Rosa” (Pink Sheet) do Banco Mundial.

Nota: Inflação global mediana para Argentina, Barbados, Belize, Bolívia, Brasil, Chile, Colômbia, Costa Rica, República Dominicana, Guatemala, Guiana, Honduras, Haiti, México, Nicarágua, Panamá, Paraguai, Peru, El Salvador, Trinidad e Tobago e Uruguai.

ties contribuíram para um declínio nas taxas de inflação em toda a região. As taxas de inflação atuais são significativamente menores do que seus picos de meados de 2022, mas ainda excedem os níveis pré-2021 e suas metas. As principais questões são se esse padrão persistirá e quais esforços são necessários para que a inflação retorne às suas metas.

O aumento da inflação concentrou-se inicialmente nos preços de alimentos e energia, estendendo-se à economia em geral e elevando o núcleo da inflação (Figura 4.3, Painel A).

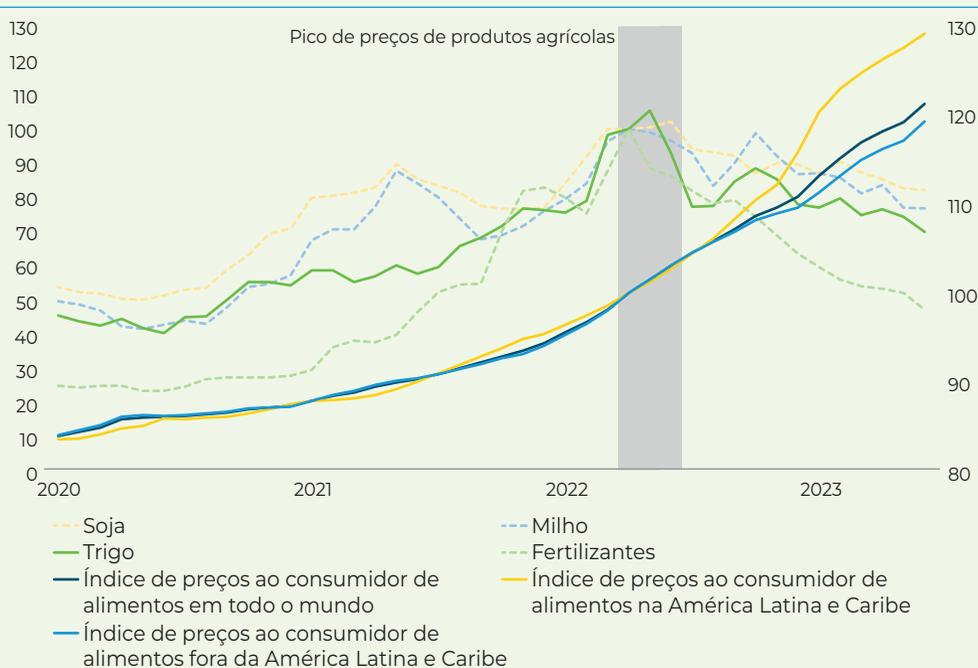
Essa tendência foi consistente em todos os países da região e ao redor do mundo, ressaltando uma influência global.³ Uma questão essencial é se o núcleo da inflação continuará a diminuir à medida que os preços de energia e alimentos recuarem. Compreender a magnitude e a persistência dos efeitos de segunda ordem é crucial, especialmente porque os altos preços de energia e alimentos permeiam outros setores da economia.

QUADRO 4.1 • Inflação de alimentos, preços de commodities agrícolas e preços de fertilizantes

Nos últimos anos, os altos preços de commodities agrícolas globais, como milho, trigo e soja, elevaram os preços de alimentos ao consumidor (IPC de alimentos) em todo o mundo. As famílias mais pobres foram particularmente afetadas, pois gastam uma fração maior do seu orçamento limitado em alimentos. A queda nos preços das commodities agrícolas nos últimos meses, no entanto, não lhes trouxe o alívio necessário. O IPC de alimentos diminuiu, mas em ritmo bem mais lento, mostrando muita persistência (Figura 4.1.1).

Para entender essa aparente assimetria na relação entre os preços de commodities agrícolas e o IPC de alimentos, Alviarez et al. (no prelo) mostram a importância de discernir se as mudanças nos preços das commodities agrícolas se devem a choques de demanda ou de oferta. Após

FIGURA 4.1.1 • Inflação de alimentos, preços de commodities agrícolas e preços de fertilizantes



Nota: Cálculos da equipe do BID com dados da “Folha Rosa” para Preços de Commodities do Banco Mundial e da FAOSTAT.

(continua na página seguinte)

³ Ver Galindo e Nuguer (2023a).

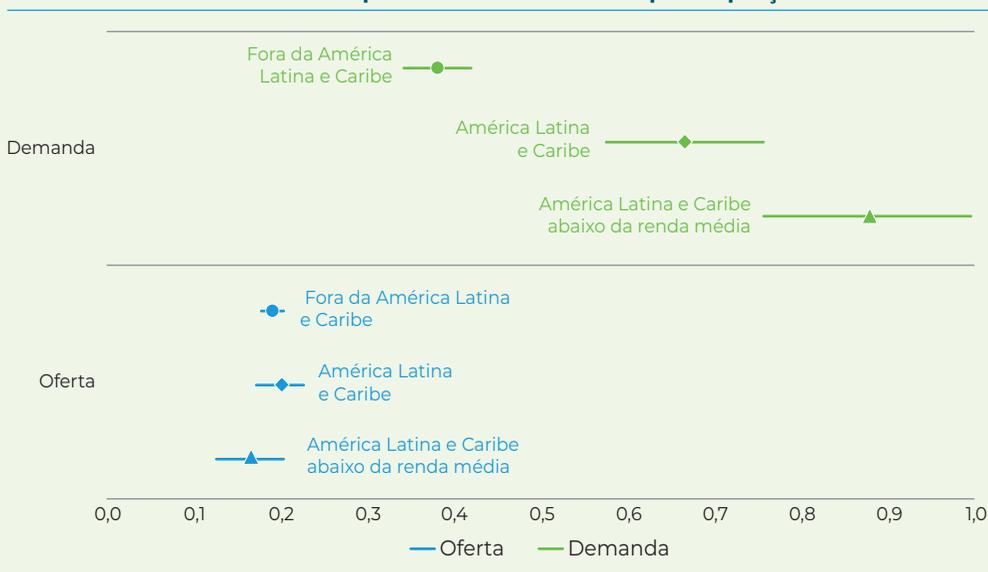
QUADRO 4.1 • Inflação de alimentos, preços de commodities agrícolas e preços de fertilizantes (continuação)

a pandemia, os preços globais das commodities agrícolas subiram à medida que a demanda se recuperou, enquanto a oferta permaneceu um tanto quanto restrita. O aumento do IPC de alimentos deveu-se, então, em grande parte, a um conjunto de choques de demanda. Em contraste, a recente desaceleração dos preços das commodities agrícolas globais está associada à recuperação da oferta, e não a um declínio da demanda. Como resultado, a queda recente no IPC de alimentos está mais ligada a choques do lado da oferta.

A análise econométrica em Alvarez et al. (no prelo) revela que o repasse dos preços globais das commodities agrícolas para o IPC de alimentos em um país médio é muito maior quando a variação dos preços das commodities agrícolas é liderada pela demanda, em comparação com o repasse induzido por choques de oferta. Assim, a aparente assimetria na relação entre os preços das commodities agrícolas e o IPC de alimentos pode decorrer de diferenças nas causas subjacentes da mudança nos preços das commodities agrícolas — seja devido a choques de oferta ou de demanda — e da composição desses choques.

A Figura 4.1.2 ilustra o repasse de um aumento de 1% no preço do milho no IPC de alimentos, dependendo de se o aumento do preço do produto se deveu a um choque de demanda ou de oferta, para três grupos de países: países de fora da América Latina e Caribe, países da América Latina e Caribe e países da região com rendas per capita inferiores à média regional. Para todos os três grupos de países, o impacto de uma mudança nos preços do milho é menor se essa mudança for impulsionada por choques de oferta. Em contraste, quando as mudanças nos preços do produto resultam de choques de demanda, o repasse é significativamente maior e varia mais amplamente entre os países. Portanto, se a queda mais recente nos preços das commodities agrícolas for em grande parte resultado da recuperação da oferta, a queda no IPC de alimentos pode demorar mais a ocorrer e ser relativamente fraca.

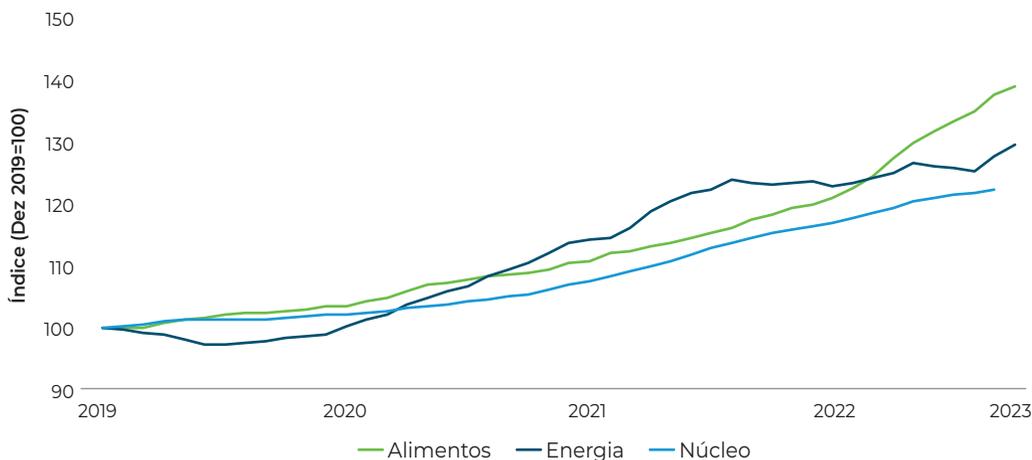
FIGURA 4.1.2 • Preços do milho e índice de preços ao consumidor de produtos alimentares: repasse médio de um choque de preços de 1%



Fonte: Ver Alvarez et al. (no prelo).

FIGURA 4.3 • Componentes da inflação global

A. Inflação mediana de alimentos e energia na América Latina e Caribe



B. Taxas de núcleo da inflação na América Latina e Caribe, Estados Unidos e Zona do Euro



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

Nota: Mediana da inflação de alimentos, energia e núcleo da inflação para Argentina, Brasil, Chile, Colômbia, Costa Rica, México e Peru. Núcleo médio anual da inflação (Painel B) para Argentina, Bolívia, Brasil, Chile, Colômbia, Costa Rica, República Dominicana, El Salvador, Guatemala, Honduras, México, Nicarágua, Paraguai, Peru, Trinidad e Tobago e Uruguai.

Notavelmente, os choques dos preços de energia explicam grande parte da variabilidade recente não apenas na inflação cheia, mas também no núcleo da inflação. Em resposta a um choque dos preços de energia, o núcleo da inflação aumenta, mas menos e com mais atraso do que a inflação cheia (Quadro 4.2). O núcleo médio da inflação na América Latina e Caribe atingiu o pico de 8,4% em setembro de 2022, dois meses após o auge da inflação mediana (Figura 4.3, Painel B). Isso sugere que, enquanto os preços das commodities permanecerem estáveis, as pressões inflacio-

nárias globais acabarão diminuindo, dando espaço para que os bancos centrais continuem reduzindo suas taxas. No entanto, esse cenário é incerto, tendo em conta os recentes acontecimentos no Oriente Médio, e exige um acompanhamento atento por parte dos bancos centrais.

Além disso, embora os preços de alimentos e energia tenham se estabilizado e as taxas de inflação estejam se aproximando das suas metas, os preços relativos de itens alimentares e energia continuam acima dos níveis anteriores a 2021, apesar da queda dos preços das commodities (ver Quadro 4.2). Em comparação com dezembro de 2019, o preço da energia em relação ao núcleo da inflação está 6% mais alto. Isso suscita questões redistributivas significativas, já que as famílias mais pobres gastam desproporcionalmente mais com esses itens de consumo.⁴

QUADRO 4.2 • Choque de commodities e núcleo da inflação

O modelo VAR Bayesiano (vetor autorregressivo estrutural) em Galindo e Nuguer (2023a) é estendido para estimar o impacto dos choques dos preços de commodities no núcleo da inflação. Esse modelo inclui a variação acumulada de 12 meses nos preços globais de commodities de energia e alimentos, bem como variáveis domésticas: depreciação da taxa de câmbio nominal, inflação, expectativas de inflação para os próximos 12 meses e núcleo da inflação. A estimativa foi realizada para países que adotam regimes de metas de inflação e possuem dados disponíveis para todas as variáveis desde 2008.

O estudo revela que, para a maioria dos países, o núcleo da inflação responde positivamente aos choques de preços de energia, porém em menor grau em comparação com a inflação cheia. Na Colômbia, a resposta imediata dos preços subjacentes é quase a mesma da dos preços gerais. Além disso, para todos os países, a resposta do núcleo da inflação a um choque do preço do petróleo é defasada. Em média, o pico da inflação cheia é observado 11 meses após os choques de preços de energia, enquanto o núcleo da inflação atinge seu máximo quatro meses depois. Essa constatação sugere que a queda nos preços do petróleo iniciada em 2022 pode ajudar a colocar a parte mais persistente da inflação próxima da meta. Mas também destaca os riscos que os desdobramentos recentes no Oriente Médio representam para a inflação daqui para frente.

O choque dos preços de energia foi um fator significativo do núcleo da inflação de 2019 a 2023 em todos os países, enquanto a variação nos preços globais de alimentos desempenhou um papel modesto na maioria dos casos. Em média, a variação exógena dos preços do petróleo explica 21% da variação do núcleo da inflação, enquanto os preços das commodities agrícolas explicam 8%. Além disso, o impacto dos preços de alimentos no núcleo da inflação é mais diverso entre os países do que o dos preços de energia. Para países como Costa Rica e República Dominicana, que dependem mais da importação de commodities, a variação da inflação global de alimentos explica, em média, 19% das mudanças na inflação subjacente.

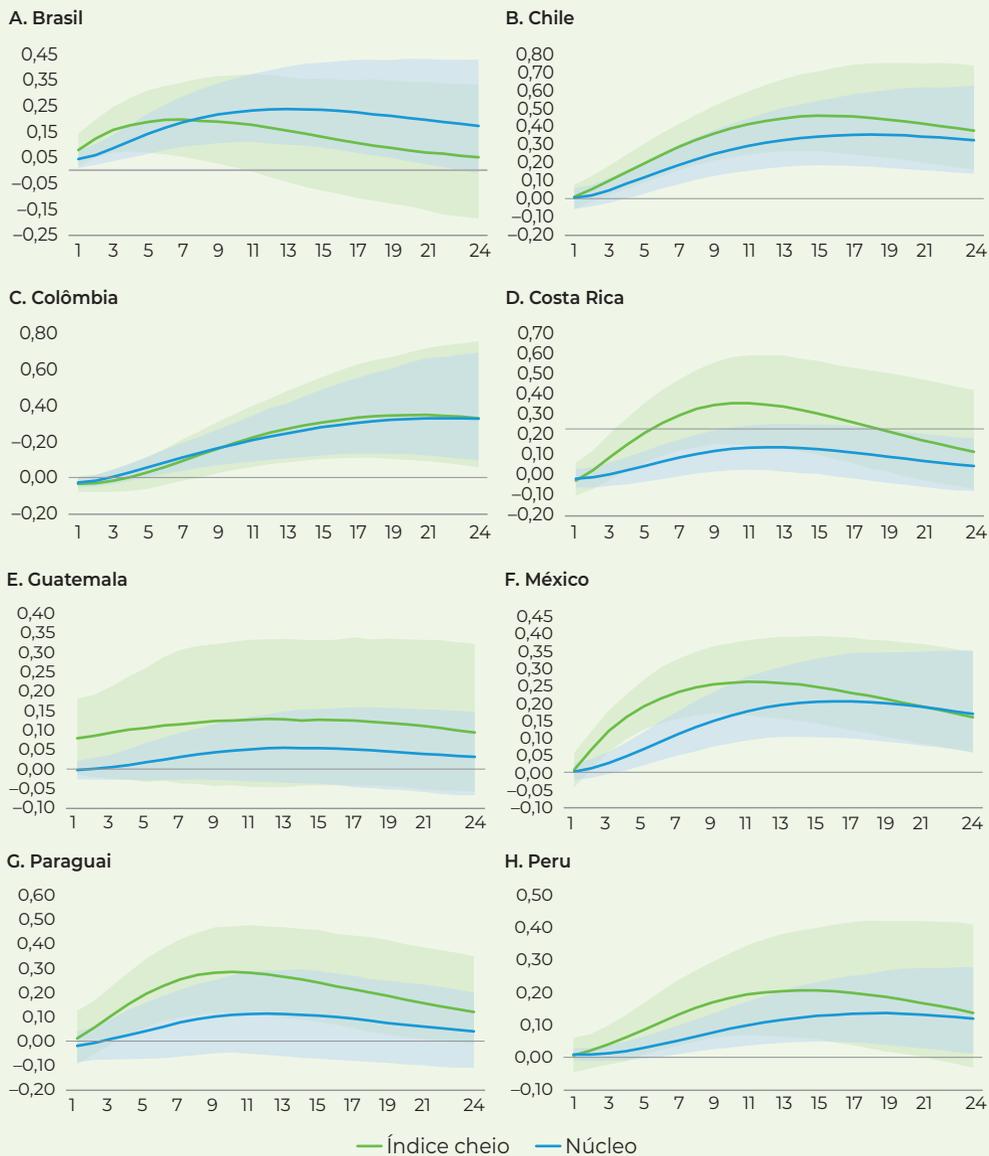
Em suma, esses resultados implicam que mesmo o componente mais estável da inflação pode ser afetado por flutuações recentes nos preços globais das commodities. A magnitude desse impacto varia de acordo com a condição de uma nação como exportadora ou importadora de

(continua na página seguinte)

⁴ Ver Cavallo e Powell (2021) e Nuguer e Powell (2020).

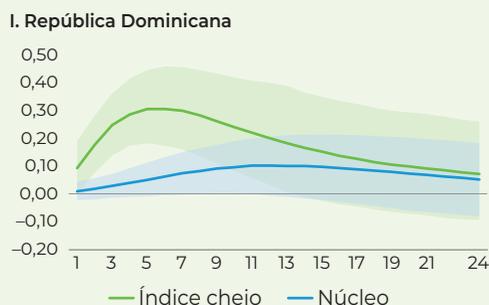
QUADRO 4.2 • Choque de commodities e núcleo da inflação (continuação)

FIGURA 4.2.1 • Função de impulso-resposta da inflação ao choque dos preços de energia

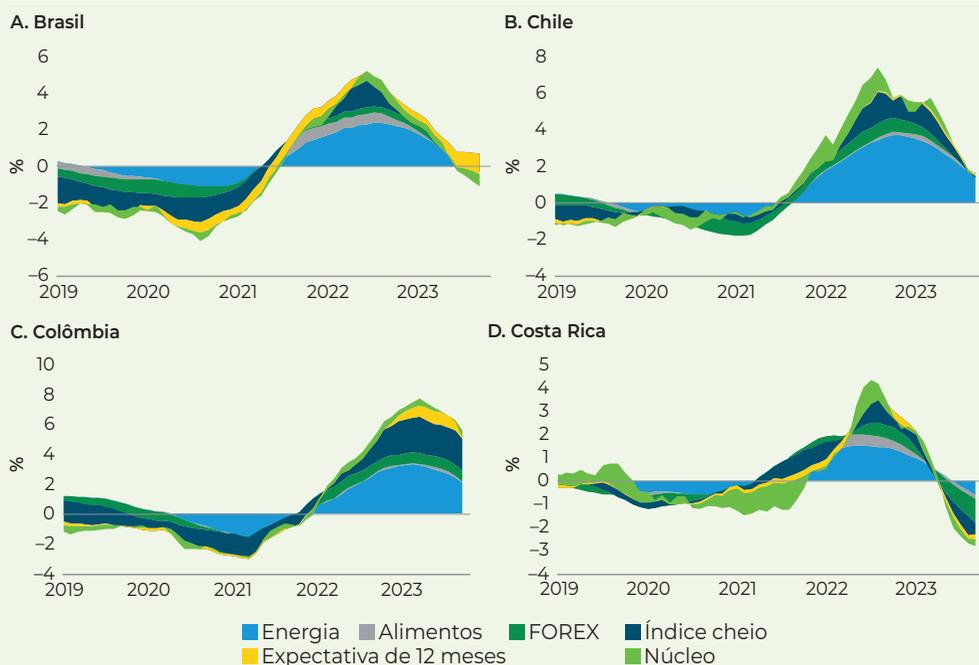


commodities, bem como a adoção de políticas para mitigar a transmissão de choques dos preços de energia aos preços domésticos de combustíveis. Portanto, a trajetória decrescente dos preços das commodities em escala global tem o potencial de facilitar a convergência da inflação cheia e do núcleo da inflação em direção à meta.

(continua na página seguinte)

QUADRO 4.2 • Choque de commodities e núcleo da inflação (continuação)**FIGURA 4.2.1 • Função de impulso-resposta da inflação ao choque dos preços de energia**

Fonte: Cálculos da equipe do BID com base na Haver Analytics e em dados dos bancos centrais.
 Nota: Resposta da inflação cheia e do núcleo da inflação a um choque de um desvio-padrão nos preços das commodities de energia. São informados os valores medianos e os intervalos de confiança de 95%.

FIGURA 4.2.2 • Decomposição histórica: núcleo da inflação

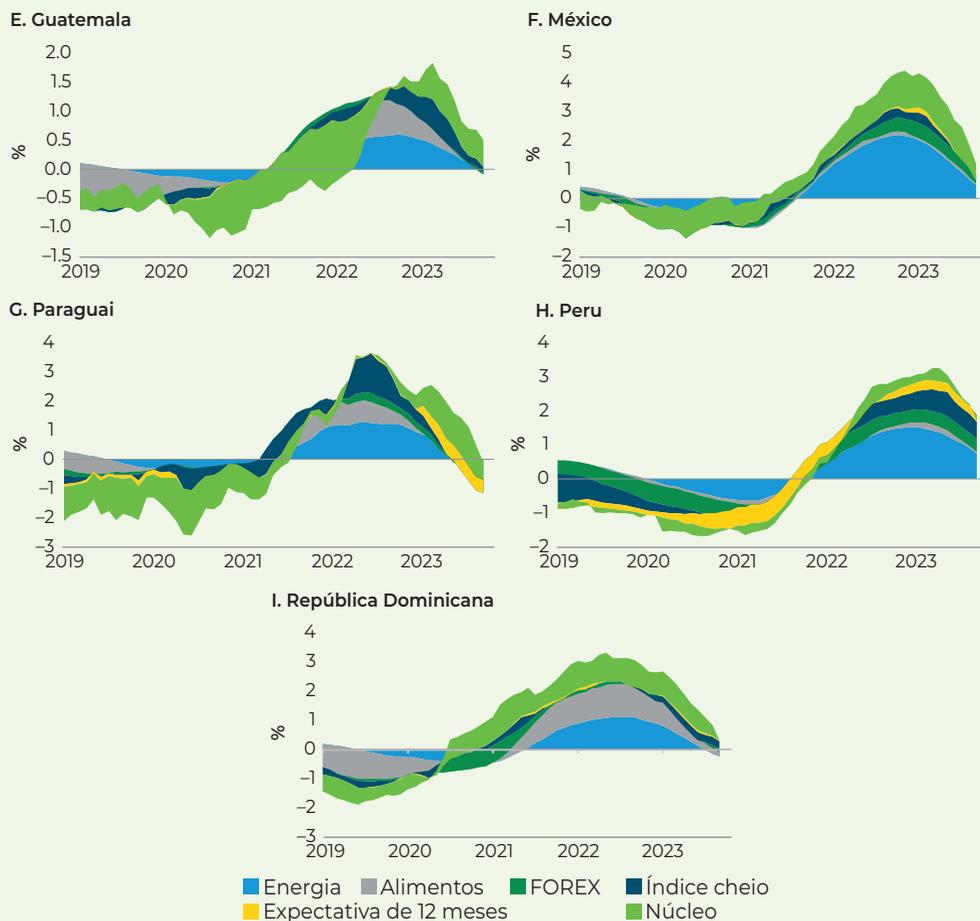
(continua na página seguinte)

A reação da política monetária para domar a inflação

Os bancos centrais da América Latina e Caribe que adotam regimes de metas de inflação responderam rápida e decisivamente ao aumento da inflação em 2021, efetivamente

QUADRO 4.2 • Choque de commodities e núcleo da inflação (continuação)

FIGURA 4.2.2 • Decomposição histórica: núcleo da inflação



Fonte: Cálculos da equipe do BID com base na Haver Analytics e em dados dos bancos centrais.
 Nota: Os números mostram a decomposição do núcleo da inflação para cada país explicada pelo modelo B-VAR estimado de acordo com Galindo e Nuguer (2023a). As diferentes cores das áreas correspondem a cada um dos choques no modelo B-VAR.

mantendo sua credibilidade e contendo a inflação.⁵ A taxa média de juros na região começou a subir em outubro de 2021, atingindo 8,8% em outubro de 2022 — 700 pontos-base acima da taxa do 1,8% do primeiro semestre de 2021 (Figura 4.4, Painel A). O Banco Central do Brasil liderou a trajetória ascendente, iniciando seu ciclo de aperto monetário em março de 2021 e aumentando significativamente os juros de 2% em fevereiro de 2021 para 13,75% em agosto de 2022 — uma alta geral de 1175 pontos-base.

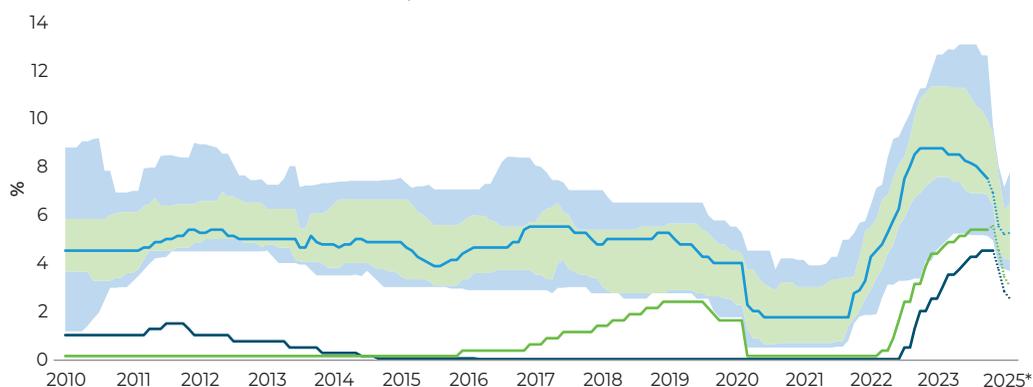
⁵ Os países da América Latina e Caribe com bancos centrais que adotam regimes de metas de inflação são Brasil, Chile, Colômbia, Costa Rica, República Dominicana, Guatemala, Jamaica, México, Paraguai, Peru e Uruguai.

Em contrapartida, o Federal Reserve e o Banco Central Europeu somente iniciaram seus ciclos de aperto em março de 2022 e julho de 2022, respectivamente. As taxas de juros dos EUA aumentaram do intervalo de 0%–0,25% em fevereiro de 2022 para o intervalo de 5,25%–5,5% em julho de 2023 — um aumento geral de aproximadamente 525 pontos-base. Na Zona do Euro, as taxas subiram de 0% em junho de 2022 para 4,5% em setembro de 2023 — um aumento geral de 450 pontos-base.

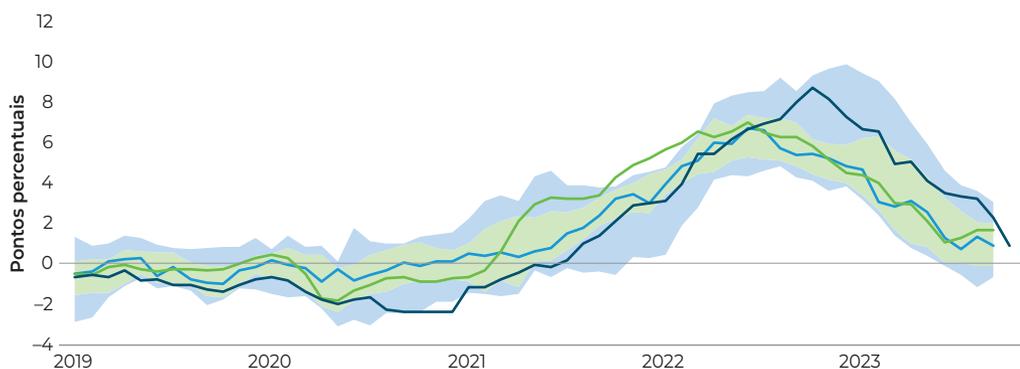
Apesar das diferentes dinâmicas das taxas de juros, os padrões de inflação foram notavelmente semelhantes nessas regiões. As taxas de inflação anual estavam cerca de 7pp acima da meta em meados de 2022, mas no final de 2023 já estavam dentro da faixa habitual de 2pp (Figura 4.4, Painel B). O mesmo se aplica às expectativas de inflação. Embora tenha permanecido abaixo ou dentro da meta na Zona do Euro, a expectativa anual de inflação de dois anos excedeu em 1pp a meta nos Estados Unidos e no país mediano da América Latina e Caribe (Figura 4.4, Painel C). Mas no final de 2023, todos

FIGURA 4.4 ● Taxas básicas e dinâmica da inflação entre regiões

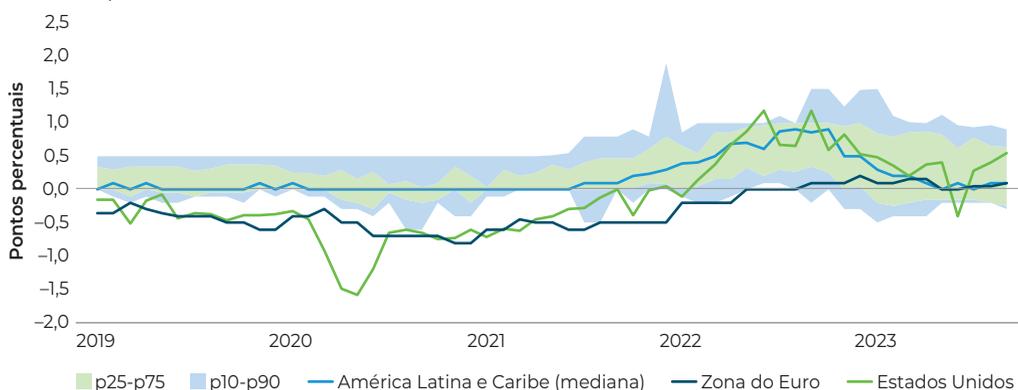
A. Taxas básicas na América Latina e Caribe, Estados Unidos e Zona do Euro



B. Taxas de inflação de 12 meses em relação à meta para América Latina e Caribe, Estados Unidos e Zona do Euro



(continua na página seguinte)

FIGURA 4.4 • Taxas básicas e dinâmica da inflação entre regiões (continuação)**C. Expectativas de inflação de 12 meses para um horizonte de dois anos em relação à meta para América Latina e Caribe, Estados Unidos e Zona do Euro**

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

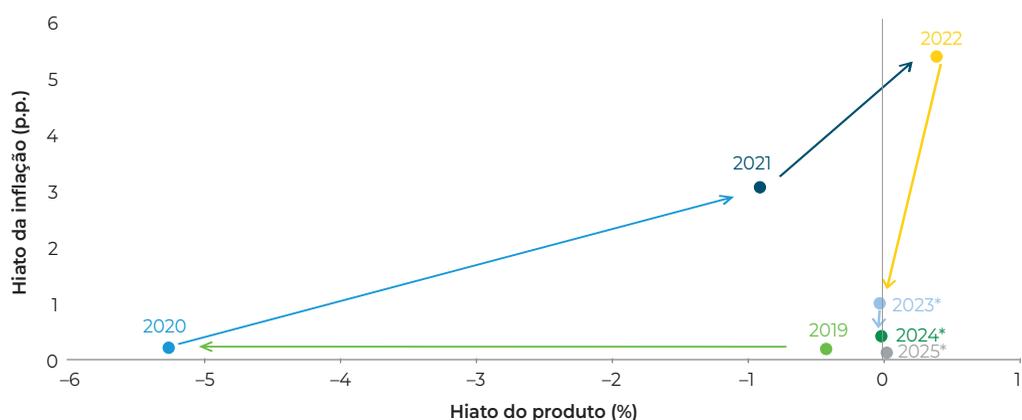
Nota: Taxa de juros básica mediana, taxa de inflação e inflação prevista para Brasil, Chile, Colômbia, México, Peru, Costa Rica, República Dominicana, Guatemala, Jamaica, Paraguai e Uruguai. (*) indica previsão.

voltaram à meta, embora as expectativas inflacionárias nos Estados Unidos tenham aumentado mais recentemente. Portanto, as políticas adotadas pelos bancos centrais foram suficientes para domar a inflação e reancorar expectativas inflacionárias.

Ao comparar a taxa básica de juros, a inflação e as expectativas de inflação da América Latina e Caribe com as dos Estados Unidos e da Zona do Euro, a conclusão é que o banco central mediano da América Latina e Caribe foi mais sensível ao recente aumento da inflação. Seu sucesso abriu caminho para que os bancos centrais da região embarcassem em ciclos de afrouxamento, com a taxa média de juros começando a cair em março de 2023 e ficando em 7% em dezembro de 2023.⁶ No entanto, apesar das expectativas de inflação ancoradas e da inflação atual próxima das metas, a previsão é que as taxas básicas na região deverão cair apenas gradualmente nos próximos anos. As expectativas do mercado preveem a taxa básica de juros em 5,3% e 4,9% no final de 2024 e 2025, respectivamente — níveis ainda acima das taxas pré-pandemia de cerca de 4%. Isso provavelmente reflete as expectativas do mercado de uma redução gradual das taxas de juros nos Estados Unidos e na Zona do Euro, aliadas a preocupações com a situação fiscal diante de níveis mais altos de endividamento. Os bancos centrais da região devem ter cautela para evitar reduções significativas nos diferenciais de taxas de juros em relação às economias mais avançadas, o que poderia desencadear saídas de capital, depreciações cambiais e pressões inflacionárias.

Embora as expectativas de mercado prevejam taxas de juros elevadas e um retorno da inflação à meta nos próximos anos, os hiatos do produto na região deverão girar em

⁶ A Costa Rica foi o primeiro país a iniciar seu ciclo de afrouxamento monetário, em março de 2023.

FIGURA 4.5 ● Inflação e hiato do produto

Fonte: Cálculos da equipe do BID com base em dados do FMI (2023a) e de bancos centrais.

Notas: Hiato da inflação é o desvio da inflação anual em relação à meta em pontos percentuais; hiato do produto é o desvio da produção anual em relação ao seu nível potencial. O Paraguai não está incluído nessa figura devido à falta de dados sobre o hiato do produto. (*) indica projeções do FMI (2023a).

torno de zero (Figura 4.5). Em um primeiro momento, o notável fechamento dos hiatos do produto desde 2020 foi associado a desvios maiores da inflação em relação às metas. Mas, desde 2022, o hiato do produto se aproximou de zero, enquanto os desvios da inflação encolheram significativamente. Isso ressalta como os bancos centrais efetivamente facilitaram um pouso suave — aumentando as taxas básicas para controlar a inflação sem induzir uma recessão (hiatos negativos do produto).

Os bancos centrais também contaram com outras ferramentas para atingir seus objetivos de estabilidade monetária e financeira. Isso foi particularmente verdadeiro durante a Covid-19, quando os bancos centrais expandiram significativamente seus balanços com uma série de políticas projetadas para injetar liquidez em suas economias. Tais políticas incluíram reduções nas reservas compulsórias e empréstimos subsidiados diretos ao setor privado por meio de financiamento monetário.⁷ A maioria dos bancos centrais começou a compensar essa expansão em 2022 e continuou a fazê-lo em 2023.⁸

A Tabela 4.1 classifica os países de acordo com a expansão de seus balanços patrimoniais em relação a dezembro de 2019, como proporção do PIB. Na maioria dos casos, os balanços dos bancos centrais expandiram-se apenas ligeiramente em relação a dezembro de 2019, indicando que a maioria deles avançou para a renormalização sem impor riscos significativos aos seus sistemas financeiros.⁹ No caso do Peru, por exemplo, o total de ativos/passivos de seu banco central como proporção do PIB aumentou 3,9 pp desde

⁷ Ver Cavallo e Powell (2021) e Neumeyer e Powell (2021).

⁸ Ver Galindo e Nuguer (2023b).

⁹ Ver capítulo 5 sobre a estabilidade financeira.

TABELA 4.1 • Expansão dos balanços patrimoniais dos bancos centrais desde dezembro de 2019

País	Ativos			Passivos				Última observação
	Crédito líquido a estrangeiros (líquido de avaliação cambial)	Crédito líquido a bancos	Crédito líquido ao governo	Base monetária	Passivos de esterilização	Outros passivos líquidos	Total ativos = passivos	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
Bolívia*	-8,3	4,7	14,5	7,6	0,0	3,4	11,0	Abril 2023
Brasil	-1,5	-1,0	2,4	-0,4	0,3	0,1	-0,1	Setembro 2023
Chile	0,3	10,4	0,3	1,1	8,1	1,8	11,0	Outubro 2023
Colômbia	1,3	-0,1	0,5	-1,2	0,1	2,8	1,7	Outubro 2023
Costa Rica	2,0	1,4	0,2	0,3	-0,8	4,2	3,7	Outubro 2023
Jamaica	8,6	-0,2	0,1	2,3	4,6	1,6	8,5	Outubro 2023
México	1,3	-0,1	0,6	1,8	-2,0	2,1	1,8	Outubro 2023
Paraguai	4,4	-0,5	-0,8	-0,3	0,3	3,1	3,1	Outubro 2023
Peru	5,1	0,3	-1,5	0,3	0,4	3,3	3,9	Outubro 2023
Uruguai	3,5	-0,1	-5,7	-2,1	1,1	-1,2	-2,2	Outubro 2023

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

Nota: * corresponde aos dados das Estatísticas Financeiras Internacionais (IFS) do FMI.

o final de 2019. Embora seu banco central tenha adotado políticas contracionistas que ajudaram a renormalizar o balanço, o aumento do PIB nominal entre os últimos trimestres de 2019 e 2023, principalmente devido à inflação, também desempenhou um papel significativo.

Para os casos de Chile, Bolívia e Jamaica, a expansão do balanço tem sido mais persistente e acentuada. No caso do Chile, o balanço ainda reflete as políticas implementadas durante a Covid-19, em que seu banco central concedeu crédito subsidiado aos bancos para auxiliar o setor produtivo, financiado principalmente com a emissão de passivos de esterilização. Na Bolívia, o banco central concedeu crédito ao governo, financiado por meio da expansão monetária ou da redução de suas reservas internacionais. Na Jamaica, o aumento do balanço reflete simplesmente a aquisição de reservas internacionais.

Taxas mais altas por mais tempo?

Os bancos centrais da América Latina e Caribe estão enfrentando um dilema crucial de política centrado no ritmo e na extensão de seus ciclos de afrouxamento monetário, especificamente em relação a reduções de juros. Embora a maioria dos bancos centrais da região tenha começado a reduzir as taxas de juros, tanto os mercados quanto os formuladores de políticas preveem um declínio gradual das taxas, conforme ilustrado na Figura 4.4, Painel A. Esse cenário ressalta um equilíbrio delicado.

Do lado positivo, vários fatores proporcionam aos bancos centrais flexibilidade para defender reduções mais pronunciadas das taxas de juros. Notavelmente, as taxas de inflação estão se aproximando de suas metas, as expectativas de inflação foram reancoradas com sucesso, medidas de consolidação fiscal foram adotadas e os preços das commodities sofreram um recuo. Coletivamente, esses fatores criam um ambiente favorável para que os bancos centrais reduzam ainda mais as taxas de juros. Além disso, as taxas de juros atuais impõem custos significativos aos governos e às empresas para o serviço de sua dívida, tornando novos cortes de taxas uma fonte potencial de alívio.

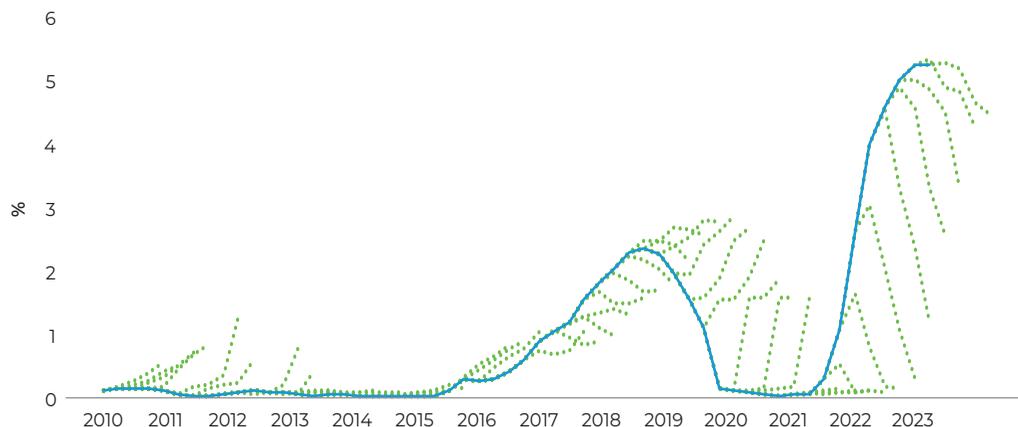
Por outro lado, há preocupações sobre potenciais consequências adversas associadas a reduções substanciais das taxas. Uma redução significativa das taxas poderia precipitar a depreciação cambial devido a saídas de capital, levando a um ressurgimento da inflação. Essa preocupação é acentuada pela expectativa de que a Federal Funds Rate dos Estados Unidos possa permanecer relativamente alta em 2024, o que poderia induzir saídas de capital quando os diferenciais de taxa de juros existentes forem reduzidos à medida que as taxas de juros caírem na região. No entanto, o fato de as moedas latino-americanas e caribenhas terem se apreciado significativamente enquanto os diferenciais de taxas de juros estavam altos pode indicar o contrário, uma vez que os bancos centrais da região reduzam ainda mais as taxas de juros.¹⁰ Além disso, as preocupações sobre a capacidade fiscal dos governos da região para administrar níveis mais altos de dívida persistem, agravando as consequências adversas das saídas de capital. Nesse contexto, uma consolidação fiscal mais ambiciosa é uma solução potencial que proporciona aos bancos centrais maior flexibilidade para implementar cortes de taxas mais profundos.

O exame da série histórica das taxas de juros nos Estados Unidos em conjunto com as expectativas que estiveram em vigor revela uma tendência dos mercados de prever taxas mais altas no futuro, o que pode não se concretizar, especialmente antes do início dos ciclos de afrouxamento (Figura 4.6, Painel A). No ciclo de aperto monetário iniciado em 2016, por exemplo, os mercados inicialmente esperavam que o ciclo terminasse mais cedo do que efetivamente ocorreu. No entanto, quando o ciclo de

¹⁰ Em dezembro de 2023, a apreciação média das moedas latino-americanas e caribenhas entre os países com metas de inflação ultrapassou 12% em relação à taxa de câmbio em dezembro de 2021, com alguns países experimentando uma apreciação de até 24%.

FIGURA 4.6 • Taxas básicas esperadas versus realizadas nos Estados Unidos e no Brasil

A. Taxas básicas e expectativas nos Estados Unidos



B. Taxas básicas e expectativas no Brasil



Fonte: Cálculos da equipe do BID com base em dados de bancos centrais.
 Nota: As linhas sólidas correspondem à taxa de juros realizada de 3 meses dos EUA e à taxa de juros brasileira. As linhas pontilhadas representam as expectativas dos analistas profissionais para a T-Bill dos EUA de 3 meses e a taxa de juros no Brasil.

aperto terminou, os mercados continuaram projetando juros mais altos para o futuro. No segundo trimestre de 2019, pouco antes do início do ciclo de afrouxamento, os mercados previam taxas em torno de 2,4% e 2,6% nos terceiro e quarto trimestres daquele ano, respectivamente; em vez disso, as taxas foram de 2% e 1,5%. A diferença entre as taxas esperadas e realizadas nesse curto intervalo foi substancial, sugerindo a ocorrência de um choque de política monetária inflacionária. Ainda assim, vale destacar que a inflação permaneceu baixa.

O Brasil seguiu um padrão semelhante na última década (Figura 4.6, Painel B). Durante os ciclos de aperto em 2014 e 2021, os mercados esperavam que o aperto terminasse mais cedo do que efetivamente ocorreu. E em julho de 2019, pouco antes do início

de outro ciclo de afrouxamento, os mercados previram que as taxas de juros permaneceriam em 6,5% até o final daquele ano. Contrariamente, as taxas chegaram a 4,5% em dezembro de 2019. Mais uma vez, isso sugere um choque de política monetária inflacionária, que não se traduziu em inflação mais alta.

Esses padrões sugerem que os bancos centrais podem surpreender os mercados com cortes mais substanciais de taxas básicas, sem necessariamente causar um aumento da inflação. No entanto, as taxas de juros estão atualmente muito mais altas do que no passado, e as reduções talvez precisem ser maiores, provavelmente pressionando mais a inflação. Finalmente, embora as autoridades fiscais defendam taxas mais baixas para reduzir os custos de financiamento, preservar a independência dos bancos centrais — uma conquista crucial na América Latina e Caribe — é fundamental. Os bancos centrais demonstraram sua capacidade para controlar a inflação ao mesmo tempo em que apoiam os governos durante crises, como a pandemia de Covid-19. A recente moderação da inflação e a reancoragem das expectativas inflacionárias ressaltam a importância de conceder aos bancos centrais autonomia para conduzir suas políticas monetárias de forma independente.

Uma abordagem cautelosa para reduzir as taxas de juros

Embora os bancos centrais da região possam acabar surpreendendo os mercados com o ritmo de redução das taxas de juros, até agora eles têm sido cautelosos em sua abordagem. Razões importantes podem estar por trás dessa estratégia.

Um padrão claro que emergiu quando os países da região com metas de inflação aumentaram rapidamente as taxas de juros em resposta ao aumento da inflação foi a apreciação substancial de suas moedas nos trimestres subsequentes. A Tabela 4.2 mostra a apreciação da taxa de câmbio para os diferentes grupos de países do pico ao mínimo, a partir de dezembro de 2021. Mostra, também, que a apreciação média para os países com metas de inflação foi de quase 13%, chegando a 24% para alguns deles,

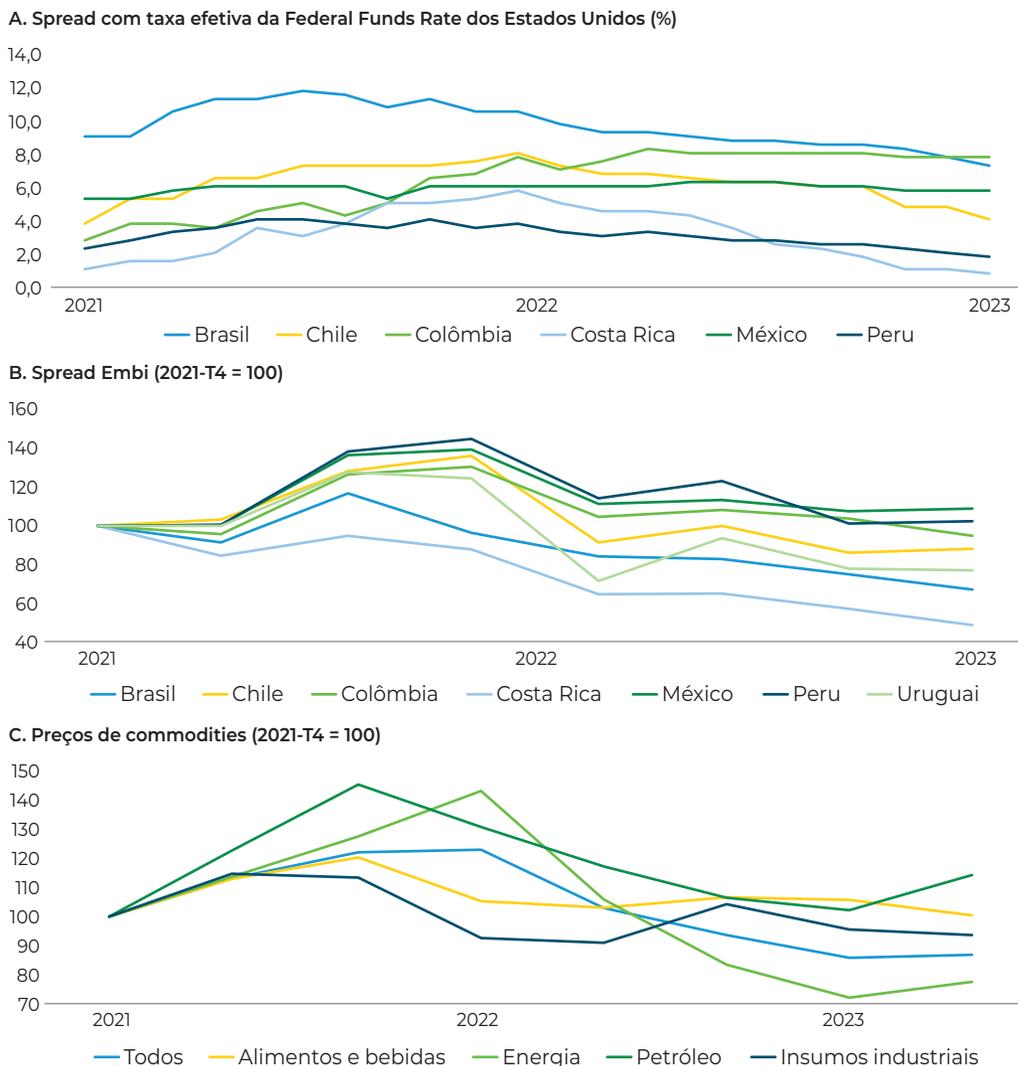
TABELA 4.2 • Apreciação da taxa de câmbio na América Latina e Caribe (dezembro de 2021 = 100)

	Média		
	Pico	Mínimo	Apreciação
Países com meta de inflação	105,3	92,7	12,5
Países intermediários	154,2	153,7	0,5
América Latina e Caribe	112,9	108,2	4,7

Fonte: Cálculos da equipe do BID com base no FMI (2023a), IFS e fontes nacionais.

Nota: Exclui Guiana e Venezuela em todos os casos. Países com metas de inflação incluem Brasil, Chile, Colômbia, México, Peru, Costa Rica, República Dominicana, Guatemala, Jamaica, Paraguai e Uruguai. O grupo intermediário é composto por Argentina, Bolívia, Haiti, Honduras, Nicarágua, Suriname e Trinidad e Tobago.

FIGURA 4.7 • Spreads das taxas de política dos bancos centrais, spreads do EMBI e preços de commodities



Fonte: Cálculos da equipe do BID usando dados da Bloomberg, IFS do FMI e fontes nacionais.

enquanto foi menor para o grupo intermediário. Essa apreciação foi útil para combater a inflação.

As taxas de câmbio apreciaram-se num contexto de diferenciais substanciais das taxas básicas dos bancos centrais em relação aos Estados Unidos (ver Figura 4.7, Painel A). Esses diferenciais permaneceram altos, apesar dos aumentos das taxas de juros nos Estados Unidos. A origem dessa apreciação parece estar relacionada mais a fluxos financeiros do que a fluxos reais. De fato, os spreads das taxas de juros dos bancos centrais

TABELA 4.3 • Correlação da conta financeira com as taxas de câmbio nos períodos de pico e de baixa

País	Correlação da conta financeira	Três principais indicadores (quando disponíveis)		
		Primeiro	Segundo	Terceiro
Brasil	-0,53***	Investimento em carteira	Ativos de reserva	
Chile	-0,74**	Investimento em carteira		
Colômbia	-0,59	Investimento em carteira	Outro investimento	Ativos de reserva
Costa Rica	0,27	Ativos de reserva		
México	-0,16	Derivativos financeiros	Outro investimento	Ativos de reserva
Peru	-0,73***	IED		
Uruguai	0,16	IED		

Fonte: Cálculos da equipe do BID com base no FMI (2023a), IFS e fontes nacionais.

Nota: As correlações são calculadas usando períodos disponíveis no momento da estimativa. ***1%, ** 5% de significância.

permaneceram altos, os spreads do EMBI caíram (Figura 4.7, Painel B), enquanto os preços das commodities diminuiriam (Figura 4.7, Painel C) ao longo desse período.

Além disso, como indicado na Tabela 4.3, a correlação entre a taxa de câmbio e a conta financeira foi relevante durante o período de apreciação para vários dos sete países com metas de inflação aqui analisados.¹¹ Em muitos casos, os fluxos de carteira parecem ter sido uma fonte decisiva dessa correlação.

Esses resultados oferecem alguma orientação, agora que os bancos centrais estão começando a reduzir as taxas de juros à medida que a inflação é domada. Se os Estados Unidos demorarem para reduzir as taxas de juros, diferenciais menores de taxas de juros decorrentes de taxas básicas menores na América Latina e Caribe podem levar a saídas financeiras e depreciação cambial. Por sua vez, isso pode estar em desacordo com a redução da inflação para as bandas desejadas da meta de inflação, especialmente se o repasse da taxa de câmbio (pass-through) for alto. Esse fator pode estar por trás da recente cautela dos bancos centrais ao reduzir taxas de juros e da adoção de uma abordagem gradual para a redução de taxas de juros.

¹¹ As taxas de apreciação ultrapassaram 5% nos países selecionados para este exercício.

CAPÍTULO 5

Mercados financeiros

Os mercados financeiros estão sob estresse desde o início da pandemia de Covid-19. Inicialmente, a culpa recaiu sobre os efeitos da própria pandemia; posteriormente, os culpados passaram a ser o pico inflacionário e a resposta de política necessária. No contexto de taxas de juros mais altas nos países desenvolvidos, os fluxos financeiros para a América Latina e Caribe desaceleraram em 2023. Déficits em conta corrente e déficits comerciais mais baixos em toda a região acompanharam essa tendência. Da mesma forma, o crédito nos mercados domésticos desacelerou, e a composição dos ativos das instituições financeiras permanece tendenciosa em relação aos riscos de crédito privado.

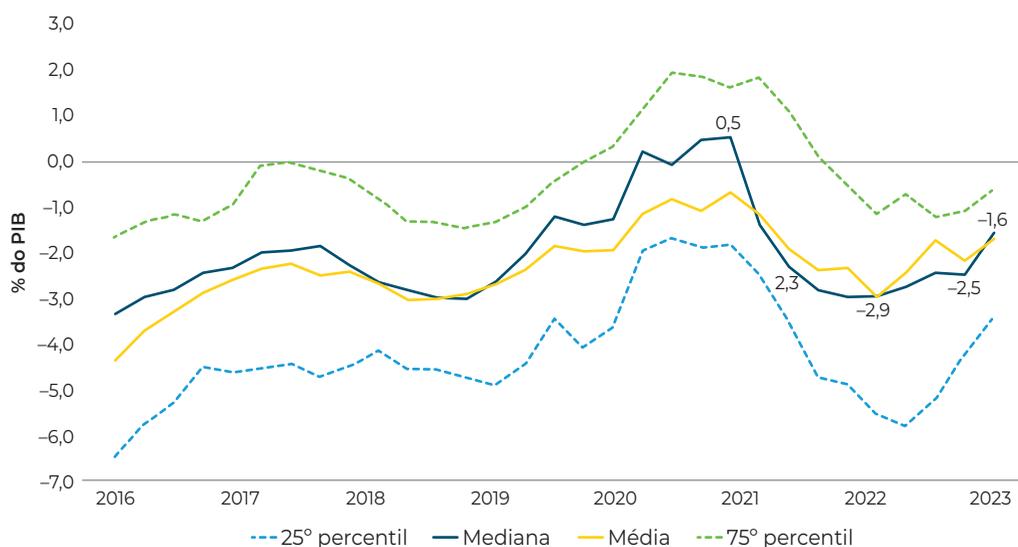
Este capítulo discute os principais desafios e riscos potenciais que América Latina e Caribe enfrentam nos mercados financeiros domésticos e internacionais. Apesar de choques financeiros importantes nos Estados Unidos, os mercados financeiros na América Latina e Caribe provaram ser resilientes. No entanto, as altas taxas de juros devem ser constantemente monitoradas nos mercados emergentes, uma vez que podem ser acompanhadas por uma volatilidade substancial de fluxo de capital. Além disso, a região da América Latina e Caribe continua vulnerável a paradas súbitas nos fluxos de capital (sudden stops), dadas as lacunas externas e fiscais que precisam ser corrigidas.

Tendências das contas externas

América Latina e Caribe enfrentaram condições financeiras um pouco mais restritivas no contexto de taxas de juros internacionais mais altas e de um pouso suave nas economias desenvolvidas. Nessas condições, o déficit em conta corrente do país mediano melhorou de 2,3% do PIB em 2021 para 1,6% no terceiro trimestre de 2023 (Figura 5.1).¹ Os déficits em conta corrente encolheram na maioria dos países da região. Seja no 25º ou no 75º percentil da distribuição, a tendência de correção do déficit em conta corrente é clara e contrasta com a expansão do déficit em conta corrente que prevaleceu

¹ Embora a região tenha apresentado uma recuperação em conta corrente, a expectativa é que termine 2023 com um déficit médio em conta corrente superior a 2% do PIB (FMI, 2023a).

FIGURA 5.1 ● Saldo em conta corrente



Fonte: Cálculos da equipe do BID com base em dados das Estatísticas da Balança de Pagamentos do FMI e fontes nacionais.

Nota: 2023 inclui a última observação disponível.

em 2022.² No entanto, algumas exceções permanecem: as economias dependentes de turismo apresentaram déficits em conta corrente maiores em 2023.

A redução dos déficits em conta corrente no país mediano caminhou lado a lado com a melhoria da balança comercial: -2,4% do PIB para o país mediano no terceiro trimestre de 2023, em comparação com -3,1% do PIB no terceiro trimestre de 2022 (Figura 5.2). No entanto, há maior heterogeneidade na distribuição da balança comercial. Por exemplo, no 75º percentil, a balança comercial piorou. Da mesma forma, nos países dependentes de turismo, bem como naqueles fortemente influenciados por remessas, as balanças comerciais também se deterioraram em relação a 2022.

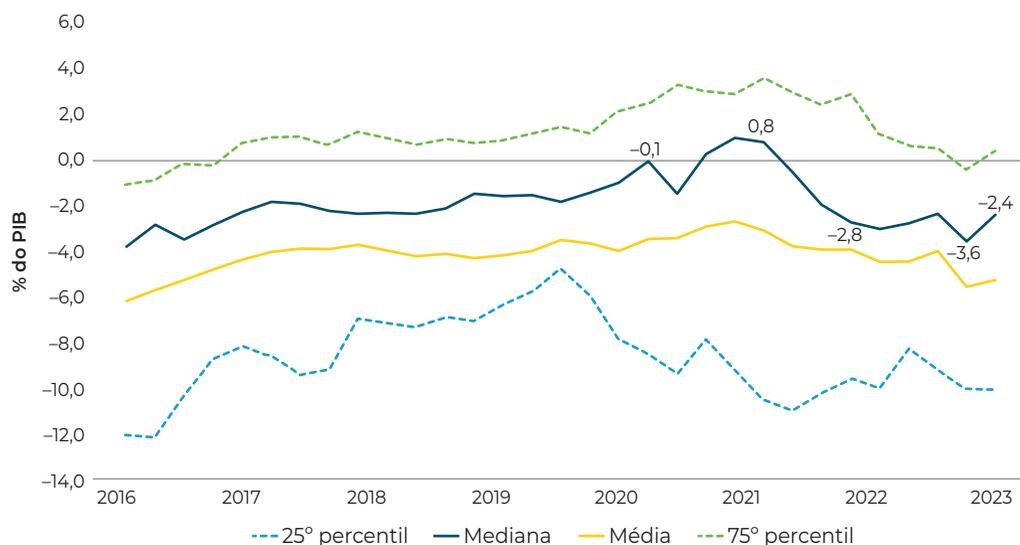
A balança financeira do país mediano da região contraiu de 3,3% do PIB (terceiro trimestre de 2022) para 1,3% do PIB (terceiro trimestre de 2023), refletindo condições financeiras mais apertadas (Figura 5.3). No entanto, o financiamento internacional continuou disponível para a região. Em 2024, os déficits em conta corrente deverão diminuir para o país mediano, assim como a necessidade de financiamento externo (Figura 5.4, Painel B). Todavia, a garantia do acesso a financiamento externo exigirá atenção contínua à consolidação fiscal como um objetivo fundamental de política (ver Capítulo 3).

A principal fonte de financiamento externo da região para 2024 é o investimento estrangeiro direto (IED), que deverá contribuir com 2,2% do PIB para o financiamento do déficit em conta corrente. O IDE é geralmente mais estável do que o investimento em

² A Guiana está excluída de todas as análises nesta seção, devido às suas recentes descobertas de petróleo e à transformação estrutural resultante.

carteira ou outros tipos de investimento, particularmente durante períodos de incerteza econômica global. Essa estabilidade foi útil para a região em 2023. No entanto, o IDE não está imune a flutuações, especialmente em economias estreitamente ligadas a setores

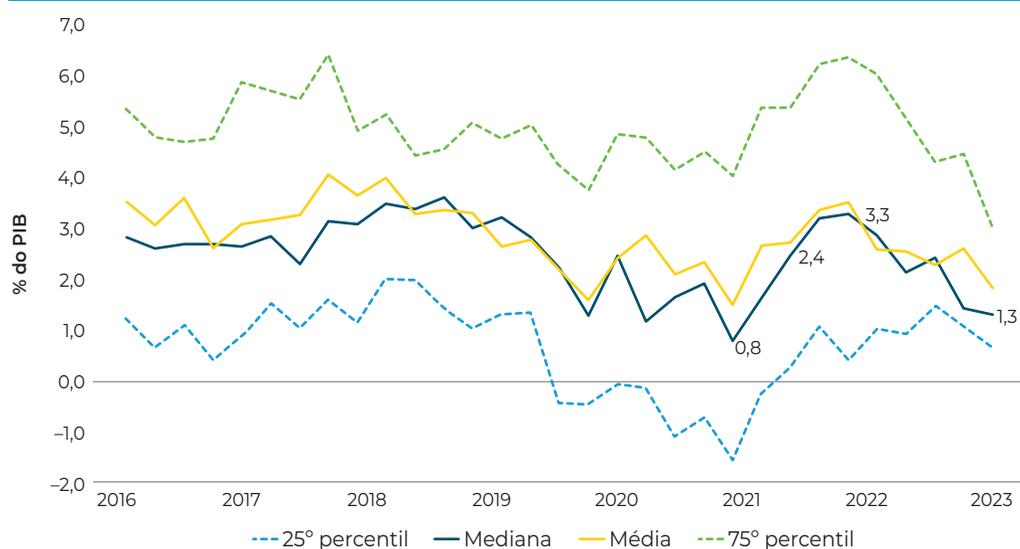
FIGURA 5.2 ● Balança comercial



Fonte: Cálculos da equipe do BID com base em dados das Estatísticas da Balança de Pagamentos do FMI e fontes nacionais.

Nota: 2023 inclui a última observação disponível.

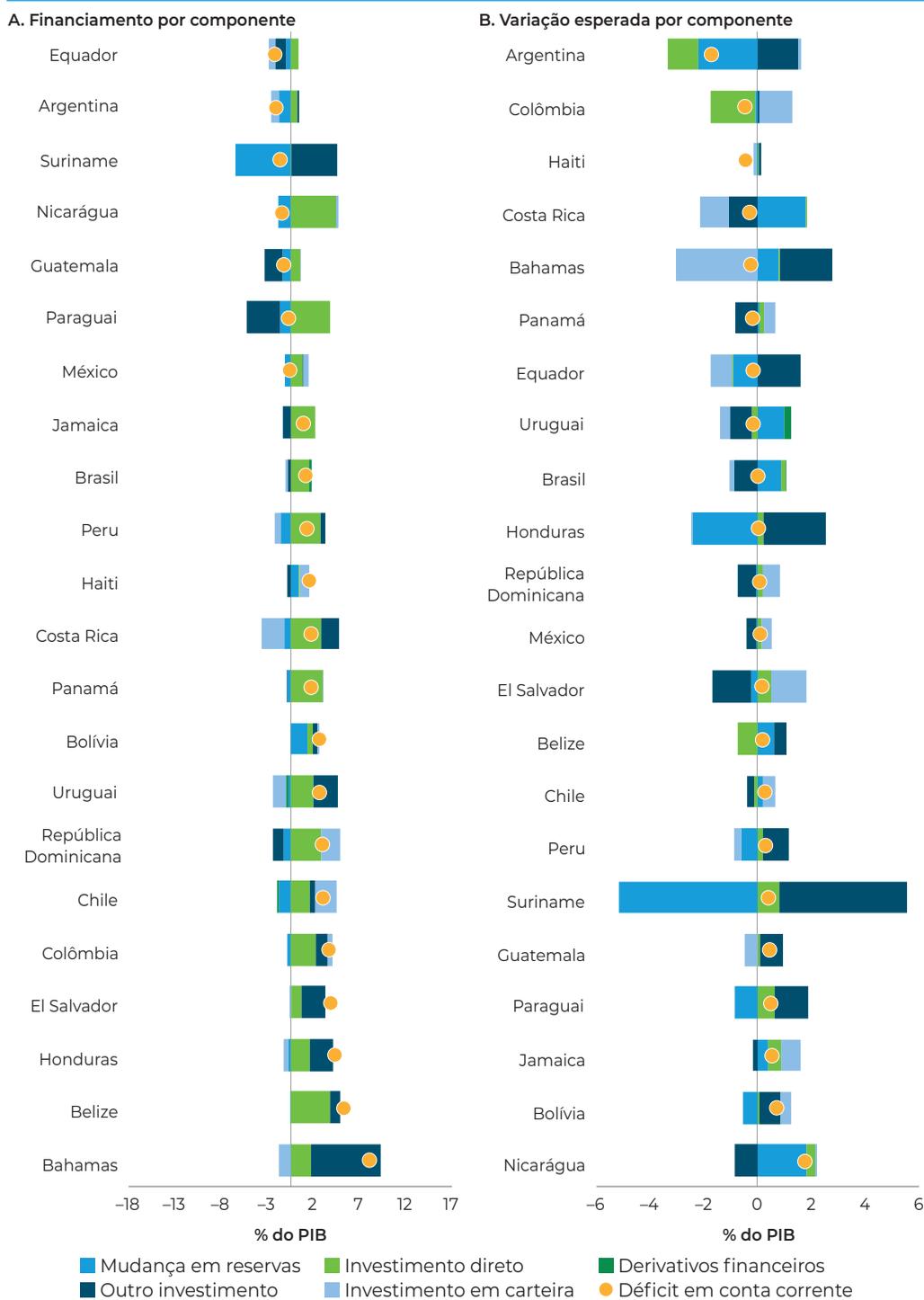
FIGURA 5.3 ● Saldo da conta financeira



Fonte: Cálculos da equipe do BID com base em dados das Estatísticas da Balança de Pagamentos do FMI e fontes nacionais.

Nota: 2023 inclui a última observação disponível.

FIGURA 5.4 • Financiamento externo (2024)



Fonte: Cálculos da equipe do BID com base em dados do FMI (2023a).

Nota: Barbados, Trinidad e Tobago e Venezuela estão excluídos devido à falta de dados, e Guiana devido à quebra estrutural na série.

de commodities, já que tende a seguir os preços das commodities. Isso é algo a ser monitorado em 2024, já que os preços das commodities tem sido voláteis recentemente.

A fonte adicional de financiamento que se destaca são os fluxos de “outros investimentos”, que incluem a dívida multilateral. Dada a desaceleração econômica prevista para a região em 2024 e a natureza contracíclica típica desse financiamento, é provável que a dívida multilateral compense uma parte da queda esperada nas entradas de capital privado (ver “outros investimentos” na Figura 5.4, Painel B, que ilustra mudanças no financiamento do déficit em conta corrente). Por outro lado, o investimento em carteira deverá ser relevante em apenas alguns países.

Risco de uma parada súbita nos fluxos de capital

A despeito da redução dos desequilíbrios em conta corrente e na balança comercial e da desaceleração das entradas de capital, taxas globais e prêmios de risco altos podem levar a uma maior volatilidade do que o habitual nos fluxos de capitais e, por conseguinte, os riscos para financiamento da conta corrente permanecem. Embora o déficit médio em conta corrente nos três primeiros trimestres de 2023 tenha sido de cerca de 2,1% do PIB, em alguns países da região eles ultrapassam 11% do PIB, apontando para vários casos em que uma parada súbita no financiamento poderia ser um problema importante.

Não é incomum que mercados emergentes enfrentem episódios de estresse financeiro após períodos de altas taxas de inflação e juros globais. Dada essa tendência, qual a probabilidade de uma parada súbita na região, hoje? A Tabela 5.1 mostra os principais fatores que tornam mais provável uma parada súbita, conforme identificados pela literatura: déficits em conta corrente, saldos fiscais consolidados e dolarização do passivo doméstico aumentam a probabilidade de uma parada súbita, enquanto as reservas internacionais diminuem essa probabilidade.³

O estado dessas variáveis é comparado a 2019 — pouco antes da crise de Covid em 2020 — e 2007 — véspera da Crise Financeira Global —, dois períodos durante os quais a região evitou com sucesso uma parada súbita.

Embora América Latina e Caribe tenham feito avanços importantes na redução de déficits fiscais primários (ver Capítulo 3), o aumento da conta de juros em 2023 levou a déficits fiscais consolidados significativos, que agora são ligeiramente maiores do que em 2019, mas substancialmente maiores do que em 2007. Os pioneiros da meta de inflação (IT, na sigla em inglês) mostraram desequilíbrios maiores do que outros grupos. Da mesma forma, a região vem reduzindo sua posição de déficit em conta corrente. Ainda assim, os déficits em conta corrente permanecem maiores do que em ambos os outros períodos de comparação; nessa área, os pioneiros em IT fizeram um trabalho melhor

³ Ver Calvo, Izquierdo e Mejía (2008) e Calvo, Izquierdo e Loo-Kung (2012).

TABELA 5.1 • Principais indicadores macroeconômicos de uma parada súbita na América Latina e Caribe

% do PIB	Saldo fiscal			Saldo em conta corrente			Dolarização do passivo*			Reservas		
	2007	2019	2023(p)	2007	2019	2023(p)	2007	2019	2023(p)	2007	2019	2023(p)
Pioneiros em IT	-0,8	-2,7	-3,5	0,0	-3,5	-1,9	6,1	9,2	7,9	10,1	16,5	15,6
IT mais recentes	0,0	-2,5	-3,2	-5,0	-0,9	-2,0	15,7	18,4	17,9	13,9	19,5	19,7
Intermediários	1,3	-3,7	-1,9	2,1	-1,1	-0,6	22,6	21,5	21,1	16,0	16,3	22,3
Fixadores	-0,2	-3,1	-3,1	-7,2	-2,6	-4,5	37,1	43,1	49,8	6,9	11,7	11,0
Mediana regional	0,1	-2,9	-3,1	0,9	-1,3	-2,7	19,1	19,0	17,9	12,9	16,3	15,6

Fonte: Cálculos da equipe do BID com base no FMI (2023a), IFS e fontes nacionais.

Nota: Todos os valores informados são medianas. Exclui Guiana, Barbados e Venezuela em todos os casos. Os pioneiros em IT (metas de inflação) incluem Brasil, Chile, Colômbia, México e Peru. A IT mais recente inclui Costa Rica, República Dominicana, Guatemala, Jamaica, Paraguai e Uruguai. O grupo intermediário é composto por Argentina, Bolívia, Haiti, Honduras, Nicarágua, Suriname e Trinidad e Tobago. O grupo Fixadores é formado por Bahamas, Belize, Equador, El Salvador e Panamá. (*) Dados sobre dolarização de passivos estão 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. (p) Última observação disponível.

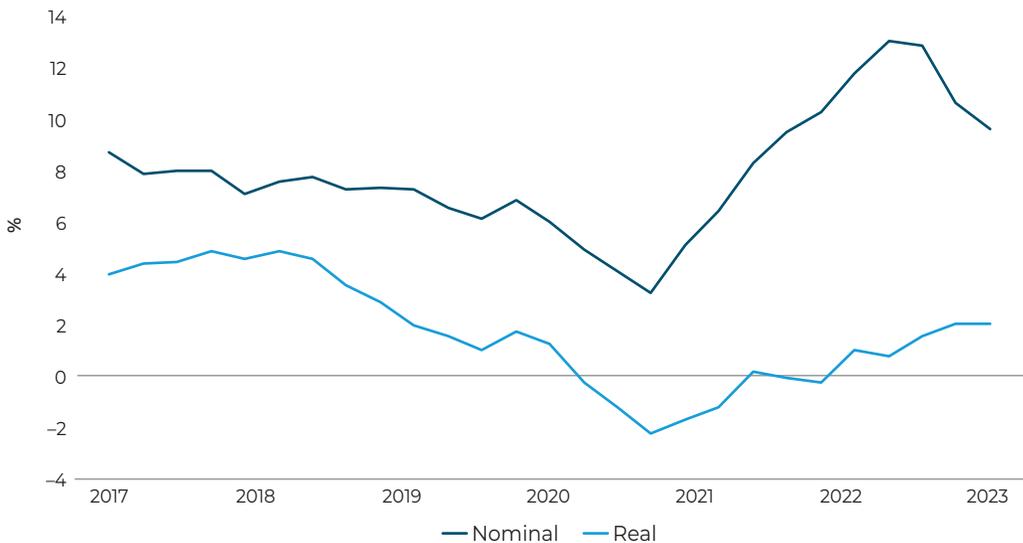
para fechar essa lacuna do que outros grupos. Quase todos os grupos da região baixaram seus níveis de dolarização do passivo doméstico, reduzindo a mediana regional para 2023. Por outro lado, as reservas internacionais caíram para o país mediano em 2023 em relação a 2019, mas permanecem maiores do que em 2007.

Como esses resultados devem ser lidos? Em média, e com exceção da dolarização do passivo doméstico, todos os determinantes de maior chance de uma parada súbita se deterioraram. Assim, é aconselhável cautela e monitoramento de riscos. Além disso, os níveis observados de reservas internacionais estão abaixo dos níveis ideais para um seguro contra paradas súbitas. Isso significa que os países da região devem continuar a fechar lacunas fiscais e externas, ao mesmo tempo que acumulam reservas.

Crédito e setor financeiro doméstico

Durante a pandemia de Covid-19, o crédito fornecido pelos bancos na América Latina e Caribe desacelerou. Os empréstimos contraíram-se acentuadamente, à medida que riscos desconhecidos aumentavam tanto para as instituições financeiras como para os mutuários.⁴ No entanto, com o recuo da pandemia, o mercado de crédito apresentou um notável ressurgimento (Figura 5.5). Em 2022, o crescimento nominal do crédito na

⁴ Ver Cavallo et al. (2022), Galindo e Powell (no prelo), Galindo e Nuguer (2023a) e Powell e Rojas-Suárez (2020) para discussões sobre a dinâmica dos mercados de crédito durante a Covid-19.

FIGURA 5.5 ● Crescimento do crédito

Fonte: Cálculos da equipe do BID com base nas Estatísticas Financeiras Internacionais do FMI.

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

região atingiu o pico impressionante de 13%. Em termos reais, o crédito passou da contração para uma taxa de crescimento de 1% no final de 2022. Essa virada sinalizou uma recuperação promissora.

No entanto, mudanças econômicas recentes, particularmente aumentos das taxas de juros para combater o aumento da inflação, afetaram a recuperação. Essas ações, como esperado, levaram a uma desaceleração no crescimento do crédito. A taxa de crescimento que havia atingido 13% desacelerou para aproximadamente 10% no terceiro trimestre de 2023. Essa desaceleração da expansão do crédito reflete o aumento do custo do empréstimo, que diminuiu o ímpeto adquirido na fase pós-pandemia e contribuiu para o aumento da inflação. A ligação entre mudanças nas taxas de política monetária e condições de oferta e demanda de crédito é forte em vários países da região (Quadro 5.1). O crédito recuperará o ímpeto à medida que a pressão inflacionária diminuir e as taxas de política monetária forem flexibilizadas. No entanto, dadas as defasagens com que a política monetária afeta o mercado de crédito, é improvável que uma recuperação ocorra em 2024, o que pode ser um dos fatores que explicam as minguidas perspectivas para o ano (Capítulo 1).

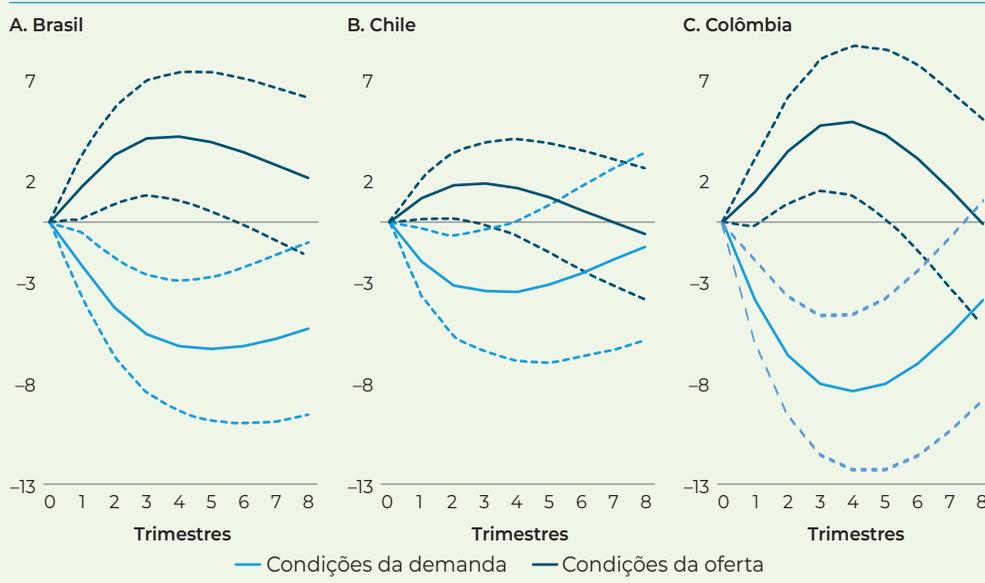
Apesar da dinâmica mais lenta no crescimento do crédito, a saúde financeira dos sistemas bancários na América Latina e Caribe parece robusta quando avaliada com base em indicadores tradicionais de saúde financeira. Um dos principais marcadores dessa resiliência é o retorno aos níveis de rentabilidade pré-Covid, conforme evidenciado pelo

QUADRO 5.1 • Política monetária e condições de crédito

Um dos canais pelos quais a política monetária afeta a inflação é o canal de crédito. Como definido por Bernanke e Gertler (1995), esse canal refere-se à forma como mudanças na política monetária, por meio de ajustes nas taxas de juros da política monetária e reservas compulsórias, afetam a inflação via mecanismos de crédito. Esse canal inclui dois subcanais principais: o canal de custo de capital, associado à demanda de crédito, e o canal de crédito amplo, associado à oferta de crédito.

O canal de demanda refere-se ao fato de que a política monetária afeta o nível das taxas de juros de mercado — o custo de capital — que determina as decisões de investimento e consumo. Isso, portanto, modifica as opções de demanda de crédito. O canal de oferta de crédito é mais complexo, pois funciona de duas formas diferentes. Uma delas é o canal de crédito bancário, que opera por meio dos balanços de intermediários financeiros, como bancos e outros credores. Quando a política monetária afeta as taxas básicas de juros, ela altera o prêmio de financiamento externo para os credores, influenciando, assim, sua capacidade para conceder crédito. Esse impacto na oferta de crédito decorre diretamente de mudanças na política monetária.

FIGURA 5.1.1 • Choques nas taxas de política monetária e nas condições do mercado de crédito



Fonte: Bebczuk, Delgado e Galindo (no prelo).
 Nota: Os números representam a resposta da demanda por crédito e das condições de oferta a um choque de 1 ponto percentual na taxa básica de juros. O modelo subjacente é um VAR que inclui o log do PIB, o log de preços ao consumidor, as medidas das condições de demanda e oferta e a taxa de referência da política monetária, e é estimado com métodos bayesianos. As condições de demanda e oferta são extraídas de pesquisas realizadas pelos bancos centrais para avaliar o estado dos mercados financeiros. Um aumento na medida das condições de oferta significa que a porcentagem de intermediários que aplicam critérios financeiros mais rigorosos para conceder crédito aumentou. Um aumento de 1 ponto deve ser interpretado como um aumento líquido de 1% dos intermediários que endureceram suas normas. Uma diminuição no índice de condições de demanda indica a parcela líquida de intermediários que consideraram que os balanços de empresas e famílias se deterioraram. Uma diminuição de 1 ponto deve ser interpretada como um aumento de 1% na quota líquida de intermediários financeiros, tendo em conta que a força dos mutuários se deteriorou.

(continua na página seguinte)

QUADRO 5.1 • Política monetária e condições de crédito *(continuação)*

O segundo, denominado canal do balanço patrimonial, funciona através do impacto das mudanças nas taxas de juros da política monetária no valor dos ativos detidos por famílias e empresas, que podem ser usados como garantia de empréstimos (como habitação, no caso de empréstimos hipotecários, e outros ativos, no caso de empréstimos corporativos) ou no seu patrimônio líquido global. Variações na política monetária podem alterar esses valores, afetando a capacidade de acesso do mutuário (empresas e famílias) ao crédito. Nesse caso, o risco percebido e o patrimônio líquido do mutuário influenciam as condições do empréstimo e a disponibilidade de crédito.

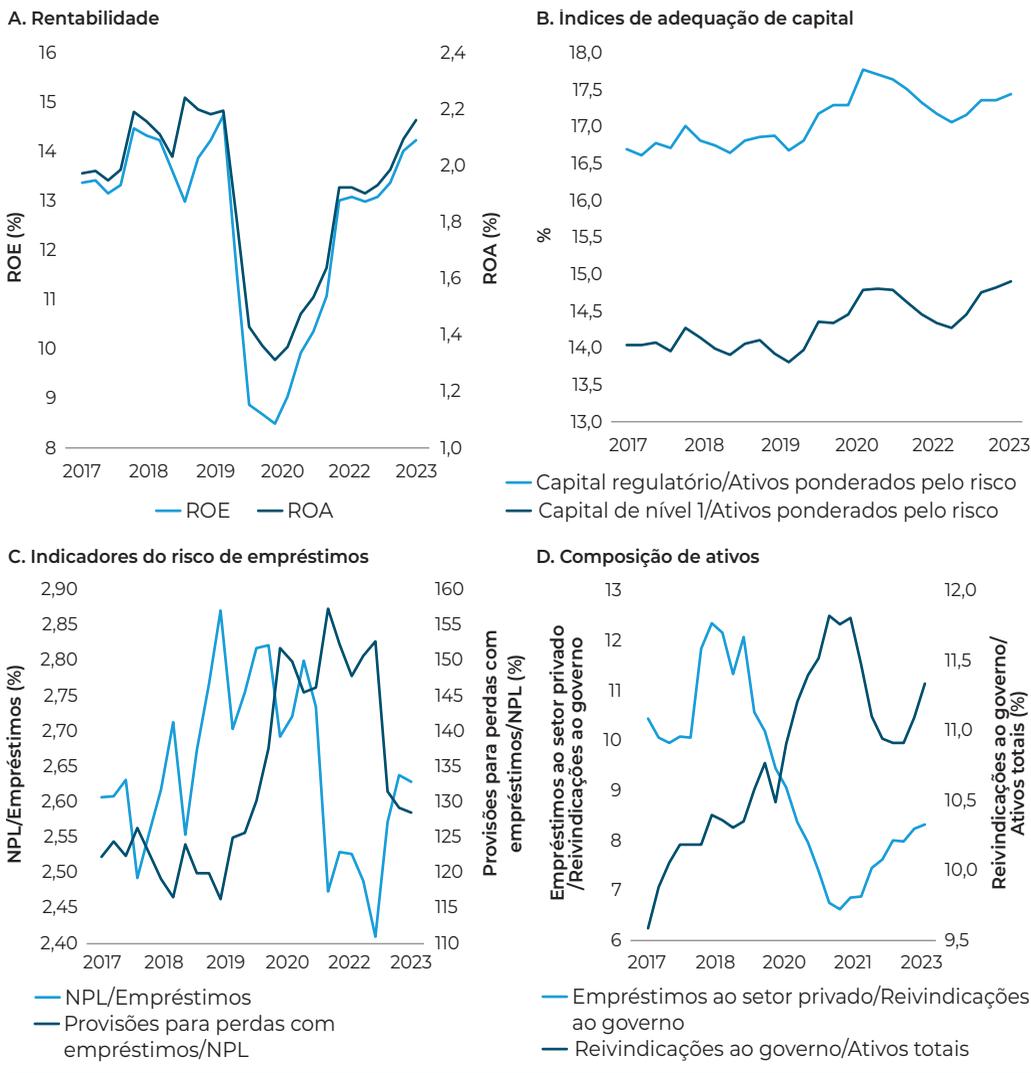
Seguindo trabalhos anteriores para a Europa e os Estados Unidos de Ciccarelli, Maddaloni e Peydró (2015), Bebczuk, Delgado e Galindo (no prelo) estimam modelos VAR Bayesianos para avaliar como mudanças de política monetária afetam os mercados de crédito em alguns países da América Latina e Caribe. Usando pesquisas de bancos centrais sobre as condições do mercado de crédito para explorar como as mudanças nas taxas de juros da política monetária afetam a oferta e a demanda de crédito no Brasil, no Chile e na Colômbia, os autores constataam que um aumento de 1 ponto percentual nas taxas de política monetária diminui a procura por crédito (linhas azuis da Figura 5.1.1), aumentando, simultaneamente, o rigor das decisões de concessão de crédito pelos intermediários financeiros (linhas verdes da Figura 5.1.1). A combinação desses fatores contribui para a redução da expansão do crédito e permite que o canal de crédito da política monetária opere.

Retorno sobre Ativos (ROA, na sigla em inglês) e Retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE, na sigla em inglês). Esses indicadores se recuperaram para níveis pré-pandêmicos (Figura 5.6, Painel A). Essa recuperação da rentabilidade é um sinal positivo, sugerindo que os bancos navegaram com eficácia pelos desafios impostos pela pandemia e pelas subsequentes flutuações econômicas.

Outro sinal encorajador é o aumento constante dos indicadores de adequação de capital em termos de capital total e de Nível 1 (Figura 5.6, Painel B). Essas medidas são cruciais, uma vez que refletem a capacidade dos bancos para suportar estresse financeiro e absorver perdas. O aumento consistente desses indicadores desde a pandemia indica que os bancos da região têm construído buffers financeiros mais fortes, aumentando, assim, sua resiliência contra eventuais choques. Esse é um aspecto vital da estabilidade financeira, especialmente em meio a incertezas econômicas.

Embora o montante de capital que os bancos detêm na região pareça adequado, seu valor depende, em última análise, de sua alta qualidade. O acordo de Basileia III sobre regulação e supervisão financeira salienta a importância da qualidade do capital. Os países da América Latina e Caribe adotaram rapidamente o Basileia III (Quadro 5.2). Mais da metade dos países da região hoje usam alguma versão do Basileia III no seu quadro de requisitos de capital, incluem buffers de conservação de capital em seus requisitos e têm ou buffers de capital contracíclico ou provisão. Além disso, quase todos avançaram para uma definição rigorosa de capital de Nível 1, principalmente com base em capital

FIGURA 5.6 • Indicadores do sistema bancário



Fonte: Cálculos da equipe do BID com base nos Indicadores de Solidez Financeira do FMI para rentabilidade, índices de adequação de capital, indicadores de risco de empréstimos e ativos ponderados pelo risco. Para reivindicações dos setores público e privado, foram usadas as Estatísticas Financeiras Internacionais do FMI.

Nota: A amostra inclui Argentina, Barbados, Belize, Bolívia, Brasil, Chile, Colômbia, Costa Rica, Equador, El Salvador, Guatemala, Honduras, México, Nicarágua, Panamá, Paraguai, Peru, Trinidad e Tobago e Uruguai. A figura relata os valores médios dos agregados de toda a economia nos países incluídos na amostra. ROE = return on equity (retorno sobre o patrimônio líquido). ROA = return on assets (retorno sobre ativos). NPL = nonperforming loans (empréstimos não produtivos).

comum, e 60% incluíram um índice de alavancagem para além do seu requisito de capital tradicional.⁵ Esses desdobramentos, combinados com requisitos de liquidez em mais de 60% dos países da região, sugerem que os marcos regulatórios se ajustaram positivamente aos padrões internacionais.

⁵ Ver Celis, Galindo e Rojas-Suárez (no prelo) para detalhes.

Embora os empréstimos não produtivos (NPL, na sigla em inglês) tenham aumentado durante 2023, eles permanecem em níveis relativamente baixos (Figura 5.6, Painel C). Empréstimos não produtivos são empréstimos inadimplentes ou próximos da inadimplência, e um aumento desses empréstimos pode ser uma preocupação para a estabilidade financeira. No entanto, o fato de os NPLs parecerem adequadamente cobertos por provisões para perdas com empréstimos é tranquilizador. No terceiro trimestre de 2023, no país médio, as provisões para perdas com empréstimos situavam-se em 130% do valor dos empréstimos não produtivos. A cobertura adequada de NPLs por provisões para perdas com empréstimos indica que os bancos tomaram medidas prudentes para gerenciar os riscos de crédito, especialmente durante a pandemia de Covid-19, ressaltando ainda mais a saúde geral dos sistemas financeiros na América Latina e Caribe.

QUADRO 5.2 • Regulação de capital na América Latina e Caribe

Nos últimos anos, pelo menos desde a crise financeira global de 2008, tem havido muita discussão sobre o que constitui capital de alta qualidade. Em 2011, o Comitê de Basileia para Supervisão Bancária emitiu um conjunto abrangente atualizado de regulamentos bancários, principalmente destinados a melhorar a estabilidade do sistema bancário global por meio de requisitos rigorosos de capital, conhecidos como o acordo de Basileia III. Dentre esses regulamentos destaca-se a necessidade de os bancos manterem índices de capital mais elevados, que lhes garanta um buffer financeiro mais forte contra potenciais perdas. A ênfase na qualidade do capital também é intensificada, com foco maior no capital de Nível 1, particularmente o Common Equity Tier 1 (índice de capital principal), que inclui ativos como ações ordinárias e lucros acumulados. Além disso, Basileia III introduz o conceito de buffers contracíclicos, criados para serem construídos em momentos de bonança econômica e usados durante períodos de estresse financeiro, ajudando os bancos a manter o fluxo de crédito durante períodos de recessão.

O acordo também inclui um índice de alavancagem não baseado em risco para conter a alavancagem excessiva no setor bancário. Os índices de alavancagem apresentam uma vantagem significativa no marco regulatório bancário, em particular complementando os requisitos de capital ponderados pelo risco. Sua simplicidade e transparência os tornam fáceis de calcular e entender, oferecendo uma medida clara da alavancagem de um banco, sem as complexidades e potenciais manipulações de modelos baseados em risco. Trata-se de um controle essencial contra a subestimação de riscos, uma potencial deficiência de medidas baseadas em ativos ponderados pelo risco. Também facilitam comparações mais diretas e benchmarking de bancos em várias regiões, garantindo que o crescimento dos ativos de um banco seja adequadamente equilibrado com sua base de capital próprio, contribuindo para um ambiente regulatório mais robusto.

Complementando os requisitos de capital, Basileia III estabelece padrões mínimos de liquidez, como o Índice de Cobertura de Liquidez (LCR) e o Índice de Captação Estável Líquida (NSFR), para garantir que os bancos tenham ativos líquidos suficientes para obrigações de curto prazo e incentivar o financiamento estável de longo prazo.

Com base em uma pesquisa de bancos centrais e conselhos de supervisores financeiros na América Latina e Caribe, Celis, Galindo e Rojas-Suárez (no prelo) destacam como a região

(continua na página seguinte)

QUADRO 5.2 • Regulação de capital na América Latina e Caribe (continuação)

TABELA 5.2.1 • Regulamentos de capital e liquidez na América Latina e Caribe

País	Marco regulatório para requisitos de capital	Buffer de conservação de capital	Buffer contracíclico	Índice de alavancagem	Índice de cobertura de liquidez	Índice de financiamento estável líquido
Argentina	Basileia II/III	Sim (2,5%)	Sim (0–2,5%)	Sim (Capital nível 1)	Sim	Sim
Bahamas	Basileia III	Sim (2,5–5,0%)	Sim (0–4,0%)	Sim (Capital total)	Não	Não
Belize	Basileia II/III	Não	Não	Não	Não	Não
Brasil	Basileia III	Sim (2,5%)	Sim (0–2,5%)	Sim (Capital nível 1)	Sim	Sim
Chile	Basileia II/III	Sim (2,5%)	Sim (0–0,5%) ^c	Sim (Capital comum)	Sim	Sim
Colômbia	Basileia III	Sim (1,12%) ^a	Não ^d	Sim (Capital nível 1)	Sim	Sim
Costa Rica	Basileia I/II	Não ^b	Não ^d	Não	Sim	Não
Equador	Basileia I	Sim (1,0–3,5%)	Sim (0,5–2,5%)	Não	Não	Não
El Salvador	Basileia I	Não	Não	Não	Não	Não
Honduras	Basileia I/III	Sim (2,5%)	Não	Sim (Capital nível 1)	Sim	Não
Jamaica	Basileia I/III	Não	Não	Sim (Capital nível 1)	Sim	Não
México	Basileia I/III	Sim	Sim (0,2–2,5%) ^d	Sim (Capital nível 1)	Sim	Não
Panamá	Basileia III	Não ^b	Sim (1,25–2,5%) ^d	Sim (Capital nível 1)	Sim	Não
Paraguai	Basileia I/II	Não	Não	Não	Não	Não
Peru	Basileia III	Sim (0,62%) ^a	Sim (0–2,5%) ^d	Sim (Capital nível 1)	Sim	Não
República Dominicana	Basileia I	Não	Não	Não	Não	Não
Trinidad e Tobago	Basileia II/III	Não	Sim (0–2,25%)	Sim	Não	Não
Uruguai	Basileia II/III	Sim	Não ^d	Sim (Capital total)	Sim	Sim

Fonte: Celis, Galindo e Rojas-Suárez (no prelo).

Nota: ^a Colômbia até 2,5% em 2024; Peru até 2,5% em 2026. ^b Costa Rica e Panamá implementarão buffers de conservação em 2025 e 2024, respectivamente. ^c Chile aumentará o buffer contracíclico para 2,5% até 2025. ^d Tem disposições contracíclicas.

avançou na adoção dos principais regulamentos de Basileia III. A Tabela 5.2.1 resume algumas conclusões e mostra como países da América Latina e Caribe adotaram regulamentos prudentiais de capital e liquidez.

(continua na página seguinte)

QUADRO 5.2 • Regulação de capital na América Latina e Caribe (continuação)**FIGURA 5.2.1** • Índice de regulamentação financeira (0–9)

Fonte: Dados de 2016 de uma pesquisa do Banco Mundial reportada em Anginer et al. (2019). Dados de 2023 de Celis, Galindo, and Rojas-Suárez (no prelo).

Nota: Esse índice avalia o regime regulatório de adequação de capital em vigor em cada país, os itens deduzidos do capital regulatório de Nível 1, a existência de buffer de conservação e contracíclico (ou provisões) e os requisitos de alavancagem. Além disso, avalia em que medida os padrões relacionados à liquidez de Basileia III, incluindo o Índice de Cobertura de Liquidez (LCR) e o Índice de Financiamento Estável Líquido (NSFR), foram implementados no marco regulatório do país. Por fim, esse índice avalia se testes de estresse são realizados regularmente. Região Andina inclui Colômbia, Equador e Peru; Caribe inclui Bahamas, Jamaica e Trinidad e Tobago. América Central e México inclui Belize, Costa Rica, El Salvador, Honduras, México, Panamá e República Dominicana. Cone Sul inclui Argentina, Brasil, Chile, Paraguai e Uruguai.

Embora a maioria dos países tenha adotado alguma forma de regulamentação de capital de Basileia III para pelo menos uma parte do setor financeiro (principalmente bancos), a adoção de ferramentas de gestão de liquidez tem sido mais lenta. Um aspecto notável é a adoção de índices de alavancagem. O índice de alavancagem ideal é aquele baseado na qualidade mais rigorosa do capital: ações ordinárias.

Ao comparar dimensões-chave de regulamentação financeira em vários países nos últimos anos, Celis, Galindo e Rojas-Suárez (no prelo) encontram melhorias notáveis em quase todos os países durante a última década. Os autores constroem um índice que mede a qualidade do capital de Nível 1, a existência de buffers de conservação, o uso de buffers de capital contracíclico ou provisões, a existência de requisitos de índices de alavancagem, o uso de padrões relacionados à liquidez de Basileia III e a regularidade da realização de testes de estresse; eles usam uma pesquisa de bancos centrais e supervisores em 2023 e a comparam com uma pesquisa do Banco Mundial realizada em 2016 (Figura 5.2.1).

Uma característica distintiva durante a pandemia de Covid-19 foi uma mudança em direção à posse de ativos do setor público (Figura 5.6, Painel D) e ao distanciamento de riscos do setor privado. Devido ao alto grau de incerteza quanto ao desempenho de pessoas jurídicas e físicas durante a pandemia e consistente com a contração do crédito real, os bancos aumentaram o peso dos títulos públicos, geralmente classificados como

livres de risco na maioria das jurisdições, em seus ativos. À medida que as economias saíram da recessão da Covid-19, a participação de títulos públicos começou a diminuir, mas voltou a subir à medida que a incerteza e as expectativas de uma futura recessão econômica aumentavam.

A mudança na composição de ativos pode ser problemática sob várias perspectivas. Por um lado, uma menor parcela de riscos do setor privado no balanço reduz o impacto no desenvolvimento que os bancos alcançaram, principalmente ao transformar depósitos em empréstimos que promovem o crescimento da produtividade. Além disso, uma maior exposição a títulos públicos pode representar riscos para a intermediação financeira, devido à natureza volátil dos preços dos títulos.

A crise do Silicon Valley Bank e de outros bancos americanos no início de 2023 exemplifica os riscos potenciais associados aos bancos detentores de títulos públicos. Essa situação ressalta as complexidades na gestão de riscos financeiros e a natureza multifacetada das vulnerabilidades bancárias. Não é apenas a manutenção de ativos do governo em balanços que pode contribuir para a fragilidade, mas uma combinação de vários fatores, incluindo:

1. Importância da participação de ativos públicos: os riscos tornam-se mais pronunciados quando as participações de ativos públicos são substanciais.
2. Contabilidade a valor de mercado: se as participações de títulos não forem a valor de mercado (ou seja, registradas pelo seu valor de mercado atual) nos balanços patrimoniais do banco, isso pode levar a perdas significativas quando esses ativos precisarem ser vendidos, especialmente em resposta a demandas repentinas de liquidez.
3. Marco regulatório para classificação de ativos: os riscos são exacerbados quando os regulamentos não impõem diretrizes rígidas sobre como os ativos financeiros são classificados (seja na carteira de negociação ou na carteira de títulos mantidos até o vencimento) e permitem movimentação indiscriminada entre essas classificações.
4. Cobertura de liquidez e requisitos de capital: a ausência de disposições de cobertura de liquidez, tais como as descritas em Basileia III, e a falta de requisitos de capital para cobrir riscos de mercado podem aumentar o fator de risco.
5. Força dos testes de esforço na supervisão: o uso fraco dos testes de esforço como ferramenta de supervisão pode deixar os bancos mais vulneráveis a mudanças súbitas no mercado.

No entanto, de acordo com Celis, Galindo e Rojas-Suárez (no prelo), na maioria dos países da América Latina e Caribe, esses fatores de risco são mitigados por regulamentos e práticas de supervisão atuais, como a inclusão de riscos de mercado nos

índices de capital exigido, a implementação de requisitos rigorosos de liquidez para intermediários, a determinação de como os ativos devem ser registrados contabilmente de forma a favorecer avaliações a preços de mercado, a limitação de como os intermediários podem deslocar ativos entre o balanço contábil e o balanço de ativos mantidos até o vencimento e a realização regular de testes de estresse. Isso implica que os riscos associados ao aumento da participação de títulos públicos no total de ativos dos bancos são consideravelmente limitados na região, graças a marcos regulatórios e de supervisão robustos. Essa distinção destaca como diferentes ambientes regulatórios podem influenciar significativamente os perfis de risco das instituições financeiras.

A necessidade de uma ação política coordenada

O cenário econômico global recente, marcado por inflação em alta, tem levado a aumentos significativos nas taxas de juros e mudança para uma gestão de carteira mais avessa ao risco, em meio a intensas incertezas geopolíticas. Essa mudança comprimiu notavelmente os mercados financeiros nas economias emergentes. Embora em menor volume, o capital estrangeiro continuou a fluir para esses mercados, ainda que a um custo consideravelmente mais alto, como detalhado no Capítulo 1. Nesse contexto, os países da América Latina e Caribe que enfrentam déficits mais altos em conta corrente podem precisar adotar políticas para reduzir essas lacunas. Com as reservas internacionais em níveis mais baixos do que em episódios anteriores de estresse, esses países precisam consolidar suas posições fiscais e externas, a fim de reduzir vulnerabilidades a fugas repentinas de capital.

Internamente, os mercados de crédito também mostram sinais de desaceleração, respondendo efetivamente a políticas monetárias contracionistas recentes. No entanto, os balanços dos intermediários financeiros na região continuam a ter um forte peso nas participações da dívida pública, com menor alocação ao crédito do setor privado. Essa tendência, embora potencialmente arriscada, como ilustrado pelos recentes desafios enfrentados pelo Silicon Valley Bank e outras instituições nos Estados Unidos, é mitigada na região por fortes práticas regulatórias e prudenciais. Essas práticas previnem eventos semelhantes na América Latina e Caribe. Além disso, embora os indicadores prudenciais tenham se deteriorado — uma tendência comum durante a desaceleração econômica — eles ainda permanecem sólidos.

Garantir a estabilidade do setor financeiro é fundamental para evitar que potenciais problemas em bancos mais fracos evoluam para problemas sistêmicos. As autoridades devem permanecer vigilantes e preparadas para enfrentar uma ampla gama de riscos potenciais, especialmente em um clima onde a incerteza é alta e os riscos surgem constantemente. Para os formuladores de políticas, o desafio é combinar efetivamente ações

macroeconômicas, como a consolidação de posições externas e fiscais, com políticas específicas do setor financeiro. Isso pode incluir a adoção de requisitos de liquidez e buffers de capital do tipo Basileia III, entre outras coisas. Tais medidas são essenciais para promover um sistema de financiamento saudável que contribua significativamente para o crescimento da produtividade a longo prazo na região.

Referências

- Ahumada, Hildegart, Guillermo Bermúdez, Santos Espina-Mairal e Fernando Navajas. 2021. "Productivity Growth and Infrastructure-Related Sectors: The Case of Mexico." Nota Técnica 2269 do BID, Banco Interamericano de Desenvolvimento, Washington, DC.
- Alfaro-Ureña, Alonso, Benjamin Faber, Cecile Gaubert, Isabela Manelici e Jose P. Vasquez. 2022. "Responsible Sourcing? Theory and Evidence from Costa Rica." Documento de Trabalho 30683 do NBER, Escritório Nacional de Pesquisa Econômica, Cambridge, MA.
- Álvarez, Bruna, João Paulo Pessoa e André Portela Souza. 2022. "Firm Size Distribution and Informality Effects of a Revenue-Dependent Tax Policy." Documento de Trabalho 561 da Escola de Economia de São Paulo (FGV-EESP), São Paulo, Brasil.
- Álvarez, Carlos Miguel, Miguel Alzamora, Leandro Andrian, Daniel Cárdenas, Augusto Chávez, Emily Diaz, Cristhian Larrahondo e Luis Fernando Serrudo. 2024. "Efectos del fenómeno 'El Niño' en la Región Andina: una aproximación empírica." Nota Técnica 02874 do BID, Banco Interamericano de Desenvolvimento, Washington, DC.
- Alvarez, Vanessa, Peter Pedroni, Andrew Powell e Ingri K. Quevedo. No prelo. "Grain and Fertilizer Prices and Pass-Through to Country Food Prices: A Heterogeneous VAR Approach." Documento de Trabalho do BID, Banco Interamericano de Desenvolvimento, Washington, DC.
- Andrián, Leandro, Oscar M. Valencia, Jorge Hirs-Garzón e Ivan Urrea Rios. 2023. "Fiscal Rules and Economic Cycles: Quality (Always) Matters." Documento de Trabalho 01374 do BID, Banco Interamericano de Desenvolvimento, Washington, DC. <http://dx.doi.org/10.18235/0004570>.
- Anginer, Deniz, Ata Can Bertay, Robert Cull, Asli Demirgüç-Kunt e Davide S. Mare. 2019. "Bank Regulation and Supervision Ten Years after the Global Financial Crisis." Documento de Trabalho de Pesquisa de Política 9044, Banco Mundial, Washington, DC. <https://doi.org/10.1596/1813-9450-9044>.
- Araujo, M. Caridad, Samuel Berlinski, Mariano Bosch e Verónica Frisancho, eds. 2024. *Expanding Opportunities: Policies for Gender Equality and LGBTQ+ Inclusion in Latin America and the Caribbean*. Washington, DC: Banco Interamericano de Desenvolvimento.
- Ardanaz, Martin e Alejandro Izquierdo. 2020. "Can Latin America Afford to Fight COVID-19?" Project Syndicate, 7 de abril de 2020. <https://www.project-syndicate.org/commentary/coronavirus-latin-america-economy-by-alejandro-izquierdo-2-and-martin-ardanaz-2020-04>.

- Ardanaz, Martin e Alejandro Izquierdo. 2022. “Current Expenditure Upswings in Good Times and Public Investment Downswings in Bad Times? New Evidence from Developing Countries.” *Journal of Comparative Economics* 50 (1): 118–34.
- Ardanaz, Martin, Carolina Ulloa-Suarez e Oscar M. Valencia. 2023. “Why Don’t We Follow the Rules? Drivers of Compliance with Fiscal Policy Rules in Emerging Markets.” Documento de Trabalho 1497 do BID, Banco Interamericano de Desenvolvimento, Washington, DC. <http://dx.doi.org/10.18235/0005165>.
- Ardanaz, Martin, Eduardo Cavallo e Alejandro Izquierdo. 2023. “Fiscal Rules: Challenges and Reform Opportunities for Emerging Markets.” Documento de Trabalho 1443 do BID, Banco Interamericano de Desenvolvimento, Washington, DC.
- Ardanaz, Martin, Eduardo Cavallo, Alejandro Izquierdo e Jorge Puig. 2021a. “Growth Friendly Fiscal Rules? Safeguarding Public Investment from Budget Cuts through Fiscal Rule Design.” *Journal of International Money and Finance* 111 (março): 102319.
- Ardanaz, Martin, Eduardo Cavallo, Alejandro Izquierdo e Jorge Puig. 2021b. “The Output Effects of Fiscal Consolidations: Does Spending Composition Matter?” Documento de Trabalho 1302 do BID, Banco Interamericano de Desenvolvimento, Washington, DC.
- Ardanaz, Martin, Evelyne Hübscher, Philip Keefer e Thomas Sattler. No prelo. “Voter Responses to Fiscal Crisis: Experimental Evidence on Preferences for Fiscal Adjustment in Emerging Markets.” Documento de Trabalho, Banco Interamericano de Desenvolvimento, Washington, DC.
- Arias Ortiz, Elena, María Soledad Bos, Cecilia Giamb Bruno e Pablo Zoido. 2023a. “PISA 2022: en América Latina y el Caribe: ¿Cuántos tienen bajo desempeño?” Banco Interamericano de Desenvolvimento, Washington, DC. <https://publications.iadb.org/es/america-latina-y-el-caribe-en-pisa-2022-cuantos-tienen-bajo-desempeno>.
- Arias Ortiz, Elena, María Soledad Bos, Cecilia Giamb Bruno e Pablo Zoido. 2023b. “América Latina y el Caribe en PISA 2022: ¿cuánto mejoró la región?” Banco Interamericano de Desenvolvimento, Washington, DC. <https://publications.iadb.org/es/america-latina-y-el-caribe-en-pisa-2022-cuanto-mejoro-la-region>.
- Armangue-Jubert, Tristany, Nezih Guner e Alessandro Ruggieri. 2023. “Labor Market Power and Development.” Documento de Discussão 16529 do IZA, Instituto de Economia do Trabalho, Bonn, Alemanha.
- Ayres, João e Salim Chanto. 2022. “Inflation in Latin America and the Caribbean Needs to Be Seen in Context.” Blog Ideas Matter do BID, 15 de julho de 2022. <https://blogs.iadb.org/ideas-matter/en/inflation-in-latin-america-and-the-caribbean-needs-to-be-seen-in-context/>.
- Ayres, João, Arturo Galindo, Santiago Novoa e Victoria Nuguer. 2023a. “Inflation Dynamics in Latin America and the Caribbean.” Nota Técnica 2653 do BID, Banco Interamericano de Desenvolvimento, Washington, DC.

- Ayres, João, Arturo Galindo, Santiago Novoa e Victoria Nuguer. 2023b. “The Universal Factors behind Inflation in Latin America and the Caribbean.” Blog Ideas Matter do BID, 21 de Janeiro de 2023. <https://blogs.iadb.org/ideas-matter/en/the-universal-factors-behind-inflation-in-latin-america-and-the-caribbean/>.
- Banco Mundial. 2022. *Two Years After: Saving a Generation*. Washington, DC: Banco Mundial. <http://documents.worldbank.org/curated/en/099512306222222251/originalNames>.
- Barreix, Alberto, Ubaldo Gonzalez de Frutos, Martin Bes, Emilio Pineda e Andrea Riccardi. 2022. “Advances in the New International Taxation and Challenges for Latin America and the Caribbean.” Blog do BID, Banco Interamericano de Desenvolvimento, 31 de maio de 2022. <https://blogs.iadb.org/gestion-fiscal/en/advances-in-the-new-international-taxation-and-challenges-for-latin-america-and-the-caribbean/>.
- Barro, Robert e Jong Wha Lee. 2013. “A New Data Set of Educational Attainment in the World, 1950–2010.” *Journal of Development Economics* 104 (setembro): 184–98.
- Bebczuk, Ricardo, Martha Elena Delgado e Arturo Galindo. Forthcoming. “Monetary Policy and Credit Market Conditions in Latin American Countries.” Documento de Trabalho do BID, Banco Interamericano de Desenvolvimento, DC.
- Benavente, José e Pluvia Zuñiga. 2022. “How Does Market Competition Affect Firm Innovation Incentives in Emerging Countries? Evidence from Chile and Colombia.” Documento de Trabalho 1342 do BID, Banco Interamericano de Desenvolvimento, Washington, DC.
- Bernanke, Ben S. e Mark Gertler. 1995. “Inside the Black Box: The Credit Channel of Monetary Policy Transmission.” *Journal of Economic Perspectives* 9 (4): 27–48. <https://doi.org/10.1257/jep.9.4.27>.
- Berniell, Ines, Raquel Fernández e Sonya Krutikova. 2023. “Gender Inequality in Latin America and the Caribbean.” Documento de Trabalho 01553 do BID, Banco Interamericano de Desenvolvimento, Washington, DC. <https://publications.iadb.org/en/gender-inequality-latin-america-and-caribbean>.
- BID (Banco Interamericano de Desenvolvimento). 2022. “Standardized Public Debt Database, setembro de 2022.” <http://dx.doi.org/10.18235/0004475>.
- Brotherhood, Luiz, Daniel Da Mata, Nezih Guner, Philipp Kircher e Cezar Santos. 2023. “Labor Market Regulation and Informality.” Documento de Trabalho 2308 do CEMFI, Centro de Estudos Monetários e Financeiros, Madrid, Espanha.
- Busso, Matías, Lucía Madrigal e Carmen Pagés. 2012. “Productivity and Resource Misallocation in Latin America.” Documento de Trabalho 306 do BID, Banco Interamericano de Desenvolvimento, Washington, DC.
- Busso, Matías, María Victoria Fazio e Santiago Levy Algazi. 2012. “(In)Formal and (Un) Productive: The Productivity Costs of Excessive Informality in Mexico.” Documento de Trabalho 341 do BID, Banco Interamericano de Desenvolvimento, Washington, DC.

- Bustelo, Monserrat, Verónica Frisancho, Karen Martinez e Agustina Suaya. 2023. "COVID-19 Sets Back Progress Made on the Welfare of Women and Diverse Populations." Resumo de Política 00389 do BID, Banco Interamericano de Desenvolvimento, Washington, DC. <https://publications.iadb.org/en/covid-19-sets-back-progress-made-welfare-women-and-diverse-populations>.
- Calvo, Guillermo, Alejandro Izquierdo e Luis-Fernando Mejía. 2008. "Systemic Sudden Stops: The Relevance of Balance-Sheet Effects and Financial Integration." Documento de Trabalho 14026 do NBER, Escritório Nacional de Pesquisa Econômica, Cambridge, MA. https://www.nber.org/system/files/working_papers/w14026/w14026.pdf.
- Calvo, Guillermo, Alejandro Izquierdo e Rudy Loo-Kung. 2012. "Optimal Holdings of International Reserves: Self-Insurance Against Sudden Stop." *Monetaria* (2013) 1 (1), e Documento de Trabalho 18219 do NBER, Escritório Nacional de Pesquisa Econômica, Cambridge, MA. <https://www.cemla.org/PDF/monetaria/PUB-MON-I-01-01.pdf>.
- Caselli, Francesca, Hamid Davoodi, Carlos Goncalves, Gee Hee Hong, Andresa Lagerborg, Paulo Medas, Anh Dinh Minh Nguyen e Jiae Yoo. 2022. "The Return to Fiscal Rules." Nota de Discussão da Equipe Técnica do FMI SDN/2022/002. Fundo Monetário Internacional, Washington, DC. <https://www.imf.org/en/Publications/Staff-Discussion-Notes/Issues/2022/10/11/The-Return-to-Fiscal-Rules-523709>
- Cavalcanti, Tiago, Marco Bonomo, Fernando Chertman e Amanda Fantinatti. 2023a. "Does Loan Portability Promote Bank Competition?" Apresentação na I Conferência Anual do Banco Central do Brasil. https://www.bcb.gov.br/conteudo/eventos/Documents/Conferencia_anual_bc/1/3B-1-A-AMANDA-FANTINATTI-AmandaFantinatti-Presentation-BCB-v2.pdf.
- Cavalcanti, Tiago, Joseph Kaboski, Bruno Martins e Cezar Santos. 2023b. "Financing Costs and Development." Documento de Trabalho 1526 do BID, Banco Interamericano de Desenvolvimento, Washington, DC.
- Cavallo, Eduardo e Andrew Powell, eds. 2021. *Opportunities for Stronger and Sustainable Postpandemic Growth*. Relatório Macroeconômico da América Latina e Caribe 2021. Washington, DC: Banco Interamericano de Desenvolvimento. <https://flagships.iadb.org/en/MacroReport2021/Opportunities-for-Stronger-and-Sustainable-Postpandemic-Growth>.
- Cavallo, Eduardo, Andrew Powell e Tomás Serebrisky. 2020. *De estruturas a serviços: O caminho para uma melhor infraestrutura na América Latina e no Caribe*. Desenvolvimento nas Américas. Washington, DC: Banco Interamericano de Desenvolvimento.
- Cavallo, Eduardo, Arturo Galindo, Victoria Nuguer e Andrew Powell, eds. 2022. *From Recovery to Renaissance: Turning Crisis into Opportunity*. Relatório Macroeconômico da América Latina e Caribe 2022. Washington, DC: Banco Interamericano de Desenvolvimento. <https://doi.org/10.18235/0004180>.

- Celis, Carolina, Arturo Galindo e Liliana Rojas-Suárez. No prelo. “Stylized Facts on the Quality of Banking Regulation in Latin America and the Caribbean.” Nota Técnica do BID, Banco Interamericano de Desenvolvimento, Washington, DC.
- CEPAL (Comissão Econômica para a América Latina e o Caribe). 2020. *Fiscal Panorama of Latin America and the Caribbean, 2020: Fiscal Policy amid the Crisis Arising from the Coronavirus Disease (COVID-19) Pandemic*. Santiago: Nações Unidas.
- Cesa-Bianchi, Ambrogio, M. Hashem Pesaran, Alessandro Rebucci, Tengting 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>.
- Ciccarelli, Matteo, Angela Maddaloni e José-Luis Peydró. 2015. “Trusting the Bankers: A New Look at the Credit Channel of Monetary Policy.” *Review of Economic Dynamics* 18 (4): 979–1002. <https://doi.org/10.1016/j.red.2014.11.002>.
- Dabalen, Andrew. 2023. “Africa Still Can: A Call to Create More and Better Jobs to End Poverty.” Blog Africa Can End Poverty, Banco Mundial, 17 de outubro de 2023. <https://blogs.worldbank.org/africacan/africa-still-can-call-create-more-and-better-jobs-end-poverty>.
- Dabla-Norris, Era, Laura Jaramillo, Frederico Lima e Alexandre Sollaci. 2018. “Size Dependent Policies, Informality and Misallocation.” Documento de Trabalho 2018/179 do FMI, Fundo Monetário Internacional, Washington, DC.
- De Loecker, Jan, Jan Eeckhout e Gabriel Unger. 2020. “The Rise of Market Power and the Macroeconomic Implications.” *Quarterly Journal of Economics* 135 (2): 561–644.
- De Loecker, Jan, Pinelopi Goldberg, Amit Khandelwal e Nina Pavcnik. 2016. “Prices, Markups, and Trade Reform.” *Econometrica* 84 (2): 445–510.
- Delgado, Raúl, Huáscar Eguino e Aloisio Lopes. 2021. *Fiscal Policy and Climate Change: Recent Experiences of Finance Ministries in Latin America and the Caribbean*. Washington, DC: Banco Interamericano de Desenvolvimento. <http://dx.doi.org/10.18235/0003376>.
- Deloitte. 2023. “The Geography of Climate Tech.” <https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/br/Documents/ofertas-integradas/Deloitte-2023-GT-the-geography-of-climate-tech.pdf>.
- Eyraud, Luc, Xavier Debrun, Andrew Hodge, Victor Lledó e Catherine Pattillo. 2018. “Second-Generation Fiscal Rules: Balancing Simplicity, Flexibility, and Enforceability.” Nota de Discussão da Equipe Técnica do FMI SDN/2018/004. Fundo Monetário Internacional, Washington, DC. <https://www.imf.org/en/Publications/Staff-Discussion-Notes/Issues/2018/04/12/Second-Generation-Fiscal-Rules-Balancing-Simplicity-Flexibility-and-Enforceability-45131>.
- FAO (Organização das Nações Unidas para a Alimentação e a Agricultura) e IFPRI (*Instituto* Internacional de Pesquisa Sobre Políticas Alimentares). 2023. “Food Security and Agrifood Trade in Latin America and the Caribbean: Synopsis.” IFPRI, Washington, DC. <https://doi.org/10.2499/9780896294615>.

- FocusEconomics. 2023. LatinFocus Consensus Forecast. Barcelona: Focus Economics. <https://www.focus-economics.com/>.
- FMI (Fundo Monetário Internacional). 2019. *Perspectivas Econômicas Globais 2019*. Washington, DC: Fundo Monetário Internacional.
- FMI. 2023a. *Perspectivas Econômicas Globais: Navigating Global Divergences*. Washington, DC: FMI. <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2023/10/10/world-economic-outlook-october-2023>.
- FMI. 2023b. *Perspectivas Econômicas Regionais: Western Hemisphere: Securing Low Inflation and Nurturing Potential Growth*. Washington, DC: FMI. <https://www.imf.org/en/Publications/REO/WH/Issues/2023/10/13/regional-economic-outlook-western-hemisphere-october-2023>.
- Galindo, Arturo e Andrew Powell. No prelo. "Banking Sectors in Latin America and the Caribbean." In *Oxford Handbook of Banking*, 4ª Edição. Oxford University Press.
- Galindo, Arturo e Victoria Nuguer. 2023a. "Fuel-Price Shocks and Inflation in Latin America and the Caribbean." Nota Técnica 2640 do BID, Banco Interamericano de Desenvolvimento, Washington, DC.
- Galindo, Arturo, and Victoria Nuguer, eds. 2023b. *Preparar o terreno macroeconômico para um crescimento renovado*. Relatório Macroeconômico da América Latina e Caribe 2023. Washington, DC: Banco Interamericano de Desenvolvimento. <http://dx.doi.org/10.18235/0004780>.
- Gatti, Luciana V., Luana S. Basso, John B. Miller, Manuel Gloor, Lucas Gatti Domingues, Henrique L. G. Cassol, Graciela Tejada, Luiz E. O. C. Aragão, Carlos Nobre, Wouter Peters, Luciano Marani, Egidio Arai, Alber H. Sanches, Sergio M. Corrêa, Liana Anderson, Celso Von Randow, Caio S. C. Correia, Stephane P. Crispim e Raiane A. L. Neves. 2021. "Amazonia as a Carbon Source Linked to Deforestation and Climate Change." *Nature* 595 (7867): 388–93. <https://doi.org/10.1594/PANGAEA.926834>.
- Gomez-Gonzalez, Jose E., Oscar M. Valencia e Gustavo A. Sánchez. 2024. "Debt Affordability in Developed and Emerging Market Economies: The Role of Fiscal Rules." *Journal of Economics and Finance*, February. <https://doi.org/10.1007/s12197-024-09660-3>.
- Guerguil, Martine, Pierre Mandon e René Tapsoba. 2017. "Flexible Fiscal Rules and Countercyclical Fiscal Policy." *Journal of Macroeconomics* 52 (junho): 189–220.
- Guner, Nezih, Gustavo Ventura e Yi Xu. 2008. "Macroeconomic Implications of Size-Dependent Policies." *Review of Economic Dynamics* 11 (4): 721–44.
- Gust, Sarah, Eric A. Hanushek e Ludger Woessmann. 2024. "Global Universal Basic Skills: Current Deficits and Implications for World Development." *Journal of Development Economics* 166: 103205.
- Hanushek, Eric A. e Ludger Woessmann. 2008. "The Role of Cognitive Skills in Economic Development." *Journal of Economic Literature* 46 (3): 607–68.

- Hanushek, Eric A. e Ludger Woessmann. 2011. "The Economics of International Differences in Educational Achievement." In *Handbook of the Economics of Education*, Vol. 3, editado por Eric A. Hanushek, Stephen Machin e Ludger Woessmann, 89–200. Amsterdam: Elsevier.
- Hanushek, Eric A. e Ludger Woessmann. 2012. "Do Better Schools Lead to More Growth? Cognitive Skills, Economic Outcomes, and Causation." *Journal of Economic Growth* 17: 267–321.
- Hsieh, Chang-Tai e Peter J. Klenow. 2009. "Misallocation and Manufacturing TFP in China and India." *The Quarterly Journal of Economics* 124 (4): 1403–48.
- Hsieh, Chang-Tai e Benjamin A. Olken. 2014. "The Missing 'Missing Middle'." *Journal of Economic Perspectives* 28 (3): 89–108.
- Instituto de Energia. 2023. *Statistical Review of World Energy*. 72ª ed. Londres: Instituto de Energia. <https://www.energyinst.org/statistical-review>.
- Izquierdo, Alejandro, Carola Pessino e Guillermo Vuletin, eds. 2018. *Melhores gastos para melhores vidas: Como a América Latina e o Caribe podem fazer mais com menos*. Desenvolvimento nas Américas. Washington, DC: Banco Interamericano de Desenvolvimento.
- Izquierdo, Alejandro, Jimena Llopis, Umberto Muratori e José Juan Ruiz. 2016. "In Search of Larger Per Capita Incomes: How to Prioritize across Productivity Determinants?" Documento de Trabalho 680 do BID, Banco Interamericano de Desenvolvimento, Washington, DC.
- Izquierdo, Alejandro, Ruy Lama, Juan Pablo Medina, Jorge Puig, Daniel Riera-Crichton, Carlos Végh e Guillermo Vuletin. 2019. "Is the Public Investment Multiplier Higher in Developing Countries? An Empirical Investigation." Documento de Trabalho 26478 do NBER. Escritório Nacional de Pesquisa Econômica, Cambridge, MA. <https://doi.org/10.3386/w26478>.
- Leal Ordóñez, Julio César. 2014. "Tax Collection, the Informal Sector, and Productivity." *Review of Economic Dynamics* 17 (2): 262–86.
- Llempen-López, Zoila, Martin Ardanaz, Oscar M. Valencia e Jorge Puig. No prelo. *Public Investment Multipliers and the Role of Efficiency: An Empirical Assessment for Latin American Countries*. Documento do Trabalho do BID, Banco Interamericano de Desenvolvimento, Washington, DC.
- Mendoza, Waldo, Marco Vega, Carlos Rojas e Yuliño Anastacio. 2021. "Fiscal Rules and Public Investment: The Case of Peru, 2000–2019." Documento do Trabalho 1186 do BID. Banco Interamericano de Desenvolvimento, Washington, DC. <https://doi.org/10.18235/0003018>.
- Monteiro, Joana e Rudi Rocha. 2017. "Drug Battles and School Achievement: Evidence from Rio de Janeiro's Favelas." *The Review of Economics and Statistics* 99 (2): 213–28. https://doi.org/10.1162/REST_a_00628.

- Neumeyer, Pablo Andrés 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), Londres, 19 de julho de 2021. <https://cepr.org/voxeu/columns/monetary-policy-through-covid-19-pushing-string-case-latin-america-and-caribbean>.
- Nidhi, Kalra, Edmundo Molina-Pérez, James Syme, Fernando Esteves, Hermilo Cortés, Mateo Tonatiuh, Rodríguez-Cervantes, Víctor Manuel Espinoza-Juárez, Marcela Jaramillo, Richard Baron, Claudio Alatorre, Marco Buttazzoni e Adrien Vogt-Schilb. 2023. *The Benefits and Costs of Reaching Net Zero Emissions in Latin America and the Caribbean*. RAND Social and Economic Wellbeing. Minuta de relatório RR-A2847-1. Washington, DC: Banco Interamericano de Desenvolvimento.
- 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>.
- Pagés, Carmen. 2010. *The Age of Productivity: Transforming Economies from the Bottom Up*. Desenvolvimento nas Américas. Washington, DC: Banco Interamericano de Desenvolvimento.
- Pessino, Carola, Alejandro Rasteletti, Daniel Artana e Nora Lustig. 2023. “Distributional Effects of Taxation in Latin America.” Documento de Trabalho 1534 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 da América Latina e Caribe 2012. Washington, DC: Banco Interamericano de Desenvolvimento. <https://publications.iadb.org/en/world-forking-paths-latin-america-and-caribbean-facing-global-economic-risks>.
- Powell, Andrew e Oscar M. Valencia, eds. 2023. *Lidar com a dívida: Menos iscos para mais crescimento na América Latina e Caribe*. Desenvolvimento nas Américas. Washington, DC: Banco Interamericano de Desenvolvimento. <http://dx.doi.org/10.18235/0004707>.
- Powell, Andrew e Liliana Rojas-Suárez. 2020. *Sound Banks for Healthy Economies: Challenges for Policymakers in Latin America and the Caribbean in Times of Coronavirus*. Washington, DC: Centro para o Desenvolvimento Global e Banco Interamericano de Desenvolvimento. <https://doi.org/10.18235/0002636>.
- Rasteletti, Alejandro e Estefanía Saravia. 2023. “Gasto tributario y evasión en el impuesto al valor agregado en América Latina y el Caribe.” Nota Técnica 2741 do BID, Banco Interamericano de Desenvolvimento, Washington, DC.
- Reyes-Tagle, Gerardo, Christina Dimitropoulou e Cristian Rodríguez Peña. 2023. *Digitalization of Tax Administration in Latin America and the Caribbean: Best-Practice Framework for Improving E-Services to Taxpayers*. Monografia 1153 do BID. Washington, DC: Banco Interamericano de Desenvolvimento.

- Schoellman, Todd. 2012. "Education Quality and Development Accounting." *The Review of Economic Studies* 79 (1): 388–417.
- Ulloa-Suarez, Carolina e Oscar M. 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>.
- Ulloa-Suarez, Carolina, Oscar M. Valencia e Jorge Guerra. Forthcoming. "Navigating Fiscal Flexibility: Assessing the Quality of Escape Clauses in Rule-Based Fiscal Frameworks." Documento de Trabalho do BID, Banco Interamericano de Desenvolvimento, Washington, DC.
- Valencia, Oscar M. e Carolina Ulloa-Suarez. 2022. "Numerical Compliance with Fiscal Rules in Latin America and the Caribbean." Documento de Trabalho 1345 do BID, Banco Interamericano de Desenvolvimento, Washington, DC. DOI: <http://dx.doi.org/10.18235/0004445>.
- Van Patten, Diana e Esteban Méndez. 2022. "Multinationals, Monopsony, and Local Development: Evidence from the United Fruit Company." *Econometrica* 90 (1): 2685–721.

