

DESENVOLVIMENTO NAS AMÉRICAS

LIDAR COM A DÍVIDA

Menos riscos para mais crescimento
na América Latina e Caribe



Editado por:
Andrew Powell
Oscar Mauricio Valencia

LIDAR COM A DÍVIDA

LIDAR COM A DÍVIDA

**Menos riscos para mais crescimento
na América Latina e Caribe**

Editado por:
Andrew Powell
Oscar Mauricio Valencia

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

Lidar com a dívida: menos riscos para mais crescimento na América Latina e Caribe / editores, Andrew Powell, Oscar Mauricio Valencia.

p. cm.

Inclui referências bibliográficas.

978-1-59782-533-7 (Brochura)

978-1-59782-534-4 (Digital)

1. Debts, Public-Latin America. 2. Debts, Public-Caribbean Area. 3. Financial institutions-Latin America. 4. Financial institutions-Caribbean Area. 5. Financial institutions, International-Latin America. 6. Financial institutions, International-Caribbean Area. 7. Macroeconomics. I. Powell, Andrew (Andrew Philip), editor. II. Valencia, Oscar, editor. III. Banco Interamericano de Desenvolvimento. Departamento de Pesquisa e Economista-Chefe.

HG3891.5 .D45 2022 por.ed.

IDB-BK-272

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

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

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

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



Desenho da capa: Paula Saenz Umaña
Design: The Word Express, Inc.

Sumário

Lista de tabelas	vii
Lista de figuras	ix
Lista de quadros	xvii
Prefácio	xix
Agradecimentos	xxi
Autores	xxv
1. O enigma da dívida.....	1
2. Balanços patrimoniais externos fortes para economias resilientes .	5
3. Mercados domésticos de títulos: sucessos e desafios.....	39
4. Entendendo o aumento da dívida	71
5. Sustentabilidade da dívida: mais importante do que nunca	101
6. Gestão de dívida soberana	131
7. Credores oficiais: fornecendo mais do que dinheiro	171
8. Passamos do ponto de inflexão? Avaliação do endividamento excessivo na América Latina e Caribe	197
9. Redução da dívida pública: o que funciona melhor?.....	211
10. Reestruturação da dívida soberana: necessidade de uma nova abordagem.....	239
11. Gestão da dívida privada	273

12. Vulnerabilidades do balanço patrimonial na esteira da pandemia305

13. A conclusão sobre a dívida..... 331

Referências bibliográficas.....343

Índice.....383

Lista de tabelas

Tabela 3.1	Dívida Pública Mobiliária Federal Interna como porcentagem do PIB de tendência	41
Tabela 3.2	Emissões totais de títulos do setor privado nos mercados domésticos e globais	52
Tabela 3.3	O que impulsiona a capitalização do mercado de títulos?	59
Tabela 5.1	Níveis de endividamento seguros: comparando resultados entre metodologias (% do PIB)	121
Tabela 6.1	Balanço patrimonial do governo	142
Tabela 6.2	Dimensões analíticas incluídas em uma pesquisa recente de escritórios de gestão da dívida	162
Tabela 9.1	Episódios de redução da dívida na América Latina e Caribe	213
Tabela 11.1	Investimento adicional mínimo necessário para cumprir os ODSs de infraestrutura relacionados com serviços públicos	296

Lista de figuras

Figura 2.1	Passivos externos líquidos, 2020	7
Figura 2.2	Passivos externos, 2020	7
Figura 2.3	Ativos externos, 2020	8
Figura 2.4	Índice de integração financeira	12
Figura 2.5	Integração financeira real	13
Figura 2.6	Passivos externos líquidos na América Latina e Caribe	14
Figura 2.7	Passivos externos líquidos por região do mundo	15
Figura 2.8	Ativos e passivos externos	16
Figura 2.9	Diferença nas taxas de crescimento anual de ativos externos	17
Figura 2.10	Diferença nas taxas de crescimento anual de passivos externos	18
Figura 2.11	Spreads de títulos soberanos (EMBI)	19
Figura 2.12	Composição de passivos e ativos externos, 2020	21
Figura 2.13	Evolução dos passivos externos de capital por região	23
Figura 2.14	Evolução dos ativos externos de capital por região	23
Figura 2.15	Evolução das reservas internacionais por região	24
Figura 2.16	Indicador de risco do balanço patrimonial (BSRI) por componente, média regional	32
Figura 2.17	BSRI por unidade de passivos e ativos, média regional	33
Figura 2.18	Avaliação da vulnerabilidade do balanço patrimonial (BSVA), média por grupo de países	34
Figura 3.1	Títulos domésticos em circulação em países ALC-6 e sua composição	43
Figura 3.2	Comparação internacional dos mercados de títulos domésticos	44

Figura 3.3	Proporção da Dívida Pública Total (interna e externa) denominada em moeda local	45
Figura 3.4	Decomposição de títulos públicos por tipo de instrumento (país médio)	46
Figura 3.5	Vencimento médio de títulos públicos por legislação aplicável	47
Figura 3.6	Correlação das respostas de política fiscal à Covid-19 e o tamanho dos mercados de títulos públicos domésticos, 2019	48
Figura 3.7	Emissões de títulos do setor privado em mercados domésticos e globais	51
Figura 3.8	Volume médio de emissões do setor privado nos mercados domésticos e globais	55
Figura 3.9	Vencimento de títulos do setor de privado	56
Figura 3.10	Rendimento mediano do setor privado nos mercados domésticos e globais	57
Figura 3.11	Participação estrangeira em títulos em moeda local	62
Figura 3.12	Mudança na participação de investidores estrangeiros na dívida em moeda local	65
Figura 3.13	Spreads de taxa de juros sobem com a desvalorização esperada da moeda	66
Figura 4.1	Aumento da dívida pública e privada entre os países	72
Figura 4.2	Dívida bruta do governo geral na América Latina e Caribe	74
Figura 4.3	Crédito para empresas não financeiras em todo o mundo	81
Figura 4.4	Crédito para empresas não financeiras	82
Figura 4.5	Evolução da alavancagem corporativa durante a pandemia	82
Figura 4.6	Dívida das famílias na América Latina e Caribe	84
Figura 4.7	Relação dívida total/renda das famílias	85
Figura 4.8	Dívida hipotecária das famílias como proporção da dívida total	85
Figura 4.9	Taxas de juros médias sobre hipotecas e empréstimos ao consumidor não garantidos	86

Figura 4.10	Distribuição de mudanças na dívida em uma janela de cinco anos, 1985-2021	87
Figura 4.11	Episódios de pico na América Latina e Caribe, 1985-2021	88
Figura 4.12	Caracterização regional de episódios de pico, média (1985-2021)	89
Figura 4.13	Decomposição de picos de dívida, 1985-2021, janela de cinco anos	93
Figura 4.14	Como as variáveis macroeconômicas estão associadas à probabilidade de um pico de dívida	95
Figura 4.15	Impacto das instituições fiscais e das reservas internacionais na probabilidade de picos de dívida	96
Figura 4.16	Níveis de dívida e probabilidade de picos de dívida	98
Figura 5.1	Características de sustentabilidade da dívida	102
Figura 5.2	Resultado primário estrutural e dívida bruta	104
Figura 5.3	Aumentos da despesa pública primária durante crises	105
Figura 5.4	Projeção da dívida bruta	107
Figura 5.5	Reação dos resultados fiscais aos níveis de endividamento	112
Figura 5.6	Impacto das taxas de juros implícitas medianas e médias na dívida	114
Figura 5.7	Taxas medianas de crescimento do PIB	115
Figura 5.8	Resultado primário mediano, taxa de juros e dívida	117
Figura 5.9	Resposta mais fraca em níveis de dívida mais altos	118
Figura 5.10	Limites de endividamento e níveis prudentes de endividamento	119
Figura 5.11	Cenários de dívida bruta e resultado primário para América Latina e Caribe	123
Figura 5.12	Cenários da dívida bruta para grupos de países	124
Figura 5.13	Cenários de resultado primário para grupos de países	125
Figura 5.14	Nível de endividamento e viabilidade	126
Figura 6.1	Representação da fronteira da estratégia da dívida	137
Figura 6.2	Realizações de passivos contingentes por ano e tipo	141

Figura 6.3	Índices de endividamento em moeda estrangeira	145
Figura 6.4	Tendências da dívida oficial	147
Figura 6.5	Dívida externa e em moeda estrangeira	148
Figura 6.6	Evolução do vencimento médio da dívida representada por títulos de crédito	149
Figura 6.7	Um scorecard para a composição da dívida	150
Figura 6.8	Spreads soberanos	152
Figura 6.9	O peso do serviço da dívida pública	158
Figura 6.10	Cronograma de amortização da dívida	159
Figura 6.11	Mapa das zonas de concentração de amortizações de dívida	160
Figura 6.12	Ambiente de escritório de gestão de dívidas estilizado	161
Figura 6.13	Capacidade do DMO e o tamanho das economias	163
Figura 6.14	Capacidade do DMO por dimensão	163
Figura 7.1	Composição da dívida pública externa e da dívida externa com garantia pública na América Latina e Caribe	172
Figura 7.2	Dívida pública externa e dívida externa com garantia pública na América Latina e Caribe	174
Figura 7.3	Taxas de juros dos mercados da América Latina e Caribe e taxas dos BMDs	181
Figura 7.4	Empréstimos de BMDs e lacunas de produção na América Latina e Caribe	184
Figura 7.5	Multiplicadores de mobilização indireta em infraestrutura	187
Figura 7.6	Dívida bilateral oficial como parcela do PIB	190
Figura 8.1	Crescimento econômico e dívida pública em países da América Latina e Caribe, 1980-2021	199
Figura 8.2	O efeito do alto endividamento no crescimento e na formação de capital	200
Figura 8.3	Crescimento econômico versus dívida bruta (% do PIB), 1980-2021	201
Figura 8.4	EMBI médio, por dívida bruta e episódios de picos de dívida, 1980-2021	202

Figura 8.5	Limiar estimado de dívida por grupos de países	203
Figura 8.6	Limiar de endividamento estimado para todos os países	204
Figura 8.7	O efeito marginal da dívida pública no crescimento, abaixo e acima do limiar de endividamento	205
Figura 8.8	O efeito de picos de dívida pública no crescimento do PIB per capita	206
Figura 8.9	Picos de dívida e investimento	207
Figura 8.10	Picos de dívida e risco soberano	208
Figura 9.1	Proporção de episódios de redução da dívida	220
Figura 9.2	Proporção de episódios de redução da dívida por região	221
Figura 9.3	Proporção de ajuste suave da dívida	224
Figura 9.4	Composição de mudanças da dívida por região	226
Figura 9.5	Principais fatores que contribuem para episódios de redução da dívida	227
Figura 9.6	Probabilidade condicional e incondicional de um episódio de redução da dívida 10º percentil	228
Figura 9.7	Diferentes tipos de episódios de redução da dívida e níveis de dívida	229
Figura 9.8	Independência do banco central e episódios de redução da dívida impulsionados pela inflação	231
Figura 9.9	Inflação, pagamentos de juros reais e independência do banco central	232
Figura 9.10	Probabilidade de diferentes tipos de episódios de redução da dívida	233
Figura 9.11	Mudança na dinâmica da dívida por região	234
Figura 9.12	Episódios de redução da dívida e desigualdade	236
Figura 10.1	Distribuição da probabilidade de descontos do valor presente em reestruturações de títulos	246
Figura 10.2	As reestruturações da dívida são bem-sucedidas?	247
Figura 10.3	Diversidade crescente da dívida inadimplente	249
Figura 11.1	Crédito doméstico para o setor privado na América Latina e Caribe	275

Figura 11.2	Parcela de empresas que identificam o acesso a financiamento como uma grande restrição	277
Figura 11.3	Fontes de financiamento de investimentos por região	277
Figura 11.4	Proporção de capital de giro financiado por bancos	278
Figura 11.5	Fontes de financiamento de investimentos por porte da empresa (número de funcionários)	279
Figura 11.6	Parcela de empresas que identificam o acesso a financiamento como uma grande restrição	282
Figura 11.7	Proporção de empresas com pedidos de empréstimo rejeitados	285
Figura 11.8	Proporção de empresas que declaram estar com obrigações vencidas (por número de funcionários)	286
Figura 11.9	Probabilidade de entrar em mora durante a pandemia (por número de funcionários)	287
Figura 11.10	Fração de empresas que fecharam	289
Figura 11.11	Desempenho do exportador e dívida corporativa	292
Figura 11.12	Declínio nas transações de exportação, mercados e dívida	293
Figura 11.13	Investimento governamental e não governamental em infraestrutura	295
Figura 11.14	Financiamento não governamental de infraestrutura	297
Figura 11.15	Quem financia infraestrutura na região?	297
Figura 11.16	Financiamento de infraestrutura por meio de bancos comerciais, por instrumento	298
Figura 12.1	Dívida em disparada, investimento em queda livre: o acúmulo de vulnerabilidades do balanço patrimonial na América Latina	306
Figura 12.2	Recuperação incompleta em valuations de mercados de ações	308
Figura 12.3	Taxas medianas de investimento em diferentes níveis de alavancagem	313
Figura 12.4	Taxas medianas de investimento em diferentes níveis de distância até a inadimplência	316
Figura 12.5	O ciclo de negócios das taxas de investimento: tempos normais versus recessões	317

Figura 12.6	Impacto médio de dívida e risco no investimento corporativo	319
Figura 12.7	Complementaridade positiva entre alavancagem e risco	321
Figura 12.8	Efeitos substanciais do endividamento excessivo após recessões econômicas	323
Figura 12.9	Endividamento excessivo e recuperações lentas do investimento após grandes recessões	325

Lista de quadros

Quadro 2.1	O valor de seguro de reservas internacionais	29
Quadro 3.1	Títulos de infraestrutura: o caso do Brasil	53
Quadro 3.2	Iniciativas multinacionais: Ásia e América Latina	60
Quadro 3.3	Uruguai: o caminho para a desdolarização da dívida pública	63
Quadro 4.1	Ajuste estoque-fluxo e evolução da dívida pública	91
Quadro 4.2	Dívida subnacional: em queda	91
Quadro 5.1	Funções de reação fiscal	108
Quadro 6.1	Gestão da dívida pública no Brasil	153
Quadro 7.1	Tratamento de credor preferencial para BMDs	176
Quadro 9.1	Sucessos na região: o que os países fizeram	215
Quadro 9.2	Intolerância à austeridade	218
Quadro 10.1	A arquitetura de reestruturação da dívida grega e europeia	260
Quadro 10.2	Blindagem de ativos do Iraque pela ONU	261
Quadro 11.1.	Empresas caribenhas com necessidade de financiamento	284
Quadro 12.1	Teoria simples do endividamento excessivo	312
Quadro 12.2	Estimando a distância até a inadimplência em nível de empresa	315

Prefácio

A pandemia foi um duro golpe para a região da América Latina e Caribe, infligindo um sofrimento humano incomensurável e cobrando um alto custo econômico. Deixou muitas cicatrizes em seu rastro. Em nível macroeconômico, uma das mais duradouras e significativas é o alto grau de endividamento, que já havia aumentado antes da pandemia e acelerou ainda mais à medida que os governos implantavam pacotes fiscais para apoiar suas economias enquanto viam as receitas secarem. A resposta fiscal foi justificada pela magnitude e natureza da crise, mas a região agora precisa enfrentar as consequências. Este livro se concentra em como os países devem administrar altos níveis de endividamento e formula recomendações de políticas com base em análises rigorosas.

Os países da região estão reduzindo os déficits fiscais excepcionais provocados pela pandemia. As projeções de base do Banco Interamericano de Desenvolvimento (BID) sugerem consolidação contínua e queda nos índices da dívida pública. Mas, como este livro recomenda, os governos precisam reduzir ainda mais o endividamento para níveis mais prudentes. Há muitas oportunidades para fazê-lo, seja melhorando a eficiência das despesas, expandindo a base tributária ou buscando reformas mais amplas para melhorar o resultado fiscal e impulsionar o crescimento.

A invasão russa da Ucrânia, os altos preços da energia e dos alimentos, o aumento da inflação e a normalização monetária em todo o mundo complicam o ambiente de formulação de políticas. Para traçar um caminho a ser seguido, os governos devem coordenar as políticas monetária e fiscal. Uma política fiscal expansionista com uma resposta monetária ainda mais apertada não produzirá os resultados desejados. As políticas fiscal e monetária devem trabalhar juntas para garantir a estabilidade macroeconômica.

Ainda assim, nem a política fiscal nem a monetária, no curto prazo, podem impulsionar as perspectivas econômicas de longo prazo além do potencial de uma economia. Em vez disso, para aumentar o crescimento, os países devem buscar ganhos subjacentes de produtividade. Avanços tecnológicos, melhor educação, melhor gestão e uma alocação mais

eficiente de recursos podem contribuir para impulsionar o crescimento no futuro.

Aproveitar o potencial do setor privado é fundamental. As economias mais bem-sucedidas encontraram o equilíbrio entre permitir à iniciativa privada florescer e criar mecanismos de redistribuição de riqueza para proteger as famílias mais pobres. Isso requer um ambiente favorável aos negócios, que ofereça incentivos para o investimento, incluindo capital estrangeiro.

Instituições financeiras internacionais, como o BID, podem ajudar por meio de recursos financeiros e conhecimento. Os empréstimos de longo prazo oferecidos por elas a taxas de juros baixas podem ajudar os países a administrar os níveis de endividamento. Outras ferramentas que podem ser implantadas para ajudar os governos a gerenciar suas questões financeiras incluem garantias, empréstimos em moeda local e facilitação do uso de swaps e outros tipos de seguro para a gestão de riscos. As instituições financeiras internacionais também contribuem por meio do conhecimento, de várias formas e maneiras. Recursos financeiros para programas desenvolvidos a partir de análises baseadas em evidências podem ajudar a impulsionar as perspectivas de curto prazo, bem como o crescimento de longo prazo.

Este livro é mais um exemplo de como instituições como o BID podem contribuir por meio de análises rigorosas e recomendações de políticas em uma área crítica. Esperamos que este volume seja útil para formuladores de políticas públicas e atraia um público mais abrangente, preocupado com os desafios enfrentados pela região neste momento de incerteza global e endividamento elevado.

Ilan Goldfajn

Presidente

Banco Interamericano de Desenvolvimento

Eric Parrado

Economista-chefe

Banco Interamericano de Desenvolvimento

Agradecimentos

A série *Desenvolvimento nas Américas* (DIA, na sigla em inglês) é a principal publicação do Banco Interamericano de Desenvolvimento (BID). Esta edição foi produzida sob a direção de Andrew Powell, assessor principal do Departamento de Pesquisa, e Oscar Mauricio Valencia, especialista principal da Divisão de Gestão Fiscal e Municipal.

Susana Cordeiro, gerente do Setor de Instituições para o Desenvolvimento, Eric Parrado, economista-chefe e diretor-geral do Departamento de Pesquisa, e Emilio Pineda, chefe da Divisão de Gestão Fiscal e Municipal, prestaram apoio e orientação constantes ao longo deste projeto. Agradecimentos especiais também são destinados a Benigno López, Richard Martínez e Gustavo De Rosa, por seus comentários adicionais e incentivo.

Os principais autores de cada capítulo são:

- Capítulo 1: Andrew Powell e Oscar Mauricio Valencia
- Capítulo 2: Eduardo Cavallo e Eduardo Fernández Arias
- Capítulo 3: Eduardo Borensztein e Eduardo Cavallo
- Capítulo 4: María Cecilia Acevedo, Leandro Andrián, Victoria Nuguer e Oscar Mauricio Valencia
- Capítulo 5: Juan Manuel Hernández, Andrew Powell e Oscar Mauricio Valencia
- Capítulo 6: Eduardo Levy Yeyati e Andrew Powell
- Capítulo 7: Leopoldo Avellán, Arturo Galindo e Giulia Lotti
- Capítulo 8: Leandro Andrián e Oscar Mauricio Valencia
- Capítulo 9: Ugo Panizza e Andrew Powell
- Capítulo 10: João Ayres, Anna Gelpern e Andrew Powell
- Capítulo 11: María Cecilia Acevedo, Vanessa Alviarez e Joaquin Lennon Sabatini
- Capítulo 12: Rodrigo Heresi e Andrew Powell
- Capítulo 13: Andrew Powell e Oscar Mauricio Valencia

O livro contém uma série de quadros extremamente valiosos. Agradecimentos aos seguintes autores dessas importantes contribuições, além dos autores dos capítulos: Juan Manuel Hernández (Quadro 2.1); Pablo Pereira dos Santos (Quadro 3.1); João Ayres (Quadro 6.1); Federico Galizia, Jonas de Oliveira Campino, Andrew Powell e Frank Sperling (Quadro 7.1); Oscar Mauricio Valencia (Quadro 9.1); e Federico Filippini e Guido Sandleris (Quadro 9.2).

Agradecimentos especiais também são endereçados a Joan Prats pelos comentários e contribuições adicionais, especialmente relacionados aos Capítulos 6 e 10.

Eduardo Levy Yeyati, Ugo Panizza e Teresa Ter-Minassian atuaram como consultores externos, oferecendo orientação e feedback cruciais em vários estágios do processo de preparação deste livro. Agradecimentos especiais também a Mauricio Cárdenas por seus valiosos comentários.

Nossos agradecimentos, ainda, aos colegas da Divisão de Mercado de Capitais e Instituições Financeiras, da Divisão de Gestão Fiscal e Municipal e do Departamento de Pesquisa pelas muitas conversas esclarecedoras e comentários pertinentes, em particular Vanessa Alviarez, Martín Ardanaz, João Ayres, Alberto Barreix, Eduardo Cavallo, Jessica Chamorro, Arturo Galindo, Rodrigo Heresi, Juan Manuel Hernández, André Martínez Fritscher, Andrés Muñoz, Victoria Nuguer, Carola Pessino, Joan Prats, Axel Radics, Cezar Ramos Santos e Gerardo Tagle.

Excelentes comentários e conselhos foram oferecidos por Osmel Manzano, Virginia Queijo von Heideken, David Rosenblatt, Marta Ruiz-Arranz, Agustina Schijman e muitos economistas de países do Banco Interamericano de Desenvolvimento.

Agradecimentos igualmente especiais a João Ayres, Monise Faria, André Martínez Fritscher, Renata Motta Café, José Luiz Rossi e Cezar Santos pela revisão da versão em português do manuscrito.

Paula Arias prestou excelente assistência de pesquisa durante a produção deste livro.

Inestimável assistência à pesquisa também foi fornecida por Laura Acevedo, Matilde Angarita Serrano, Matheo Arellano Morales, Ana Cepeda, Salim Chanto, Martha Elena Delgado Rojas, Carolina Dueñas, Adrián Garlati, Santiago Gómez, Tomás Gómez Traub, María José González Jaramillo, Carlos Guevara, Santiago Novoa, Silvia Núñez, Víctor Ortega, Diego A. Parra Álvarez, Marina Perrupato, Ingri Quevedo, Juan Pablo Rodríguez, Gustavo A. Sánchez Rivera, Vanessa Uchiyama, and Daniela Villacreces Villacís.

A produção deste livro foi coordenada por Tom Sarrazin, do Departamento de Pesquisa, com o apoio adicional de Lina María Botero Estrada.

Rita Funaro fez um excelente trabalho de edição da versão em inglês. Fayre Makeig revisou o manuscrito em inglês. A edição em espanhol foi traduzida por Adriana Cantor e Alberto Magnet e editada por Claudia M. Pasquetti e sua equipe. Santiago Arévalo revisou o relatório em espanhol. A versão em português foi traduzida por Hilda Lemos e editada por Andressa Rovani. A diagramação deste livro ficou a cargo da Word Express, Inc.

Às equipes administrativas da Divisão de Gestão Fiscal e Municipal e do Departamento de Pesquisa, o agradecimento pelo imenso esforço e dedicação na realização de todas as etapas necessárias para a produção deste livro. Agradecimentos especiais a Mariana Canillas, Myriam Escobar, Elton Mancilla, Carmen Montesinos, Aglae Parra, Mariela Semidey e Federico Volpino.

Pablo Bachelet, Lina María Botero Estrada, Andrés Cavelier, Romina Nicaretta e Tom Sarrazin contribuíram imensamente para a estratégia de comunicação e divulgação.

Apesar das valiosas contribuições de muitas pessoas que ofereceram insumos para este livro, os editores e autores assumem total responsabilidade por quaisquer erros nas informações ou análises. As opiniões expressas nesta publicação são dos editores do projeto e dos autores dos capítulos correspondentes e não refletem necessariamente as opiniões do BID, de seus diretores executivos ou dos países que representam.

Autores

María Cecilia Acevedo, cidadã da Colômbia, é oficial de estratégia do BID Invest. Possui doutorado em Políticas Públicas pela Universidade de Harvard.

Vanessa Alviarez, cidadã da Venezuela, é economista sênior do Departamento de Pesquisa do Banco Interamericano de Desenvolvimento. Possui doutorado em Economia pela Universidade de Michigan.

Leandro Andrián, cidadão da Argentina, é economista sênior do Departamento de Países do Grupo Andino do Banco Interamericano de Desenvolvimento. Possui doutorado em Economia pela Universidade Estadual de Iowa.

Leopoldo Avellán, cidadão do Equador, é economista principal do Escritório de Planejamento Estratégico e Eficácia no Desenvolvimento do Banco Interamericano de Desenvolvimento. Possui doutorado em Economia pela Universidade de Maryland em College Park.

João Ayres, cidadão do Brasil, é economista sênior do Departamento de Pesquisa do Banco Interamericano de Desenvolvimento. Possui doutorado em Economia pela Universidade de Minnesota.

Eduardo Borensztein, cidadão da Argentina e dos Estados Unidos, é consultor independente. Possui doutorado em Economia pelo Instituto de Tecnologia de Massachusetts (MIT).

Eduardo Cavallo, cidadão da Argentina e dos Estados Unidos, é economista principal do Departamento de Pesquisa do Banco Interamericano de Desenvolvimento. Possui doutorado em Políticas Públicas pela Universidade de Harvard.

Eduardo Fernández Arias, cidadão do Uruguai, é consultor independente. Possui doutorado em Economia pela Universidade da Califórnia em Berkeley.

Arturo Galindo, cidadão da Colômbia, é economista principal do Departamento de Pesquisa do Banco Interamericano de Desenvolvimento. Possui doutorado em Economia pela Universidade de Illinois em Urbana-Champaign.

Anna Gelpern, cidadã dos Estados Unidos, é professora-pesquisadora Anne Fleming do Centro de Direito da Universidade de Georgetown e bolsista sênior não residente do Instituto Peter G. Peterson de Economia Internacional. Recebeu o grau de *Juris Doctor* pela Faculdade de Direito da Universidade de Harvard.

Rodrigo Heresi, cidadão do Chile, é economista do Departamento de Pesquisa do Banco Interamericano de Desenvolvimento. Possui doutorado em Economia pela Universidade de Maryland.

Juan Manuel Hernández, cidadão da Colômbia, é economista do Departamento de Pesquisa do Banco Interamericano de Desenvolvimento. Possui doutorado em Economia pela Universidade da Pensilvânia.

Joaquín Lennon, cidadão do Chile, é analista sênior do Departamento de Estatística do Fundo Monetário Internacional. Possui mestrado em Políticas Públicas e Métodos de Pesquisa pela Universidade de Chicago.

Eduardo Levy Yeyati, cidadão da Argentina, é professor plenário e reitor da Escola de Governo da Universidade Torcuato di Tella. Possui doutorado em Economia pela Universidade da Pensilvânia.

Giulia Lotti, cidadã da Itália, é economista sênior do Escritório de Planejamento Estratégico e Eficácia no Desenvolvimento do Banco Interamericano de Desenvolvimento. Possui doutorado em Economia pela Universidade de Warwick.

Victoria Nuguer, cidadã da Argentina, é economista sênior do Departamento de Pesquisa do Banco Interamericano de Desenvolvimento. Possui doutorado em Economia pela Escola Politécnica Federal de Lausanne.

Ugo Panizza, cidadão da Itália, é professor do Instituto de Pós-Graduação de Genebra. Possui doutorado em Economia pela Universidade Johns Hopkins.

Andrew Powell, cidadão do Reino Unido, é conselheiro principal do Departamento de Pesquisa do Banco Interamericano de Desenvolvimento. Possui doutorado em Economia pela Universidade de Oxford.

Oscar Mauricio Valencia, cidadão da Colômbia, é especialista líder na Divisão de Gestão Fiscal e Municipal do Banco Interamericano de Desenvolvimento. Possui doutorado em Economia pela Escola de Economia de Toulouse.

O enigma da dívida

A dívida pode ser boa ou ruim. Se o financiamento obtido é usado para aumentar o investimento de alta qualidade e prestar serviços melhores, os benefícios devem superar os custos; mas se os níveis de endividamento se tornam demasiadamente altos ou se a gestão da dívida não é eficaz, os efeitos são negativos: as taxas de juros aumentam, o custo do serviço da dívida fica muito oneroso e a nova dívida se torna cara ou sua emissão, inviável. O investimento e o crescimento sofrem.

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

Tendo em vista os riscos do endividamento excessivo, a situação atual na América Latina e Caribe é preocupante. A dívida subiu para cerca de US\$ 5,8 trilhões na região, ou 117% do produto interno bruto (PIB), e para até 140% do PIB para as cinco maiores economias. A dívida pública subiu para 71% do PIB durante a pandemia, e as empresas emitiram montantes substanciais para sobreviver à crise. Em 2020, o financiamento adicional foi usado para fazer frente ao choque negativo da pandemia, quando a economia estava paralisada. O financiamento foi empregado para permitir às famílias comprar alimentos e cuidados de saúde e para que as empresas pagassem salários. Embora justificável, o resultado foi uma dívida

crescente. O enigma da dívida é real: ajudou a região a enfrentar a pandemia, mas agora está sobrecarregando a economia.

Este livro examina o aumento da dívida na América Latina e Caribe e discute o que deve ser feito. Também oferece recomendações aos formuladores de políticas públicas para garantir que a dívida seja usada com sabedoria, seus impactos nocivos sejam evitados, seus altos níveis sejam bem administrados e que ela seja reduzida onde for muito alta. Para desenvolver as recomendações, o livro revisa a literatura relevante e apresenta trabalhos inovadores em várias áreas. Para tanto, está organizado em três seções.

A primeira seção explora como a região atingiu os níveis atuais de endividamento e discute a dívida em um contexto mais geral. Os países têm ativos bem como passivos. O Capítulo 2 observa que, devido à integração financeira global mais profunda, tanto os ativos quanto os passivos externos dos países aumentaram. Alguns ativos podem ser muito benéficos e, em determinadas circunstâncias, vale emitir mais dívida para financiar esses ativos a fim de melhorar a liquidez e reduzir o risco. O Capítulo 3 analisa a evolução dos mercados de capitais domésticos. O crescimento dos sistemas financeiros, aliado a mercados locais mais profundos, permite que os países tenham mais dívida doméstica e em moeda nacional, o que, do ponto de vista do risco, muitas vezes é preferível à emissão no exterior em outras moedas. Embora as taxas de juros aumentem quando as moedas domésticas se depreciam, moderando assim essas vantagens, o capítulo ainda argumenta que mercados mais profundos são valiosos.

Tanto a dívida pública como a privada cresceram antes da pandemia, mas com dinâmicas diferentes. A dívida pública aumentou em grande parte em tempos ruins, com fortes acelerações ou picos provocados por uma combinação de baixo crescimento, altos custos de juros, depreciação cambial e o aparecimento de passivos não financiados. A dívida das famílias tem aumentado, mas permanece relativamente baixa para os padrões internacionais, enquanto a dívida corporativa cresceu nos anos anteriores à pandemia para valores relativamente altos à medida que as empresas aproveitavam as baixas taxas de juros internacionais e a ampla liquidez global. O Capítulo 4 detalha essas tendências, preparando o cenário para os capítulos seguintes, e defende instituições fiscais mais fortes como um elemento crucial no esforço para evitar picos acentuados da dívida pública.

A segunda seção do livro trata da dívida pública. O Capítulo 5 aborda a pergunta central sobre a sustentabilidade ou não da dívida pública. Uma resposta concreta depende de crenças sobre ações futuras de política fiscal. Tomando o passado como guia, a política fiscal projetada indica que a dívida na região como um todo é sustentável, mas isso não garante

sustentabilidade em todos os casos. Além disso, a região deve tomar medidas adicionais para reduzir o endividamento para níveis mais prudentes. O capítulo defende uma orientação fiscal mais forte. O Capítulo 6 discute a gestão da dívida, que se tornou mais sofisticada na região, com suas instituições fortalecidas para esse fim. A composição da dívida também melhorou durante os anos 2000. No entanto, durante a pandemia e nos anos que a precederam, esses avanços estagnaram. O capítulo defende que as funções críticas da gestão da dívida devem ser reforçadas e que a gestão ativa de passivos pode melhorar o perfil da dívida no futuro.

Os credores oficiais continuam a ser uma fonte significativa de financiamento para a região. O Capítulo 7 destaca a mudança na composição dos credores oficiais, observando o aumento de empréstimos concedidos por instituições bilaterais de países não pertencentes ao Clube de Paris, e investiga se os bancos multilaterais de desenvolvimento fornecem financiamento menos procíclico, de prazo mais longo e baixo custo. Se a dívida pública for muito alta, o temor é que o crescimento sofra. O Capítulo 8 considera esse tópico e identifica o ponto em que a dívida deixa de ter um impacto positivo e passa a ter um impacto negativo. Se níveis altos de endividamento público reduzirem o crescimento e aumentarem os custos e os riscos de juros, a redução da dívida pública será benéfica. Mas como os países reduziram a dívida no passado? Essa pergunta é discutida no Capítulo 9, que analisa a forma como os países diminuíram a dívida de forma exitosa e significativa. Em alguns casos, essas reduções não foram viáveis e o endividamento público tornou-se insustentável; os países, então, reestruturaram suas dívidas por meio de negociações com os credores. O Capítulo 10 descreve como a região tem desempenhado um papel central na natureza mutável da arquitetura financeira global. Ele considera um conjunto de questões novas e não resolvidas e propõe um fórum regional para complementar as iniciativas internacionais atuais.

A terceira seção do livro focaliza a dívida das empresas. Embora o acesso ao crédito tenha aumentado, continua limitado para muitos pequenos e médios negócios, incluindo aqueles liderados por mulheres. Durante a pandemia, essas empresas sofreram relativamente mais do que suas contrapartes de maior porte e tinham maior probabilidade de atrasar pagamentos aos seus credores ou fechar suas portas. O Capítulo 11 destaca os benefícios do acesso ao crédito para sobreviver a choques negativos como a crise de Covid-19. Em geral, empresas de maior porte desfrutaram de bom acesso ao crédito; a alavancagem aumentou antes da pandemia e disparou para garantir a sobrevivência à medida que o vírus fechava as economias. Posteriormente, os índices de endividamento caíram, mas as avaliações do mercado de ações e a volatilidade aumentaram.

O Capítulo 12 sugere que a região pode sofrer de uma dívida corporativa e um excesso de risco, o que pode dificultar os esforços para reconstruir o estoque de capital produtivo. Esses dois capítulos também oferecem recomendações para os formuladores de políticas sobre como aumentar o acesso ao crédito para pequenas empresas promissoras e como melhor auxiliar empresas maiores na fase de recuperação.

A região da América Latina e Caribe enfrenta tempos desafiadores. As consequências da pandemia, a invasão russa da Ucrânia, inflação, aumento das taxas de juros globais, um dólar forte e a necessidade de uma política monetária rígida em casa pintam um quadro difícil para a região nos próximos anos. Altos níveis de endividamento implicam menos espaço de manobra, e as ações políticas devem ser cuidadosamente calibradas. Quanto maiores forem os desafios globais e quanto mais incerto for o ambiente, mais importante será fazer planos robustos e confiáveis localmente. Este relatório está repleto de recomendações de políticas para a adoção de medidas adequadas. Espera-se que as análises e sugestões de políticas aqui contidas contribuam para que o desafio da dívida seja favoravelmente enfrentado em toda a região e além.

Balancos patrimoniais externos fortes para economias resilientes

A região da América Latina e Caribe tem enfrentado várias crises decorrentes de balanços patrimoniais externos frágeis e de eventos ou gatilhos globais. Essas crises têm sido frequentemente acompanhadas por crises cambiais e bancárias e por um declínio no crescimento econômico. Embora a dívida muitas vezes tenha sido um fator-chave nas crises externas, seu papel e os riscos que representa dependem de toda a carteira de ativos e passivos externos de um país. O objetivo deste capítulo é examinar as crises externas a partir dessa perspectiva abrangente, analisar os balanços patrimoniais externos dos países, considerar as implicações para a estabilidade macroeconômica e discutir políticas para reduzir fragilidades.

Crises externas geralmente provocam altos custos econômicos e sociais. Convém distinguir os diferentes fatores dessas crises e, em particular, separar os riscos associados ao balanço patrimonial externo do país de outros fatores de risco macroeconômicos. Desequilíbrios macroeconômicos tradicionais, como altos déficits fiscais, serão abordados em outros pontos deste livro. Este capítulo tem como foco as vulnerabilidades criadas pelo balanço patrimonial externo do país, especificamente na composição da carteira tanto de ativos como de passivos externos. Isso também coloca os capítulos subsequentes — que se concentram na dívida, incluindo a dívida externa — em um contexto mais amplo.

Estimar o risco da crise financeira externa é fundamental para avaliar a saúde econômica na América Latina e Caribe e para subsidiar políticas de prevenção. O choque da Covid-19, a invasão russa da Ucrânia, a inflação e as taxas de juros globais mais altas tornaram essa tarefa especialmente relevante. Este capítulo mostra como um balanço patrimonial externo saudável ajuda a limitar a incidência de crises externas e discute o que os formuladores de políticas podem fazer para fortalecer o balanço externo.

O que são balanços patrimoniais externos dos países?

O balanço de pagamentos de um país registra os fluxos financeiros entre os residentes de um país e o restante do mundo, o que determina o acúmulo de ativos estrangeiros de propriedade de residentes e os passivos estrangeiros de propriedade de não residentes (que são haveres junto a residentes). No caso mais simples, o desequilíbrio entre exportações e importações gera obrigações financeiras de ou para os residentes. Além da negociação de bens e serviços, residentes e não residentes podem se envolver em transações financeiras que contribuam ainda mais para o acúmulo de ativos e passivos estrangeiros.¹ O balanço patrimonial externo reflete os estoques acumulados de ativos e passivos estrangeiros dos setores público e privado em um determinado momento.

A Figura 2.1 mostra o balanço patrimonial externo global de cada país da América Latina e Caribe medido por seu passivo externo líquido² (ou seja, passivos externos menos ativos externos) expresso em porcentagem do seu PIB anual a partir do final de 2020.³ O gráfico revela uma grande variedade de balanços patrimoniais líquidos entre os países. Enquanto a maioria dos países é devedora externa líquida (refletida em passivos líquidos positivos), Argentina e Venezuela são credores externos líquidos (passivos líquidos negativos).⁴ Para os países médios e medianos na região, os passivos líquidos situam-se entre 50% e 60% do PIB.

As figuras 2.2 e 2.3 mostram separadamente os dois lados do balanço patrimonial: passivos e ativos externos, respectivamente.⁵ Os gráficos

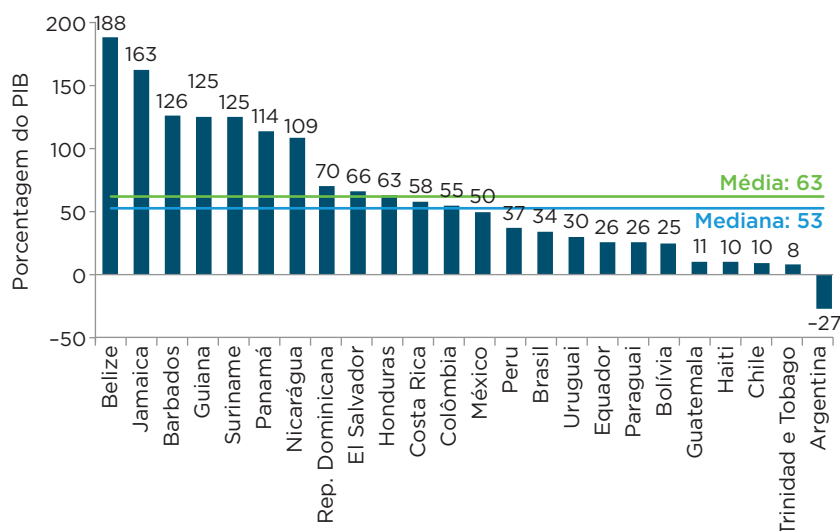
¹ Independentemente de sua fonte original, ativos e passivos externos também implicam pagamentos de serviços ao longo do tempo, que aumentam ainda mais esses estoques.

² A posição do passivo externo líquido (PEL) de um país é a soma da absorção acumulada de poupança estrangeira, apropriadamente precificada e desvalorizada ao longo do tempo. Lane e Milesi-Ferretti (2007) documentam que diferentes taxas de absorção de poupança estrangeira dão origem a diferenças consideráveis entre países nas posições do PEL. As informações para Haiti e Barbados estão disponíveis somente até 2019.

³ As informações sobre balanço patrimonial externo são ajustadas com o PIB medido em dólares para tornar os países comparáveis. Observe que, enquanto o numerador é robusto para variações marginais de curto prazo por se tratar de um estoque, o mesmo não ocorre com o denominador, porque o PIB anual é um fluxo. Neste capítulo, o PIB de tendência é usado para evitar flutuações temporárias. O uso do PIB de tendência em dólares torna a medição robusta para flutuações no crescimento real e taxas de câmbio reais.

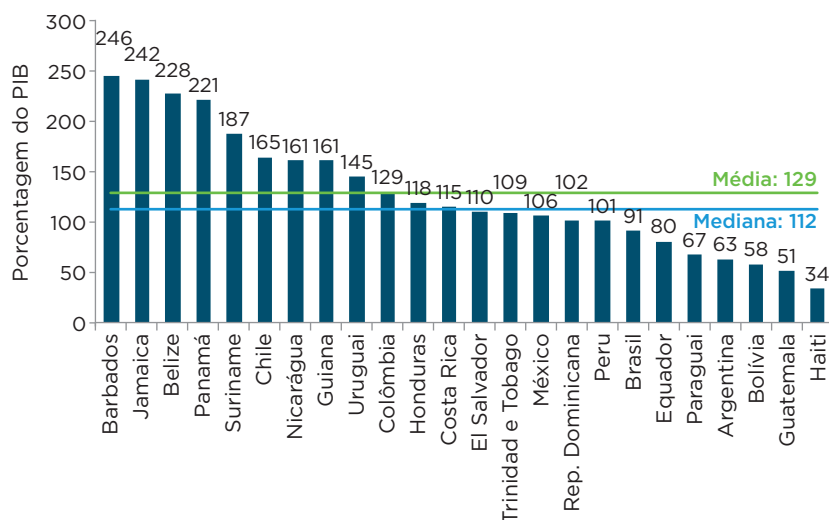
⁴ A Venezuela foi excluída da figura devido a discrepâncias entre estatísticas oficiais e outras estimativas de ativos e passivos externos, especialmente nos últimos anos. Além disso, o PIB de tendência da Venezuela foi estimado no nível de 1990; portanto, os níveis dos seus balanços patrimoniais aumentaram nos últimos anos devido à queda substancial do PIB de tendência (65% entre 2015 e 2019).

⁵ Salvo indicação em contrário, os dados de balanço patrimonial usados neste capítulo são tomados de Lane e Milesi-Ferretti (2018), atualizados em 2021. Os estoques são

Figura 2.1 Passivos externos líquidos, 2020

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

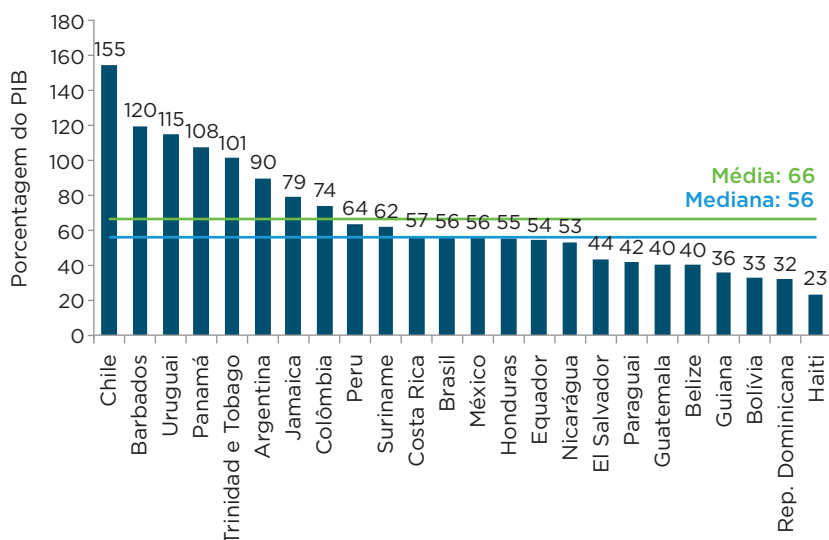
Nota: Números ajustados pelo PIB de tendência.

Figura 2.2 Passivos externos, 2020

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

Nota: Números ajustados pelo PIB de tendência.

valorados a preços de final de ano. Os dados são informados no valor de mercado, inclusive para obrigações de dívida. Países da América Latina e Caribe neste capítulo são os 26 membros mutuários do BID, exceto Bahamas, que é um centro financeiro internacional cujas estatísticas de balanço patrimonial não são comparáveis ao restante.

Figura 2.3 Ativos externos, 2020

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

Nota: Números ajustados pelo PIB de tendência.

demonstram que, em todos os países, os balanços patrimoniais líquidos da Figura 2.1 escondem passivos e ativos externos brutos substanciais. Os estoques de passivos e ativos externos do país mediano respondem por cerca de 112% e 56% do PIB, respectivamente.

Três razões principais explicam por que agentes públicos e privados podem considerar vantajoso aproveitar a assunção de passivos externos e/ou adquirir ativos externos além das flutuações decorrentes das variações normais em exportações e importações: i) estabilizar a atividade econômica afetada por choques e o ciclo de negócios, suavizando o consumo ao longo do tempo; (ii) financiar oportunidades de investimento de alto retorno; e iii) reduzir os riscos financeiros globais, criando exposição a uma carteira diversificada que inclua posições externas. Cada uma dessas motivações será explorada a seguir, de acordo com suas aplicações à região.

Estabilização. Usar recursos estrangeiros ou repatriar ativos, seja para amortecer temporariamente choques econômicos transitórios ou mesmo para ajudar o país a ajustar-se da melhor maneira possível a desafios intertemporais (como custos do envelhecimento populacional e de aposentadorias), é útil para suavizar o consumo. Além disso, evita custos de interrupções no investimento e na produção, protegendo projetos de

investimento vulneráveis à falta de financiamento provisório. Agentes privados e, particularmente, o setor público são motivados pela necessidade de estabilização. Embora agentes econômicos privados possam suavizar choques idiossincráticos tomando empréstimos junto a sistemas financeiros nacionais, os governos que enfrentam choques agregados negativos precisam se valer de recursos externos por meio de empréstimos ou repatriação de ativos, como reservas internacionais ou fundos soberanos. Os setores públicos responsáveis pela estabilidade macroeconômica se beneficiariam do acesso a recursos estrangeiros quando um declínio na atividade comercial ou um choque negativo — como a recente pandemia de Covid-19 — ameaçasse a atividade econômica agregada.⁶ De forma mais geral, o desejo de preservar a estabilidade macroeconômica e defender-se das crises tem sido a principal razão pela qual muitos países vêm acumulando reservas internacionais desde a década de 1990.

A motivação baseada na estabilização pode racionalizar a assunção de passivos externos ou a repatriação de ativos externos para combater um choque negativo e adquirir ativos externos, ou, no caso de um choque positivo para a economia, para reduzir passivos externos. No entanto, o efeito líquido nos balanços patrimoniais externos certamente será em grande parte neutro, a menos que haja uma longa sequência de choques na mesma direção. Mesmo assim, o motivo baseado na estabilização não pode racionalizar os grandes estoques de ativos e passivos externos brutos observados em todos os países.⁷ Outras razões estruturais também estão envolvidas.

Investimento. Em uma região em desenvolvimento, espera-se que a perspectiva de desenvolvimento econômico gere oportunidades de investimentos doméstico de alto retorno. A motivação baseada no investimento levaria ao acúmulo de passivos externos para financiar oportunidades de investimento rentáveis. Com efeito, a expectativa de um rendimento mais alto à medida que os países se desenvolvem também justificaria o acúmulo de passivos para diluir o rendimento mais alto esperado ao longo do tempo (diferimento do consumo). Essas motivações se aplicam tanto aos agentes privados quanto ao setor público, que podem querer ampliar o investimento público e os serviços sem reduzir a renda nacional atual

⁶ Isso pressupõe que as políticas econômicas são sustentáveis. Se a instabilidade macroeconômica for causada por políticas insustentáveis, o acesso a recursos adicionais pode simplesmente adiar problemas e piorar a situação.

⁷ Além disso, os passivos da dívida líquida e reservas internacionais são o instrumento típico para obter recursos para acomodar choques, mas, como mostrado abaixo, os balanços externos refletem uma atividade substancial em diferentes categorias de ativos e passivos.

disponível.⁸ Dependendo das características das oportunidades de investimento disponíveis e do grau de desenvolvimento dos sistemas financeiros nacionais, o financiamento de passivos externos poderia assumir a forma de financiamento de dívida ou participação no capital. Essa questão será discutida posteriormente neste capítulo.

Embora a motivação baseada no investimento possa explicar por que os países acumulam passivos externos, não explica os altos níveis de ativos externos mostrados na Figura 2.3. No país médio, os ativos externos representam cerca de dois terços dos passivos externos. Por que os países da América Latina e Caribe acumulariam níveis tão elevados de ativos externos?

Uma das razões para manter ativos externos pode ser o fato de que o acesso à poupança estrangeira — possibilidade de acumular passivos externos — pode ser inconstante. Assim, pode fazer sentido possuir ativos externos que possam ser repatriados se necessário. Essa justificativa se aplicaria particularmente bem ao setor público, e é uma explicação natural para a manutenção de reservas internacionais como uma apólice de seguro ou autosseguro. No entanto, as reservas internacionais somam menos de um terço dos ativos externos no país médio da América Latina e Caribe, sugerindo que o setor privado seja o principal indutor da acumulação de ativos externos.

Outra explicação potencial é que, apesar da presunção de que o investimento interno na região deva proporcionar maiores retornos, os residentes podem achar que as oportunidades de investimento no exterior são melhores do que internamente. Por exemplo, investidores individuais podem ter oportunidades de investimento de alto retorno no exterior para expandir suas empresas nacionais (como a CITGO, no caso da Venezuela, ou as “multilatinas” privadas). No entanto, os ativos de investimento estrangeiro direto (IED) constituem apenas cerca de 17% dos ativos estrangeiros, em média.⁹

⁸ Os economistas há muito determinaram que, na prática, o investimento interno é limitado pela disponibilidade de poupança nacional, contrariando as implicações da perfeita integração financeira (Feldstein e Horioka, 1980). Cavallo, Fernández Arias e Marzani (2017) mostram que uma melhor integração financeira em países de baixa poupança enfraqueceria a restrição da poupança nacional e aumentaria a absorção de poupança, investimento e consumo estrangeiros.

⁹ Na Venezuela, cuja relação ativo estrangeiro-PIB é mais do que o dobro da de qualquer outro país da América Latina e Caribe, os ativos estrangeiros de IED representam apenas 5% do total de ativos estrangeiros (até o final de 2019, que é o último ano disponível). Na Argentina, outra economia com posição de credor líquido, os ativos estrangeiros de IED respondem somente por 10% do total de ativos estrangeiros. Seus grandes ativos estrangeiros como proporção do PIB (Venezuela) ou relativos a passivos estrangeiros (Argentina) não são explicados pelo IED no exterior.

Mais uma razão pela qual os investidores provavelmente mantêm ativos externos é a instabilidade doméstica, que induz à fuga de capital. A presunção geral de que países em desenvolvimento geram oportunidades de investimento com retorno mais alto pode falhar em certas circunstâncias. Em particular, os investidores se preocupam com retornos altos ajustados pelo risco e podem optar por poupar e investir no exterior, em vez de internamente, para evitar instabilidade macroeconômica.¹⁰ De fato, como será visto ainda neste capítulo, os ativos de dívida externa que não compõem reservas — o principal instrumento para fuga de capital — respondem por cerca de 50% do total de ativos externos, em média, na América Latina e Caribe.

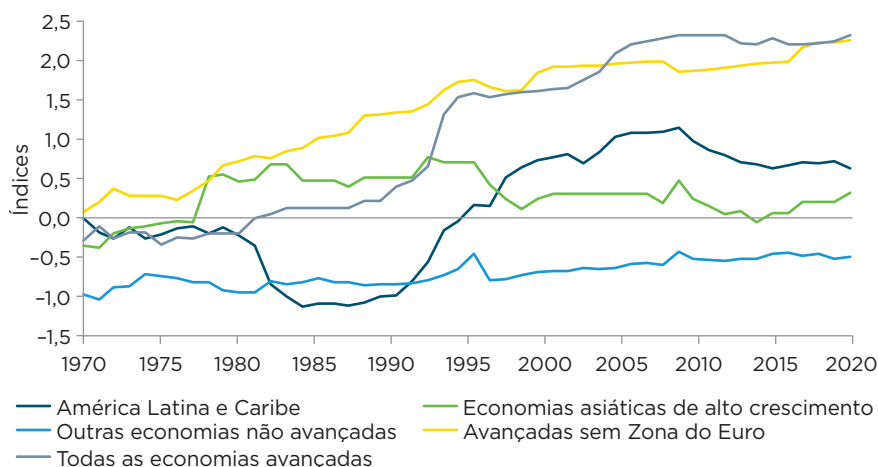
Diversificação. A diversificação de riscos da carteira se justifica em grande parte porque os balanços patrimoniais normalmente incluem ativos estrangeiros substanciais além de reservas internacionais, mesmo em países que não estão sujeitos a pressões de fuga de capital. Os agentes internos optam por novos investimentos financeiros, dependendo de sua exposição ao risco, e adquirem ativos externos cujo perfil de risco possa proteger (hedge) os retornos de seus ativos domésticos. O objetivo, nesse caso, é construir uma carteira diversificada que, devido à covariância de riscos entre seus componentes, possa proporcionar um menor risco global.

Essa motivação se aplica a todos os agentes, incluindo fundos soberanos e de pensão. Esses investidores institucionais — que cresceram em número e porte na região (medidos pela quantidade de ativos sob gestão) — investem em uma variedade de ativos, incluindo ações e títulos estrangeiros. O resultado agregado dessa estratégia de diversificação de riscos da carteira é o aumento simultâneo de ativos e passivos externos (que são os ativos estrangeiros do resto do mundo) para qualquer dada posição do passivo líquido. Assim, a análise exige a consideração de estoques brutos, ou seja, ambos os lados do balanço patrimonial. Esse processo pode implicar uma variedade de instrumentos de dívida e participação no capital, dependendo do que melhor se encaixar na diversificação da carteira.

Integração financeira em ascensão

A tendência mundial é facilitar transações financeiras transfronteiriças por meio da liberalização financeira internacional. A redução dos empecilhos a transações financeiras transfronteiriças tem facilitado o aumento de fluxos

¹⁰ Na Argentina e na Venezuela, o IED e as reservas internacionais combinados somam, respectivamente, menos de 24% e 11% de ativos estrangeiros, substancialmente abaixo da média.

Figura 2.4 Índice de integração financeira

Fonte: Cálculos próprios com base em Chinn e Ito (2006), atualizados em 2021.

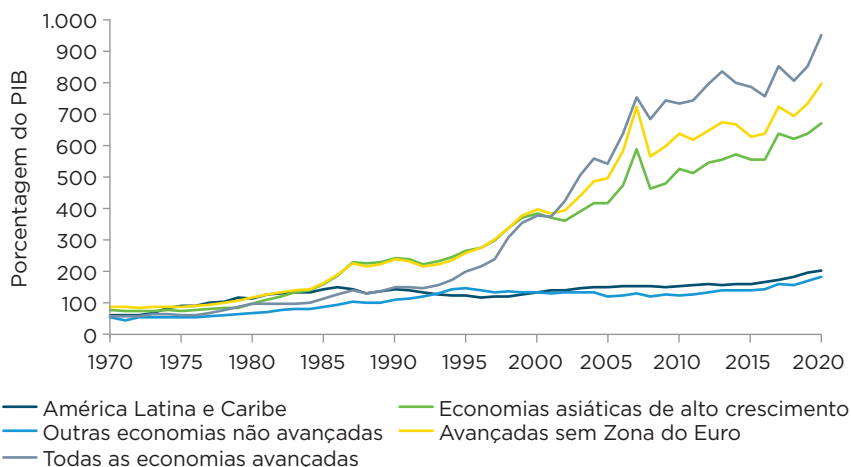
Nota: Média simples por país ao longo do tempo.

financeiros em ambas as direções e, conseqüentemente, a expansão dos balanços patrimoniais externos dos países. Quais são as implicações dessa tendência para o risco de uma crise externa?

A Figura 2.4 mostra um índice de liberalização financeira que captura o dismantelamento das restrições legais aos fluxos de capital, e a Figura 2.5 ilustra o atual aprofundamento da integração financeira internacional ao longo do tempo, definida como a soma de ativos e passivos externos (como uma porcentagem do PIB)¹¹ na América Latina e Caribe e em agrupamentos de países mundiais: i) outras economias não avançadas; ii) economias asiáticas de alto crescimento; iii) economias avançadas exceto Zona do Euro; e iv) Zona do Euro.¹²

¹¹ Essa medida subestima a integração financeira desejada, porque os países em dificuldades financeiras enfrentam atritos substanciais para assumir passivos e muitas vezes estão sujeitos a controles de fugas de capital.

¹² Todos os agrupamentos de países ao longo do capítulo são representados pelo país típico do grupo, definido como a média simples de todos os países nesse grupo. Os agrupamentos de países fora da América Latina e Caribe são: outras economias não avançadas: África do Sul, Angola, Bangladesh, Benim, Botsuana, Bulgária, Burkina Faso, Burundi, Cabo Verde, Camarões, Chade, Comores, Costa do Marfim, Essuatíni, Etiópia, Filipinas, Guiné Equatorial, Fiji, Gabão, Gâmbia, Gana, Guiné, Guiné-Bissau, Hungria, Ilhas Salomão, Índia, Indonésia, Laos, Lesoto, Libéria, Macau, Madagascar, Malawi, Malásia, Maldivas, Mali, Mauritânia, Moçambique, Myanmar, Namíbia, Nepal, Níger, Nigéria, Paquistão, Papua Nova Guiné, Polônia, Quênia, República

Figura 2.5 Integração financeira real

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

Nota: Por país, a representação da integração financeira é construída como a soma dos passivos externos e dos ativos externos e o PIB de tendência. Assim, a média regional é a média simples por país ao longo do tempo.

A Figura 2.4 mostra que a região da América Latina e Caribe é a que mais aumentou a liberalização financeira nas décadas de 1990 e 2000, embora a tendência tenha estancado após a crise financeira global de 2008-2009. A Figura 2.5 mostra que a evolução da integração financeira real na região é qualitativamente semelhante à de outras economias não avançadas, mas é ofuscada pela rápida expansão das economias asiáticas de alto crescimento e economias avançadas, especialmente na Zona do Euro.¹³ Ainda assim, os números mostram que a integração financeira internacional global está se aprofundando, e a liberalização financeira internacional é uma força subjacente.

Centro-Africana, República Democrática do Congo, República do Congo, Romênia, Ruanda, Samoa, São Tomé e Príncipe, Senegal, Seicheles, Serra Leoa, Somália, Sri Lanka, Sudão, Tailândia, Tanzânia, Togo, Tonga, Turquia, Uganda, Vanuatu, Zâmbia, Zimbábue. Economias asiáticas de alto crescimento: China, Hong Kong, Índia, Indonésia, Coreia, Malásia, Cingapura, Sri Lanka, Tailândia. Economias avançadas, exceto Zona do Euro: Austrália, Canadá, Dinamarca, Hong Kong, Islândia, Israel, Japão, Coreia, Nova Zelândia, Noruega, Cingapura, Suécia, Suíça, Taiwan, Reino Unido, Estados Unidos. Zona do Euro: Áustria, Bélgica, Chipre, Finlândia, França, Alemanha, Grécia, Irlanda, Itália, Luxemburgo, Malta, Holanda, Portugal e Espanha.

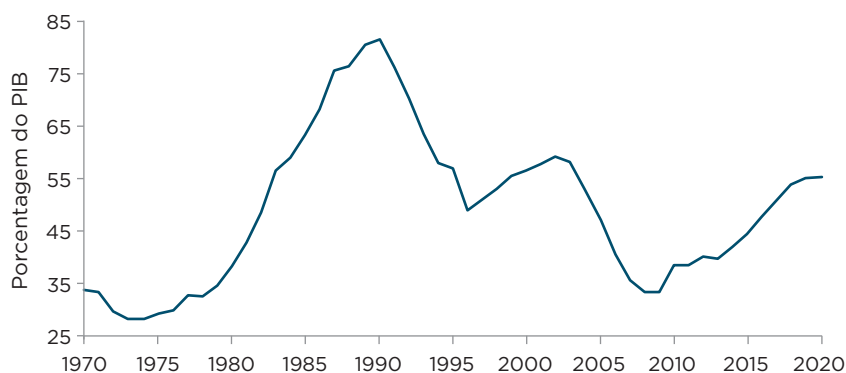
¹³ A maior integração financeira entre as economias avançadas mantém-se mesmo quando os países da Zona do Euro, que são naturalmente mais integrados, são excluídos dos grupos de países.

Transformando balanços patrimoniais externos: 50 anos e mais

As mudanças nos balanços patrimoniais externos dos países podem ser úteis para avaliar as perspectivas econômicas daqui para frente e informar como enfrentar desafios futuros. A Figura 2.6 mostra a evolução do balanço externo líquido do país médio da América Latina e Caribe nos últimos 50 anos.

O nível de passivos estrangeiros líquidos no início da década de 1980 mostrou-se insustentável e disparou durante a crise da dívida naquela década. A reestruturação da dívida externa e o ajuste macroeconômico que, em última análise, foram bem-sucedidos, colocaram os passivos externos líquidos novamente em cerca de 50% do PIB em meados da década de 1990. A resolução da crise abriu a possibilidade para que os países emitissem títulos externamente e aumentassem os passivos externos líquidos, atingindo 60% do PIB até 2003. Entre 2003 e 2008, os passivos externos líquidos caíram significativamente e coincidiram com o período de altos preços das commodities. A desalavancagem terminou com o início da Crise Financeira Global no final de 2008. De 2009 a 2020, os passivos externos líquidos aumentaram 20 pontos percentuais (p.p.) de forma constante, para cerca de 55% do PIB, em média.¹⁴ As mudanças ocorridas durante 2020 serão discutidas detalhadamente a seguir.

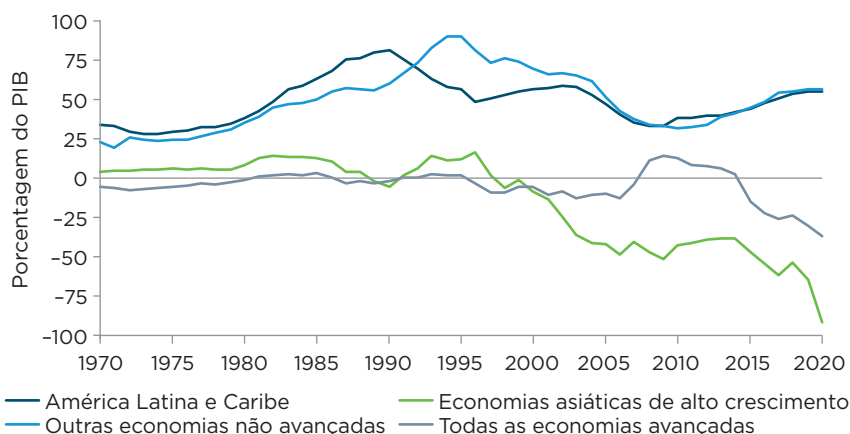
Figura 2.6 Passivos externos líquidos na América Latina e Caribe



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

Nota: Números pelo PIB de tendência. Média simples por país na região.

¹⁴ Enquanto o nível observado em 2020 é comparável ao observado antes da crise da dívida nos anos 1980, como mostrado na próxima seção, o mesmo não se aplica ao risco de uma crise externa.

Figura 2.7 Passivos externos líquidos por região do mundo

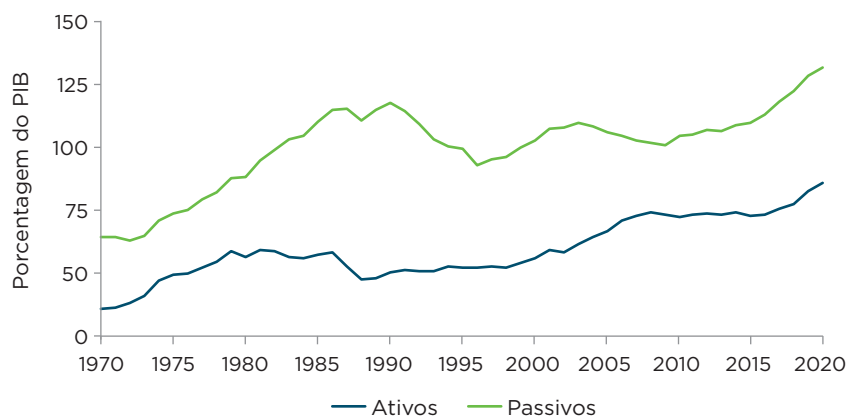
Fonte: Cálculos próprios com base em Lane e Milesi-Ferretti (2018), atualizados em 2021.

Nota: Números ajustados pelo PIB de tendência. Média simples por país na região.

A Figura 2.7 compara o país típico da América Latina e Caribe com o país médio em quatro grupos comparativos. A evolução dos passivos externos líquidos na América Latina e Caribe é, em geral, semelhante àquela observada em outras economias não avançadas. Os níveis de passivos externos líquidos e as fases pelas quais passaram os países médios de ambos os grupos são similares, incluindo o aumento sustentado após 2008. Os padrões semelhantes sugerem que as mudanças observadas na América Latina e Caribe não refletem uma peculiaridade regional. Ainda assim, as economias asiáticas de alto crescimento e as economias avançadas seguiram um caminho marcadamente diferente.¹⁵ Em particular, os passivos externos líquidos diminuíram drasticamente após a Crise Financeira Global, o que significa que eles vêm financiando o restante do mundo desde então; em 2020, apresentavam uma posição líquida de investimento positiva (ou seja, de credor líquido).

Como observado, no entanto, os balanços patrimoniais líquidos não contam a história completa. Os estoques brutos de ativos e passivos externos são substanciais e, como ficará claro, precisam ser acompanhados separadamente para a avaliação dos riscos do balanço patrimonial. A Figura 2.8 amplia a evolução de ambos os lados do balanço patrimonial externo para o país médio da América Latina e Caribe, mostrando que o aumento de passivos iniciado em meados da década de 1990,

¹⁵ Doravante, todas as economias avançadas serão inseridas em uma categoria, incluindo as economias da Zona do Euro.

Figura 2.8 Ativos e passivos externos

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

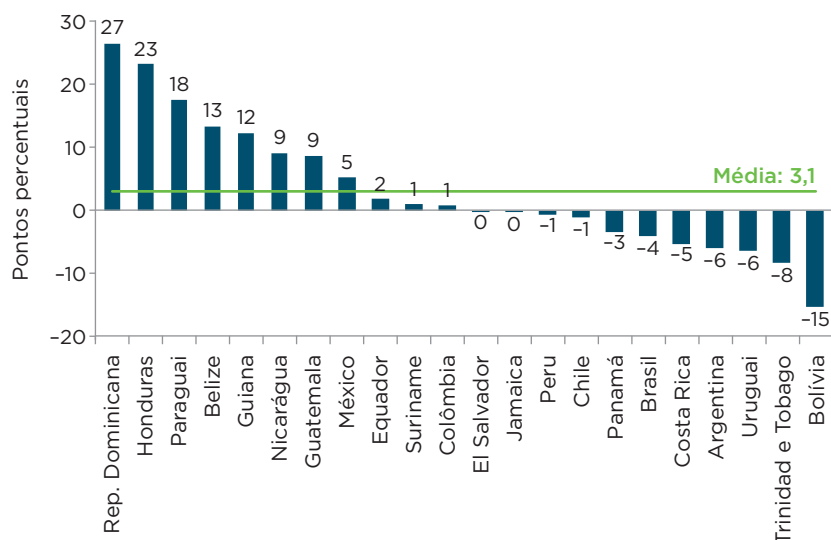
Nota: Números ajustados pelo PIB de tendência. Média simples por país na região.

após a resolução da crise da dívida, tem sido acompanhado por um aumento conjunto de ativos.¹⁶ A integração financeira vem se aprofundando na região desde a crise da dívida dos anos 1980, acelerando-se nos últimos anos.

Covid versus outros choques: o rebote dos balanços patrimoniais

A pandemia foi um grande choque externo negativo que, de acordo com o motivo baseado na estabilização, os países poderiam ter tentado amortecer, aumentando os passivos externos líquidos. Por ter sido um choque global, todos os países poderiam ter desejado esse resultado. No entanto, alguns deles devem ter falhado em seus esforços para permitir que outros acessassem recursos estrangeiros adicionais. Considerando 2020, o único ano afetado pela Covid-19 para o qual há informações completas, a Figura 2.6 sugere que os passivos externos líquidos (ajustados pelo PIB) permaneceram inalterados em relação a 2019 no país típico da América Latina e Caribe. Em contrapartida, os passivos externos líquidos de outras economias não avançadas diminuíram, em média (Figura 2.7), sugerindo que sofreram maior desestabilização econômica em 2020, seja porque reduziram passivos externos e/ou porque acumularam ativos externos.

¹⁶ Esse é um indicador na dimensão de quantidade. A convergência dos retornos dos investimentos internacionalmente seria um indicador de integração financeira na dimensão de preços.

Figura 2.9 Diferença nas taxas de crescimento anual de ativos externos

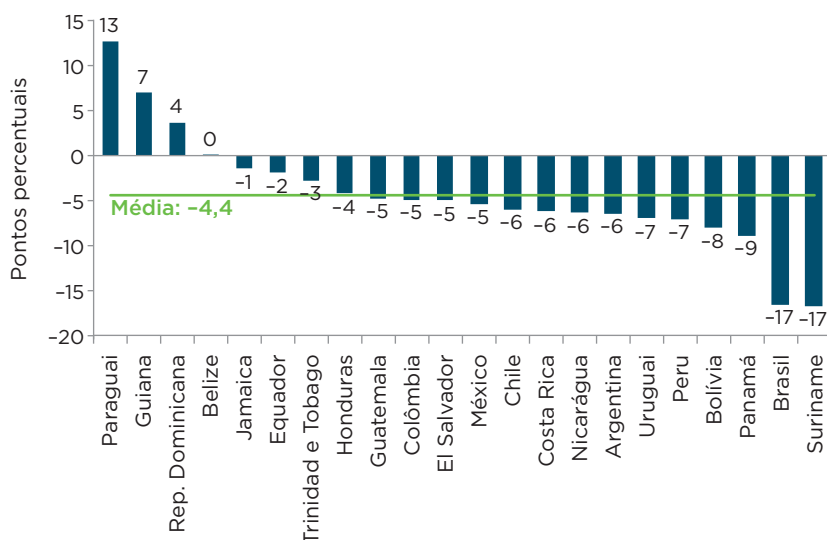
Fonte: Cálculos próprios com base em Lane e Milesi-Ferretti (2018), atualizados em 2021.

Nota: Taxa de crescimento de ativos externos em 2020 menos a taxa média de crescimento anual de ativos externos entre 2008-2019.

No entanto, é difícil avaliar, pela posição do passivo externo líquido, até que ponto os países foram ou não capazes de se beneficiar de mudanças em seus balanços patrimoniais externos durante 2020, visto que declínios acentuados do PIB em todo o mundo podem impulsionar esse indicador. Para sondar ainda mais a dinâmica dos balanços patrimoniais durante a Covid na região, as Figuras 2.9 e 2.10 mostram a taxa de crescimento subjacente do nível do dólar de ativos e passivos externos brutos (sem ajuste pelo PIB) em 2020, em comparação com sua tendência medida pela taxa média de crescimento anual nos 10 anos anteriores. Uma diferença positiva (negativa) significa que o crescimento em 2020 foi mais rápido (mais lento) do que anteriormente, em tantos pontos percentuais.

A região está igualmente dividida entre países que aceleraram o acúmulo de ativos externos — o que inclui países que experimentaram fuga de capital — e países que o desaceleraram, o que inclui países que usaram reservas internacionais e repatriaram outros ativos externos para compensar o choque negativo da Covid (ver Figura 2.9).

Ao mesmo tempo, a acumulação de passivos desacelerou na maioria dos países da América Latina e Caribe em relação à década anterior em quase 5 p.p. em média (Figura 2.10), especialmente impulsionada pelo IED

Figura 2.10 Diferença nas taxas de crescimento anual de passivos externos

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

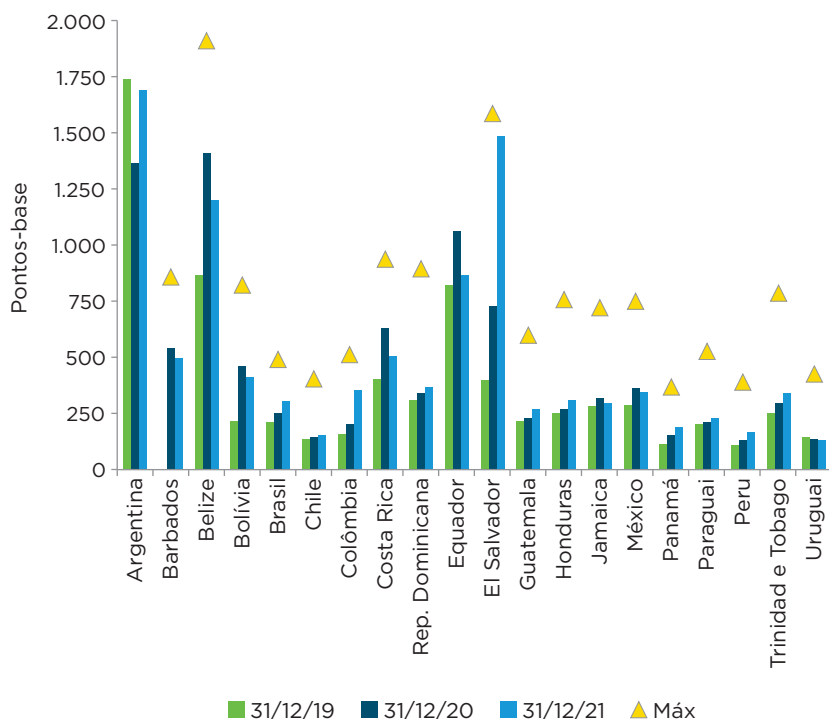
Nota: Taxa de crescimento de passivos externos em 2020 menos a taxa média de crescimento anual de passivos externos entre 2008-2019.

(desaceleração média de 6,3 p.p.), mas também no caso da dívida (desaceleração média de 1,9 p.p.).¹⁷

As respostas dos países em termos de seus balanços patrimoniais externos são altamente sensíveis às condições globais de financiamento, que, por sua vez, mudaram significativamente durante a pandemia. A Covid abalou os mercados financeiros internacionais no primeiro trimestre de 2020: os prêmios de risco dispararam, as taxas de câmbio se depreciaram e as ações e títulos domésticos sofreram uma perda substancial de valorização.

Mas o choque de financiamento e os impactos nos fluxos líquidos foram de curta duração. A evolução do spread soberano do EMBI (*Emerging Markets Bond Index Plus*, índice que avalia o risco-país)

¹⁷ O acúmulo de passivos patrimoniais da carteira desacelerou significativamente em 2020 (86 p.p. em relação à taxa média de crescimento anual da década anterior dos passivos patrimoniais da carteira), mas, como será mostrado posteriormente, o passivo patrimonial da carteira é uma pequena fração dos balanços patrimoniais externos na América Latina e Caribe e, portanto, sua contribuição para a variação total dos passivos é limitada. Nos poucos países onde o passivo patrimonial da carteira constitui uma parcela significativa dos passivos totais, a desaceleração também foi grande: Brasil (29 p.p.), Chile (27 p.p.), México (7 p.p.) e Peru (24 p.p.).

Figura 2.11 Spreads de títulos soberanos (EMBI)

Fonte: Cálculos próprios com dados da Bloomberg.

Nota: No caso de Argentina e Equador, os valores máximos durante essa janela estão fora da escala (foram de 4.362 pontos-base para a Argentina e 6.063 pontos-base para o Equador). O máximo em todos os países ocorreu entre o final de março e abril de 2020, exceto em El Salvador, onde o máximo ocorreu durante 2021. A figura exclui a Venezuela, cujos spreads implícitos sobre títulos inadimplentes distorcem a escala.

para todas as economias da América Latina e Caribe do final de 2019 até o final de 2020 ou de 2021 é ilustrada na Figura 2.11. A figura também apresenta os spreads do EMBI de mais alto nível nesse intervalo, que aumentaram na parte inicial do choque. No segundo semestre de 2020, os spreads do EMBI retornaram aos níveis pré-crise do final de 2019, sugerindo que o acesso ao mercado foi essencialmente restabelecido (e permaneceu razoavelmente estável em 2021).

As condições favoráveis permitiram que países que quisessem acessar financiamento externo o fizessem. A emissão de títulos da dívida externa no primeiro semestre de 2020 foi significativamente maior do que no mesmo período de 2019.¹⁸ Além disso, praticamente todos os

¹⁸ Ver Cavallo e Powell (2021).

países da América Latina e Caribe se beneficiaram de financiamento emergencial de instituições multilaterais oficiais. O setor público usou o financiamento externo para sustentar o gasto público e financiar pacotes de estímulo devido à Covid-19. Ainda assim, o ritmo geral da acumulação de passivos externos caiu, como mostra a Figura 2.10, ponderado pela menor demanda do setor privado, que permaneceu estagnado e, portanto, impactou negativamente o acúmulo de dívida externa e, principalmente, de IED, devido à grande incerteza em relação ao impacto da Covid-19 na economia real.¹⁹

A conclusão é que os balanços patrimoniais dos países não se tornaram um fator de vulnerabilidade durante o choque de Covid-19. Isso contrasta com choques anteriores que desencadearam episódios de crise, particularmente nas décadas de 1980 e 1990, quando a fragilidade dos balanços patrimoniais dos países contribuiu para a gravidade dessas crises.²⁰

Mudanças na composição: construindo um balanço patrimonial melhor

Diferentes motivações para investimentos internacionais exigem diferentes tipos de instrumentos financeiros para combinar perfis de risco/retorno de oportunidades de investimento e investidores no mercado. Por exemplo, investidores com know-how podem preferir investimentos diretos, enquanto outros podem optar por investimentos em carteira em instrumentos de capital próprio ou dívida, dependendo dos diferenciais de risco/retorno disponíveis e sua tolerância ao risco. A avaliação do risco-país requer a distinção entre os tipos de instrumentos financeiros no balanço patrimonial do país. As tendências de risco não podem ser entendidas sem o reconhecimento de mudanças agregadas da carteira de instrumentos financeiros com diferentes perfis de risco. As Figuras 2.12, Painel A e 2.12, Painel B mostram a composição dos balanços patrimoniais a partir de 2020, por instrumento financeiro. Os passivos externos são classificados como dívida (D_L), ações em carteira (PE_L) e investimento estrangeiro direto (FDI_L). Os ativos externos são classificados como dívida (D_A) que exclui reservas internacionais, ações em carteira (PE_A)

¹⁹ A evolução dos spreads de risco corporativo medida pelo CEMBI foi paralela à evolução dos spreads de risco soberano. Portanto, a falta de acesso a financiamento não foi o principal indutor do baixo investimento estrangeiro no setor privado. Isso é consistente com evidências de grandes empresas em Cavallo e Powell (2021).

²⁰ Ver Cavallo et al. (2022) para uma análise do impacto da Covid nos fluxos de capital para a América Latina e Caribe.

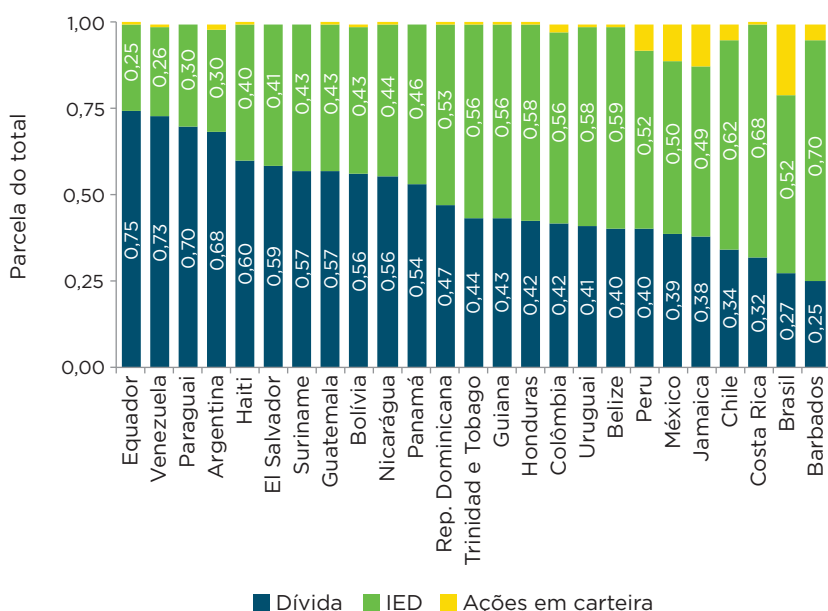
investimento estrangeiro direto (FDI_A) e reservas internacionais (RES).²¹ Para facilitar a comparação, a composição é expressa como frações dos passivos e ativos externos totais.

Um fato estilizado que surge no Painel A da Figura 2.12 é que a dívida não é predominante entre os passivos externos na maioria das economias da América Latina e Caribe; os passivos de dívida e capital são divididos mais ou menos igualmente no total. As exceções são Argentina, Equador, Haiti, Paraguai e Venezuela, onde a dívida excede 60% dos passivos externos totais. Os passivos de capital assumem predominantemente a forma de IED; só no Brasil, o capital de carteira responde por mais de 20% do total de passivos externos.

Do lado dos ativos externos (Figura 2.12, Painel B), os instrumentos da dívida tendem a predominar sobre a participação acionária (*equity*) na

Figura 2.12 Composição de passivos e ativos externos, 2020

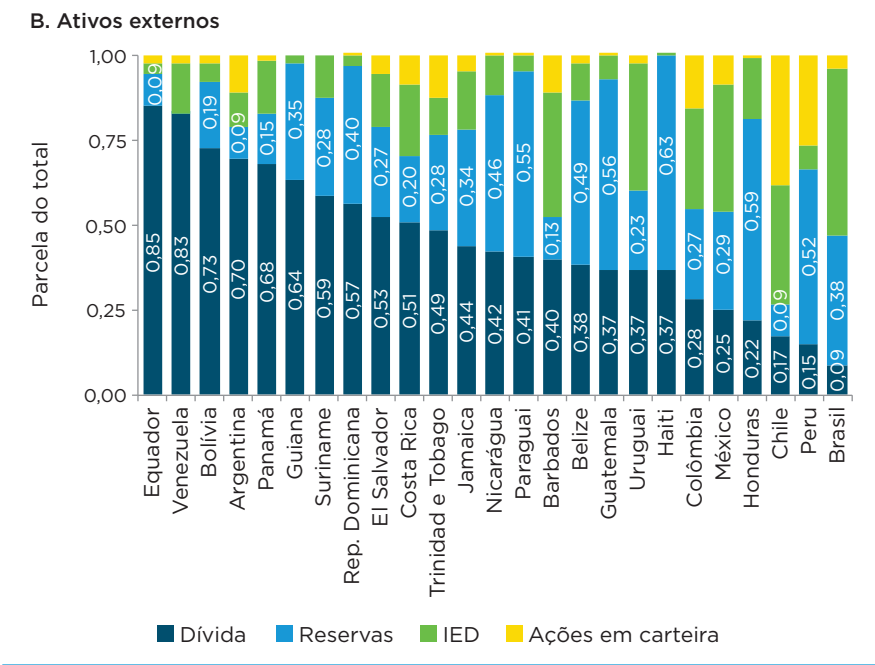
A. Passivos externos



(continua na página seguinte)

²¹ Isso segue as diretrizes das normas contábeis do balanço de pagamentos. As estimativas são extraídas de Lane e Milesi-Ferretti (2018), que fornecem um painel mundial consistente de balanços externos de países em dólares americanos, por instrumento financeiro. As suposições, por exemplo, relativas à avaliação de IED, podem levar a erros de medição.

Figura 2.12 Composição de passivos e ativos externos, 2020 (cont.)

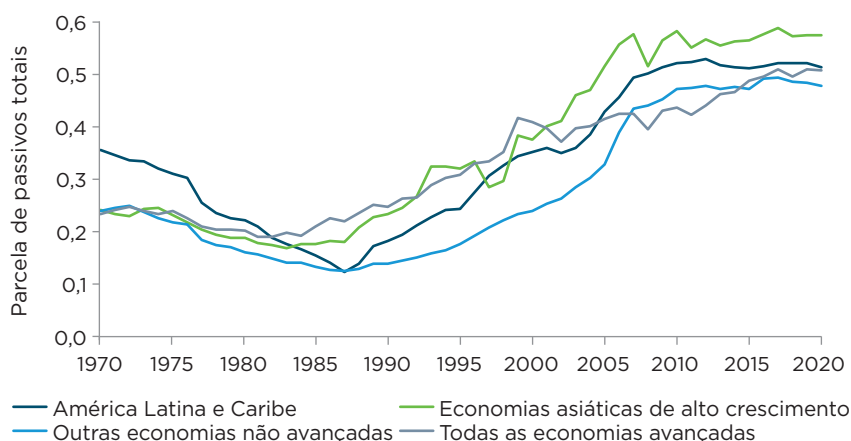


Fonte: Cálculos próprios com base em Lane e Milesi-Ferretti (2018), atualizados em 2021.
Nota: Os dados de Venezuela, Haiti e Barbados são de 2019.

maioria dos países, com uma série de exceções. Em vários países, as reservas internacionais representam cerca de metade do total de ativos. No geral, os ativos externos são diversificados entre instrumentos de dívida e IED, com diferentes participações entre os países. As ações em carteira são menos comuns em todos os países, com exceção do Chile e, em menor medida, do Peru.

No transcorrer do tempo, a composição do balanço patrimonial externo vem mudando em favor do capital próprio, predominantemente IED. As Figuras 2.13 e 2.14 mostram a evolução da participação do capital (acrescentando IED e carteira) em ambos os lados do balanço patrimonial na América Latina e Caribe e grupos comparadores.

A participação de capital próprio no passivo total (Figura 2.13) diminuiu ao longo da década de 1980 em todos os lugares, especialmente na América Latina e Caribe, que atravessava a crise da dívida. Então, na década de 1990, a participação de capital próprio começou a aumentar, estabilizando-se entre 40% e 60% do total, dependendo do grupo de países, quando a crise financeira global se instalou em 2008; somente nas economias avançadas a participação de capital próprio continuou a aumentar mesmo

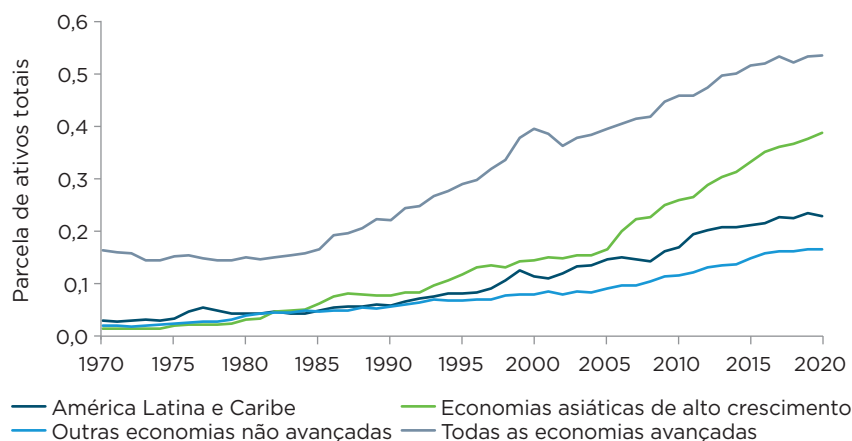
Figura 2.13 Evolução dos passivos externos de capital por região

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

Nota: Números ajustados pelo PIB de tendência. Média simples por países de cada região.

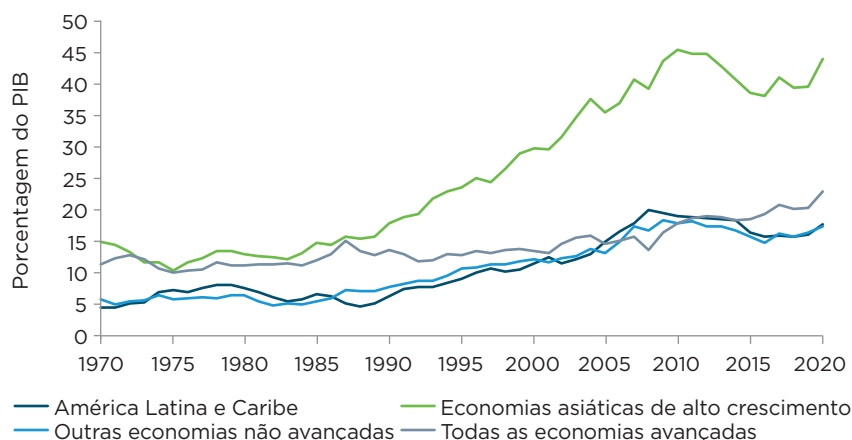
após a Crise Financeira Global. Do lado dos ativos (Figura 2.14), a participação de capital próprio aumentou pouco entre os grupos de países, enquanto os níveis têm sido consistentemente mais altos nas economias avançadas.

Outra tendência notável é o aumento das reservas internacionais em todos os grupos de países, até sua estabilização após a Crise Financeira Global (ver Figura 2.15). Até o final de 2020, o país médio da América

Figura 2.14 Evolução dos ativos externos de capital por região

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

Nota: Números ajustados pelo PIB de tendência. Média simples por países de cada região.

Figura 2.15 Evolução das reservas internacionais por região

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

Nota: Números ajustados pelo PIB de tendência. Média simples por países de cada região.

Latina e Caribe mantinha estoques de reservas internacionais de cerca de 17% do PIB, comparável aos outros grupos de países, exceto a Ásia de alto crescimento, que ostentava um nível mais de duas vezes superior.

Curiosamente, as reservas internacionais aumentaram em 2020, quando medidas como uma proporção do PIB (de tendência) em todos os grupos de países. No país médio da América Latina e Caribe, as reservas aumentaram em 1,6 ponto percentual do PIB. Embora parte desse aumento tenha sido impulsionada pelo declínio do PIB durante 2020, o acúmulo de reservas internacionais cresceu 3,8% em termos de dólar no país típico da América Latina e Caribe.²² Como será mostrado na próxima seção, o acúmulo de reservas fortaleceu os balanços patrimoniais externos dos países diante da incerteza e reforçou a tendência positiva para balanços patrimoniais mais seguros.

Reduzindo riscos

Políticas de liberalização financeira que ajudem os países a expandir seus balanços patrimoniais externos podem compensar em termos de estabilização,

²² As reservas totais aumentaram de US\$ 32,9 bilhões em 2019 para US\$ 34,2 bilhões em 2020. As reservas totais como parte do passivo total aumentaram de 15,9% em 2019 para 16,7% em 2020. A dinâmica da crise sobre a poupança agregada e o investimento que levou ao acúmulo de reservas são discutidas em Powell (2021) e Cavallo e Powell (2021).

investimento e diversificação. No entanto, isso é apenas metade da história — a parte do copo meio cheio. Apesar de todos os benefícios em circunstâncias normais, quando as coisas dão errado, o risco de uma crise onerosa pode exigir políticas prudentiais de gestão de balanços patrimoniais.

Os países incorrem em passivos externos para financiar necessidades de financiamento, inclusive para cumprir suas obrigações de pagamento de sua dívida externa. Quando o acesso ao financiamento estrangeiro é perdido, todo o sistema entra em colapso, pelo menos quando ativos estrangeiros líquidos, como reservas internacionais, são usados para fechar a lacuna. Essas crises externas são onerosas e persistentes.

A questão-chave sobre os fatores de risco de uma crise é: em primeiro lugar, por que o acesso ao financiamento estrangeiro seria impedido ou perdido? Como no mundo corporativo doméstico, a percepção do sério risco de não pagamento leva à relutância em financiar e, eventualmente, à falta de financiamento — no caso de um país, não pagar pode ser uma decisão soberana, em vez de uma incapacidade para pagar. O cumprimento é mais caro quando os estoques de passivos externos que exigem grandes pagamentos de serviços são altos e os estoques de ativos externos para facilitar esses esforços são baixos. Ao mesmo tempo, os custos associados ao não cumprimento, como prejuízo à reputação de bom mutuário ou perda de ativos estrangeiros e comércio internacional, podem dissuadir os países de deixar de honrar pagamentos estrangeiros. Para um país, a insolvência significa que o não pagamento é a alternativa menos onerosa. Embora um governo que avalie a situação esteja preocupado com as implicações fiscais de sua decisão e tenha controle direto sobre seus próprios ativos e passivos externos (o chamado balanço patrimonial externo público), ele também está presumivelmente preocupado com implicações mais amplas de bem-estar e dispõe de ferramentas de política para impedir e bloquear o cumprimento de obrigações externas pelo setor privado, se achar conveniente, por exemplo, com controles de capital. Consequentemente, este capítulo analisa o balanço patrimonial externo geral do país, incluindo sua parte privada.

Considerações sobre liquidez também podem ser importantes, ou até decisivas, para o risco de uma crise. Um país incapaz de suportar uma interrupção temporária de financiamento estrangeiro sem se tornar insolvente causaria ansiedade entre os investidores estrangeiros, mesmo que seja capaz e esteja disposto a cumprir suas obrigações em circunstâncias normais de financiamento estrangeiro. Países com estoques substanciais de passivos estrangeiros mal adaptados à escassez de liquidez, tais como dívida com picos de amortização de curto prazo, sofreriam substancialmente um choque de liquidez em um súbito desinvestimento global, ou um

contágio financeiro, e estariam mais propensos a crises. Por outro lado, países com ativos externos que pudessem ser facilmente usados para fornecer a liquidez necessária estariam menos vulneráveis a choques de liquidez.

Seja impulsionado apenas por solvência ou por outras considerações de liquidez, o risco de crise depende de vários fatores. Esta seção se concentra em riscos e mitigadores de riscos associados ao lado tanto dos passivos quanto dos ativos dos balanços patrimoniais externos (estoques brutos) de um país, discriminados por tipo financeiro.²³ Utiliza um modelo econométrico da probabilidade de um país mergulhar em uma crise externa três anos mais tarde, como explicado pelos componentes do balanço patrimonial, considerando-se os fatores globais vigentes naquele momento, os desequilíbrios macroeconômicos do país (alto déficit fiscal e em conta corrente, bem como desalinhamento da taxa de câmbio), e se é um país avançado, que parece ser sistematicamente menos vulnerável.²⁴

Esse exercício empírico se baseia em Cavallo, Fernández Arias e Rinaldi (no prelo), que fazem uma estimativa de painel utilizando 62 países para obter o seguinte indicador de risco de balanço patrimonial do país (*BSRI*).

<i>BSRI</i> =	0,68 (<i>FDI_L</i>)	+0,95 (<i>PE_L</i>)	+1,11 (<i>D_L</i>)
	-5,08 (<i>FDI_A</i>)	-2,00 (<i>PE_A</i>)	+0,14 (<i>D_A</i>)
	-4,27 (<i>RES</i>)		

Os pesos associados a cada componente refletem o efeito de risco relativo estimado, envolvido em um aumento marginal no tipo de ativo ou passivo correspondente (mantendo fixas as variáveis de controle).

A primeira linha é o componente passivos, a segunda linha é o componente ativos (exceto reservas), e a terceira linha é o componente reservas

²³ O modelo desconsidera a desagregação adicional em relação a atributos de liquidez, tais como vencimento ou propriedade privada/pública (balanços externos públicos e privados), que são características potencialmente relevantes, para preservar o poder das inferências estatísticas que podem ser feitas a partir da experiência de uma crise mundial.

²⁴ Essa abordagem está relacionada com a análise tradicional de sustentabilidade da conta corrente, na qual o crescimento dos passivos externos líquidos é avaliado para determinar se um ajuste de política eventualmente será necessário para evitar seu crescimento explosivo e uma crise. Nessa abordagem, no entanto, há um cenário limite, no qual resultaria uma crise externa, independentemente da dinâmica da conta corrente projetada e da sua sustentabilidade. Essa abordagem lançaria luz sobre o espaço para ajustes, quando a conta corrente estiver insustentável. A probabilidade de atingir esse limite depende de toda a carteira de balanços patrimoniais e não da sua posição líquida.

internacionais. O BSRI é zero quando o efeito de risco líquido do balanço patrimonial externo, além de outras fontes de risco, é nulo, como em uma autarquia financeira. As mudanças no balanço patrimonial que deixam o BSRI inalterado são neutras para o risco de crise.

Um aumento em qualquer tipo de passivo eleva o indicador de risco de crise, e um aumento em qualquer tipo de ativo reduz o indicador de crise (exceto para ativos de dívida cuja estimativa de coeficiente seja próxima de zero e não seja estatisticamente significativa), embora em diferentes magnitudes, conforme as estimativas correspondentes. Em termos de efeitos relativos, há dois aprendizados: i) a composição de ativos e passivos é importante porque o risco difere conforme o instrumento financeiro, mais significativamente no lado dos ativos; e ii) as posições brutas são importantes para a avaliação de riscos: o balanço patrimonial líquido não é suficiente para indicar vulnerabilidade a riscos, mesmo por instrumento financeiro.

Do lado do passivo, as estimativas sugerem que a dívida é o tipo de instrumento mais arriscado — cerca de duas vezes mais do que o IED.²⁵ No entanto, vale ressaltar que o IED também é arriscado, pois desafia a noção de que somente a exposição ao passivo da dívida é relevante para o risco de crise. Essas evidências sugerem que o IED é mais líquido do que parece e pode ser facilmente desinvestido (ponto levantado pela primeira vez por Fernández Arias e Hausmann, 2001) e/ou que o risco de desapropriação gradual ou desapropriação total corre paralelamente ao risco de reestruturação da dívida. A conclusão é que a mudança na composição do passivo de instrumentos de dívida (mais arriscados) para instrumentos de capital (menos arriscados) ajudaria a reduzir os riscos dos balanços patrimoniais, mas não os eliminaria, dado que os instrumentos de capital carregam um risco substancial.

Do lado dos ativos, o IED é um mitigador de riscos muito eficaz, em contraste com o poder de mitigação nulo da dívida. Essa evidência é consistente com a noção de que potenciais impedimentos ou retaliações contra os ativos de IED de um país no exterior podem agir como dissuasão para deixar de honrar os passivos do país. De forma mais geral, a proteção considerável proporcionada pelos ativos de ações em carteira sugere que a maior capacidade dos investidores em ações para absorver o risco em relação aos investidores em dívida pode torná-los mais propensos a repatriar ativos quando a economia doméstica estiver sob estresse financeiro — portanto, uma outra razão para apoiar a mitigação de riscos de ativos de IED.

²⁵ No entanto, as evidências de efeitos diferenciais entre as estimativas de coeficiente são estatisticamente fracas (ver Cavallo, Fernández Arias, Rinaldi, no prelo).

Finalmente, as reservas internacionais parecem ser muito eficazes na mitigação de riscos. Assim, o empréstimo para aumentar reservas internacionais tem um efeito líquido mitigador de riscos na média. De acordo com as estimativas baseadas em um painel global, tomar emprestado uma unidade para acumular reservas compensaria o risco gerado por quase três unidades adicionais de dívida $\left(= \frac{-4.27}{1.11} - 1\right)$. As evidências de poderosos efeitos de mitigação de riscos sugerem que as reservas internacionais devem ser eficazes na prevenção de crises de liquidez ou ser uma ferramenta importante para ganhar tempo para fortalecer as vulnerabilidades subjacentes (ver Quadro 2.1). Ainda assim, o empréstimo para aumentar as reservas internacionais não é um almoço grátis, especialmente em países que pagam altos custos de empréstimos externos, como refletidos nos spreads do EMBI. Além disso, o acúmulo de reservas internacionais financiadas pelo aumento da poupança nacional, em vez de empréstimos externos, tem uma vantagem inequívoca em termos das implicações sobre o risco-país, pois fornece os mesmos benefícios de mitigação de riscos, sem que o risco aumente os custos de acumulação de níveis mais elevados de dívida.²⁶ Da mesma forma, linhas de crédito contingentes, como a Linha de Crédito Flexível do FMI, são mecanismos alternativos, por meio dos quais um país pode acessar reservas internacionais quando estas forem mais necessárias, sem incorrer no custo de contrair empréstimos para mantê-las permanentemente.

O indicador BSRI acompanha bem a experiência de crises na região (ver Figura 2.16). Houve uma deterioração contínua que adentrou e atravessou a crise da dívida dos anos 1980 e ricocheteou fortemente após a resolução dessa crise. Esse indicador de risco parou de cair e estagnou após a Crise Financeira Global em 2008. Curiosamente, a melhoria não veio através do componente passivos: o risco associado a passivos é tão alto quanto na década de 1980. A melhoria é atribuída a um aumento no poder de mitigação de riscos dos ativos, tanto das reservas internacionais quanto de outros ativos em magnitudes semelhantes.²⁷

A evolução do BSRI na América Latina e Caribe é explicada pela combinação de mudanças nos níveis e na composição de ativos e passivos externos. A Figura 2.17 mostra as implicações de riscos de mudanças na composição de passivos e ativos, analisando a evolução do indicador de riscos por unidade de passivo e ativo. Do lado do passivo, a dívida é mais

²⁶ Ver Cavallo e Serebrisky (2016) para uma análise.

²⁷ Esse padrão global de melhoria na mitigação de riscos dos ativos, que mais do que compensa o risco de passivo estagnado ou de alguma forma crescente, também é observado no país médio avançado e não avançado.

Quadro 2.1 O valor do seguro de reservas internacionais

Evidências empíricas apontam para um forte efeito de mitigação de riscos de reservas internacionais emprestadas, que não pode ser explicado pela literatura tradicional com base na posição externa líquida do país; quando os países tomam empréstimos para comprar reservas internacionais, os passivos estrangeiros líquidos permanecem inalterados. Para racionalizar essa evidência, as reservas internacionais emprestadas precisam ser consideradas como um seguro, o que significa transferir recursos entre diferentes eventos futuros. Por exemplo, no caso do seguro residencial, da perspectiva da seguradora, o seguro transfere recursos daqueles países do mundo onde não há incêndio na casa (o prêmio) para aqueles onde há incêndio (o pagamento). No caso de reservas emprestadas, elas fornecem seguro ao soberano de várias maneiras, mas o seguro contra o risco de liquidez é a chave.

Reservas emprestadas como seguro para estados inadimplentes

Em tempos normais, quando os países não estão inadimplentes, o custo do empréstimo para manter reservas é proporcional à diferença entre a taxa de retorno de ativos e passivos. Uma vez que as reservas internacionais são principalmente investidas em títulos e obrigações do Tesouro dos EUA, que são altamente seguros e líquidos, o spread soberano é uma boa medida do custo de manter reservas, semelhante a um prêmio de seguro. Em tempos de inadimplência, a dívida é (parcialmente) eliminada. As reservas, por outro lado, são protegidas por imunidade soberana e não podem ser confiscadas em caso de inadimplência. Assim, as reservas emprestadas fornecem recursos inesperados nos Estados inadimplentes. Do ponto de vista do seguro, as reservas emprestadas fornecem suporte em tempos de inadimplência, geralmente associadas a uma produção menor. O custo desse seguro é o spread soberano, o que torna o preço do seguro relativamente justo, uma vez que o spread de títulos compensa os credores por uma perda potencial em um evento de inadimplência.

No entanto, condicionado à mesma posição líquida, um país com uma dívida alta e reservas tem mais — não menos — probabilidade de inadimplir em relação a um país sem reservas e com uma dívida menor. Isso porque as reservas não podem ser confiscadas pelos credores. Como a inadimplência é uma escolha estratégica do soberano, dá origem a riscos morais. Os países não podem se comprometer, com credibilidade, a não inadimplir, durante crises leves e acabariam inadimplindo com mais frequência do que o ideal, de forma que enfrentam spreads mais altos. Assim, os soberanos evitam esse seguro (ver Hernández, 2018). Essas implicações estão em desacordo com as evidências, revelando que mecanismos de compensação mais poderosos estão em vigor.

(continua na página seguinte)

Reservas emprestadas como seguro contra o risco de liquidez

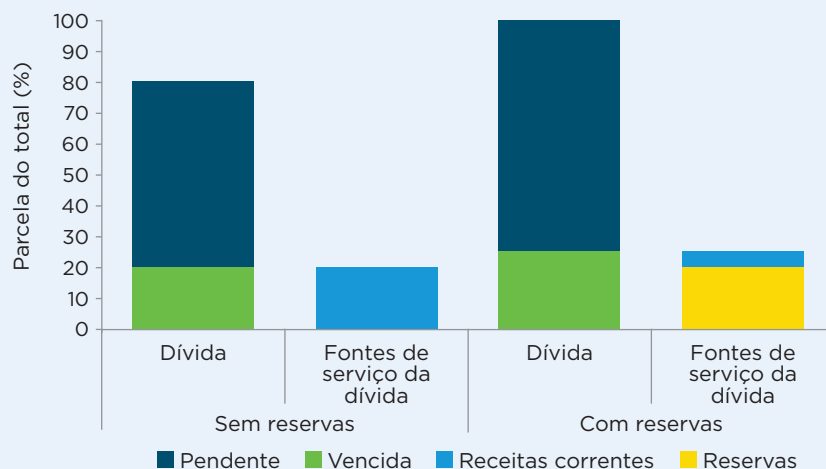
É possível evitar reservas emprestadas como seguro em Estados inadimplentes devido ao risco moral, considerando-se seu valor de seguro contra o risco de mercado nos Estados pagadores. As reservas emprestadas permitem ao soberano reter um preço/taxa de juros na emissão futura de dívida, contraindo empréstimos antecipadamente nos termos atuais e investindo temporariamente os recursos em reservas. Bianchi, Hatchondo e Martínez (2018) propuseram esse mecanismo de seguro e mostraram numericamente que ele pode superar o risco moral do seguro de inadimplência e ajudar a explicar a existência de reservas emprestadas. No entanto, embora promova a literatura sobre por que um país acharia ideal do ponto de vista do seguro manter reservas emprestadas, a estrutura de Bianchi, Hatchondo e Martínez (2018) não explica por que países com reservas emprestadas enfrentam spreads mais baixos e são menos propensos a crises de dívida. O seguro contra o risco de liquidez fornece a explicação.

Um emissor soberano está exposto ao risco de liquidez quando, apesar de solvente, não consegue encontrar compradores para uma dívida recém-emitida. Isso muitas vezes acontece quando do vencimento de um volume significativo de dívida. A falta de compradores obriga o governo a inadimplir em suas obrigações atuais (não conseguindo se ajustar adequadamente a um corte financeiro), validando a decisão dos investidores de ficar longe da nova dívida. Se os investidores tivessem decidido comprar a dívida recém-emitida, o governo poderia ter cumprido suas obrigações atuais e futuras, uma vez que era solvente em condições normais de financiamento; para começar, isso teria validado a decisão dos investidores de comprar a nova dívida.

O cenário anterior é conhecido na literatura como uma crise de rolagem (*roll-over*). Pode surgir como o mau equilíbrio de dois equilíbrios possíveis: os investidores compram novas dívidas e o governo paga, ou os investidores não compram novas dívidas e o governo fica inadimplente. Esses equilíbrios múltiplos deixam o governo exposto a choques de liquidez decorrentes do sentimento dos investidores: se eles sentem que o governo vai dar calote, decidem não emprestar e, como uma profecia autorrealizável, o governo se torna inadimplente. Hernández (2018) argumenta que as reservas emprestadas fornecem seguro contra crises de liquidez, impedindo a multiplicidade de equilíbrios que permite que a crise de rolagem aconteça em primeiro lugar. O mecanismo-chave é que as reservas emprestadas aumentam os incentivos do soberano para pagar, mesmo que os investidores decidam executar e não rolar a dívida por um período, reduzindo assim o risco de crise. Muitas vezes, a parada brusca de novos empréstimos é produzida não por um mau equilíbrio de mercado originado no país receptor, mas por interrupções na oferta global de fundos que levam ao corte financeiro temporário de todos os países, exceto os de melhor risco. Neste caso, as reservas emprestadas podem ser eficazes no financiamento do serviço da dívida enquanto durar o regime de não rolagem, reduzindo ainda mais o risco de crise.

Para esclarecer o mecanismo, imagine um governo que deve 80 e não tem reservas, em relação a outro que deve 100 e tem 20 em reservas. Sua posição

(continua na página seguinte)

Figura 2.1.1 Fontes de serviços de dívida com e sem reservas

Fonte: Cálculos próprios.

líquida é a mesma: -80 e, no caso de toda a dívida ter vencido, sua situação é equivalente: sem novos empréstimos, eles precisam obter 80 de sua renda atual para servir a dívida. Mas a situação muda quando apenas uma fração da dívida está vencida, como é o caso da dívida de longo prazo. Suponha que apenas um quarto da dívida tenha vencido no período atual em ambos os cenários de reserva (ver Figura 2.1.1). No caso de não haver empréstimo, o primeiro governo precisaria obter $0,25 \times 80 = 20$ da renda corrente para servir dívida, enquanto o outro governo precisaria de apenas $0,25 \times 100 = 25$ da renda corrente para o mesmo fim, já que o restante está coberto por reservas. Assim, as reservas facilitam o pagamento dos serviços da dívida para o governo, quando o empréstimo não é viável.

Observe que, se o governo sequer consegue obter um superávit primário de 5, ele ainda irá inadimplir, o que é muito provável no caso de um governo insolvente ou quase insolvente. Mas em casos intermediários, quando ambos os governos conseguem obter saldos primários de 5, mas não de 20, as reservas emprestadas fazem a diferença. É claro que, se o cenário sem rolagem persistir após o esgotamento das reservas, elas deixariam de fazer a diferença. Assim, reservas internacionais podem ser usadas nesses Estados quando os investidores estiverem relutantes em emprestar, fornecendo algum seguro ao soberano contra crises de liquidez.

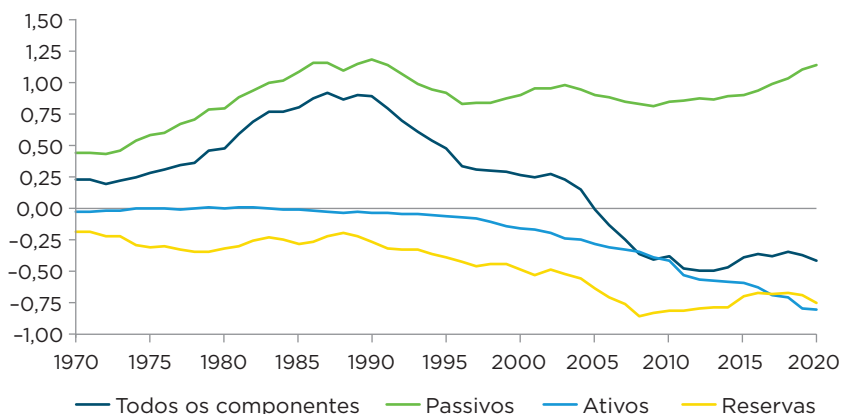
As reservas emprestadas podem impedir uma parada brusca de novos empréstimos devido aos temores do mercado de uma crise de rolagem (Hernández, 2018). Os investidores percebem que o soberano com reservas emprestadas pagará, com ou sem novos empréstimos, de modo que cada um deles decide emprestar individualmente (independentemente do que os outros decidam fazer). Isso exclui a recusa em massa em emprestar, o que levaria ao equilíbrio da

(continua na página seguinte)

inadimplência; uma corrida súbita de pagamento por um grande número de credores durante um período coberto por reservas deixa de ser um equilíbrio. De fato, em equilíbrio as reservas não precisariam ser usadas ativamente para servir a dívida, pois sua existência alivia as preocupações dos investidores. Além disso, as reservas podem neutralizar as paradas bruscas nos empréstimos causadas por falhas financeiras sistêmicas temporárias, garantindo ainda mais o acesso contínuo do soberano ao mercado. Em contrapartida, um governo sem reservas depende substancialmente de sua capacidade para emitir novas dívidas a fim de cobrir os 20 devidos, além de continuar exposto a maus equilíbrios e falhas que levam a crises de liquidez.

Assim, as reservas emprestadas reduzem a vulnerabilidade à crise e, conseqüentemente, reduzem os spreads soberanos, em consonância com as evidências que serão apresentadas no Capítulo 6. Hernández (2018) fornece mais detalhes de como esse mecanismo prevalece sobre o obstáculo de risco moral às reservas emprestadas.

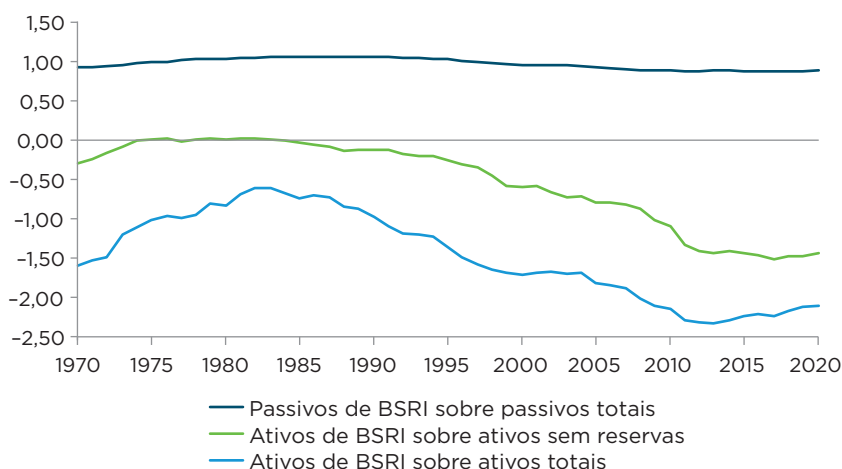
Figura 2.16 Indicador de risco do balanço patrimonial (BSRI) por componente, média regional



Fonte: Cálculos próprios com base em Cavallo, Fernández Arias e Rinaldi (no prelo) e Lane e Milesi-Ferretti (2018), atualizados em 2021.

Nota: O BSRI é computado por país/ano multiplicando-se as estimativas de coeficiente a partir de uma regressão de uma medida de crise (lado esquerdo) e regressores, incluindo os diferentes componentes do balanço patrimonial externo (lado direito). Os pesos associados a cada componente no índice refletem o efeito de risco relativo estimado envolvido por um aumento marginal no tipo de ativo ou passivo correspondente, mantendo-se fixas as variáveis de controle.

arriscada do que o capital; assim, a mudança da composição para instrumentos de capital (Figura 2.13) reduziu o risco médio de passivos, embora os efeitos quantitativos sejam pequenos. No lado do ativo, a mudança é mais marcada. Ativos e reservas de IED são os instrumentos mais protetores; portanto, sua alta em relação a outros tipos de ativos (ver Figura 2.14) aumentou o poder de mitigação de riscos dos ativos estrangeiros.

Figura 2.17 BSRI por unidade de passivos e ativos, média regional

Fonte: Cálculos próprios com base em Cavallo, Fernández Arias e Rinaldi (no prelo) e Lane e Milesi-Ferretti (2018), atualizados em 2021.

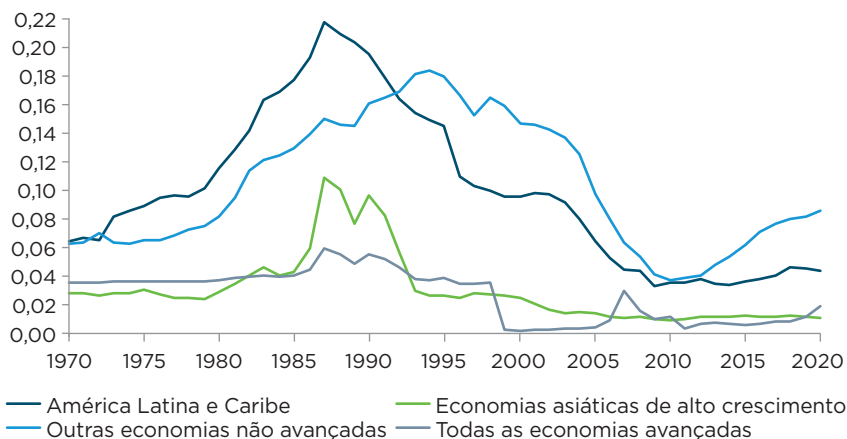
Nota: “Passivos do BSRI” incluem apenas componentes de passivos do balanço patrimonial externo: passivos da dívida, passivos de IED e passivos patrimoniais. “Ativos do BSRI” incluem apenas componentes de ativos do balanço patrimonial externo: ativos de dívida, ativos de IED, ativos patrimoniais e reservas internacionais. “Sem reservas” significa exceto reservas internacionais provenientes de ativos totais.

O BSRI fornece a base para estimar a probabilidade de uma crise externa em cada país. Outro índice, a Avaliação da Vulnerabilidade do Balanço Patrimonial (*Balance Sheet Vulnerability Assessment* - BSVA), fornece uma medida — em espaço de probabilidade — do risco emanando das posições do balanço patrimonial externo. Em particular, a BSVA é a probabilidade de uma crise ocorrer três anos à frente, em decorrência de fatores de balanço patrimonial, na ausência de outros fatores de risco (ou seja, sem desequilíbrio macroeconômico e sem país estrangeiro em crise).²⁸ A BSVA tem a vantagem de poder ser empregada para comparar os níveis de risco de balanços patrimoniais entre os grupos de países.

A Figura 2.18 mostra a BSVA para o país médio da América Latina e Caribe, bem como em agrupamentos comparativos. Para a América Latina e Caribe, a vulnerabilidade de seu balanço patrimonial externo está em um

²⁸ Cavallo, Fernández Aria e Rinaldi (no prelo) mostram que esses fatores macroeconômicos negligenciados contribuíram ainda mais do que fatores do balanço patrimonial para o risco de crise na amostra global. Portanto, políticas macroeconômicas prudentiais podem compensar os altos riscos do balanço patrimonial, e políticas macroeconômicas ruins podem levar a crises, apesar dos baixos riscos do balanço patrimonial.

Figura 2.18 Avaliação da vulnerabilidade do balanço patrimonial (BSVA), média por grupo de países



Fonte: Cálculos próprios com base em Cavallo, Fernández Arias e Rinaldi (no prelo) e Lane e Milesi-Ferretti (2018), atualizadas em 2021.

Nota: BSVA é a probabilidade estimada de uma crise ocorrer três anos à frente, em decorrência de fatores do balanço patrimonial, em um cenário em que as contribuições para o risco de outras variáveis de controle são silenciadas (isto é, sem desequilíbrio macroeconômico e sem país estrangeiro em crise). Seu cálculo é feito aplicando-se a função probit ao BSRI.

nível historicamente baixo.²⁹ Embora a vulnerabilidade média seja atualmente duas ou três vezes maior do que na Ásia de alto crescimento e em economias avançadas, ela é notavelmente menor do que em outras economias não avançadas.

Em resumo, o risco do balanço patrimonial externo na América Latina e Caribe caiu substancialmente desde a década de 1980, graças à melhoria na composição de seu balanço patrimonial externo, especialmente no lado dos ativos. Esse sucesso ajudou a mitigar os choques da Crise Financeira Global e da Covid-19, evitando em grande parte as crises externas que, de outra forma, provavelmente teriam ocorrido.

Gestão de balanço patrimonial para reduzir vulnerabilidades

Os riscos dos balanços patrimoniais dependem da composição de passivos e ativos externos brutos. Do lado dos passivos, as evidências mostram

²⁹ O valor do país médio esconde a heterogeneidade na região. Ainda assim, para os países da América Latina e Caribe que estão acima do 75º percentil da distribuição, o BSVA até o final da amostra é quase o mesmo de outras economias não avançadas, enquanto para países abaixo do 75º percentil da distribuição, o BSVA até o final da amostra está quase no mesmo nível das economias avançadas.

que a dívida, ao contrário do capital, é o tipo mais arriscado. Consequentemente, os devedores são os investidores estrangeiros de maior risco, propensos a ganhar dinheiro e fugir, porque detêm participações líquidas e têm pouco apetite pelo risco. No entanto, passivos de capital também envolvem riscos; seria um erro medir o risco de passivos considerando-se apenas a dívida externa. Em particular, o IED pode estar em risco de desapropriação de algum tipo e ser capaz de desinvestir por meio de engenharia financeira.

Do lado dos ativos, e crucialmente para a evolução do risco ao longo do tempo, os ativos de capital, especialmente os ativos de IED, parecem ser grandes mitigadores de riscos. Por outro lado, os ativos de dívida que não constituem reservas parecem não ajudar. Essa nova constatação sugere que ativos de IED no exterior podem ampliar o custo reputacional do país pelo não pagamento de passivos externos e, dessa forma, corresponder a um fator eficaz de mitigação de riscos. Ao mesmo tempo, ativos líquidos são mitigadores eficazes, mas apenas quando há um incentivo para usá-los em situações de risco. A capacidade para repatriar ativos líquidos privados mantidos por investidores de dívida avessos ao risco, para ajudar a cumprir obrigações de passivos estrangeiros, não é particularmente útil na prática. Em contrapartida, as reservas internacionais são o tipo de ativo que oferece maior proteção.

A caracterização anterior de risco, no entanto, não é suficiente para a formulação de políticas eficazes de gestão de balanço patrimonial. O tipo de instrumento escolhido pelos investidores no mercado resulta de uma análise de custo/benefício, em que instrumentos mais arriscados podem ser aceitáveis se oferecerem retornos acima do esperado. Como uma questão de política, avaliar se as vulnerabilidades do balanço patrimonial merecem uma resposta de política prudencial depende se o mercado conseguirá ou não encontrar o equilíbrio adequado de compensações entre benefícios e riscos de crises. A existência de riscos do balanço patrimonial não é, por si só, uma justificativa para uma intervenção de política para reduzi-los (além do comportamento adequado do setor público em relação à pegada do seu próprio balanço patrimonial). A necessidade de gestão de balanços patrimoniais decorre da falha dos agentes privados em internalizar completamente o risco agregado de suas transações financeiras.³⁰ Em primeiro lugar, a acumulação de ativos e passivos

³⁰ Por exemplo, em Jeanne e Korinek (2010), agentes individuais não internalizam totalmente como suas decisões individuais sobre entrada de capital impactam a volatilidade global da economia, o que leva a uma alavancagem excessiva, a menos que regulamentada.

altera o risco-país, como refletido em termos financeiros de mercado e em racionamento financeiro extremo. Mas as transações de mercado que contribuem para esse resultado agregado, que afeta todos os agentes de mercado participantes, não suportam essas consequências financeiras. Em segundo lugar, os custos de uma crise externa implicam perdas substanciais de bem-estar que permeiam toda a sociedade, além dos agentes de mercado participantes. Esses custos econômicos coletivos, mais uma vez, não são internalizados pelos mercados financeiros.³¹

Embora uma análise completa de políticas exija um modelo de equilíbrio geral completo, que está fora do escopo deste capítulo, as evidências anteriores sugerem fortemente que beneficiar-se plenamente da integração financeira internacional requer que a gestão prudencial produza um mix de carteira externa mais seguro do que aquele que o mercado (e um setor público imprudente) provavelmente entregará por si só. Isso está em consonância com as conclusões de estudos sobre regulação macroprudencial da conta de capital.³² O objetivo de uma política para reduzir vulnerabilidades do balanço patrimonial deve considerar não apenas o risco direto dos itens do balanço, mas também seus riscos indiretos, que ampliam os efeitos de fatores exógenos: choques negativos nos termos de comércio, desastres naturais, pandemias ou turbulência financeira internacional - que muitas vezes desencadeiam crises externas quando a vulnerabilidade é alta. Embora choques exógenos não possam ser evitados, a exposição a eles depende de características do balanço patrimonial que podem ser gerenciadas.

A gestão de balanços patrimoniais deve abordar as cinco áreas-chave a seguir:

- *Desencorajar características arriscadas de passivos da dívida, como vencimento curto e denominação em moeda estrangeira.* Ativos de dívida que podem ser recuperados como contratados quando o risco-país aumenta fornecem um mecanismo natural de desinvestimento, que os torna especialmente arriscados para intensificar o estresse na crise. Por essa razão, dívidas de curto prazo, que oferecem essa opção com frequência, são mais arriscadas do que dívidas de longo prazo e podem ser penalizadas

³¹ Por exemplo Farhi e Werning (2016) identificam uma externalidade de demanda agregada que pode ser corrigida por intervenções macroprudenciais nos mercados financeiros. *Ex-ante*, no entanto, os efeitos da externalidade não são internalizados em decisões financeiras privadas.

³² Ver, por exemplo, Ostry et al. (2011).

por razões prudenciais. Da mesma forma, agrupar amortizações de dívida externa pode desencadear uma crise de liquidez. Além do vencimento da dívida, a denominação em moeda estrangeira pode agravar o efeito da desvalorização real resultante do estresse do balanço de pagamentos sobre as obrigações da dívida em termos de PIB. Essas questões são discutidas detalhadamente no Capítulo 6.

- *Apoiar a tendência em favor do financiamento por emissão de ações.* O financiamento de capital estrangeiro elimina o potencial incentivo do financiamento da dívida para desinvestir no vencimento e traz investidores estrangeiros menos inconstantes para o mercado. Nesse sentido, o IED seria preferível, porque suas barreiras ao desinvestimento são presumivelmente mais altas (embora não intransponíveis), devido aos custos de liquidação. As evidências também mostram que, ao contrário da diversificação e da fuga de capital por meio de ativos da dívida externa, a aquisição privada de ativos de capital estrangeiro mitiga os riscos de crises e, portanto, pode ser favorecida por motivos prudenciais. Isso se aplica especialmente ao IED no exterior, que ajuda os países a cumprirem suas obrigações de passivos externos.
- *Investir em reservas internacionais.* As reservas internacionais são poderosos mitigadores de riscos, e empréstimos de longo prazo para manter as reservas altas podem ser uma política eficaz. Essa constatação faz sentido em um mundo de frequentes interrupções temporárias de financiamento externo e oscilações erráticas em termos de comércio. O fôlego propiciado pelas reservas (incluindo linhas de crédito abertas, como, por exemplo, a Linha de Crédito Flexível do FMI, e outras fontes de liquidez disponíveis para o setor público) pode evitar uma crise de liquidez. O sistema financeiro multilateral tem a responsabilidade de servir como credor de último recurso para prevenir crises de liquidez evitáveis decorrentes de choques globais e aliviar os países em desenvolvimento desse fardo. Nesse caso, dispor de uma rede de segurança global seria mais eficiente do que depender de reservas individuais de países.
- *Promover o seguro do balanço patrimonial.* Muitas vezes, as crises externas ocorrem quando um país com um balanço patrimonial fraco sofre um choque. Embora um balanço patrimonial mais forte, que garanta o financiamento para lidar com choques, seja útil, compensar o choque com um seguro que elimine pagamentos futuros é o mais indicado. Políticas prudenciais podem considerar

os recursos de seguro ou hedge do próprio balanço patrimonial e, por exemplo, promover dívidas dependentes do crescimento do PIB ou de termos de comércio (ou pelo menos limites para pagamentos externos, para garantir liquidez em tempos de estresse se o seguro total não for viável). De certa forma, as características de dependência incorporadas aos contratos de balanços patrimoniais substituiriam as dispendiosas renegociações ex-post que ocorrem em crises externas em cenários estressantes.

- *Incentivar a poupança nacional.* Além de melhorar as características de risco da carteira financeira externa, tais como aquelas sugeridas nos pontos anteriores, uma economia nacional mais forte, tanto com maior poupança privada quanto com menor consumo público, também ajudaria a conter o risco de crises externas, reduzindo a absorção geral de poupança líquida externa (seja diminuindo a demanda por passivos estrangeiros ou aumentando a acumulação de ativos estrangeiros). Países com uma composição de carteira em que os passivos são mais arriscados e os ativos são mais seguros são os que mais se beneficiariam de políticas para incentivar uma poupança nacional mais forte.

A região da América Latina e Caribe foi abalada pela volatilidade e por crises macroeconômicas durante o último meio século. Essas oscilações têm afetado o desenvolvimento e devem ser controladas para que a região possa crescer e prosperar. Balanços patrimoniais seguros e sólidos são um fator crítico para a criação de um ambiente propício ao desenvolvimento equitativo e sustentável nos países. A mudança gradual para ativos e passivos estrangeiros mais seguros ajudou a reduzir o risco representado pela carteira externa, mas os países da América Latina e Caribe devem ficar atentos: o risco global associado à sua carteira externa vem aumentando há vários anos e continua alto para os padrões internacionais. Países com vulnerabilidades altas precisam de políticas fortes de gestão de balanços patrimoniais para evitar crises externas. Manter os riscos criados pelo passivo da dívida sob controle, melhorando seu perfil de risco e favorecendo o uso de passivos de capital, pode ser a chave para o sucesso.

Mercados domésticos de títulos: sucessos e desafios

Embora o fortalecimento dos mercados financeiros seja parte da agenda de reformas na América Latina e Caribe há muito tempo, o desenvolvimento de mercados locais de títulos só começou a ganhar espaço após a virada do século. Mercados de títulos com alto volume e em bom funcionamento desempenham o duplo papel de apoiar a estabilidade macroeconômica e estimular o crescimento econômico. Quando os governos conseguem acessar os mercados financeiros domésticos emitindo títulos de longo prazo em moeda local, o país evita o risco de não poder rolar a dívida ou de enfrentar um salto repentino em seu endividamento no caso de uma desvalorização significativa da sua taxa de câmbio. Para o setor privado, um mercado de títulos domésticos bem desenvolvido abre oportunidades para o financiamento de investimentos em prazos mais longos do que os normalmente oferecidos pelo setor bancário, evitando também um descompasso cambial. Além disso, os mercados domésticos geralmente ampliam as oportunidades para empresas menores e para o financiamento de hipotecas e empréstimos ao consumidor em moeda local, com prazos mais longos. Para os poupadores locais, os mercados domésticos de títulos aumentam suas oportunidades de investimento em carteira. Para os formuladores de políticas, uma curva de rendimento líquida e de longo prazo em moeda local torna a política monetária mais eficaz.

Após as crises financeiras da década de 1990, formuladores de políticas e analistas reconheceram a importância de um mercado de dívida em moeda local para reduzir as vulnerabilidades associadas ao endividamento do governo. Notoriamente, o presidente do Fed (banco central dos Estados Unidos), Alan Greenspan, comentou que os mercados domésticos de títulos poderiam desempenhar o papel de um “pneu estepe” nos casos de paradas bruscas de fluxo de capitais ou de estresse bancário sistêmico (Greenspan, 1999). No entanto, muitas economias emergentes e em desenvolvimento, incluindo a maioria das economias na América Latina e

Caribe, enfrentaram dificuldades para alcançar um mercado grande para a sua dívida pública denominada em moeda local, deficiência que foi rotulada de “Pecado Original” (Eichengreen e Hausmann, 1999).

Nas últimas três décadas, os governos da região ampliaram seu acesso aos mercados de títulos domésticos. Países com mercados financeiros mais dinâmicos (incluindo o setor bancário) em geral desfrutaram de maior crescimento em seus mercados domésticos de títulos, uma vez que bancos e mercados oferecem muitas complementaridades.¹ A expansão também atingiu o setor privado, incluindo a emissão de títulos para financiar investimentos em infraestrutura privada. Os mercados de títulos tendem a oferecer vencimentos mais longos e uma relação mais independente com os credores, o que é bastante conveniente para projetos de infraestrutura e para as empresas que os realizam.²

Daqui para frente, os países da América Latina e Caribe enfrentarão diversos desafios de política. A experiência com iniciativas multinacionais no Leste Asiático sugere que a integração dos mercados pode oferecer grandes recompensas, mas a região da América Latina e Caribe não tem tido muita experiência nesse sentido. Além de construir as bases para um mercado sólido que inclua marcos institucionais e legais fortes para incentivar investidores e empresas a se engajarem em mercados de títulos, pode ser aconselhável oferecer incentivos para ajudar a superar déficits de informação, a relutância em dar o primeiro passo e outras distorções. Mas não há diretrizes claras para os tipos de incentivo e como eles devem ser gradualmente eliminados. A participação de investidores estrangeiros em mercados domésticos pode ajudar a lidar com problemas como baixa liquidez e espaço insuficiente para crescimento dos mercados, mas podem ser necessárias salvaguardas adequadas para proteção contra episódios de parada brusca ou reversões repentinas do fluxo de capitais.

Este capítulo examinará o desenvolvimento dos mercados de títulos públicos e privados, analisará os determinantes do crescimento dos mercados de títulos, avaliará empiricamente as implicações de novas tendências nas carteiras de investidores internacionais e apresentará lições e opções de políticas.

Trinta anos de expansão dos mercados de títulos

A escala dos mercados domésticos de títulos, especialmente para a dívida soberana, tem aumentado em relação ao PIB desde a década de 1990

¹ Ver Capítulo 3 de Cavallo e Serebrisky (2016).

² Ver Cavallo, Powell e Serebrisky (2020).

na maioria dos países da América Latina e Caribe. A estrutura da dívida também melhorou, com taxas de juros mais baixas e fixas e uma base de investidores mais diversificada, que inclui uma parcela maior de detentores de ativos estrangeiros. A dívida em moeda local aumentou como proporção da dívida total. Os países também aprimoraram o marco institucional e a infraestrutura operacional do mercado de títulos, garantindo mercados mais líquidos e ampliando gradualmente o acesso do setor privado aos mercados.

A capitalização do mercado de títulos públicos domésticos tem crescido constantemente nos últimos 30 anos. O nível excepcional da dívida comercializável emitida sob a legislação interna aumentou de uma média de 15% do PIB na década de 1990 para 25% em 2020 em todos os países (Tabela 3.1). As economias maiores — que fazem parte do grupo ALC-6, que inclui Argentina, Brasil, Chile, Colômbia, México e Peru — registraram

Tabela 3.1 Dívida Pública Mobiliária Federal Interna como porcentagem do PIB de tendência

País	1990-1999	2000-2009	2010-2019	2019	2020
Argentina	13,3	22,8	21	22,9	25,5
Bahamas	29,5	30	34,1	36,5	35,6
Barbados	n.a.	n.a.	84,3	93	89,7
Belize	6,8	6,8	16	26,6	n.a.
Bolívia	7,6*	17,4	13,7	16,1	n.a.
Brasil	14,8*	27,9	45,8	54,9	51,7
Chile	26,9	13,4	21,1	22,2	24,3
Colômbia	12,3*	22	27,8	31,6	35,2
Costa Rica	22,7	27,3	41,3	47	46,6
República Dominicana	n.a.	1,8*	10,3	13,4	15,1
Equador	7,8	8,5	11,2	13,8	15,2
El Salvador	n.a.	8,8*	5,9	7,2	10,9
Guatemala	n.a.	7	13	14,6	16,9
Guiana	18,9*	17	10	6,1	6,6
Honduras	11,8	10,2	15,2	19,7	22
Jamaica	28,5	72,7	57,3	36,7	35,1
México	18,2	21	22,5	26,8	27,2
Nicarágua	13,1	23,7	8,1	6	6,6
Panamá	11,4	9,6	7,4	10,6	9,9
Paraguai	6,1	4,4	1,6	1,2	1,3

(continua na página seguinte)

Tabela 3.1 Dívida Pública Mobiliária Federal Interna como porcentagem do PIB de tendência *(continuação)*

País	1990-1999	2000-2009	2010-2019	2019	2020
Peru	1,3**	7,3	11,1	17	15,4
Suriname	n.a.	n.a.	1,6	7,4	7,7
Trinidad e Tobago	21,6	15,2	30,3	30,9	36,5
Uruguai	17,6	12,6	11,5	10,5	11,4
Venezuela	5,4**	8,5	25,4	n.a.	n.a.
Média simples	14,8	16,5	21,9	23,9	24,8
Média ponderada	14,9	21,7	30,7	34,2	33,9
ALC-6	15,4	23,5	32,9	37,9	36,9
Países dependentes de turismo	19,3	18,5	21,0	22,8	23,2
Países dependentes de commodities	12,5	14,0	18,4	21,0	23,4
Países diversificados	15,5	24,3	34,4	39,9	38,5

Fonte: IDB HID - Banco de Dados Histórico de Dívidas do BID.
Nota: *Indica falta de informações de um a quatro anos na década. **Indica falta de informações de cinco anos ou mais na década. A média ponderada é calculada usando-se o PIB médio da década para cada país. Para os grupos de países, calcula-se uma média ponderada. ALC 6: Argentina, Brasil, Chile, Colômbia, México e Peru.

grandes aumentos, de 15% do PIB na década de 1990 para mais de 37% do PIB em 2020. O fato de algumas economias relativamente pequenas — por exemplo, Barbados, Costa Rica, Jamaica e Trinidad e Tobago— terem alcançado mercados domésticos consideráveis, sugere que o tamanho do mercado não é uma restrição insuperável.

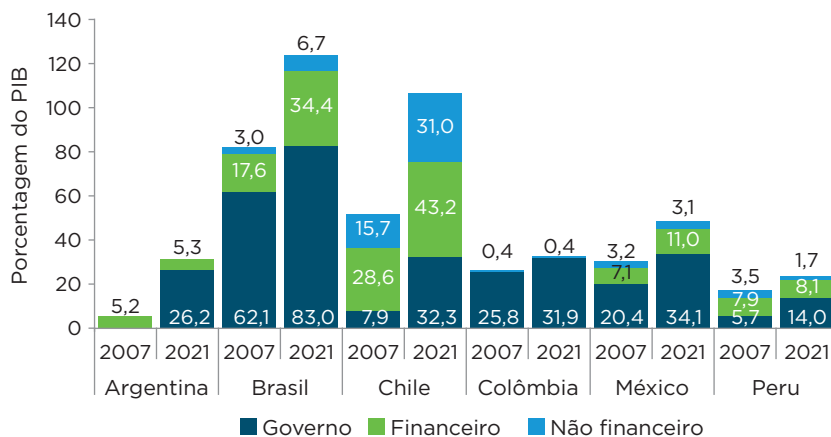
Ainda assim, o valor do estoque de títulos públicos em circulação é uma métrica incompleta do desenvolvimento do mercado doméstico de títulos. Para começar, fatores como a liquidez do mercado, a facilidade e segurança das transações e a força dos direitos de propriedade devem ser considerados junto ao volume do mercado. Além disso, o tamanho do mercado da dívida pública pode ser uma medida incompleta porque depende do “lado da demanda”, ou seja, das necessidades de financiamento decorrentes de déficits fiscais. Por exemplo, os déficits fiscais no Chile e no Peru têm sido moderados nos últimos anos e, portanto, o crescimento da dívida pública também tem sido lento, embora esses países tenham feito progressos claros no desenvolvimento do mercado de títulos. Por outro lado, países com grandes necessidades de financiamento têm probabilidade de explorar com maior frequência mercados financeiros domésticos cativos. Dada alguma forma de repressão financeira, o crescimento da participação da dívida pública por si só não é um

bom indicador do desenvolvimento saudável dos mercados de títulos domésticos.

Uma medida mais abrangente do desenvolvimento do mercado de títulos deve incluir a dívida privada. No entanto, dados sobre o tamanho dos mercados de títulos privados estão disponíveis para um pequeno número de países. Para aqueles países com dados disponíveis, a emissão de títulos privados por corporações não financeiras e bancos também evoluiu desde os anos 2000. Títulos em circulação emitidos pelo setor privado atingiram níveis significativos no Chile, no Brasil e no México, em relação ao porte de suas economias e à escala do mercado de títulos públicos (Figura 3.1). No caso do Chile, os títulos privados em circulação excedem o estoque de instrumentos públicos.³ Na Argentina, na Colômbia e no Peru, o porte dos mercados de títulos privados é menor em comparação aos demais países, sugerindo que continua havendo espaço para o desenvolvimento do mercado. Para todos os países, os títulos financeiros (aqueles emitidos pelos bancos) excedem o nível de títulos corporativos.

Apesar do seu crescimento, a escala dos mercados de títulos domésticos na região ainda não atingiu níveis comparáveis aos de alguns países da Ásia e do Pacífico (Figura 3.2). Um grande grupo de países da

Figura 3.1 Títulos domésticos em circulação em países ALC-6 e sua composição

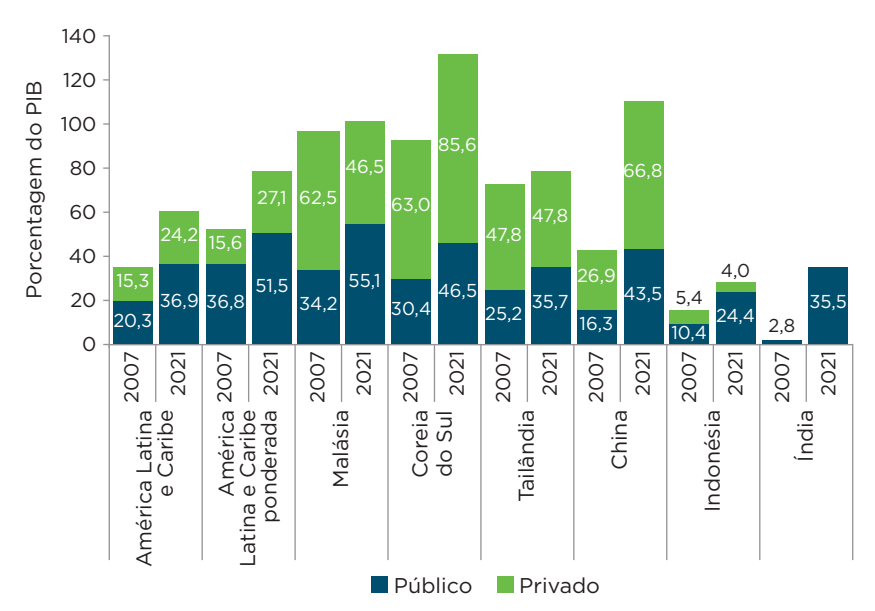


Fonte: Estatísticas de Títulos de Dívida do BIS.

Nota: A dívida do mercado interno do governo é medida no nível do governo geral. 2021 inclui informações até o segundo trimestre do ano.

³ Os números de títulos públicos em circulação podem diferir daqueles na Tabela 3.1 para países com dados disponíveis, porque as informações vêm de diferentes bases de dados com definições distintas.

Figura 3.2 Comparação internacional dos mercados de títulos domésticos



Fonte: Estatísticas de Títulos de Dívida do BIS.
 Nota: A dívida pública do mercado interno é medida no nível do governo geral. Ponderação América Latina e Caribe: média ponderada usando-se o PIB para cada ano dos seis países para os quais há dados do BIS disponíveis: Argentina, Brasil, Chile, Colômbia, México e Peru. 2021 inclui informações até o segundo trimestre.

região Ásia-Pacífico uniu esforços para desenvolver seus mercados de títulos por meio da Iniciativa Asiática de Mercados de Títulos (ver Quadro 3.2). A lacuna está presente principalmente no segmento do setor privado, onde muitas economias asiáticas alcançaram uma capitalização do mercado de títulos superior a 50% do PIB. No caso da dívida pública, a diferença é menor. Apesar das lacunas remanescentes em relação aos comparadores, quando dimensionado pelo volume de ativos monetários, o tamanho geral do mercado de títulos nos países da América Latina e Caribe praticamente dobrou desde 2007; e em 2020, o mercado de títulos se tornou maior do que o estoque de meios de pagamento amplo (não mostrado).⁴

⁴ Meios de pagamento amplo correspondem à soma da moeda fora dos bancos, depósitos de demanda que não sejam do governo central, poupança, depósitos a prazo e depósitos em moeda estrangeira de setores residentes que não o governo central, -cheques bancários e de cheques de viagem, outros títulos, tais como certificados de depósito e papel comercial.

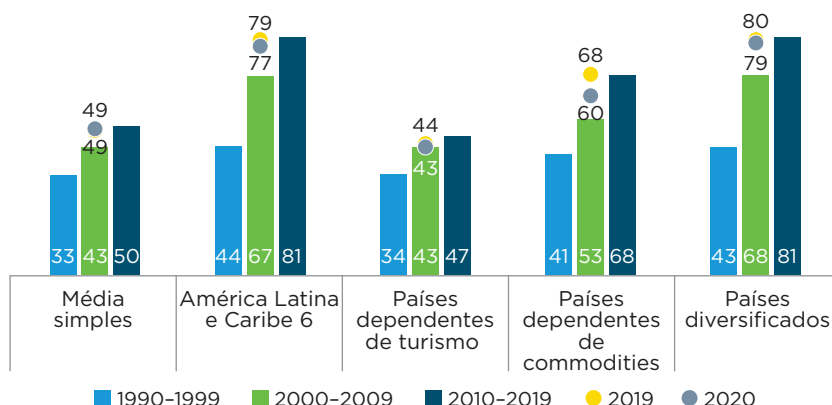
Melhorias na estrutura da dívida

Os mercados de títulos domésticos cresceram em tamanho e, até 2021, representavam uma grande parcela da dívida pública total. Os títulos públicos emitidos sob a legislação nacional representam 48% do total emitido, em comparação com uma média de 35% na década de 1990. As maiores economias obtiveram os maiores ganhos, com a parcela da dívida emitida internamente crescendo 27 pontos percentuais em comparação com o crescimento de 13 pontos percentuais para a média simples da região. A emissão de títulos no âmbito da legislação nacional apresenta uma série de vantagens para os governantes, incluindo o uso de sistemas nacionais de custódia e liquidação, volumes menores por emissão do que nos mercados internacionais e a resolução de qualquer litígio em tribunais nacionais, a um menor custo e com menos incerteza.

Além disso, na prática, o mercado de emissão de títulos e a denominação da moeda da dívida estão estreitamente correlacionados, o que significa que a mudança para títulos emitidos sob a legislação nacional indica uma mudança para a dívida denominada em moeda local (Figura 3.3).

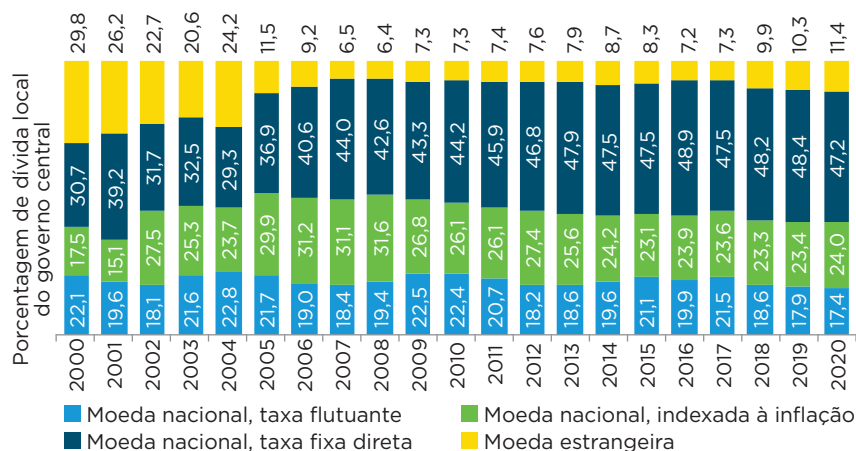
O aumento da dívida em moeda local tem sido um objetivo político na América Latina e Caribe há muito tempo. Um nível excessivo de dívida em moeda estrangeira tem sido associado a crises cambiais recorrentes e inadimplência da dívida. A dívida em moeda estrangeira aumenta

Figura 3.3 Proporção da Dívida Pública Total (interna e externa) denominada em moeda local



Fonte: IDB HID - Banco de Dados Histórico de Dívidas do BID.

Nota: Para os grupos de países, uma média ponderada é calculada usando-se o PIB médio da década.

Figura 3.4 Decomposição de títulos públicos por tipo de instrumento (país médio)

Fonte: Estatísticas de Títulos de Dívida do BIS.

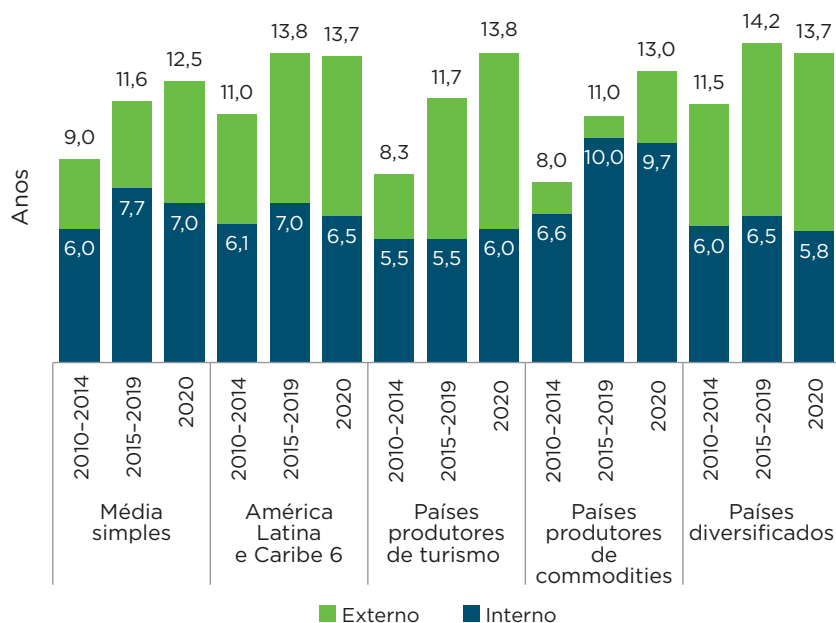
Nota: O país médio é a média simples de Argentina, Brasil, Colômbia, México e Peru.

a vulnerabilidade financeira porque, após um choque negativo, a taxa de câmbio precisa ser bruscamente desvalorizada, e isso causa um salto automático na relação dívida pública/PIB. Os ganhos na parcela da dívida pública local resultaram de um marco de políticas macroeconômicas mais fortes em muitas economias da região e de uma base crescente de investidores institucionais domésticos.⁵

A composição da dívida também melhorou de outras formas. A dívida com taxa de juros fixa ganhou terreno no mercado doméstico em relação aos instrumentos indexados à inflação e à dívida em moeda estrangeira. A participação de instrumentos com taxa fixa denominados em moeda local aumentou desde 2004, enquanto a de instrumentos com taxa flutuante denominados em moeda local permaneceu relativamente constante como proporção da dívida global emitida nos mercados domésticos (Figura 3.4).

Embora o avanço na direção de instrumentos de taxa de juros fixa denominados em moeda local proporcione ganhos claros em termos de estabilidade e sustentabilidade, há *trade-offs*. Por exemplo, títulos em moeda estrangeira tradicionalmente oferecem prazos de vencimento mais

⁵ A expansão da dívida em moeda local não é inédita quando comparada ao recorde histórico. Reinhart e Rogoff (2008), analisando dois séculos de dados, mostram que o atual boom da dívida pública em moeda local está colocando a estrutura da dívida de volta onde havia estado por longos períodos no passado.

Figura 3.5 Vencimento médio de títulos públicos por legislação aplicável

Fonte: IDB HID - Banco de Dados Histórico de Dívidas do BID.

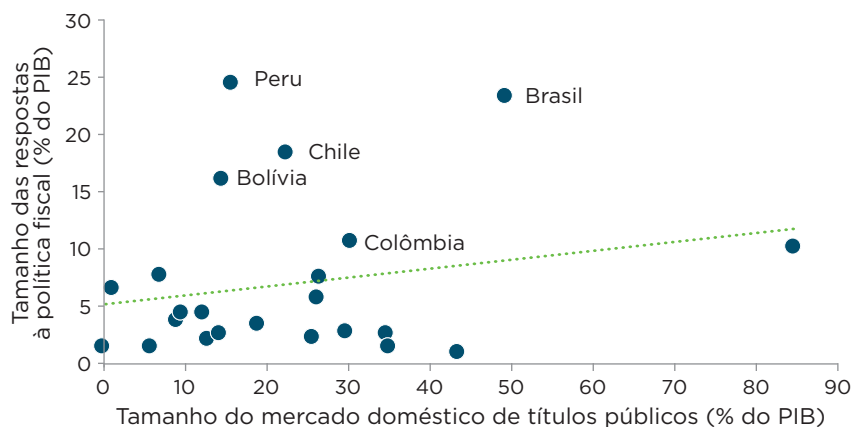
Nota: Para os grupos de países, uma média ponderada é calculada usando-se o PIB médio da década. ALC 6: Argentina, Brasil, Chile, Colômbia, México e Peru.

longos, pois a estabilidade de longo prazo do dólar americano e a percepção de “porto seguro” da economia dos EUA tranquilizam os mercados no que se refere à resiliência de títulos denominados em dólar no longo prazo. O prazo de vencimento de títulos públicos emitidos sob legislação internacional (quase sempre denominados em moedas estrangeiras) é de 5 a 7 anos mais longo do que o de instrumentos sob legislação nacional (80% dos quais são denominados em moedas locais). Não obstante, o prazo de vencimento dos instrumentos sob legislação nacional aumentou em um ou dois anos na última década (Figura 3.5).

Mercados de títulos e Covid-19

O desenvolvimento dos mercados de títulos ao longo de 30 anos mostrou-se útil em resposta à crise da Covid-19. A pandemia levou muitos países a tomar medidas contundentes para mitigar seus efeitos, resultando em um aumento da dívida pública. A Figura 3.6 destaca o tamanho dos pacotes de alívio fiscal decorrentes da Covid-19 até junho de 2021 e o nível

Figura 3.6 Correlação das respostas de política fiscal à Covid-19 e o tamanho dos mercados de títulos públicos domésticos, 2019



Fonte: IDB HID - Banco de Dados Histórico de Dívidas do BID.

Nota: O tamanho da resposta de política fiscal é calculado usando-se o kit de ferramentas de acompanhamento da Política Fiscal do FMI. Inclui medidas relacionadas à Covid-19 anunciadas entre janeiro de 2020 e o final de junho de 2021, com previsão de implementação em 2020, 2021 e nos anos seguintes. Os tipos de apoio fiscal incluem medidas acima da linha e abaixo da linha, bem como passivos contingentes.

de dívida pública ativa no mercado doméstico no final de 2019.⁶ A correlação é positiva, mas não é alta, pois muitos fatores diferentes influenciaram o tamanho dos pacotes. Por exemplo, para países com alto nível de dívida pública, o espaço fiscal era provavelmente mais limitado e os pacotes de auxílio tinham que ser menores. No entanto, a maioria dos países com os maiores pacotes fiscais tem os mercados de títulos domésticos mais maduros.

Ainda assim, a pandemia parece ter interrompido algumas das melhorias das décadas anteriores. Por exemplo, a pandemia interrompeu a tendência rumo a uma maior proporção de dívida em moeda local. A Figura 3.3 mostra isso comparando os níveis em 2019 e 2020 (pontos acima das barras), além das médias da década. Diante da grande necessidade de financiamento de programas relativamente grandes de alívio, os países precisaram explorar mercados tanto domésticos como internacionais. Mesmo quando capazes de satisfazer a maioria de suas necessidades no mercado doméstico, os países ainda recorreram aos mercados internacionais mais do que no passado, o que aumentou a parcela da dívida em moeda estrangeira. Além disso, os vencimentos médios encurtaram em

⁶ O uso do ano anterior à pandemia evita vieses decorrentes da extensão da queda do PIB durante a pandemia.

2020, refletindo uma deterioração nas condições de emissão e refinanciamento (Figura 3.5). Se essas interrupções nas tendências pré-pandemia serão transitórias ou persistentes, pode depender da força dos fundamentos institucionais dos mercados de títulos domésticos.

Construindo mercados de títulos melhores

A base de um mercado de títulos sólido decorre das leis e regulamentos que regem seu funcionamento e da facilidade e eficiência da realização de transações. A comunidade internacional tem focado o apoio ao desenvolvimento de mercados de títulos domésticos em economias emergentes, com iniciativas como o plano de ação de 2011 do grupo de trabalho do G20 sobre arquitetura financeira internacional⁷ e os esforços conjuntos do FMI e do Banco Mundial, que culminaram em uma Nota de Orientação para o Desenvolvimento de Mercados de Títulos em Moeda Local (Hashimoto et al., 2021).

A Nota de Orientação do FMI-BM identifica seis componentes básicos necessários para obter mercados de títulos domésticos grandes e robustos: i) o mercado monetário, incluindo papel comercial e um mercado de recompra; ii) o mercado primário, incluindo leilões transparentes ou sindicalização; iii) o mercado secundário, que precisa alcançar níveis desejáveis de liquidez; iv) a base de investidores, que deve ter recursos suficientes e ser diversificada com diferentes horizontes e preferências de risco/retorno; v) uma infraestrutura de mercado que facilite o bom fluxo e a liquidação de transações com baixo risco para todas as partes; e vi) um marco legal e regulatório que garanta a integridade do mercado e a proteção dos direitos do investidor. Além disso, alguns fatores de facilitação necessários incluem um ambiente macroeconômico e monetário estável (inflação baixa, dívida pública moderada e baixo risco de crises financeiras) e um grau suficientemente baixo de repressão financeira (os mercados financeiros podem operar sem controles e restrições excessivas de preços do governo).

A região avançou no fortalecimento dos seis componentes básicos. Países da América Central, por exemplo, fizeram progressos no desenvolvimento de mercados primários nas últimas duas décadas, especialmente implementando o programa regional de Harmonização do Mercado de Dívidas. Entre outros auxílios ao desenvolvimento de capacidades, essa iniciativa dispõe de títulos padronizados e convenções de mercado para novas emissões. Ainda assim, muitos desafios persistem, inclusive na operação de mercados monetários e mercados secundários de títulos.⁸

⁷ Um relatório sobre o grupo de trabalho do G20 é apresentado em Silva et al. (2020).

⁸ Ver Clevy, Pedras e Pérez Ruiz (2021).

Ademais, a base de investidores continua estreita e os setores bancários estão concentrados, constituindo obstáculos para mercados competitivos. Mesmo nos maiores mercados da América Latina, muitos desafios persistem. Um deles é a obtenção de um alto nível de liquidez em mercados secundários. O spread *bid-ask* de instrumentos de dívida, uma medida comum de liquidez, é bastante alto no Chile, mas é mais estreito no Brasil e no México. Em termos de marco legal e institucional, a visão que os investidores têm da eficácia da regulação do mercado de valores mobiliários é boa no Brasil e excelente no Chile, mas não é positiva na Argentina.⁹

Alguns indicadores-chave do marco legal e regulatório para os mercados de títulos privados têm evoluído consistentemente. Ainda assim, há espaço para melhorias para que atinjam o padrão das economias avançadas.¹⁰ Durante a pandemia de Covid, por exemplo, o número de falências e reestruturações judiciais foi surpreendentemente baixo, apesar de muitas falências extrajudiciais. A resolução da insolvência é um aspecto fundamental para os mercados de títulos privados, pois a falta de pagamento é o principal risco de qualquer título de dívida. O conhecimento de que as insolvências serão resolvidas de forma rápida, justa e a um custo razoavelmente baixo tranquiliza os investidores de que, mesmo em situações de crise, os direitos de propriedade serão respeitados.

Um olhar mais atento sobre os mercados de títulos do setor privado

O desenvolvimento dos mercados de títulos domésticos ampliou-se para incluir mais financiamento para empresas do setor privado, especialmente nas economias maiores. Informações de fontes privadas sobre novas emissões de títulos por corporações e empresas financeiras fornecem uma janela para observar desdobramentos nesse segmento do mercado.¹¹

Na primeira década deste século, as emissões de títulos por corporações nos mercados domésticos decolaram e representaram a maioria dos fundos angariados (Figura 3.7). Isso pode refletir a evolução das carteiras de planos de previdência privada, muitas das quais reduziram suas proporções de instrumentos públicos nos anos 2000, em favor de títulos privados.¹² A tendência cedeu na década de 2010, à medida que a composição da carteira dos fundos de pensão se estabilizou, as condições nos

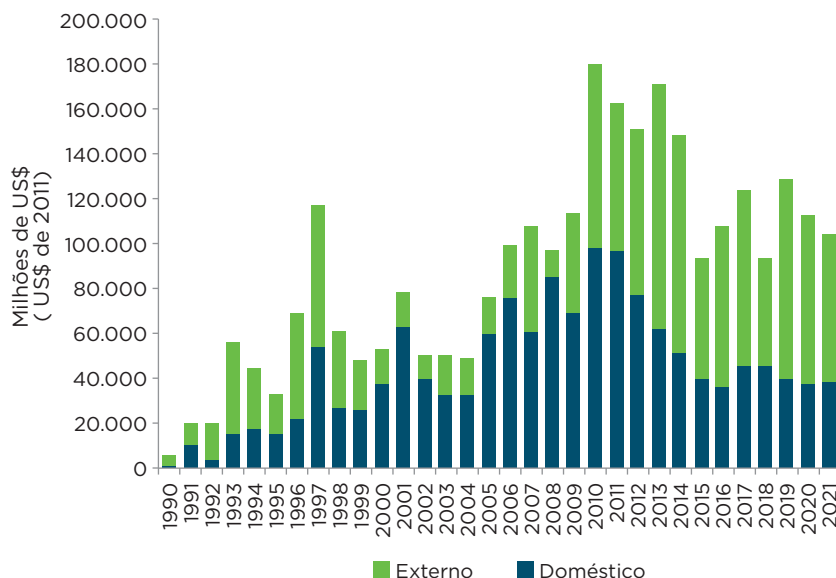
⁹ Ver BIS (2019).

¹⁰ Ver Powell e Rojas-Suarez (2022).

¹¹ A fonte é a base de dados Refinitiv Datastream Bond. As corporações foram classificadas de acordo com o critério de residência.

¹² Ver FIAP (2020).

Figura 3.7 Emissões de títulos do setor privado em mercados domésticos e globais



Fonte: Banco de dados Refinitiv Datastream Bond.

mercados financeiros globais se tornaram favoráveis e o financiamento bancário mudou acentuadamente para mercados de títulos, atraindo, assim mais empréstimos de fontes internacionais em detrimento dos mercados domésticos.¹³ Ainda assim, as novas emissões nos mercados domésticos permaneceram fortes e têm oscilado entre US\$ 35 bilhões e US\$ 45 bilhões por ano (em 2011) desde 2015, incluindo em 2020 e 2021.

Entre os seis maiores países da América Latina e Caribe, o Brasil tem apresentado um crescimento consistente no longo prazo, com o maior volume de emissões em termos absolutos e como porcentagem do PIB, com o México logo atrás. O Chile fez a mudança mais significativa rumo a emissões no mercado doméstico na década de 2000 e, em seguida, ao mercado externo nos anos 2010. Argentina, Colômbia e Peru têm emissões de títulos privados relativamente menores. Um grupo de outros 12 países seguiu as grandes economias (Tabela 3.2).

Embora a força das instituições, como a proteção de direitos de propriedade, sejam fatores importantes para o desenvolvimento dos mercados de títulos privados, o governo e a iniciativa privada (e a coordenação) também

¹³ Ver Abraão, Cortina e Schmukler (2020) e Turner (2014).

Tabela 3.2 Emissões totais de títulos do setor privado nos mercados domésticos e globais

A. Em milhões de US\$ de 2011													
Argentina		Brasil		Chile		Colômbia		México		Peru		Outros	
Ano	Domésticas Externas	Domésticas Externas	Domésticas Externas	Domésticas Externas	Domésticas Externas	Domésticas Externas	Domésticas Externas	Domésticas Externas	Domésticas Externas	Domésticas Externas	Domésticas Externas	Domésticas Externas	Domésticas Externas
90s	1.950	4.855	5.630	8.949	800	2.497	2.130	959	5.757	9.482	568	177	2.232
00s	2.744	1.316	22.367	6.687	10.843	1.725	3.401	888	14.744	7.381	1.291	662	994
10s	1.586	2.358	36.102	13.078	1.063	8.686	3.600	4.303	16.497	37.614	774	3.594	258
2019	565	1.513	27.630	10.973	73	11.243	374	3.998	9.382	51.154	960	2.864	152
2020	242	218	16.716	25.149	n.a.	11.354	2.740	4.220	16.061	23.793	n.a.	2.607	1.416
2021	757	2.293	20.086	n.a.	n.a.	n.a.	220	n.a.	16.239	n.a.	n.a.	n.a.	454
B. Porcentagem do PIB de tendência													
Argentina		Brasil		Chile		Colômbia		México		Peru		Outros	
Ano	Domésticas Externas	Domésticas Externas	Domésticas Externas	Domésticas Externas	Domésticas Externas	Domésticas Externas	Domésticas Externas	Domésticas Externas	Domésticas Externas	Domésticas Externas	Domésticas Externas	Domésticas Externas	Domésticas Externas
90s	0,6	1,49	0,68	1,08	0,98	3,06	2,01	0,91	1,06	1,74	0,9	0,28	0,95
00s	0,88	0,42	1,73	0,52	7,56	1,2	1,94	0,51	1,62	0,81	1,26	0,65	0,23
10s	0,38	0,56	1,89	0,68	0,45	3,7	1,25	1,5	1,48	3,37	0,43	2	0,04
2019	0,15	0,41	1,7	0,68	0,03	4,46	0,13	1,42	0,84	4,59	0,49	1,47	0,02
2020	0,07	0,06	1,08	1,63	n.a.	4,42	0,98	1,51	1,43	2,12	n.a.	1,31	0,23
2021	0,24	0,71	1,41	n.a.	n.a.	n.a.	0,08	n.a.	1,47	n.a.	n.a.	n.a.	0,07

Fonte: Base de dados Refinitiv Datastream Bond.
Nota: Os números por década correspondem à média da emissão total por país ao longo do ano correspondente. Estatais estão incluídas na amostra. Outros incluem Bolívia, Bahamas, Belize, Costa Rica, República Dominicana, Equador, Honduras, Panamá, Paraguai, Salvador, Uruguai e Venezuela. N.d. significa dados não disponíveis.

desempenham um papel de peso. O caso das debêntures de infraestrutura do Brasil é um exemplo notável de políticas públicas proativas para incentivar a emissão de títulos privados em moeda local para fins específicos. Como os projetos de infraestrutura geralmente geram a maior parte da sua receita em moeda local, a capacidade de financiá-los por meio de instrumentos em moeda local é especialmente desejável (ver Quadro 3.1).

Quadro 3.1 Títulos de infraestrutura: o caso do Brasil

Em 2011, o governo brasileiro adotou medidas para que empresas privadas conseguissem emitir títulos de infraestrutura, com o objetivo de promover o desenvolvimento de mercados de capitais privados de longo prazo e fortalecer o financiamento de projetos de infraestrutura. A iniciativa respondeu aos custos de capital mais altos impostos aos empréstimos bancários pela regulamentação de Basileia III, bem como à necessidade de conter a posição dominante do BNDES no financiamento de infraestrutura. Os juros e ganhos de capital dos títulos gozam de isenção de imposto de renda, condicionada ao uso de recursos para financiar despesas de infraestrutura, com duração mínima na emissão de quatro anos e denominação em reais. Todos os títulos são negociados em mercados locais sob jurisdição nacional. A isenção do imposto de renda ajudou a aumentar sua popularidade entre os poupadores brasileiros de alta renda, embora se aplique a investidores locais e não residentes. As instituições financeiras que investem nesses instrumentos se beneficiam de uma alíquota de imposto reduzida de 15%, em comparação com uma alíquota padrão de 25%. O regime favorável se reflete no nome dado aos instrumentos: debêntures incentivadas. Mas os benefícios devem expirar em 2030.

Os primeiros títulos foram emitidos em 2012, e o mercado decolou em 2017. A epidemia de Covid-19 desacelerou a atividade e, em 2020, o volume emitido foi de apenas 55% do nível do ano anterior. A desaceleração parece ter sido temporária; no primeiro semestre de 2021, as emissões superaram as de 2020. Em termos de dólar americano, quando calculado usando uma taxa de câmbio real constante baseada em operações comerciais, o valor dos títulos emitidos em 2019 atingiu US\$ 9,5 bilhões, e o número total de títulos desde o início do programa ultrapassa 400. Os prazos de vencimento dos títulos aumentaram gradualmente para uma média de pouco mais de 10 anos, e a duração média é de 5 a 7 anos, dependendo do setor. O volume de títulos de infraestrutura emitidos anualmente rivaliza com os empréstimos do BNDES em termos de financiamento total de projetos de infraestrutura.

Desde o início desse mercado, os investidores do mercado primário têm incluído pessoas físicas (27%), fundos mútuos e outros fundos de investimento (20%), bancos coordenadores (19%), outros bancos e intermediários financeiros

(continua na página seguinte)

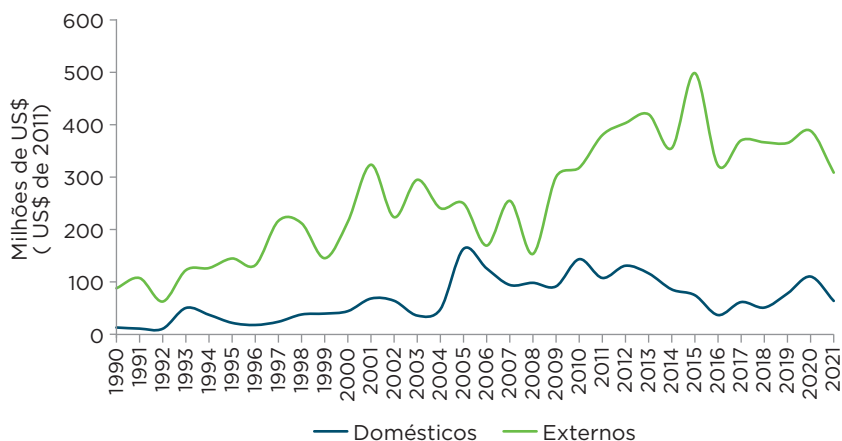
(22%), corporações (6%), e investidores estrangeiros (4%). Os bancos consideram esse investimento vantajoso do ponto de vista do Imposto de Renda e dos requisitos de capital associados à aquisição desses títulos. A participação limitada de investidores estrangeiros, ao contrário, é surpreendente, considerando-se a participação relativamente alta desses investidores no mercado de títulos do Tesouro Nacional. Dois fatores parecem estar por trás desse resultado. Em primeiro lugar, a liquidez abundante e os custos relativamente menores de atrair investidores domésticos tornam o esforço de buscar financiamento internacional pouco atraente para os empreendedores. Em segundo lugar, a estrutura tributária torna o diferencial de rendimento líquido (após impostos) dos títulos de infraestrutura mais atraentes para os investidores domésticos. Os retornos de títulos do Tesouro são isentos de impostos apenas para investidores estrangeiros. Assim, o spread após impostos dos títulos de infraestrutura pode ser três vezes maior para um investidor doméstico do que para um investidor estrangeiro.

Mais de 80% dos títulos são classificados na emissão por pelo menos uma das três principais agências internacionais de classificação (Moody's, Standard & Poor's e Fitch). Das 363 emissões avaliadas, apenas nove caíram na categoria de grau especulativo na escala de classificação de crédito de longo prazo. Isso é consistente com a baixa taxa de inadimplência desses títulos desde a sua criação; houve apenas três eventos de inadimplência até agora. A boa posição geral dos títulos de infraestrutura deve-se, em parte, a garantias implícitas ou explícitas fornecidas pelos patrocinadores, pela garantia de recebíveis e, em alguns casos, por multilaterais. O mercado secundário é ativo, e os títulos de infraestrutura tendem a ter uma taxa de rotatividade um pouco maior do que outros tipos de títulos privados.

Títulos de infraestrutura também são amplamente usados para financiar projetos em outros países. De fato, cerca de 50% do financiamento da dívida de projetos na região é canalizado por meio de títulos — uma mudança notável em relação ao primeiro semestre dos anos 2010, quando prevaleciam empréstimos comerciais e oficiais. Ainda assim, Brasil, México e Chile respondem por dois terços dos títulos emitidos na região nos últimos 10 anos. Nenhum dos demais países, no entanto, estabeleceu um regime semelhante ao do Brasil para promover títulos de infraestrutura. E apenas o Brasil se destaca em termos de prevalência de financiamento em moeda local. A Colômbia é o único outro país onde os títulos de infraestrutura emitidos em moeda local representam mais de um terço das emissões, mas estão em grande parte restritos a projetos de transporte.

Os países da região podem querer considerar o caso de sucesso do Brasil no desenvolvimento do mercado de títulos de infraestrutura denominados em moeda local para coincidir com a moeda das receitas dos projetos, especialmente em setores como transporte, água e telecomunicações. Para os investidores, os títulos em moeda local também são atraentes porque incorporam um menor risco de inadimplência.

Figura 3.8 Volume médio de emissões do setor privado nos mercados domésticos e globais

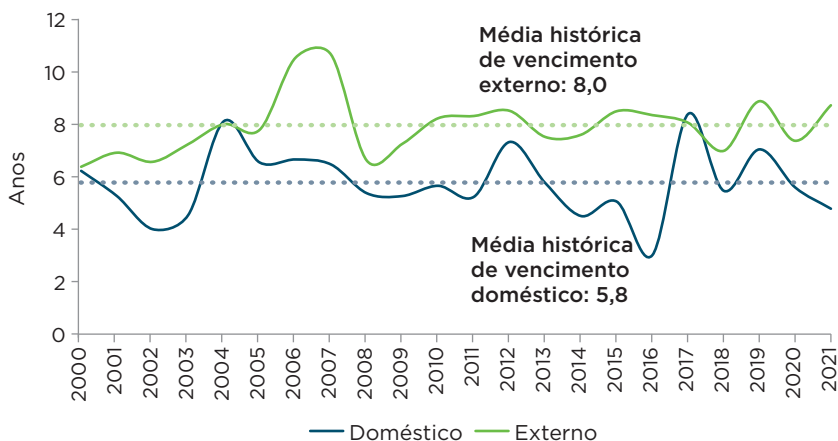
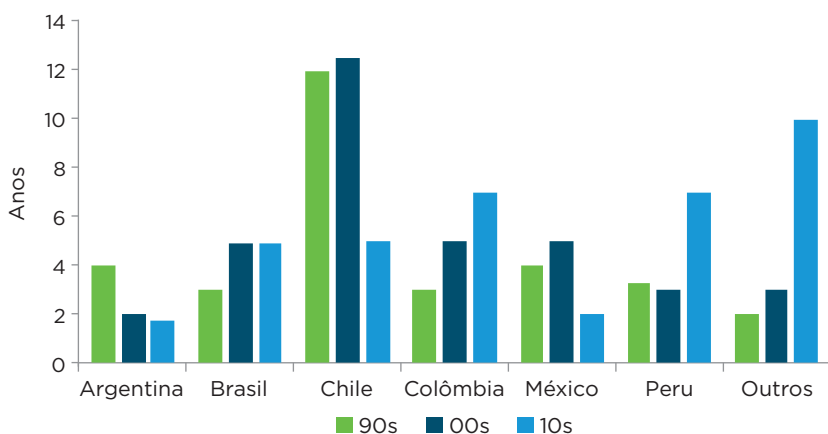


Fonte: Base de dados Refinitiv Datastream Bond.

Nota: Média simples do volume médio de emissões para todos os países em cada ano. Os países incluem Argentina, Brasil, Chile, Colômbia, México, Peru. Outros é um grupo sintético de países que inclui Bolívia, Bahamas, Belize, Costa Rica, República Dominicana, Equador, Honduras, Panamá, Paraguai, Salvador, Uruguai e Venezuela.

Uma vantagem dos mercados de títulos domésticos é o fato de que o volume de emissões não precisa ser tão grande quanto nos mercados externos. Isso é especialmente útil para ampliar o acesso ao financiamento de títulos para muitas empresas de pequeno porte, que não considerariam econômico emitir nos mercados externos. O volume médio de emissões das empresas latino-americanas e caribenhas foi de cerca de US\$ 50 milhões a US\$ 100 milhões na região, em comparação com cerca de US\$ 400 milhões no caso de emissões internacionais (Figura 3.8).

Quando as empresas emitem dívidas, enfrentam *trade-offs* em termos de composição de moedas, indexação e taxas — flutuantes ou fixas. A emissão doméstica de dívida permite às empresas emitir montantes menores em moeda local, mas à custa de uma estrutura que muitas vezes não fornece liquidez a longo prazo. Os mercados globais tendem a oferecer melhores condições aos emissores, uma vez que o financiamento a longo prazo é a norma nos mercados avançados. Os títulos globais têm tido prazos de vencimentos cerca de três anos mais longos, em média (Figura 3.9, Painel A). Ainda assim, os termos variam entre os países. No Chile, por exemplo, os títulos privados emitidos no mercado doméstico tendem a ter prazos de vencimento significativamente mais longos do que em outros países (Figura 3.9, Painel B).

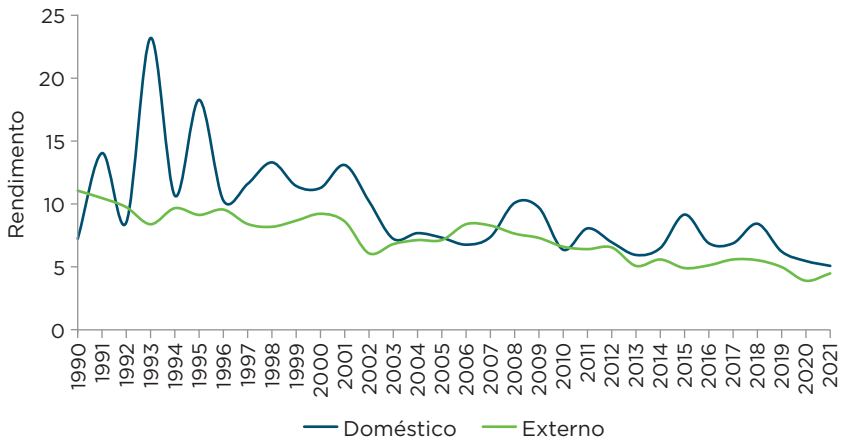
Figura 3.9 Vencimento de títulos do setor de privado**A. Vencimento médio por legislação****B. Vencimento médio por países da América Latina e Caribe**

Fonte: Base de dados Refinitiv Datastream Bond.

Nota: O Painel A é a média simples do vencimento mediano de países ALC6 em cada ano. O Painel B é o vencimento mediano de emissões no âmbito da legislação nacional por país e por década. Os países ALC6 são Argentina, Brasil, Chile, Colômbia, México e Peru. Outros é um grupo sintético de países que inclui Bolívia, Bahamas, Belize, Costa Rica, República Dominicana, Equador, Honduras, Panamá, Paraguai, Salvador, Uruguai e Venezuela.

Em termos de rendimentos, uma tendência de declínio nos títulos domésticos corre paralelamente à redução sustentada de rendimentos nos mercados internacionais. A Figura 3.10 mostra um diferencial de cerca de 200 a 300 pontos-base nos últimos anos, o que pode aproximar-se razoavelmente das expectativas anuais de desvalorização da taxa de câmbio em muitos países. A composição afeta os resultados, no entanto,

Figura 3.10 Rendimento mediano do setor privado nos mercados domésticos e globais



Fonte: Base de dados Refinitiv Datastream Bond.

Nota: Média simples do rendimento mediano para todos os países em cada ano. Os países incluídos são a Argentina, Brasil, Chile, Colômbia, México, Peru e Outros. Outros é um grupo sintético de países que inclui Bolívia, Bahamas, Belize, Costa Rica, República Dominicana, Equador, Honduras, Panamá, Paraguai, Salvador, Uruguai e Venezuela.

e o diferencial de rendimento salta para cerca de 500 pontos-base em alguns anos.

Indutores do desenvolvimento do mercado de títulos domésticos

Os diferentes graus de desenvolvimento do mercado de títulos nos países, tanto globalmente como na região da América Latina e Caribe, resultam de fatores que abrangem marcos jurídicos, características dos países e políticas. Uma análise empírica desses determinantes, espelhando a de Borensztein, Eichengreen e Panizza (2006), mostra que os países da América Latina e Caribe alcançaram altos níveis de capitalização de mercado após considerar esses fatores, alguns dos quais estão fora dos seus controles.

Os determinantes do desenvolvimento do mercado de títulos domésticos podem ser agrupados em três categorias. Um primeiro grupo de variáveis abrange a escala das economias e mercados financeiros e seu grau de desenvolvimento. Um segundo conjunto de variáveis são indicadores de solidez e estabilidade do mercado financeiro e o grau de abertura da economia. O terceiro grupo de variáveis determina a robustez dos marcos jurídico e institucional. Finalmente, um conjunto de *dummies* regionais captura características locais não refletidas nas variáveis explicativas e o controle de efeitos fixos no ano para desenvolvimentos econômicos

globais. Os dados sobre capitalização de mercados de títulos são do BIS e compreendem os 32 países para os quais há informações disponíveis para o período 1990-2020.¹⁴

Levando-se em conta todas as variáveis da análise, os mercados de títulos privados da América Latina e Caribe são mais profundos do que se poderia esperar, pois a variável *dummy* regional é positiva e significativa para títulos privados e para o mercado global (Tabela 3.3). Na estimativa original de 2006, a variável *dummy* regional foi negativa e altamente significativa para a América Latina e Caribe. Por um lado, a mudança de sinal para a estimativa da *dummy* regional pode ser vista como uma boa notícia. Por outro lado, o menor porte dos mercados em comparação com seus homólogos asiáticos sugere que ainda há espaço para crescer. As variáveis que indicam a escala da economia são altamente significativas e explicam grande parte da capitalização do mercado de títulos. Os resultados mostram que, quando o PIB per capita atinge cerca de US\$ 70 mil, o crescimento do mercado atinge um platô. Entre as variáveis de estabilidade financeira e abertura, a volatilidade da taxa de juros é significativa para todas as três definições do mercado de títulos. Os controles de capital afetam o mercado de títulos privados, mas o efeito nos títulos públicos não é estatisticamente significativo. Os controles das entradas reduzem o tamanho do mercado, provavelmente desencorajando o investimento internacional, e os controles das saídas o aumentam, provavelmente criando uma demanda cativa. Fatores institucionais também explicam muito. O índice de lei e ordem é significativo tanto para o mercado como um todo como para o segmento privado; e uma origem inglesa para o sistema jurídico ajuda a alcançar mercados mais desenvolvidos. No geral, esses resultados são semelhantes aos de Borensztein, Eichengreen e Panizza (2006).

Além dos achados empíricos, algumas iniciativas de políticas são mais difíceis de serem avaliadas diretamente em uma regressão entre países, mas ainda merecem ser estudadas nos países que as implementaram. A coordenação internacional de esforços para criar e nutrir um mercado integrado de títulos em moeda local está, talvez, no topo da lista. Isso poderia potencialmente superar a pequena escala de economias individuais, fator que impede um desenvolvimento mais forte do mercado de

¹⁴ O grupo de países cobertos no conjunto atual de dados do BIS é um pouco diferente daquele disponível em 2006, o que pode afetar a comparação com as estimativas em Borensztein, Eichengreen e Panizza (2006). A mudança mais importante está no grupo de economias avançadas, em que não há dados disponíveis para Estados Unidos, Reino Unido e Alemanha, entre outras diferenças.

Tabela 3.3 O que impulsiona a capitalização do mercado de títulos?

Grupo	Variáveis	Dívida interna total	Dívida pública interna	Dívida interna das empresas
Tamanho dos mercados econômico e financeiro	PIB	16,77***	9,01***	5,42***
	PIB ao quadrado	7,31***	4,08***	3,56***
	PIB per capita	16,58***	7,15*	7,83***
	PIB per capita ao quadrado	-4,20	-5,01*	-0,10
	Crédito privado	0,65***	0,14	0,30***
	Crédito privado ao quadrado	-0,00***	-0,00	-0,00**
	Poupança interna	-0,90***	-0,66***	-0,25**
Atores macroeconômicos	Exportações	-0,06	0,10**	-0,18***
	Entradas de controle de capital	-2,67	4,61	-6,91**
	Saídas de controle de capital	10,87*	-0,18	9,67***
	Taxa de juros média	-0,49	-0,12	-0,24
	Volatilidade da taxa de juros	-0,69***	-0,35**	-0,36***
	Spread da taxa de juros	0,92***	0,51**	0,20
	Taxa de câmbio intermediária	2,04	1,02	0,28
	Taxa de câmbio fixa	-2,18	4,04	-4,86**
Fatores institucionais	Balanco público	-0,70***	-0,14	-0,25**
	Lei e ordem	8,50***	1,05	5,15***
	Latitude	-0,01	0,08	-0,07*
	Direito francês	-28,85***	-0,72	-32,60***
	Direito germânico-escandinavo	-2,56	-0,61	-4,81
Dummies regionais	Direito socialista	-94,05***	-48,60***	-41,43***
	Leste e Ásia-Pacífico	31,63***	-13,12	33,68***
	Europa e Ásia Central	39,30***	-1,88	28,15***
	América Latina	33,76***	-17,23**	40,21***
	Outros	17,91	3,26	0,40
Observações		350	350	350
Número de países		25	25	25
Efeito fixo por ano		SIM	SIM	SIM
Efeito fixo por região			SIM	SIM

Nota: *** indica significância a 1%, ** indica significância a 5% e * indica significância a 10%.

títulos. Esforços coordenados também podem ajudar a melhorar a infraestrutura operacional do mercado e os marcos jurídico e regulatório de forma mais rápida e eficiente. Assim, a Iniciativa Asiática de Mercado de Títulos merece estudos minuciosos na região da América Latina e Caribe

(ver Quadro 3.2). O progresso alcançado pelos países participantes dessa iniciativa provavelmente será uma razão para o grande impulso positivo proporcionado pela *dummy* das economias asiáticas no estudo econométrico. Outra iniciativa de políticas que merece estudo é a abordagem de oferecer incentivos atraentes (mas temporários) para iniciar e desenvolver um mercado e ajudar a superar as falhas de coordenação e informação que muitas vezes impedem que um novo instrumento financeiro seja adotado. O exemplo de títulos de infraestrutura no Brasil é um bom exemplo.

Quadro 3.2 Iniciativas multinacionais: Ásia e América Latina

A Iniciativa Mercados de Títulos Asiáticos (*Asian Bond Markets Initiative* - ABMI) foi lançada em 2002 para desenvolver mercados de títulos domésticos em moeda local como uma resposta de política às incompatibilidades de moedas e vencimentos que desencadearam as crises cambiais asiáticas no final da década de 1990. Um segundo objetivo foi promover a integração regional dos mercados de títulos, com a perspectiva de aproveitar o grande *pool* de poupança regional para financiar projetos de investimento de longo prazo. Os países membros eram o grupo ASEAN+3 (Associação das Nações do Sudeste Asiático mais China, Japão e Coreia).^a

A iniciativa foi reforçada em 2008 e novamente em 2012, com foco na melhoria da infraestrutura e na regulação do mercado de títulos de forma coordenada, bem como no fornecimento de incentivos mais fortes tanto para a demanda como para a oferta de títulos em moeda local. Isso incluiu a criação de um mecanismo regional de garantia de crédito para aumentar a classificação de crédito dos emissores, especialmente os do setor de infraestrutura. Com o apoio do Banco Asiático de Desenvolvimento, o grupo criou um site rico em informações sobre os mercados de títulos asiáticos, incluindo uma base de dados, artigos de pesquisa de políticas e um programa de assistência técnica para os mercados menos desenvolvidos dentro do grupo (ver Banco Asiático de Desenvolvimento, 2017).

Os mercados de títulos domésticos asiáticos cresceram drasticamente desde a introdução dessa iniciativa. No geral, na Ásia Emergente (que inclui Indonésia, Coreia, Cingapura, Filipinas, Malásia, Tailândia e Vietnã), o estoque de títulos em moeda local em circulação cresceu por um fator de cinco, para quase US\$ 4,3 trilhões. Incluindo a China nesse grupo, os títulos em moeda local em circulação chegam a quase US\$ 20 trilhões. As medidas de liquidez de mercado — como *spreads bid-ask* e índices de rotatividade do mercado — melhoraram de forma constante desde o início da iniciativa.

A Iniciativa Mercados de Títulos Asiáticos parece ter tido menos sucesso na integração dos mercados regionais de títulos. Um fundo de investimento

(continua na página seguinte)

instituído em 2005 para criar uma carteira de títulos em moeda local de vários países e torná-la facilmente acessível a investidores regionais não despertou muito entusiasmo nos investidores. Os investidores asiáticos podem estar interessados em uma maior diversificação de suas carteiras ao buscar ativos internacionais e podem se concentrar predominantemente em títulos americanos e europeus.

Na América Latina, algumas bolsas e reguladores de mercado têm discutido a integração de mercados, mas nenhuma iniciativa surgiu. As discussões envolveram principalmente os países da Aliança do Pacífico e o Brasil. O esforço estagnou porque nem investidores nem mutuários demonstraram muito interesse. Em parte, a falta de interesse partiu de investidores que operam com base em “*buy and hold*” (comprar e manter), que não veem o valor dos títulos que seriam negociados em bolsa como mais líquidos. No entanto, novos caminhos podem estar se abrindo para promover a integração dos mercados de títulos. Alguns países, notadamente a Colômbia, estão patrocinando Fundos de Índice (*Exchange Traded Funds* - ETFs) de seus títulos públicos. Os ETFs são negociados em bolsas de valores, oferecem maior liquidez e diversificação entre vencimentos e podem atrair investidores de varejo e estrangeiros. Os ETFs de títulos públicos poderiam estar sujeitos ao esquema MILA^b nos países da Aliança do Pacífico e ser negociados sem problemas nos quatro mercados. Esse pode ser um primeiro passo para a integração dos mercados de títulos domésticos em toda a região.

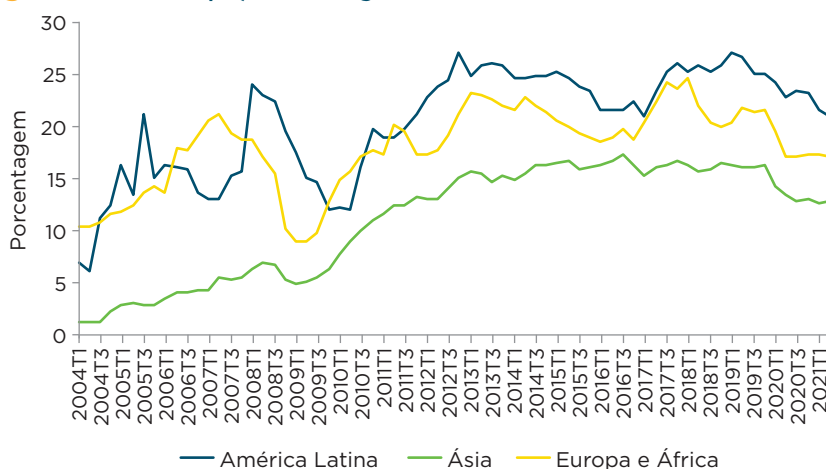
^a A ASEAN é formada por dez países do Sudeste Asiático: Brunei, Camboja, Cingapura, Filipinas, Indonésia, Laos, Malásia, Mianmar, Tailândia e Vietnã.

^b MILA é o *Mercado Integrado Latino-Americano*, que compreende os mercados de ações de Chile, Colômbia, México e Peru.

Investidores estrangeiros: luzes e sombras nos mercados de dívida doméstica

A escassez de poupança doméstica significa que o país típico da América Latina e Caribe precisa importar capital do resto do mundo para financiar déficits fiscais e investimentos privados. No entanto, a dependência de entradas de capital estrangeiro traz alguns riscos. Em particular, economistas e formuladores de políticas têm apontado a denominação em moeda estrangeira das dívidas das economias da América Latina e Caribe como um fator que aumenta a vulnerabilidade a crises.

Nos últimos 10 a 15 anos, as economias latino-americanas parecem ter reduzido as vulnerabilidades na medida em que atraíram mais investidores internacionais para instrumentos de dívida em moeda local, principalmente por meio de mercados domésticos de dívida. O fenômeno não foi exclusivo da América Latina e Caribe. As participações de investidores

Figura 3.11 Participação estrangeira em títulos em moeda local

Fonte: Arslanalp e Tsuda (2014) e atualizações.

Nota: Médias simples.

internacionais em instrumentos soberanos em moeda local subiram em três agrupamentos regionais de 2004 a 2021 (Figura 3.11).¹⁵

Vários fatores podem ter contribuído para a tendência de alta. Em um nível fundamental, os marcos monetário e cambial foram fortalecidos quando muitos países adotaram taxas de câmbio flutuantes e metas de inflação, o que reduziu as taxas de inflação e a vulnerabilidade a crises cambiais. As baixas taxas de juros em economias avançadas no período pós-crise financeira global ampliaram os diferenciais de juros em favor das moedas locais. À medida que o mercado de títulos domésticos cresceu em tamanho e liquidez, os instrumentos de moeda local se tornaram mais atraentes e diferenciados aos olhos de muitos investidores globais. Além disso, alguns países uniram esforços para facilitar o acesso de investidores estrangeiros a instrumentos em moeda local, como parte de uma estratégia para desdolarizar suas dívidas públicas. O Uruguai é um bom exemplo (ver Quadro 3.3).

A maior participação dos investidores estrangeiros por meio de instrumentos de dívida em moeda local reduz os riscos decorrentes da volatilidade financeira internacional, mas não os elimina.¹⁶ Por exemplo, com a Covid-19, os investidores internacionais recuaram de suas posições

¹⁵ A tendência de alta tem caído ultimamente, na medida em que choques globais, incluindo a pandemia de Covid-19, induziram algum viés doméstico nos investimentos; no entanto, a participação estrangeira permanece acima dos níveis de 2010 em todas as regiões.

¹⁶ Ver Carstens e Shin (2019) sobre o efeito "pecado original redux".

Quadro 3.3 Uruguai: o caminho para a desdolarização da dívida pública

Reduzir a dolarização tem sido um objetivo de longa data da gestão da dívida no Uruguai. As desvalorizações cambiais tendem a ocorrer em momentos de menor crescimento, quando as receitas fiscais do governo encolhem, exacerbando pressões fiscais e financeiras. Na época da crise de 2002, 96% da dívida pública era denominada em dólares americanos. O Uruguai reduziu acentuadamente sua dívida em dólares desde então, e a desdolarização contínua traria mais benefícios ao reduzir riscos e melhorar a eficácia da política monetária. Supondo que não haja alteração no total da dívida soberana, a desdolarização exige a emissão de maiores volumes de dívida denominada em pesos, seja nos mercados locais ou internacionais. Considerando-se o caso do Uruguai, a jurisdição de emissão tem várias implicações importantes tanto para o governo como para os investidores:

- Os títulos globais do Uruguai são liquidados em dólares americanos, e os investidores podem usar um depósito internacional de títulos (como o Euro-clear) para fins de compensação, custódia e liquidação. Para os investidores, esses são recursos desejáveis, que reduzem os custos de transação.
- Os títulos globais exigem um volume mínimo relativamente grande (pelo menos US\$ 500 milhões), o que envolve alguns riscos de execução para o governo. As emissões domésticas podem ser consideravelmente menores, mas podem ser oferecidas com muito mais frequência. Isso ajuda a gerenciar a liquidez no mercado secundário.
- Os títulos globais são mais propensos a serem incluídos em índices como o Índice de Títulos Públicos-Mercados Emergentes (*Government Bond Index-Emerging Markets* - GBI-EM) do J.P. Morgan, que atrai investimentos de investidores de referência que visam o retorno do índice. Os títulos domésticos também podem ser incluídos no GBI-EM, mas as condições de volume e liquidez para inclusão no índice podem ser difíceis de atender.
- Os títulos globais estão sujeitos às leis e regulamentos das jurisdições relevantes onde são emitidos, como a lei de Nova York, o que aumenta os custos potenciais de litígio e a incerteza para o governo, mas pode fornecer a percepção de menores riscos para os investidores.

No geral, os governos podem ver vantagens em emitir sob jurisdição doméstica, enquanto, para os investidores, os prós e contras se resumiriam ao nível de retornos esperados líquidos dos custos de transação, incluindo spreads cambiais e percepção de riscos.

Um passo inicial na tentativa de desdolarizar a dívida soberana no Uruguai foi a introdução no mercado internacional de instrumentos de dívida denominados em Unidades Indexadas (UI), que estão vinculadas ao Índice de Preços ao Consumidor do Uruguai. A UI foi uma denominação apropriada para reduzir

(continua na página seguinte)

as preocupações sobre uma rápida desvalorização do peso uruguaio, em um momento em que a inflação ainda estava alta e o quadro monetário estava em transição. O primeiro título global denominado em UI tinha um vencimento de 12 anos e uma taxa de juros de 5% (real). O segundo título global em UI, emitido em 2007, tinha um vencimento de 30 anos. Esses prazos longos de vencimento contrastam com os praticados no mercado doméstico. A demanda do mercado doméstico é dominada por Fundos de Pensão (AFAPs) e seguradoras, que normalmente têm relutado em investir em vencimentos longos.

A inflação mais baixa e uma estrutura monetária mais forte permitiram ao governo emitir títulos denominados em peso nos mercados internacionais sem indexação, em 2017. A curva de rendimentos em pesos em títulos globais foi ampliada para 10 anos. O prazo dos títulos em peso doméstico tende a ser mais curto, mas a curva de rendimento internacional se conecta à doméstica com pouca descontinuidade.

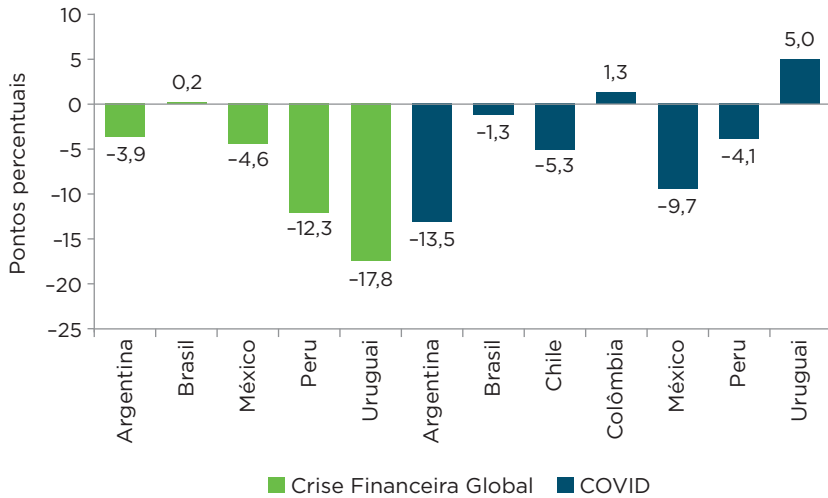
Em 2021, o Uruguai continuou a expandir a gama de títulos públicos denominados em pesos que são colocados com investidores estrangeiros, oferecendo uma Nota do Tesouro de lei nacional, que os investidores estrangeiros podem acessar por meio de uma *Credit Linked Note* – CLN (Nota Vinculada a Crédito). Nesse caso, trata-se de uma *Global Depository Note* – GDN (Nota Depositária Global), que é a marca oferecida pelo Citibank. Nessa estrutura, o banco comercial compra os títulos no Uruguai e os utiliza para lastrear a emissão de GDNs para investidores. As GDNs são liquidadas em dólares americanos e desfrutam de compensação, custódia e liquidação por depositários internacionais. Em outros países, como Chile e Peru, as CLNs ou GDNs foram a primeira etapa para atrair investidores estrangeiros, até que a estrutura de mercado fosse ajustada para criar uma ponte para depositários internacionais.^a A ponte para os depositários internacionais, no entanto, pode levar tempo, pois exige mudanças em leis e regulamentos.

^a Ver Velandia e Secunho (2020).

em títulos emergentes em moeda local globalmente, o que resultou em spreads mais altos, saídas de capital e pressão para a desvalorização de taxas de câmbio.

Em 2018, o BIS consultou investidores sobre o efeito esperado de um aumento de cerca de 10% na participação de investidores estrangeiros em economias emergentes. Cerca de 80% dos entrevistados achavam que isso reduziria os rendimentos; 84%, que aumentaria a emissão corporativa; 65%, que alongaria os vencimentos de novos títulos e 86%, que incrementaria a liquidez de mercado. No entanto, para 52% dos entrevistados o aumento causaria maior volatilidade, e a mesma proporção esperava maior volatilidade da taxa de câmbio.¹⁷

¹⁷ Ver BIS (2019).

Figura 3.12 Mudança na participação de investidores estrangeiros na dívida em moeda local

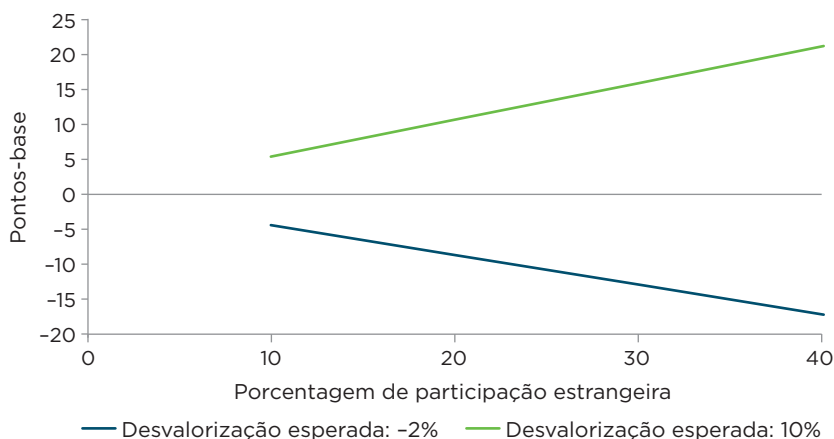
Fonte: Arslanalp e Tsuda (2014) e atualizações.

Nota: Crise financeira global: 2008T3-2009T3. Covid: 2019T4-2021T2.

Os dados em torno de episódios de turbulência global parecem ser consistentes com uma visão de que o aumento da participação de investidores estrangeiros nos mercados de dívida doméstica seria uma faca de dois gumes. A Figura 3.12 mostra a mudança na participação dos investidores estrangeiros na dívida soberana em moeda local, imediatamente antes e após episódios de choque global. Os dois episódios incluídos na figura são a Crise Financeira Global (CFG) e a epidemia de Covid-19, que eclodiu no início de 2020 e estava em curso na data final dessa amostra (meados de 2021). Embora o efeito seja desigual entre os países, os investidores estrangeiros recuaram significativamente durante os dois episódios.

O modelo econométrico usado para investigar mais detalhadamente esse efeito acompanha Ho (2019), que examinou como os investidores estrangeiros que respondem à incerteza ampliam o efeito dos choques globais nos instrumentos em moeda local, em uma amostra das economias do Leste Asiático. Ho (2019) considera que a sensibilidade dos investidores estrangeiros às expectativas de desvalorização da moeda local tem um efeito significativo. A situação apresenta uma “faca de dois gumes”: uma maior participação estrangeira reduz as taxas de juros sobre instrumentos em moeda local, pois aumenta a demanda e a liquidez em circunstâncias normais; mas quando as expectativas de

Figura 3.13 Spreads de taxa de juros sobem com a desvalorização esperada da moeda



Fonte: Baumann Fonay (2022).

desvalorização são altas, o efeito é revertido, e uma maior participação estrangeira resulta em taxas de juros locais mais altas. Como os investidores globais estão interessados no retorno medido em dólares americanos, uma desvalorização da moeda local os afetaria de forma especialmente árdua.

O modelo econométrico aqui apresentado mede o impacto das participações de investidores estrangeiros na dívida pública em moeda local em sete países da América Latina para os quais há dados disponíveis. Por meio de uma interação das variáveis explicativas, a especificação busca um efeito “faca de dois gumes”.¹⁸

Os resultados para a América Latina são consistentes com os resultados para o Leste da Ásia. A Figura 3.13 mostra que, quando uma valorização da taxa de câmbio é esperada, quanto maior o nível de participação externa no mercado, menor o spread de títulos em moeda local. Contrariamente, quando uma desvalorização é esperada, um nível mais alto de participação estrangeira resulta em maiores spreads de rendimentos em moeda local.¹⁹

¹⁸ Para obter detalhes completos, consulte Baumann Fonay (2022).

¹⁹ O efeito é mais forte quando a desvalorização esperada está entre os maiores níveis registrados na amostra; de fato, a Figura 3.13 mostra o caso em que a desvalorização esperada está no percentil mais alto da distribuição amostral da variável desvalorização esperada.

O caminho à frente

Os mercados domésticos de títulos da América Latina e Caribe têm percorrido um longo caminho desde a década de 1990, mas desafios substanciais ainda persistem. Embora os requisitos operacionais e institucionais, como descritos nos seis componentes básicos da orientação do FMI-BM, sejam bem compreendidos, são apenas os componentes de mercados bem desenvolvidos. Os países não têm um projeto universal bem definido para criar e desenvolver mercados de títulos. A criação de mercados, em particular, pode ocorrer de diferentes maneiras. Um título pode alcançar um mercado robusto após décadas de intensa intervenção do governo, como o mercado de títulos lastreados em hipotecas nos Estados Unidos. Mas os principais segmentos de mercado resultaram da visão pessoal e de grandes apostas financeiras, também de indivíduos — a saber, o mercado de títulos de alto rendimento ou de alto risco, e até mesmo criptomoedas.²⁰ As razões foram estudadas também em um nível teórico.²¹ Há um número infinito de títulos possíveis para o compartilhamento de riscos de diferentes maneiras, e a criação de um mercado para qualquer um deles requer uma ação conjunta de muitas partes interessadas e pode implicar grandes riscos para os primeiros adotantes de um novo título.

No entanto, lições úteis podem ser aplicadas ao desenho de uma estratégia para o desenvolvimento de mercados de títulos domésticos. Por exemplo, há um amplo acordo sobre as condições favoráveis que sustentam mercados saudáveis de títulos. Essas incluem, em primeiro lugar, estabilidade macroeconômica, um sistema jurídico forte e liberalização financeira suficiente. Há muito tempo se entende que um marco robusto de política macroeconômica, com inflação baixa, políticas confiáveis do banco central e um mercado de câmbio estável, é uma base essencial para mercados financeiros em geral. A força e a justiça do sistema jurídico e o grau de aplicação rigorosa das leis são necessários para tranquilizar investidores e empresas e incentivá-los a participar dos mercados de títulos. Além disso, os mercados precisam estar suficientemente livres de “represão financeira” para atrair participação e canalizar financiamento para os usos mais lucrativos. Há inúmeros exemplos de países que usam regulações, ou “persuasão moral”, para obrigar bancos e fundos de pensão a adquirir dívida pública. Embora essa estratégia possa ajudar a cobrir as necessidades financeiras do governo em uma situação de urgência, a longo prazo pode aumentar a tentação de recorrer a financiamentos

²⁰ Ver Borensztein e Mauro (2004).

²¹ Ver Allen e Gale (1994).

inflacionários e prejudicar as chances de desenvolver mercados de títulos saudáveis e confiáveis.²² Mais uma vez, o progresso na região tem sido desigual nessas áreas.

A análise empírica sugere que os indicadores de estabilidade financeira, a abertura da economia e a solidez dos marcos jurídico e institucional desempenham um grande papel na explicação das diferenças no desenvolvimento do mercado de títulos entre países e ao longo do tempo. Mas os indicadores da escala da economia e do grau de desenvolvimento econômico são igualmente importantes para explicar o tamanho do mercado de títulos. A influência desses fatores diminui à medida que as economias se tornam maiores e mais ricas, mas ainda é poderosa para o país típico da América Latina e Caribe. Isso cria desafios para os mercados menores da região e para as economias relativamente menos avançadas, uma vez que essas condições não podem ser modificadas ou somente podem mudar lentamente ao longo do tempo.

Essas dificuldades sugerem que os ganhos da cooperação regional e da integração dos mercados de títulos podem ser grandes. O exemplo da exitosa Iniciativa Mercado de Títulos Asiático deve ser estudado cuidadosamente, apesar das importantes diferenças entre as duas regiões. Além disso, fóruns internacionais como o G20 expressam amplo apoio a esse tipo de iniciativa. Com um componente de assistência técnica, os benefícios de uma iniciativa regional também alcançariam países que enfrentam obstáculos maiores e defasagem em seu progresso na direção do desenvolvimento de mercados de títulos. Talvez passos menores rumo à cooperação possam abrir caminho para uma integração completa mais tarde. O programa Harmonização do Mercado de Dívida na América Central é um exemplo de um primeiro passo promissor.

Outro caminho para impulsionar o desenvolvimento dos mercados nas economias atrasadas é atrair maior participação de investidores internacionais que tenham mostrado apetite crescente por instrumentos em moeda local. A estratégia seguida pelo Uruguai (detalhada na Quadro 3.3) de passar gradualmente por diferentes tipos de instrumentos e arranjos de custódia e liquidação oferece uma experiência útil. No entanto, aumentar a proporção da dívida em moeda local não garante participações estáveis de investidores estrangeiros, conforme ilustrado durante a crise da Covid, por exemplo. Embora a tentativa de atrair investidores estrangeiros para os mercados de títulos domésticos faça sentido, a questão de quais salvaguardas aconselháveis devem ser aplicadas merece um estudo mais aprofundado e não deve ser ignorada.

²² Ver Panizza e Taddei (2020).

Embora as lições aprendidas forneçam orientação para os formuladores de políticas, os países ainda precisam encontrar seu próprio caminho para progredir. O desenvolvimento dos mercados de títulos pode exigir um empurrão extra dos formuladores de políticas — uma política mais proativa. O caso dos títulos de infraestrutura no Brasil (discutido no Quadro 3.1) é um bom exemplo. Embora os incentivos fiscais tenham se mostrado eficazes para impulsionar o mercado, várias decisões difíceis permanecem: qual é o momento certo para a eliminação gradual de incentivos? E como isso deve ser feito para evitar o fim do dinamismo do mercado?

Inovações como a emissão de títulos Verdes, Sociais e Sustentáveis (GSS, na sigla em inglês) podem fornecer outro impulso para o desenvolvimento de mercados de títulos domésticos. Esses títulos são certificados para cumprir objetivos ambientais e sociais e são atraentes para muitos investidores, incluindo fundos de investimento com objetivos explícitos de GSS. O Chile, em particular, aproveitou a forte demanda internacional por esse tipo de títulos em 2019 e 2020, emitindo títulos GSS no nível da dívida soberana; Colômbia, México e Peru também têm explorado esse mercado (Gautam, Goel e Natalucci, 2022). Embora a grande maioria das emissões de títulos GSS até o momento seja denominada em dólares americanos, as moedas desses instrumentos têm se tornado cada vez mais diversificadas. Muitos títulos emitidos pelo setor privado no Brasil com o selo GSS, por exemplo, são denominados em moeda local.²³ Se essa será uma moda passageira ou uma inovação financeira bem-sucedida, ainda é uma incógnita.

Finalmente, embora o ressurgimento dos mercados de dívida pública em moeda local tenha aumentado a resiliência financeira, os governos não devem presumir que mercados de dívida interna bem desenvolvidos resolvem todos os problemas. É preciso que continuem a buscar políticas monetárias e fiscais sólidas, a fornecer uma estrutura em que as várias partes interessadas trabalhem juntas para construir mercados e a aproveitar a cooperação internacional construtiva. Só então os benefícios de mercados domésticos mais desenvolvidos poderão ser consolidados e estendidos por toda a região.

²³ Ver Climate Bonds Initiative (2021).

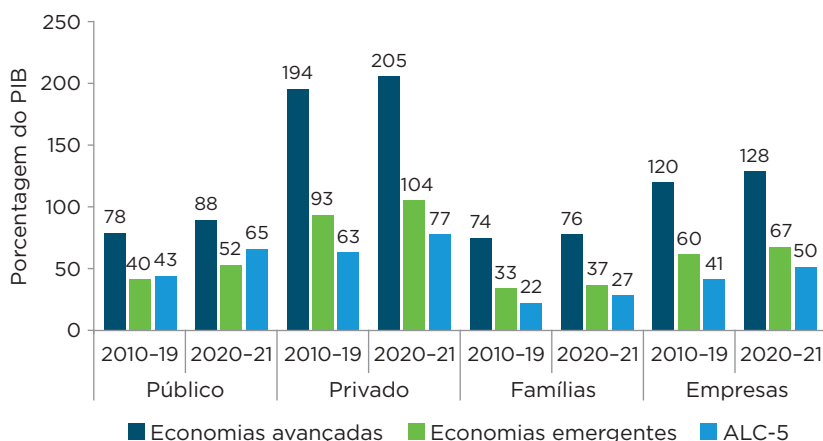
Entendendo o aumento da dívida

A dívida global aumentou 44 pontos percentuais (p.p.) do PIB nos últimos 13 anos e se tornou uma séria preocupação. Já a dívida pública cresceu 25 p.p. do PIB e a dívida privada, 19 p.p.¹ Durante a pandemia de Covid-19, os governos buscaram uma política fiscal expansionista sem precedentes para amortecer o declínio econômico. Agora, enfrentam o desafio de retirar gradualmente estímulos e tentar minimizar o impacto no crescimento, ao mesmo tempo que encaram interrupções persistentes na cadeia de suprimentos, aumento da inflação global, condições de financiamento mais rígidas e preocupações com a segurança global.

Os níveis de endividamento na América Latina e Caribe aumentaram nas últimas décadas. Famílias, empresas e governos na região assumiram mais dívidas. Enquanto as famílias tomam empréstimos para suavizar o consumo, as empresas precisam financiar investimentos e capital de giro para amparar a produção. Já os governos tomam empréstimos para financiar investimentos e adotar políticas fiscais contracíclicas. Ainda assim, um rápido aumento dos níveis de dívida sem um aumento correspondente na capacidade de gerar receitas correntes e futuras pode levar a problemas de liquidez e solvência das dívidas pública e privada (ver Capítulo 5 sobre sustentabilidade da dívida pública, e Capítulos 8 e 11 sobre excesso de endividamento). O endividamento alto também expõe os agentes econômicos a riscos associados à volatilidade dos preços dos ativos, resultando em instabilidade macroeconômica.

A Figura 4.1 ilustra o aumento da dívida pública das famílias, corporativa e geral em todo o mundo. Os níveis de dívida soberana e privada tendem a ser mais elevados em economias avançadas, padrão reforçado durante a pandemia. Em termos comparativos, os países da América

¹ Cálculos próprios usando a base de dados do Banco Internacional de Compensações (BIS) sobre crédito para o setor não financeiro (<https://www.bis.org/statistics/totcredit.htm>).

Figura 4.1 Aumento da dívida pública e privada entre os países

Fonte: Cálculos próprios com base em dados do BIS.

Nota: As médias foram calculadas para o segundo trimestre do respectivo ano. São 27 economias avançadas, 11 economias emergentes (que excluem América Latina e Caribe), e a ALC-5, composta por Argentina, Brasil, Chile, Colômbia e México.

Latina e Caribe apresentaram níveis de dívida ligeiramente mais baixos, que depois subiram a um ritmo mais lento do que em outras economias emergentes. Em termos relativos, a região apresenta uma dívida pública maior quando comparada a outras economias emergentes.

Entender a fonte do aumento da dívida é importante para elaborar uma estratégia de gerenciamento dos níveis de dívida. Saber se os níveis de dívida reduzem o investimento e o crescimento (uma sobrecarga da dívida) e se os níveis atuais de dívida são sustentáveis é fundamental para determinar a urgência da redução da dívida.

Um retrato da dívida na América Latina e Caribe

Dívidas públicas, privadas e familiares têm dinâmicas diferentes. A dívida pública (também denominada dívida soberana) tem crescido em ondas, com picos em cada onda. A decomposição desses picos revela os principais propulsores do aumento da dívida. Por exemplo, a pandemia de Covid-19 causou um pico significativo para sustentar pacotes fiscais excepcionais e assegurar transferências às famílias, liquidez às empresas e incentivos fiscais. A dívida corporativa havia subido antes da pandemia, mas a Covid provocou outro aumento acentuado para impulsionar a liquidez em um momento de baixas taxas de juros. O endividamento das famílias também aumentou durante a pandemia, mas permanece relativamente baixo na região em comparação com outros países de rendas média e alta.

Ondas da dívida soberana na América Latina e Caribe

A dívida na região aumentou em três ondas distintas desde 1980.² A primeira onda vai de 1980 a 1995, incluindo a década perdida dos anos 1980 e a crise da Tequila em 1994–1995. A segunda onda começou no final de 1996 e engloba as crises econômicas do final dos anos 1990 e início dos anos 2000. Finalmente, a terceira onda começou com a Crise Financeira Global de 2007–2008, inclui a queda dos preços das commodities em 2014 e a crise na saúde e na economia desencadeada pela pandemia de Covid-19 em 2020.

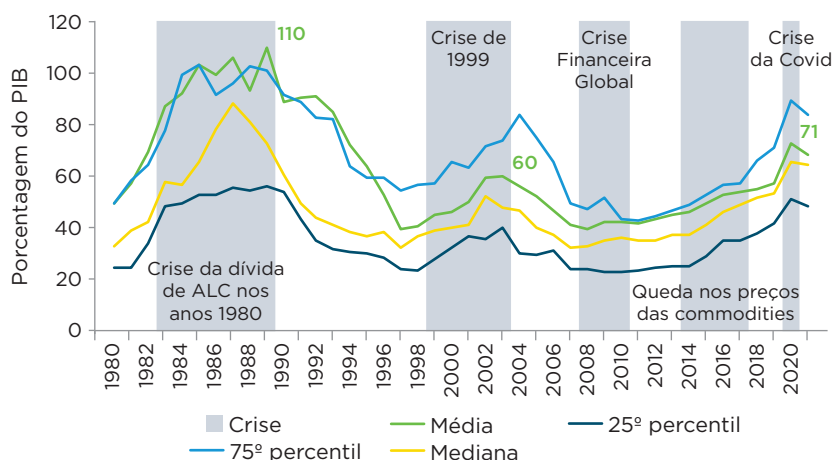
Primeira onda da dívida: a década perdida, com uma dose de tequila

Após uma década de crescimento sustentado, liquidez abundante e taxas de juros baixas, o aumento dos preços do petróleo em 1973 e 1979 levou a um aumento da inflação nas economias importadoras de petróleo. Em resposta, o Federal Reserve, dos Estados Unidos, elevou a taxa de fundos federais, resultando em um dólar mais forte, taxas de juros globais mais altas e custos mais elevados de empréstimos para economias emergentes. Além disso, os preços das commodities despencaram no início da década de 1980, enfraquecendo a demanda de exportação e provocando uma forte deterioração dos termos de comércio (Powell, 1989; Kose et al., 2021).

Os países da região, especialmente aqueles com altos déficits fiscais quando os mercados internacionais estavam inundados de liquidez, começaram a enfrentar problemas de sustentabilidade da dívida (BID, 2007). A crise irrompeu em agosto de 1982, quando o México parou de pagar o serviço de sua dívida. A crise rapidamente se espalhou para outros países, provocando uma desvalorização significativa da taxa de câmbio; como a maioria das dívidas eram denominadas em dólares, a desvalorização real aumentou os índices de dívida em mais de 20 p.p. do PIB.³ Ao mesmo tempo, os déficits fiscais subiram para uma média de 2,5% do PIB entre 1987 e 1989. Os déficits fiscais globais elevaram a relação dívida/PIB em 3 p.p. do PIB, enquanto o crescimento — pequeno, mas ainda positivo — reduziu a relação em 7 p.p. (ver Valencia et al., no prelo a). Nessas circunstâncias, muitos países enfrentaram dificuldades para promover ajustes fiscais e nas

² Ver Rio Kose et al. (2021) para uma análise mais geral das ondas da dívida.

³ Os empréstimos bancários na década de 1970 tendiam a ser de curto ou médio prazos, a taxas de juros variáveis e denominados em dólares, de forma que os países mutuários assumiam os riscos tanto cambiais como das taxas de juros (para mais discussão, ver capítulo 10 e BID, 2007).

Figura 4.2 Dívida bruta do governo geral na América Latina e Caribe

Fonte: Cálculos próprios com base no FMI (2022).

Nota: América Latina e Caribe incluem todos os países mutuários do BID, exceto Venezuela.

contas externas, e a inflação subiu (para níveis de hiperinflação em alguns casos). A taxa de endividamento saiu de uma média de 57% do PIB em 1980 para um pico de 110% em 1989 (Figura 4.2).⁴ Ao longo da década de 1980, cerca de 56 países se tornaram inadimplentes, 21 deles na América Latina e Caribe (Caselli et al., 2021).

O Plano Brady foi lançado em 1989 para enfrentar a crise da dívida. Envolveu a oferta de títulos para substituir empréstimos bancários (ver mais sobre reestruturação da dívida no Capítulo 10). O México foi o primeiro país a implementar o plano em 1989.⁵ O programa aumentou a confiança dos credores internacionais e contribuiu para o crescimento dos mercados de capitais internacionais (Cline, 1995; Dooley, Fernández-Arias e Kletzer, 1996) e para um retorno ao financiamento de títulos para os países latino-americanos (BID, 2007). Como parte de um pacote abrangente de reformas conhecido como Consenso de Washington (Williamson, 2005), muitos países liberalizaram as contas correntes e de capital naquele momento (Catão e Sutton, 2002), e a carga fiscal menor permitiu uma mudança em direção a maior independência dos bancos centrais (Kose et al., 2021).

⁴ Para a definição de dívida empregada nesta análise, ver Valência et al. (no prelo a) e a discussão sobre o perímetro da dívida no Capítulo 5.

⁵ Os empréstimos existentes podiam ser trocados por três opções: “títulos de redução da dívida”, títulos de 30 anos pelo valor total com uma taxa de juros substancialmente inferior à de mercado, ou novos empréstimos equivalentes a 25% da sua exposição existente ao longo de três anos (Cline, 1995).

A liberalização do mercado financeiro e a abertura de contas de capital em várias economias avançadas nas décadas de 1980 e 1990 também permitiram um maior fluxo de capital para economias emergentes.⁶ Com base no mercado iniciado pelo Plano Brady, a década de 1990 também aumentou o uso de títulos soberanos para fins gerais de financiamento orçamentário. A desaceleração do crescimento e a queda das taxas de juros nos Estados Unidos incentivaram os investidores a buscar rendimentos mais altos, aumentando, assim, a demanda de investidores americanos por títulos de países emergentes. Alguns países emitiram volumes maiores de dívida em dólar com vencimento de curto prazo, inclusive em suas jurisdições, acreditando que os riscos de rolagem seriam contidos. O México sofreu um ataque especulativo aos chamados *tesobonos* e ao peso, que se transformou em uma crise cambial completa em 1994⁷ e exigiu ajuda dos Estados Unidos e do FMI (Laeven e Valência, 2018).⁸

A Argentina foi outro país muito afetado pela crise no México. A parada brusca no fluxo de capitais, agravada por fragilidades do sistema financeiro doméstico, provocou uma corrida para os depósitos bancários.⁹ O acordo do conselho monetário garantiu o lastreamento da base monetária com reservas. Mas essas reservas, aliadas à liquidez dos bancos, mantida em outros lugares, foram consideravelmente menores do que os depósitos totais.¹⁰ Os recolhimentos compulsórios eram altos em depósitos à vista, mas a maior parte da corrida veio de depósitos a prazo de grande valor. As corridas aos bancos resultaram em uma redução da incerteza política

⁶ As economias avançadas começaram a liberalizar mercados de capitais na década de 1980 e continuaram na década de 1990. As economias emergentes começaram a ser liberalizadas principalmente na década de 1990, mas não na mesma extensão das economias avançadas (Prasad et al., 2003).

⁷ No início de 1994, quando o governo procurou defender o peso, as reservas caíram rapidamente. Em dezembro, o banco central anunciou uma desvalorização do peso de 15%, o que resultou em mais fuga de capital. O México abandonou sua atrelagem no final de dezembro de 1994, permitindo que a moeda flutuasse, o que foi seguido por uma nova desvalorização de 15%. O PIB no México caiu 6,2% em 1995, enquanto a inflação subiu para 35%.

⁸ Do pacote de resgate de US\$ 50 bilhões, US\$ 20 bilhões eram dos Estados Unidos, que obtiveram um lucro de US\$ 500 milhões com o negócio (Greenspan 2007).

⁹ Ver comentário em D'Amato, Grubisic e Powell (1997) e Powell (2021).

¹⁰ A *Ley de Convertibilidad del Austral* ou “lei de conversibilidade” atrelou o austral argentino ao dólar americano (inicialmente em 10.000 para 1 e depois em 1 peso novo para US\$ 1 entre 1991 e 2002). A lei também exigia o lastreamento da base monetária em reservas internacionais. A crise da Tequila provocou a adoção de uma “política de liquidez sistêmica”, e a liquidez adicional construída sob esse programa ajudou a Argentina a sobreviver a uma série de corridas bancárias antes de finalmente abandonar o conselho monetário no final de 2001 (ver Powell, 2021).

após a eleição presidencial de março de 1995 e um acordo do FMI que assegurou confiança e liquidez adicional. Nos meses subsequentes, mais de 70 entidades financeiras foram fechadas ou, de alguma forma, entraram em regime de resolução. O PIB da Argentina caiu vertiginosamente (2,8% em 1995), mas recuperou-se relativamente rápido, crescendo 5,5% no ano seguinte.

O Brasil, em meio a uma reestruturação da dívida do Plano Brady, também foi negativamente afetado pela crise da Tequila. Em fevereiro de 1994, o governo anunciou seu programa de estabilização, o Plano Real, para controlar a inflação vertiginosa. A inflação caiu de 50% ao mês em junho para menos de 2% no quarto trimestre, e o capital privado começou a fluir novamente (Boughton, 2012). O Brasil apresentou taxas de crescimento acima de 3% no restante da década.

Outros países da região continuaram a registrar superávits primários próximos a 2%, taxas de inflação decrescentes e taxas de crescimento do PIB de 4% ao ano, em média. Esses fatores reduziram a dívida de 85% em 1990 para 42% do PIB, em média, em 1997 (ver Valencia et al., no prelo a).¹¹

A segunda onda: contágio e commodities

Em 1997, vários países asiáticos tinham um excesso de empréstimos externos de curto prazo e déficits em conta corrente. Como resultado, em julho de 1997 o governo da Tailândia não conseguiu mais sustentar sua moeda e abandonou a atrelagem, deflagrando a crise financeira asiática que rapidamente se espalhou por Indonésia, Coreia, Malásia e Filipinas.¹² A crise financeira asiática foi seguida pelo calote da Rússia em 1998 e por uma crise na Turquia em 2001. As consequências, particularmente devido ao calote da Rússia, prejudicaram os fluxos de capital e os preços das commodities, impactando muitos países da América Latina e Caribe. A fragilidade doméstica no Brasil em 1998, na Colômbia em 1999 e no Equador em 2000 agravou a situação.¹³ A Argentina entrou em uma grande crise nos últimos meses de 2001 e em 2002, o que provocou o fim do conselho cambial, uma maxidesvalorização e

¹¹ Os fatores associados à redução da dívida soberana são analisados no Capítulo 8.

¹² Apesar da substancial intervenção das autoridades monetárias, todos esses países sofreram fortes desvalorizações cambiais (Kawai, Newfarmer e Schmukler, 2005). As empresas não conseguiram financiar os pagamentos de suas dívidas em moeda estrangeira, resultando em grandes perdas de empréstimos para os bancos e desencadeando crises bancárias.

¹³ Antes de suas respectivas crises, o Brasil passava por uma crise bancária (Ayres et al., 2019); a Colômbia tinha um mercado de crédito hipotecário com empréstimos indexados à taxa de juros nominal que disparou quando o banco central os

um calote em sua dívida soberana. Isso impactou então o Uruguai, que reestruturou sua dívida pública e adotou um programa do FMI. O Brasil também mergulhou em uma crise, aliviada por um grande pacote de resgate do FMI. No auge dessas crises, o crescimento econômico médio na região foi inferior a 2% em 2001 e 2002. Entre 1997 e 2003, a desvalorização real na região afetou a valorização da dívida em moeda estrangeira e os pagamentos de juros, e a dívida em 2003 havia subido para 60%.¹⁴

O boom das commodities de 2000 a 2014, impulsionado pelo crescimento excepcional na China, levou a um aumento do crescimento econômico e superávits fiscais.¹⁵ Entre 2004 e 2008, a região obteve superávits primários de cerca de 2% do PIB. A dívida caiu de 60% do PIB em 2003 para 40% em 2008. Taxas de crescimento (4,7%, em média, para a região) e taxas de inflação (perto de 7,5% ao ano) relativamente altas contribuíram para reduzir a relação dívida/PIB.

De 1999 a 2008, vários países avançaram seus arcabouços de políticas, adotando regimes de metas de inflação e ganhando mais flexibilidade cambial. Colômbia, Guatemala, México, Peru e Uruguai juntaram-se ao Chile e ao Brasil como países que adotaram metas de inflação nesse período (Jahan, 2012), e vários países adotaram regras fiscais, como Brasil, Chile, Peru e Uruguai (Davoodi et al., 2022). Muitos países também melhoraram seus marcos regulatórios financeiros, adotando regras de Basileia aprimoradas para o capital bancário. Três países reestruturaram suas dívidas (Argentina, Equador e Uruguai), e o alívio da dívida foi estendido à Bolívia (ver Capítulo 10, sobre lições de episódios de redução da dívida).

A terceira onda: a Crise Financeira Global e a Covid

A Crise Financeira Global de 2007-2008 provocou uma recessão na maioria dos países da região. Felizmente, a desaceleração durou pouco, e nenhuma das maiores economias da região sofreu uma crise financeira. Muitos países adotaram políticas fiscais expansionistas para reagir aos

aumentou, após a interrupção repentina causada pelas crises do Sudeste Asiático e da Rússia (Perez-Reyna e Osorio, 2018); e o Equador, assolado pelo fenômeno El Niño, que afetou a agricultura e os baixos preços do petróleo, principal produto de exportação do país, enfrentou uma crise bancária, uma recessão, um déficit fiscal e uma inflação alta em 1999 (Cueva e Rio Díaz, 2018).

¹⁴ Outro fator-chave nesse aumento de dívida foram os resgates do sistema bancário nos episódios das crises da Argentina, do Equador, da Colômbia, do México e do Paraguai.

¹⁵ Ver Powell (2015) sobre o comportamento de longo prazo dos preços das commodities.

eventos globais e à queda local do crescimento. Os bancos centrais dos Estados Unidos, do Reino Unido, e da Zona do Euro adotaram políticas conhecidas como flexibilização quantitativa que impulsionaram significativamente os fluxos de capital para as economias emergentes (Fofack, Aker e Rjoub, 2020).¹⁶ O alto crescimento foi retomado à medida que a crise desvanecia, a China continuava a crescer fortemente, e os preços das commodities se recuperavam. Mas a maioria dos países da região não reverteu suas políticas fiscais expansionistas e, portanto, não obteve superávits significativos. Uma vez que uma política fiscal verdadeiramente anticíclica implica uma política expansionista em resposta a uma recessão e poupanças recíprocas quando o crescimento é relativamente alto, pareciam prematuras as alegações de que os países emergentes escaparam da prociclicidade e adotaram políticas fiscais anticíclicas. Como resultado, os níveis médios de dívida subiram para 46% do PIB em 2014.¹⁷

A essa altura, a China já tinha começado a desacelerar. O país cresceu em média 10% ao ano entre 2002 e 2012, tornando-se a segunda maior economia do mundo.¹⁸ Essas taxas de crescimento excepcionalmente altas não poderiam ser sustentadas. Ao mesmo tempo, a produção de commodities tinha aumentado de forma constante devido aos investimentos estimulados pelos preços altos. A maioria das principais commodities estava em níveis recordes de produção global. O mercado de petróleo também recebeu alguns choques positivos específicos de oferta, incluindo o retorno da Líbia e do Iraque e os benefícios de novas técnicas de extração, como xisto e perfuração horizontal. Consequentemente, os preços das commodities caíram acentuadamente, liderados pelo colapso dos preços do petróleo. Os governos da região continuaram com suas políticas fiscais expansionistas, embora as mudanças estruturais na China e na economia mundial sugerissem que o declínio dos preços provavelmente persistiria (Powell, 2015). Os déficits fiscais giravam em torno de 3,5% do PIB e, juntamente com o crescimento lento e a desvalorização das taxas de câmbio, empurraram a relação dívida/PIB para 58% em 2019.

¹⁶ A flexibilização quantitativa (*quantitative easing*, QE) é uma política direta, incluindo a compra de títulos soberanos e corporativos ou outros ativos, em oposição a um instrumento indireto de política monetária, como a manipulação da política de taxa de juros (ver Ricketts, 2011).

¹⁷ Ver Powell (2016) para análise e discussão de prociclicidade.

¹⁸ A economia chinesa tornou-se a segunda maior do mundo a taxas de câmbio de mercado. Medida com base nas taxas de câmbio de paridade do poder de compra, supera os Estados Unidos como maior economia.

Em 2020, a pandemia de Covid-19 aumentou significativamente os níveis da dívida soberana para 73% do PIB. Para mitigar os efeitos adversos dos lockdowns e das crises de saúde, os governos aumentaram substancialmente os gastos com o sistema de saúde e as medidas de apoio à renda das famílias. O pacote fiscal médio nos países da região foi de 8,5% do PIB, embora as magnitudes tenham variado entre os países (Cavallo e Powell, 2021). Além disso, a redução das receitas fiscais levou a déficits de 7,6% do PIB, em média. A queda da atividade econômica e a desvalorização cambial contribuíram ainda mais para o aumento acentuado da dívida.

Assim como a dívida soberana, a dívida privada também aumentou durante a pandemia, e hoje representa uma parcela maior do PIB nos países da América Latina e Caribe em relação ao período anterior à pandemia (Figura 4.1). A dívida privada como parcela do PIB passou de 63% no período 2010-2019 para 77% em 2020-2021 e foi mais de 10 p.p. maior do que a dívida pública como parcela do PIB. Evidências recentes apontam para uma ligação próxima entre as dívidas soberana e privada. Gómez-González, Valencia e Uribe (2022), por exemplo, constataam que os índices latino-americanos de spreads para os dois mercados estão estreitamente ligados; a série é praticamente indistinguível, e eles atingem o pico em torno dos mesmos eventos — a Crise Financeira Global, a crise europeia e a Covid-19 — embora alcançando alturas diferentes.

De forma mais ampla, evidências históricas sugerem três mecanismos pelos quais a dívida soberana e o desempenho do balanço corporativo estão interligados. Em primeiro lugar, quando os balanços do setor privado são resilientes, podem se tornar uma fonte adicional de receita para o soberano, de modo que os países com maior riqueza privada líquida podem sustentar níveis mais elevados de dívida pública. Em segundo lugar, as crises de dívida soberana podem ser desencadeadas por setores bancários em dificuldades, que, por sua vez, podem ser motivadas por uma crise no setor corporativo. Em terceiro lugar, uma crise da dívida soberana pode provocar dificuldades e inadimplência no setor privado, em parte porque, quando ocorrem inadimplências soberanas, o governo perde temporariamente a capacidade de prover apoio financeiro, e à medida que o crédito dos bancos para o setor privado diminui, eventualmente a produção e o consumo também diminuem. Finalmente, medidas de apoio ao setor privado podem aumentar os déficits fiscais e empurrar a dívida para níveis de risco; em outras palavras, a dívida privada pode se traduzir em dívida pública (Mbaye, Moreno Badia e Chae, 2018). As dívidas pública e privada também tendem a ser anticíclicas, ou seja, tendem a aumentar durante as recessões (Bernardini e Forni, 2020).

Qual é o efeito de uma política fiscal mais conservadora na solidez e no desempenho dos balanços corporativos? Estudos recentes apontam que uma política fiscal mais conservadora afeta, de fato, o investimento do setor privado, e que os efeitos variam no curto e no longo prazos. O investimento corporativo tende a diminuir imediatamente quando surgem reduções inesperadas do gasto público. No entanto, esse efeito é de curta duração e é pior para empresas menores e altamente endividadas, uma vez que é impulsionado por mudanças no consumo público e não por cortes no investimento. No médio prazo, por outro lado, maior espaço fiscal em nível de país, maior flexibilidade cambial e previsibilidade fiscal são importantes propulsores do investimento corporativo após choques fiscais (Magud e Pienknagura, 2022). A atividade econômica sugere que os benefícios de longo prazo de ajustes fiscais contracionistas superam seu custo de curto prazo.

A escalada constante da dívida corporativa

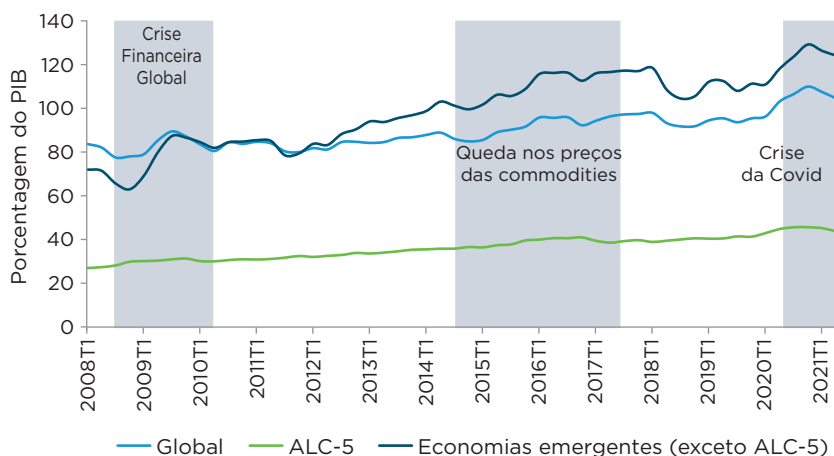
A dívida corporativa na América Latina e Caribe vem aumentando constantemente desde o fim da crise financeira global de 2007-2008, atingindo o pico durante a crise da Covid-19 e, em seguida, retornando aos níveis anteriores à pandemia.^{19,20} Essas tendências são semelhantes às de outras economias emergentes e em todo o mundo. A relação dívida corporativa/ PIB estava 20 p.p. maior no início de 2020 do que no início da Crise Financeira Global (Figura 4.3).²¹

Vários fatores contribuíram para o boom dos empréstimos no período anterior à Covid, incluindo: i) um período prolongado de taxas de juros globais baixas; ii) a disponibilidade de fontes alternativas de capital privado (fundos de pensão e riqueza soberana); e iii) o aumento geral do

¹⁹ A metodologia de análise dos picos de dívida, aplicada à dívida soberana, não é seguida nesta seção, pois a série de dívida corporativa segue uma forma funcional mais próxima de um aumento monotônico, em vez de uma explicada por ondas. Embora a dívida do setor financeiro constitua uma grande parcela da dívida do setor privado (BIS, 2022), este capítulo tem como foco o componente não financeiro da dívida do setor privado — empréstimo por famílias e empresas não financeiras — principalmente porque a crise da Covid, ao contrário das anteriores, não teve origem no setor financeiro; o setor bancário ajudou a atender às necessidades de liquidez e absorver, em vez de amplificar, o impacto inicial da pandemia na economia real, graças, em parte, ao apoio político em toda a região (ver, por exemplo, Bolzico e Prats Cabrera, 2022).

²⁰ Crédito aqui é a soma de empréstimos e títulos de dívida no balanço de empresas não financeiras. O crédito comercial (e outras contas a pagar e a receber) é excluído desta análise dada a qualidade questionável dos dados.

²¹ Dados do Banco Internacional de Compensações, ver Dembiermont, Drehmann e Muksakunratana (2013) para mais detalhes.

Figura 4.3 Crédito para empresas não financeiras em todo o mundo

Fonte: BIS e WEO.

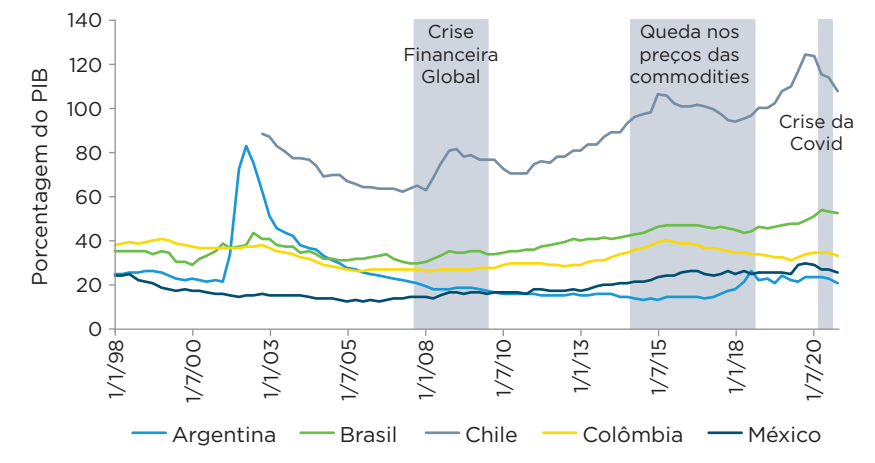
Nota: Ponderado pelo PIB nominal do ano corrente; para 2021, pesos do ano 2020 ou mais recente. ALC 5 inclui Argentina, Brasil, Chile, Colômbia e México. As barras cinzas indicam a Crise Financeira Global, o colapso dos preços das commodities e o período da Covid-19 (2020T2 e 2020T3). As economias emergentes, excluindo ALC-5, são África do Sul, Arábia Saudita, China, Hong Kong, Hungria, Índia, Indonésia, Malásia, Rússia, Tailândia e Turquia.

apetite pelo risco para investimentos em mercados emergentes.²² Ainda assim, a experiência varia entre os países, e classificações soberanas mais altas parecem estar associadas a mais empréstimos, sugerindo que os termos de acesso foram um importante propulsor (Figura 4.4).

Tanto a dívida como percentual do PIB quanto a alavancagem (dívida dividida pelos ativos das empresas) aumentaram. A dívida aumentou para cada dólar de ativos corporativos desde o início dos anos 2000, seguida por um aumento adicional à medida que as empresas buscavam liquidez durante a pandemia. Desde então, a dívida caiu para níveis próximos àqueles anteriores à pandemia. A análise dos dados de empresas listadas na bolsa mostra que a alavancagem corporativa aumentou significativamente mais nos países da América Latina e Caribe do que no resto do mundo naquele ano (Cavallo e Powell, 2021). A relação média dívida/ativos aumentou de 0,35 para 0,40 em apenas dois trimestres (do quarto trimestre de 2019 ao segundo trimestre de 2020), enquanto nos Estados Unidos o aumento máximo foi de 0,32. Isso contrasta com outras regiões, onde empresas e famílias entraram na crise da Covid-19 em condições mais sólidas após o processo de desalavancagem que se seguiu à Crise Financeira

²² Ver Banco Mundial (2022) para discussão.

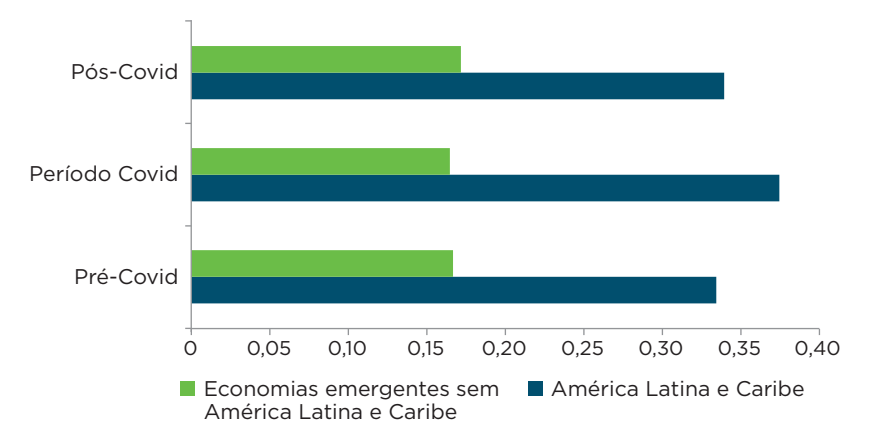
Figura 4.4 Crédito para empresas não financeiras



Fonte: BIS e WEO.
Nota: Ponderado pelo PIB nominal do ano corrente; para 2021, pesos do ano de 2020 ou mais recentes.

Global. A Figura 4.5 compara o nível médio de alavancagem corporativa nas empresas listadas da região com as de outras economias emergentes antes e durante o período da pandemia e os dados mais recentes disponíveis (segundo trimestre de 2021). Embora a alavancagem corporativa tenha caído principalmente para níveis anteriores à pandemia na região, ela permanece acima do nível de outras economias emergentes.

Figura 4.5 Evolução da alavancagem corporativa durante a pandemia



Fonte: Estimativas próprias com base em dados da Refinitiv.
Nota: A figura ilustra a alavancagem corporativa mediana, definida como dívida sobre ativos, durante o período anterior à Covid (primeiro trimestre de 2018 ao primeiro trimestre de 2020); o período da Covid (segundo e terceiro trimestres de 2020) e o ponto de dados mais recente (terceiro trimestre de 2021). A figura inclui dados de Brasil, Chile, Colômbia, México e Peru, apenas para empresas listadas.

Maior alavancagem implica maior vulnerabilidade ao estresse financeiro. A alta alavancagem pode privar as empresas de acesso à liquidez diante de choques adversos. Além disso, condicionalidades para a dívida poderiam acelerar o endividamento de forma que um volume cada vez maior vença nas situações de estresse. Os fatores atenuantes no contexto da Covid-19 eram taxas de juros globais mais baixas do que em crises anteriores, spreads comprimidos no mercado de crédito, bem como inúmeras intervenções dos governos da região (Powell e Rojas-Suarez, 2022). Esses fatores já desapareceram em grande parte.

Dívida das famílias: um distante terceiro lugar

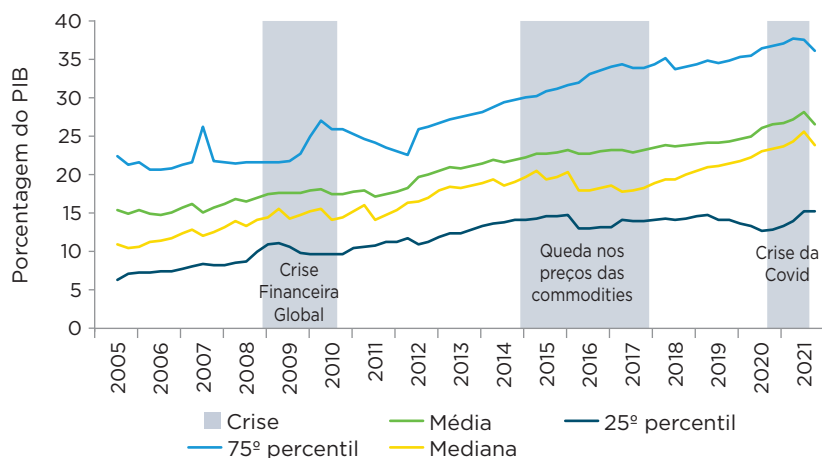
As famílias tomam empréstimos para comprar bens duráveis (por exemplo, um carro ou uma casa), para financiar a saúde ou outras despesas excepcionais, ou para suavizar o consumo. O endividamento das famílias é de cerca de 77% do PIB em economias avançadas, em comparação com apenas 35% nas economias emergentes.²³ Uma vez que, em economias mais pobres, os mercados financeiros tendem a ser menos desenvolvidos e empresas e famílias contratam menos empréstimo de fontes formais, a menor inclusão financeira não é de surpreender. Além disso, nas economias emergentes, famílias e empresas enfrentam mais restrições para tomar empréstimos, as taxas de juros são mais altas e a renda das famílias é mais incerta. A promoção do aumento de empréstimos deve ser acompanhada de políticas que protejam melhor mutuários e credores.

O endividamento das famílias na região é, em média, de 22% do PIB — ainda menor do que em outras economias emergentes.²⁴ As famílias do país mediano (Colômbia ou Equador) tomam emprestado, em média, apenas 15% do PIB (ver Figura 4.6). Por outro lado, os empréstimos familiares em Barbados e no Panamá ficam entre 40% e 60% do PIB, enquanto na Argentina e no Paraguai esse número cai para entre 4% e 5% do PIB.²⁵ Quase todos os países da região viram a relação dívida das famílias/PIB aumentar ao longo do tempo. O número de famílias que contraem empréstimo aumentou de forma mais significativa no Chile — de 27% em 2005

²³ Os dados de economias avançadas e mercados emergentes correspondem ao “Crédito total às famílias (dívida principal) como percentual do PIB”, de 2005 até os últimos dados disponíveis no Banco Internacional de Compensações.

²⁴ Os dados usados nesta seção vêm de uma pesquisa especial realizada pelos bancos centrais da região (ver Valencia et al. (no prelo a) para mais detalhes).

²⁵ Novamente, cabe observar que a pesquisa se concentra em empréstimos formais; assim, empréstimos a membros de famílias ou esquemas de poupança informal podem não ser capturados por esses dados.

Figura 4.6 Dívida das famílias na América Latina e Caribe

Fonte: Cálculos próprios com base em dados do BID e em uma pesquisa recente realizada pelos bancos centrais da região.

Nota: Os dados correspondem a Argentina, Barbados, Brasil, Chile, Colômbia, Costa Rica, República Dominicana, Equador, El Salvador, Guiana, Honduras, Jamaica, México, Nicarágua, Panamá, Paraguai, Peru, Suriname, Trinidad e Tobago e Uruguai.

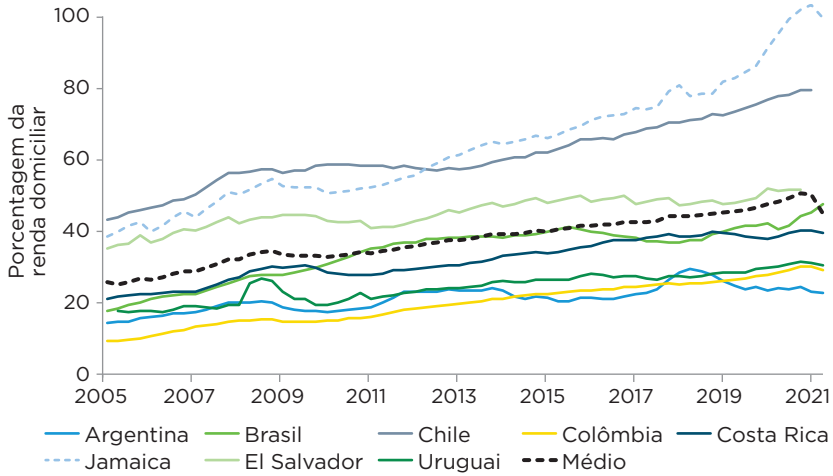
para 50% em 2021. No Equador, o endividamento das famílias também aumentou rapidamente, de 11% para 29% no mesmo período. A variação entre os países reflete diferentes graus de desenvolvimento dos mercados financeiros, bem como diferentes políticas de promoção de empréstimos e proteção de credores e devedores.

A pandemia de Covid-19 levou as famílias a contraírem mais empréstimos, mas no final de 2020 o volume desses empréstimos já havia começado a cair. Subsídios governamentais vultosos durante esse período provavelmente também permitiram que as famílias evitassem empréstimos para compensar as perdas de renda. Ainda assim, a velocidade com que a relação dívida das famílias/PIB aumentou em todo o período 2005-2021 é mais lenta do que em outras economias emergentes, representando um desafio à inclusão financeira na América Latina e Caribe.

A relação dívida das famílias/renda (assim como a relação dívida/PIB) também aumentou nos últimos anos na maioria dos países (ver Figura 4.7). Em alguns deles, incluindo a Jamaica, até 2021 essa relação havia subido para 100%. A relação dívida das famílias/renda ficou abaixo de 80% em outros países da região no final de 2021. A tendência de aumento, em vez de ondas, contrasta fortemente com o comportamento da dívida pública.

A parcela de hipotecas na dívida das famílias da região subiu para perto do nível dos Estados Unidos (Figura 4.8). Para uma família, uma

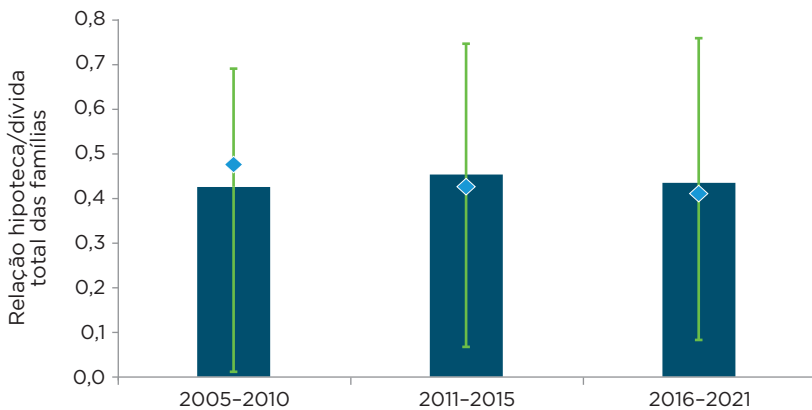
Figura 4.7 Relação dívida total/renda das famílias



Fonte: Cálculos próprios com base em dados de uma pesquisa recente realizada por bancos centrais da região.

hipoteca geralmente é seu maior empréstimo, e a compra de uma residência normalmente é o seu maior gasto. Nos Estados Unidos, as hipotecas representam cerca de 70% do total da dívida das famílias, enquanto a

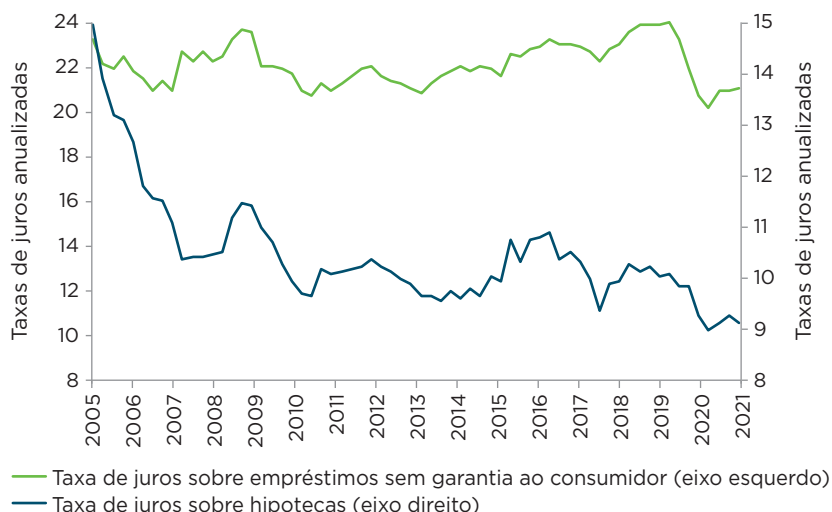
Figura 4.8 Dívida hipotecária das famílias como proporção da dívida total



Fonte: Cálculos próprios com base em dados de uma pesquisa recente realizada por bancos centrais da região.

Nota: O número inclui dados de Argentina, Bahamas, Barbados, Belize, Bolívia, Brasil, Chile, Colômbia, Costa Rica, República Dominicana, Equador, El Salvador, Guiana, Honduras, Jamaica, México, Nicarágua, Paraguai, Peru, Suriname, Trinidad e Tobago e Uruguai. As barras correspondem à média do período, as linhas verticais incluem as médias máxima e mínima de cada país por período e o diamante mostra o valor mediano.

Figura 4.9 Taxas de juros médias sobre hipotecas e empréstimos ao consumidor não garantidos



Fonte: Cálculos próprios com base em dados de uma pesquisa recente realizada por bancos centrais da região.

Nota: A taxa de juros de empréstimos ao consumidor não garantidos corresponde à média dos dados de Argentina, Bahamas, Belize, Bolívia, Chile, Colômbia, Costa Rica, República Dominicana, Equador, El Salvador, Jamaica, Panamá, Paraguai, Peru e Uruguai. A taxa de juros sobre hipotecas corresponde à média dos dados de Argentina, Bahamas, Belize, Bolívia, Brasil, Chile, Colômbia, Costa Rica, República Dominicana, Equador, El Salvador, Honduras, Jamaica, México, Nicarágua, Panamá, Paraguai, Peru, Trinidad e Tobago e Uruguai.

relação dívida das famílias/PIB é de cerca de 80%.²⁶ Bolívia, Guiana e México apresentam a maior relação hipotecas/dívidas das famílias — em média 74%, 73% e 68%, respectivamente — refletindo programas do governo para subsidiar empréstimos hipotecários. No entanto, em muitos outros países, a dívida familiar é pequena: Paraguai (5%) e Argentina (11%).

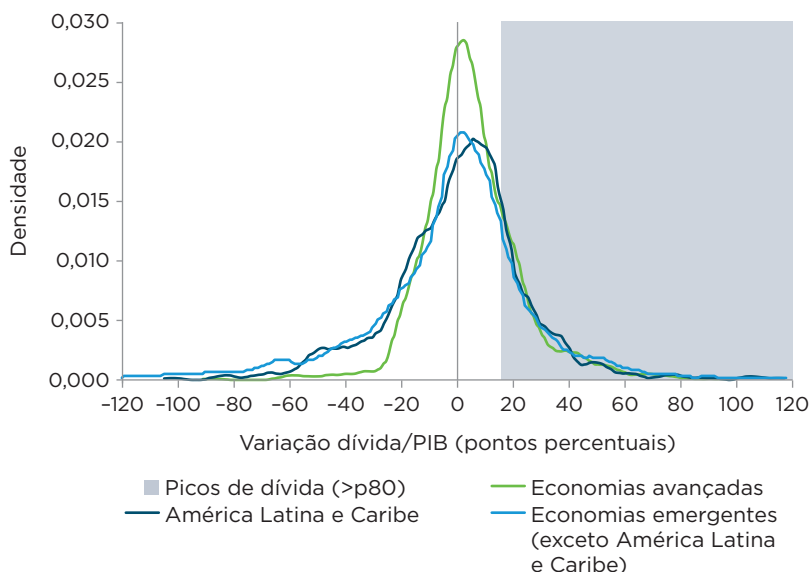
As taxas de juros em hipotecas e empréstimos ao consumidor seguiram tendências globais, caindo acentuadamente até e durante a pandemia de Covid-19 (Figura 4.9).

Por dentro das ondas da dívida pública

Uma vez que os picos da dívida respondem pela maior parte dos aumentos da dívida pública, uma análise mais granular desses picos esclarece por que a dívida aumenta e quais são os fatores contribuintes. Um episódio de pico i) começa com um aumento da dívida em cinco anos acima do

²⁶ Ver <https://www.newyorkfed.org/microeconomics/hhdc.html>.

Figura 4.10 Distribuição de mudanças na dívida em uma janela de cinco anos, 1985-2021



Fonte: Cálculos próprios com base no FMI (2022).

Nota: Essa figura traça a distribuição não paramétrica das mudanças dívida/PIB em cinco anos (censuradas a -120 p.p. e 120 p.p.) para economias avançadas (linha verde), economias emergentes (linha azul claro) e países da América Latina e Caribe (linha azul escuro). A área sombreada indica o crescimento da dívida acima dos 80º percentil da distribuição, e a linha vertical sólida, o valor médio da amostra total. O 80º percentil para a amostra total (17,0 p.p.) não difere significativamente de América Latina e Caribe (17,1 p.p.), economias emergentes (16,9 p.p.) e economia avançadas (17,4 p.p.).

80º percentil (equivalente a mudanças superiores a 17 p.p.)²⁷ e ii) termina com uma redução da dívida no ano seguinte.²⁸ Por exemplo, se a mudança da dívida em cinco anos ficar acima do 80º percentil em 2005, mas cair em 2006, ela responde por um pico da dívida em 2005. A Figura 4.10 mostra as variações na distribuição das mudanças da dívida pública/PIB em cinco anos para América Latina e Caribe e todos os países (emergentes e desenvolvidos). Ambas as distribuições são semelhantes, indicando que as mudanças na dívida na região não divergem muito do resto do mundo. No entanto, os propulsores do pico da dívida têm características peculiares.²⁹

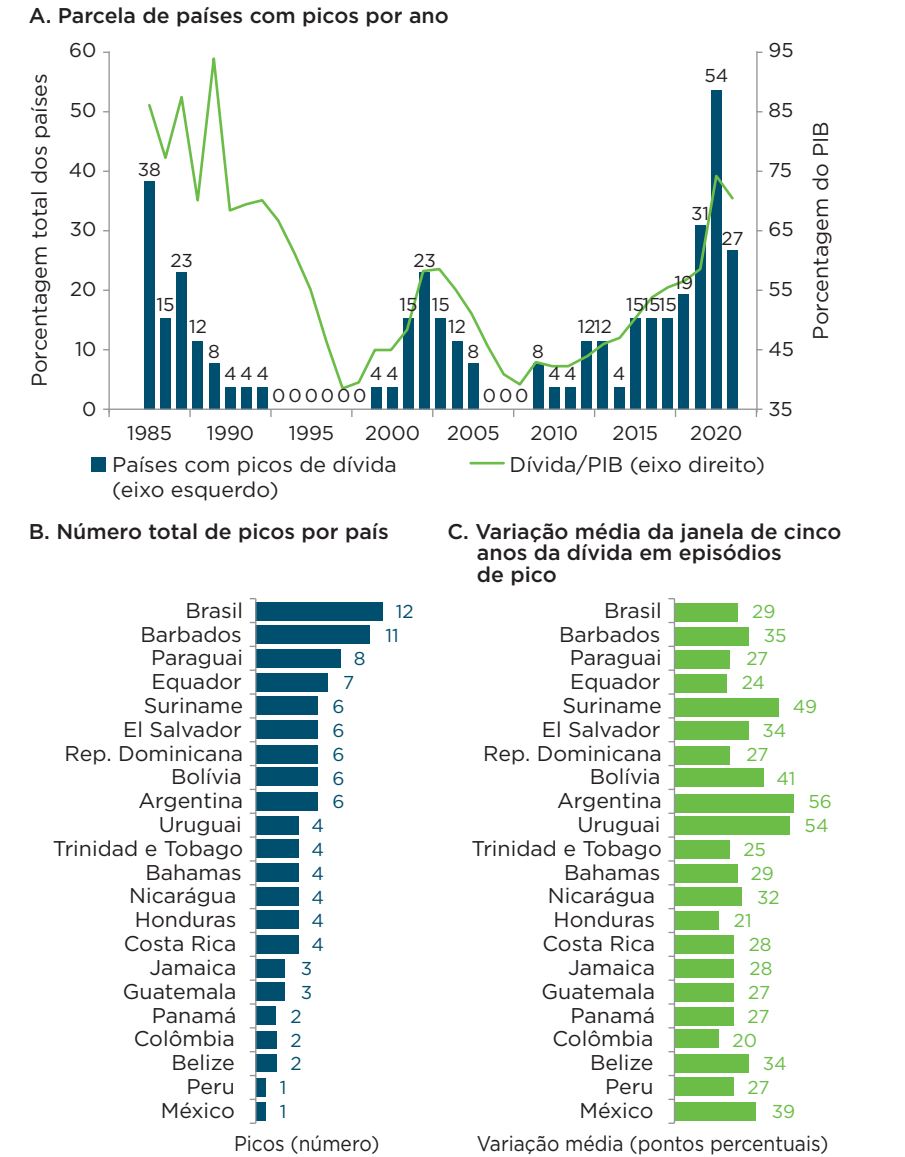
²⁷ Os resultados são robustos ao uso do 70º, 80º ou 90º percentil.

²⁸ Nesta seção usamos informações baseadas em FMI (2022), com 184 países entre 1985 e 2021. Entre a amostra de países, 25 são da América Latina e Caribe, 119 são economias emergentes e 40 são economias avançadas.

²⁹ A média para a amostra total é de 1,2 p.p. e o desvio padrão é de 26,8 p.p., enquanto para a região as estatísticas correspondentes são 1,1 e 26,4 p.p. Para eliminar pontos fora da curva, observações com crescimento em 5 anos acima de 120 p.p. ou abaixo de -120 p.p. não foram consideradas.

Os picos de dívida estão altamente concentrados nas três ondas de dívida descritas acima (ver Figura 4.11, Painel A). Em 1985, quase 40% dos países sofreram um pico de dívida. Em 2002, esse número caiu, mas

Figura 4.11 Episódios de pico na América Latina e Caribe, 1985-2021



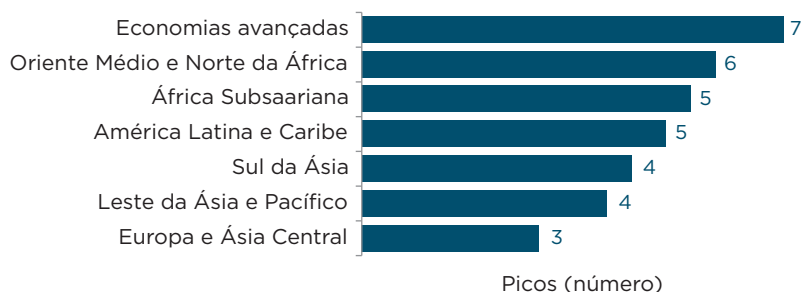
Fonte: Cálculos próprios com base em FMI (2022).
Nota: América Latina e Caribe incluem todos os países mutuários do BID, exceto Venezuela, Guiana e Haiti, devido à indisponibilidade de dados.

permanece relativamente alto, em 23%. A parcela de países com episódios de pico aumentou para 31% em 2019 e para 54% em 2020, antes de cair para 27% em 2021. O aumento médio da relação dívida/PIB em uma janela de cinco anos foi de 32 p.p. em cada episódio de pico. Ainda assim, a frequência e o tamanho dos picos variaram entre os países (Figura 4.11, Painéis B e C). Dois padrões surgem: países com alta frequência de picos, mas crescimento médio relativamente baixo, como o Brasil, e países com menor frequência de picos, mas taxas de crescimento mais altas, como o Uruguai. O Brasil teve 12 picos no período, e a variação média da dívida em cinco anos foi de 29 p.p.³⁰ Em contrapartida, o Uruguai teve apenas quatro episódios, mas um aumento da dívida de 54 p.p., o que culminou em episódios de inadimplência e reestruturação da dívida (1986, 2002-2003) (Kehoe e Nicolini, 2021).

O número de picos da dívida na América Latina e no Caribe fica entre o observado em outras regiões. A região da América Latina e Caribe teve uma média de cinco episódios, menos do que em economias avançadas (sete), porém mais do que na Europa e na Ásia Central (três) (Figura 4.12, Painel A). A mudança média na dívida também não varia muito comparativamente à de outros grupos (Figura 4.12, Painel B). No entanto, esses aumentos não estão necessariamente associados a altos níveis de dívida, uma vez que algumas regiões tiveram aumentos grandes ou pequenos da dívida, mas mantiveram uma relação média dívida/PIB semelhante.

Figura 4.12 Caracterização regional de episódios de pico, média (1985-2021)

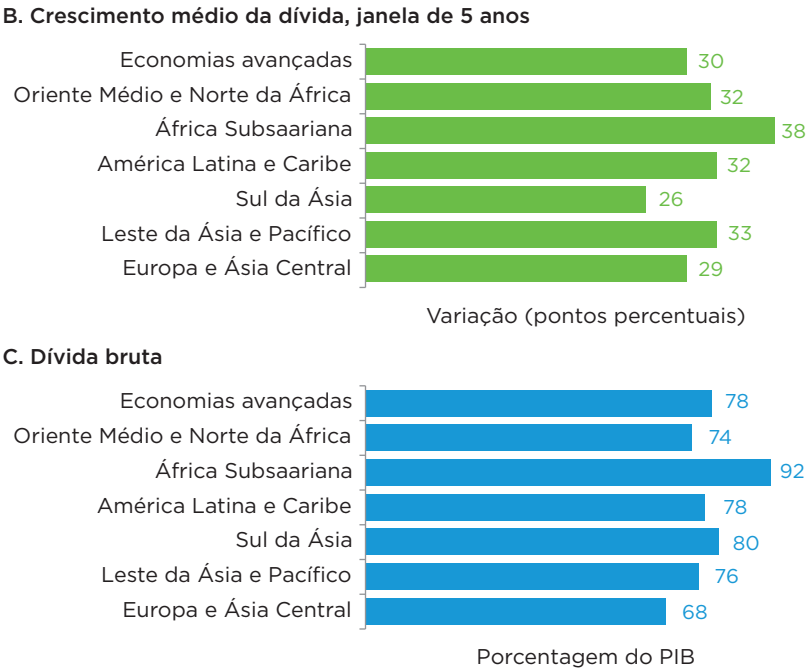
A. Número médio de episódios



(continua na página seguinte)

³⁰ Em 1988 e 1989, após um calote em 1987, em 1991 e 1992, após um crescimento do PIB de baixo a negativo; em 1999, após a interrupção repentina em 1998; em 2001 e 2002, após a crise de 2001 na Argentina e rumores de calote; e de 2017 a 2020, quando o déficit fiscal aumentou substancialmente de 8% para 13%.

Figura 4.12 Caracterização regional de episódios de pico, média (1985–2021) (continuação)



Fonte: Cálculos próprios com base em FMI (2022).
Nota: As médias são calculadas em duas etapas: i) cálculo de picos totais (Painel A); mudança média de dívida (Painel B) ou média dívida/PIB (Painel C) por país entre 1985 e 2021; ii) média por região. A região da América Latina e Caribe inclui todos os países mutuários do BID, exceto Venezuela, Guiana e Haiti, devido à indisponibilidade de dados. Os outros grupos de países seguem as classificações regionais do Banco Mundial.

No caso da América Latina e Caribe, a relação dívida/PIB foi de 78%, o que é comparável a economias avançadas, que constituem grupo com uma mudança média na dívida ligeiramente menor (Figura 4.12, Painéis B e C).

Decomposição dos picos de dívida: o que se pode aprender?

A decomposição dos picos de dívida é uma técnica útil para revelar os principais propulsores do aumento de dívida. Um propulsor conhecido como ajuste estoque-fluxo (*Stock Flow Adjustment*, SFA, na sigla em inglês) representa as mudanças na dívida que não podem ser conciliadas pelas outras dimensões da decomposição. O Quadro 4.1 descreve com mais detalhes o ajuste de fluxo de estoque. Um fator potencial de contribuição para o ajuste de fluxo de estoque é o resgate de governos subnacionais. O Quadro 4.2 fornece mais informações sobre dívida subnacional na região.

Quadro 4.1 Ajuste estoque-fluxo e evolução da dívida pública

O que é ajuste estoque-fluxo (SFA) ou conciliação estoque-fluxo? Ajuste estoque-fluxo é o resíduo na equação que explica a evolução da dívida (como percentual do PIB). Em outras palavras, SFA é o componente que concilia (ou ajusta) o nível de dívida observado a cada ano com os elementos que explicam sua evolução (dívida passada, crescimento, inflação, desvalorização cambial, pagamentos de juros e resultado primário). Assim, elementos não observados nos dados que afetam a evolução da dívida são coletados pelo ajuste SFA.

Diversos estudos identificaram a relevância do SFA no impacto do crescimento da dívida (BID, 2007; Campos, Jaimovich e Panizza, 2006). Sua importância reside em elementos não observados nos dados que afetam a evolução da dívida, incluindo efeitos de avaliação através do impacto da desvalorização cambial sobre dívida denominada em moeda estrangeira, inadimplência, episódios de alívio da dívida e passivos contingentes^a (Campos, Jaimovich e Panizza, 2006; Moreno-Badia, Xiang e Gamboa-Arbelaez, 2021). Outros grandes fatores do SFA podem decorrer de problemas relacionados ao sistema de contabilidade pública. Por exemplo, contabilidade e sistemas orçamentários deficientes podem criar incentivos para distorcer os gastos públicos. Assim, aumentos repentinos no SFA podem refletir esses déficits ocultos (BID, 2007; Aizenman e Powell, 1998). As regressões mostram que os episódios de valorização cambial, inadimplência e alívio da dívida estão fortemente correlacionados com o tamanho do SFA.

^a Exemplos incluem a injeção de capital para bancos ou resgates de empresas estatais.

Quadro 4.2 Dívida subnacional: em queda

Nos últimos 20 anos, o endividamento subnacional na América Latina e Caribe diminuiu gradualmente a redução de riscos fiscais. Essa dinâmica surgiu no contexto de endividamento excessivo e resgates financeiros para governos subnacionais em alguns dos maiores países da região (Argentina, Brasil e Colômbia). Entre 2002 e 2019, a dívida média subnacional de 12 dos maiores países da região caiu de 7% para 3,9% do PIB. Os governos centrais estabeleceram marcos de responsabilidade fiscal subnacionais, com maior supervisão das condições fiscais dos governos subnacionais contribuindo para essa queda.

Dado o espectro de resgates financeiros decorrentes de superendividamento, os marcos de responsabilidade fiscal podem servir como sistemas de alerta precoce para identificar potenciais riscos de sustentabilidade (e, portanto, de

(continua na página seguinte)

resgates) e desencadear medidas preventivas para evitá-los (como no sistema de alerta precoce da Colômbia). As capacidades institucionais nos governos central e subnacionais são essenciais para a implementação efetiva desses marcos. As regras fiscais devem ser simples, transparentes e adequadas às capacidades de conformidade dos governos subnacionais e monitoradas minuciosamente pelo governo central. Esse monitoramento deve abranger todas as dívidas subnacionais (incluindo dívidas com fornecedores e outros órgãos públicos) e passivos contingentes (de empresas públicas subnacionais e parcerias público-privadas). O fortalecimento da transparência fiscal subnacional também é fundamental e deve incluir sistemas integrados de gestão financeira, adaptação da contabilidade às normas internacionais e assistência técnica aos governos subnacionais para a produção de relatórios financeiros.

À luz dos riscos de sustentabilidade fiscal subnacional, devem ser implementadas ações corretivas realistas e oportunas que busquem incorporar gradualmente a operação de um sistema de falência ou insolvência (Canuto e Liu, 2013).

A implementação efetiva de um marco de responsabilidade fiscal subnacional, juntamente com um sistema de alerta que forneça informações tempestivas sobre riscos fiscais emergentes, pode ajudar os governos subnacionais a obter acesso a financiamento de forma sustentável. A dívida subnacional pode, então, desempenhar um papel valioso e financiar infraestruturas críticas para impulsionar o desenvolvimento econômico em nível regional. Apesar do progresso, ainda há espaço para ampliar o acesso ao crédito responsável para governos subnacionais, especialmente nos maiores países da região.

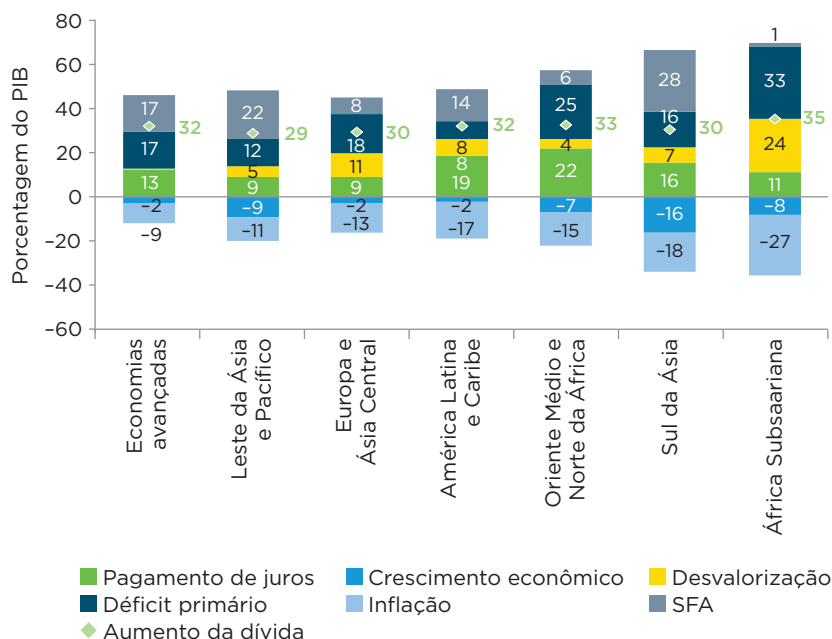
Uma discussão adicional sobre passivos contingentes e realizados que podem contribuir para o SFA é apresentada no Capítulo 6.

Os resultados da análise da decomposição mostram que pagamentos de juros, desvalorização cambial, déficits primários e SFA foram os principais fatores associados aos aumentos de dívida, enquanto o crescimento do PIB e a inflação serviram para moderar o aumento de dívida (Figura 4.13). Em comparação com outras regiões, o pagamento de juros contribuiu mais para o aumento de dívida, em um nível comparável ao do sul da Ásia e leste e norte da África. A maior parte da dívida durante as décadas de 1980 e 1990 era em moeda estrangeira a taxas de juros variáveis.³¹

Como os picos ocorreram em tempos de crise, as dificuldades de ajuste das contas fiscais levaram ao acúmulo de déficit primário, e o baixo crescimento econômico contribuiu pouco para deflacionar a razão dívida/

³¹ Nas últimas décadas, uma tendência semelhante surgiu em países de baixa renda, como a África Subsaariana (Moreno Badia, Xiang e Gamboa-Arbelaez, 2021; Panizza e Rio Taddei, 2020; Griffiths, Panizza e Taddei, 2020).

Figura 4.13 Decomposição de picos de dívida, 1985-2021, janela de cinco anos



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

Nota: A região da América Latina e Caribe inclui todos os países mutuários do BID, exceto Venezuela, Guiana e Haiti, devido à indisponibilidade de dados. Os outros grupos de países seguem as classificações regionais do Banco Mundial.

PIB, ainda menos do que em outras regiões. A inflação alta e a valorização real na maioria das crises ajudaram a moderar o crescimento da dívida em todas as regiões. Além disso, durante os episódios de picos da dívida, as classificações de crédito soberano caíram significativamente.

Finalmente, o SFA é mais significativo para a região do que para outros grupos de países, refletindo principalmente casos de passivos contingentes materializados, como resgates de governos subnacionais, estatais ou sistema financeiro. O SFA foi cerca de 7,4 p.p. do PIB na Argentina em 2003-2004, 0,9 p.p. do PIB no Brasil em 2001, 4 p.p. do PIB no Chile em 2010-2013, 6,3 p.p. do PIB na Colômbia em 1998-2000, 21,7 p.p. do PIB no Equador em 1998-2002, 1,6 p.p. do PIB no México em 1997 e 20 p.p. de PIB no Uruguai em 2002-2005.³²

³² Essas constatações estão em consonância com a literatura crescente sobre o ajuste estoque-fluxo (ver Afonso e Jalles, 2020; Jaramillo, Mulas-Granados e Kimani, 2017; Bova et al., 2016; Weber, 2012; BID, 2007; Campos, Jaimovich e Panizza, 2006).

Embora os exercícios de decomposição sejam úteis, há ressalvas. A decomposição é um exercício de contabilidade ex-post, não uma explicação das causas subjacentes do aumento da dívida. Mudanças em alguns dos determinantes provavelmente estão conectadas e há interações entre os propulsores. Além disso, a decomposição desconsidera a duração dos episódios de pico. Na seção seguinte, uma análise de regressão aborda algumas dessas preocupações.

Determinantes do pico de dívida: o que as regressões revelam

Uma análise de regressão estatística pode ajudar a determinar quais variáveis macroeconômicas estão mais estreitamente associadas a um pico de dívida (ver Valencia et al., no prelo a).³³ Por exemplo, se um país tem um déficit fiscal relativamente alto, qual é a probabilidade de que isso resulte em um aumento de dívida? Os resultados sugerem que o resultado primário, o crescimento do PIB e o ajuste estoque-fluxo são as principais variáveis macroeconômicas associadas aos picos de dívida (ver Figura 4.14).³⁴

Superávits fiscais primários maiores e taxas de crescimento mais altas estão correlacionados com uma probabilidade mais baixa de um pico de dívida na América Latina e Caribe do que em outras economias emergentes, mas com uma probabilidade semelhante à de economias avançadas. Uma possível explicação é a relação entre resultados primários e taxas de juros. Superávits primários mais altos tendem a estar associados a taxas de juros mais baixas. Por outro lado, um déficit primário mais elevado tende a estar acompanhado de taxas de juros mais altas e, portanto, maior probabilidade de um pico de dívida (ver Capítulos 5 e 8).

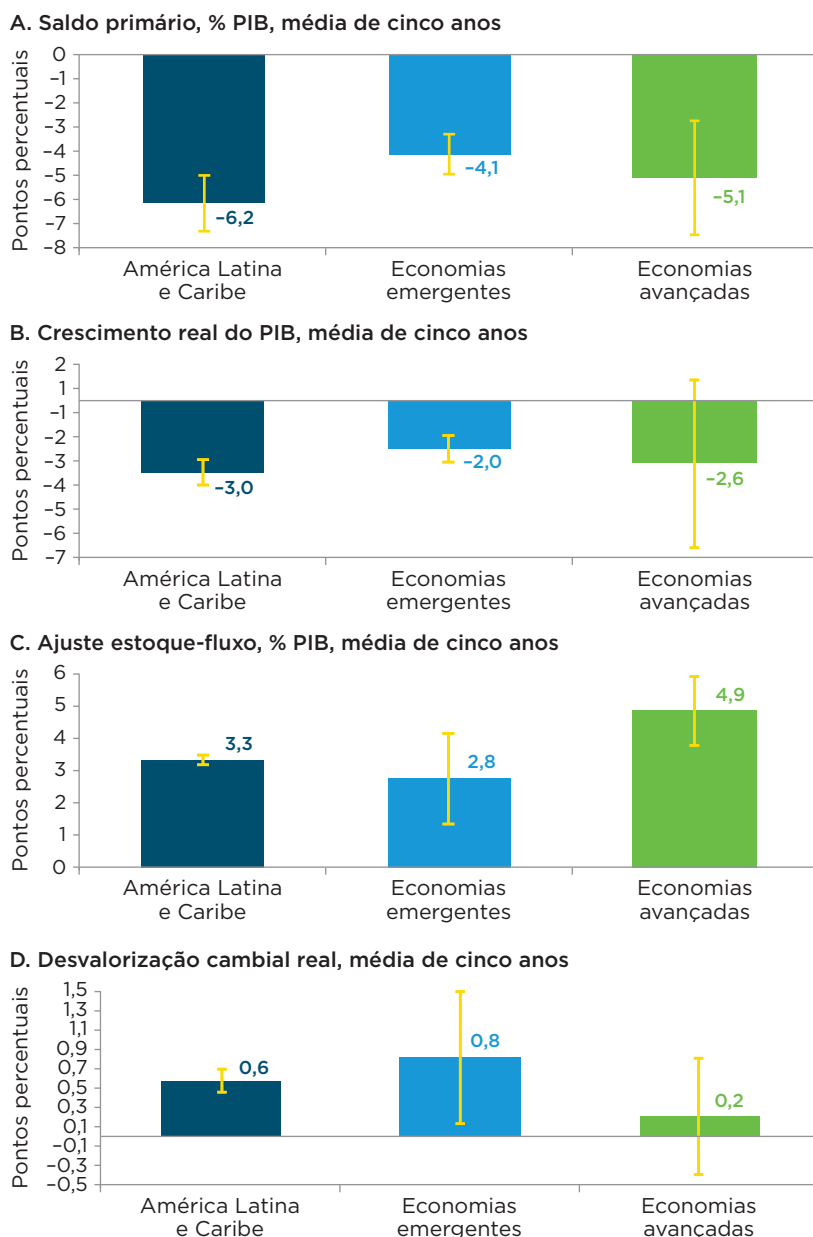
A materialização súbita de passivos contingentes está associada a um ajuste estoque-fluxo mais alto e, portanto, a uma maior probabilidade de um pico de dívida. As desvalorizações reais de moedas também aumentam a probabilidade de picos de dívida. A magnitude dessa correlação é praticamente a mesma na América Latina e Caribe e em outras economias emergentes.

As instituições fiscais podem desempenhar um papel significativo na diminuição da probabilidade de picos de dívida (ver Figura 4.15). Arranjos institucionais melhores, que fortalecem as regras fiscais, estão associados a uma menor probabilidade de episódios de picos de dívida na América Latina e Caribe (Valencia et al., no prelo a). Regras fiscais com

³³ A metodologia emprega um *dummy* de pico de dívida como uma variável dependente em um modelo de probabilidade linear.

³⁴ Esses resultados são robustos para definições alternativas de aumento de dívida.

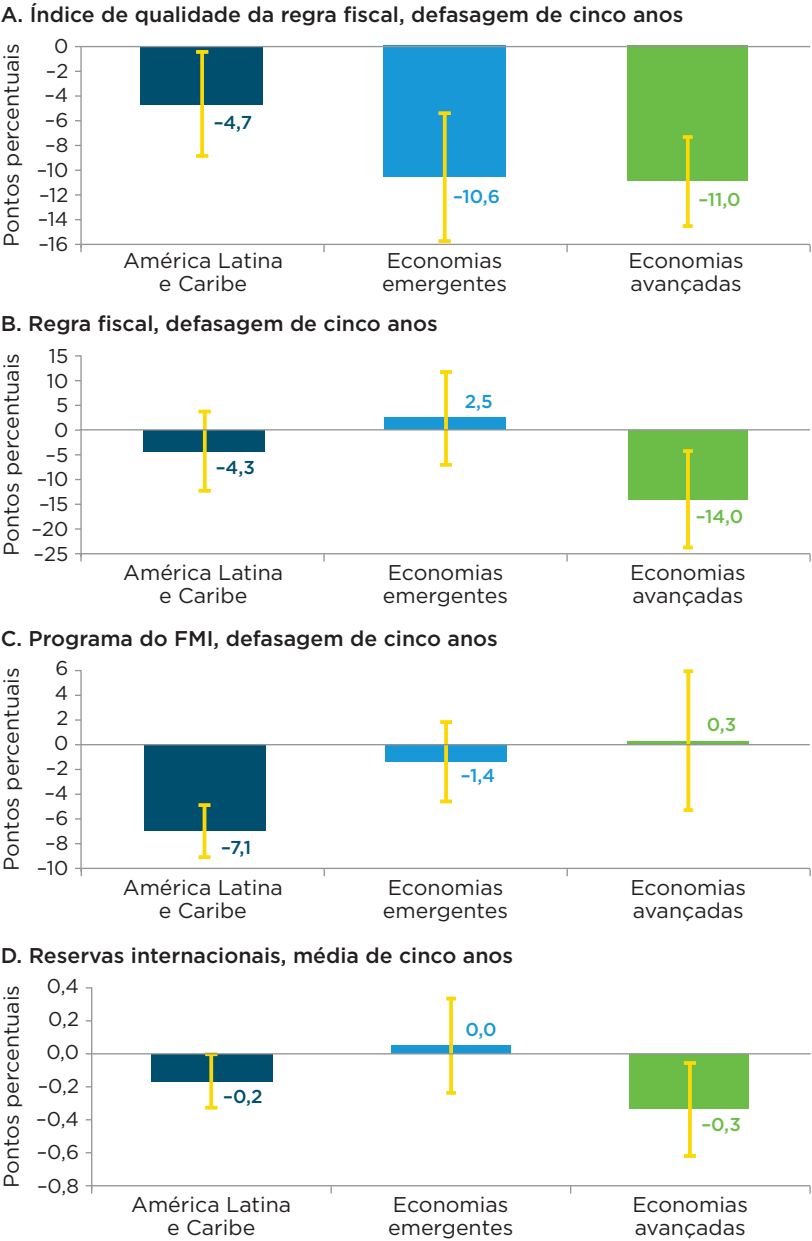
Figura 4.14 Como as variáveis macroeconômicas estão associadas à probabilidade de um pico de dívida



Fonte: Estimativas próprias.

Nota: Os números ilustram como as mudanças na probabilidade de um pico de dívida estão associadas a variáveis macroeconômicas. O superávit primário e o ajuste estoque-fluxo são medidos em percentual do PIB, enquanto o crescimento e a desvalorização cambial são medidos em percentual. Médias de cinco anos são usadas para todas as variáveis da análise. A amostra de países inclui todos os 26 países mutuários do BID, exceto Guiana, Haiti e Venezuela. Os outros grupos de países seguem a classificação padrão do FMI.

Figura 4.15 Impacto das instituições fiscais e das reservas internacionais na probabilidade de picos de dívida



Fonte: Estimativas próprias.
Nota: As figuras ilustram como a probabilidade de um pico de dívida é reduzida com instituições fiscais de melhor qualidade e reservas mais altas. As variáveis nos painéis A e C são incluídas com atraso de até cinco anos, para os painéis B e C é uma variável binária, e para o painel D, reservas internacionais são uma média de cinco anos e expressas como percentual do PIB. A região da América Latina e Caribe inclui todos os países mutuários do BID, exceto Guiana, Haiti e Venezuela. Os outros grupos de países seguem a classificação do FMI.

fundamentos jurídicos sólidos, mecanismos de aplicação, conselhos fiscais independentes, flexibilidade e cláusulas de ressalva bem definidas permitem aos governos ajustar seus balanços fiscais, evitando trajetórias de dívida explosivas (Andrian et al., 2022; Valencia, Gómez-González e Sánchez, 2022; Afonso e Jalles, 2020). Em particular, melhores instituições fiscais (por exemplo, tetos de gastos bem definidos) estão associadas a uma menor probabilidade de picos de dívida.

Alternativamente, a implementação de programas do FMI na América Latina e Caribe reduz a probabilidade de picos de dívida, por meio de melhorias no equilíbrio fiscal e reformas institucionais estruturais (David, Komatsuzaki e Pienknagura, 2020; Balima e Amadou, 2019). É claro que o sucesso desses programas na redução de picos de dívida pode depender muito da força de fundamentos e instituições econômicas (Jorra, 2012).

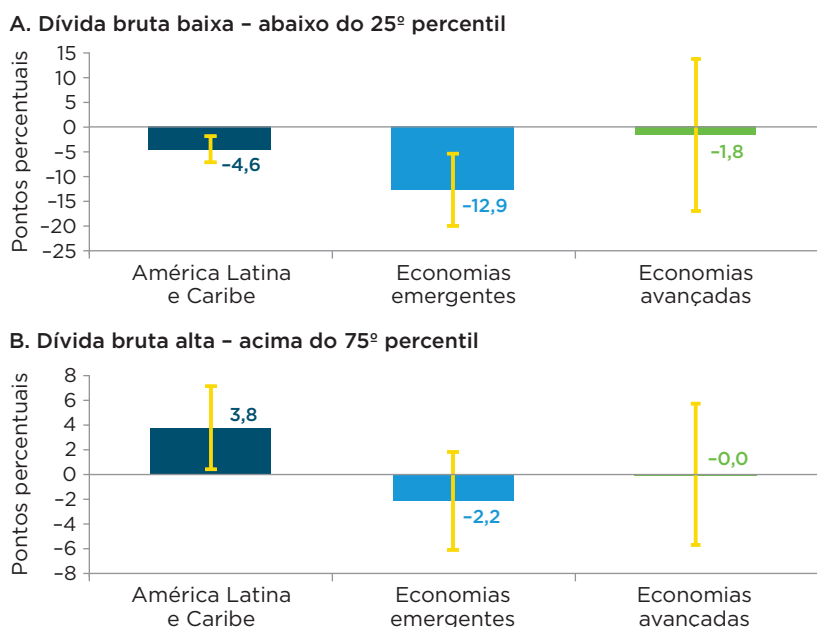
Posições fortes das reservas internacionais tendem a diminuir significativamente a probabilidade de picos de dívida (Valencia et al., no prelo a). Essa tendência é consistente com as evidências empíricas sobre o papel das reservas internacionais na prevenção de crises de dívida (Calvo, Izquierdo e Loo-Kung, 2012); os resultados são significativos na América Latina e Caribe, bem como em economias avançadas. Além disso, as reservas estão relacionadas com spreads mais baixos e menor probabilidade de reversões na conta corrente (Hernández, 2018; Ben-Bassat e Gottlieb, 1992; Calvo, Izquierdo e Loo-Kung, 2012; Tavares, 2015).

Finalmente, o nível inicial de dívida dos países é um indicador-chave de um pico de dívida para as economias emergentes (Figura 4.16). Quando os níveis de dívida estão abaixo do 25º percentil, a probabilidade de um pico de dívida subsequente é menor, especialmente em economias emergentes. Em contrapartida, se o nível inicial for relativamente alto (acima do 75º percentil), a probabilidade de um pico de dívida é maior.

No entanto, esses resultados não parecem se aplicar a economias avançadas, sugerindo que esse determinante é em grande parte uma função da capacidade de pagamento de um país. Países com níveis elevados na relação dívida/receita fiscal são mais propensos a experimentar picos de dívida. Economias com níveis iniciais mais altos de dívida/PIB também têm receitas fiscais mais altas e mercados financeiros mais profundos, o que permite um acesso mais amplo aos mercados financeiros.

Aprendendo com o passado

A história recente da dívida pública na região reflete a sua tumultuada história econômica: a crise da dívida dos anos 1980, o choque da Tequila, as

Figura 4.16 Níveis de dívida e probabilidade de picos de dívida

Fonte: Estimativas próprias.

Nota: A região da América Latina e Caribe inclui todos os países mutuários do BID, exceto Venezuela, Guiana e Haiti, devido à indisponibilidade de dados. Os outros grupos de países seguem a classificação do FMI.

crises asiáticas e russas que culminaram em crises regionais no início dos anos 2000, a Crise Financeira Global de 2007-2008, a pandemia de Covid-19 e a invasão russa da Ucrânia. Os países da América Latina e Caribe podem transformar essa crise em oportunidade. Enquanto os exportadores de commodities podem usar receitas mais altas para melhorar suas finanças fiscais e compensar o crescimento da dívida durante a pandemia, os importadores de commodities devem impulsionar uma maior eficiência dos gastos fiscais (Cavallo et al., 2022). Embora este capítulo estabeleça as bases analisando como a dívida cresceu, as várias lições evidentes nessa história turbulenta podem ajudar a melhorar a forma como os governos abordam a dívida pública (ver Capítulos 5 e 6). A dívida pública aumentou em grande parte em saltos, muitas vezes acompanhando crises econômicas. Pagamentos de juros, desvalorização cambial, déficits primários e outros fatores (conhecidos como termos de ajuste estoque-fluxo) são os principais propulsores. Além disso, a probabilidade de um pico de dívida aumenta quando os déficits crescem, o crescimento econômico cai e as regras fiscais são de baixa qualidade.

A alavancagem corporativa na região (dívida por dólar de ativos) aumentou substancialmente em 2020. Embora a alavancagem tenha recuado desde então, ela permanece alta em relação ao nível de outras economias emergentes. As empresas tomaram empréstimo para aumentar a liquidez, mas o investimento entrou em colapso. Os ativos fixos (normalmente considerados capital produtivo) declinaram e, ainda assim, as empresas têm o mesmo nível de dívida do início da pandemia. Isso sugere que reconstruir o estoque de capital pode demandar um tempo considerável (Capítulo 12).

Outra característica na evolução da dívida corporativa é o aumento das obrigações financeiras denominadas em dólar. Uma vez que as taxas de juros baixas em economias avançadas tornaram a dívida em moeda estrangeira, e não em moeda local, mais atraente na última década, muitas empresas da região aumentaram sua dívida denominada em dólar. Isso representa riscos de balanço, especialmente para empresas que não são exportadoras e, portanto, carecem de um hedge natural contra flutuações cambiais. Por sua vez, isso pode representar riscos para sistemas financeiros e governos cujas receitas fiscais dependem de empresas maiores, podendo, também, constituir um passivo contingente.

A dívida das famílias continua a ser o elo perdido; embora tenha aumentado de forma constante nos últimos 17 anos, ela ainda é relativamente baixa na região em comparação com outras economias de mercados emergentes. O desenvolvimento de mercados financeiros para consumidores tem variado consideravelmente na região, e, por consequência, o mesmo acontece com os níveis de endividamento das famílias. As taxas de juros em hipotecas e empréstimos ao consumidor não garantidos — as duas grandes áreas em que as famílias tomam empréstimos — diminuíram ao longo do tempo, ajudando a manter o caminho constante do empréstimo. No entanto, a região precisa aprofundar seus mercados financeiros para permitir que mais famílias tomem empréstimos para circunstâncias excepcionais, como choques de saúde, financiamento de moradias e outros bens duráveis, além de suavizar o consumo.

Melhores instituições fiscais são essenciais. Marcos macrofiscais mais robustos e regras fiscais de alta qualidade podem evitar picos de dívida, crises potenciais e maior prociclicidade da política fiscal (Gómez-González, Valencia e Sánchez, 2022). Melhores instituições fiscais e transparência também impactariam de forma positiva a evolução do ajuste SFA. Por exemplo, o provisionamento de passivos contingentes melhoraria a previsibilidade de obrigações futuras e forneceria aos governos instrumentos para mitigar o impacto na dívida. Um dos fatores críticos para evitar picos de dívida é a gestão prudente e prevenção de passivos ocultos por meio

da promoção de regulamentos adequados e supervisão de passivos sub-nacionais e de empresas estatais. Instituições melhores também podem garantir que os gastos sejam bem aplicados. Melhorar a eficiência dos gastos, pura e simplesmente, poderia gerar economias substanciais.³⁵

Várias implicações de política surgem dessa análise. Sucessivos picos de dívida levam a grandes aumentos da dívida pública. Esses picos tendem a ocorrer quando os equilíbrios fiscais se deterioram e as taxas de juros sobem simultaneamente; grandes ajustes estoque-fluxo e desvalorizações cambiais, na presença de dívidas em dólar, aumentam a calamidade. Boas instituições fiscais são fundamentais para limitar os picos de dívida, bem como para garantir que o endividamento seja sustentável ao longo do tempo (ver Capítulo 5). Por sua vez, a sustentabilidade da dívida deve evitar deteriorações acentuadas e simultâneas nos equilíbrios fiscais e aumentos das taxas de juros. Como discutido no Capítulo 3, o desenvolvimento de mercados locais pode ajudar a criar outras formas de dívida, que não dívida em moeda estrangeira.

³⁵ Izquierdo, Pessino e Vuletin (2018) estimaram essas economias em 4,4% do PIB.

Sustentabilidade da dívida: mais importante do que nunca

A sustentabilidade da dívida é um dos pilares fundamentais das finanças públicas. Uma gestão adequada e responsável da dívida pública é necessária para a provisão de bens públicos eficiente e sem sobressaltos. A gestão contracíclica da política fiscal exige que os países tenham acesso a financiamento em momentos de estresse fiscal ao mesmo tempo em que geram confiança na sua capacidade de pagamento no futuro. A dívida vinha aumentando gradualmente na região até a pandemia de Covid-19, quando os países emitiram volumes substanciais de dívida para financiar respostas fiscais. A região precisa diminuir os níveis de endividamento para reduzir riscos. A melhor maneira de promover ajustes para minimizar os impactos no crescimento e, ao mesmo tempo, reduzir os pagamentos do serviço da dívida, varia de acordo com as características de cada país.

Nas últimas décadas, com o aumento da dívida pública, a sustentabilidade tem sido prioridade nas discussões entre acadêmicos, formuladores de políticas e participantes do mercado financeiro. A partir da sua definição, vários trabalhos acadêmicos recentes têm tentado depurar o seu significado, analisar os conceitos e aplicá-los à região.¹

Este capítulo revisa o conceito de sustentabilidade da dívida, as razões pelas quais a sustentabilidade fiscal se tornou um desafio para a região, os cenários da dinâmica da dívida no período pós-pandemia e as fontes de risco que novos choques trouxeram ao longo de 2022. O capítulo termina apresentando a opção entre fazer correções moderadas nos níveis de endividamento ou empenhar esforços adicionais para atingir níveis prudentes, a fim de reduzir riscos e melhorar os indicadores de viabilidade da dívida.

¹ Incluem D'Erasmo Mendoza e Zhang (2016), Debrun et al. (2019), Blanchard (2022), González e Hernández (2022), Valência, Angarita e Arellano (2022), e Valência, Díaz e Parra (2022).

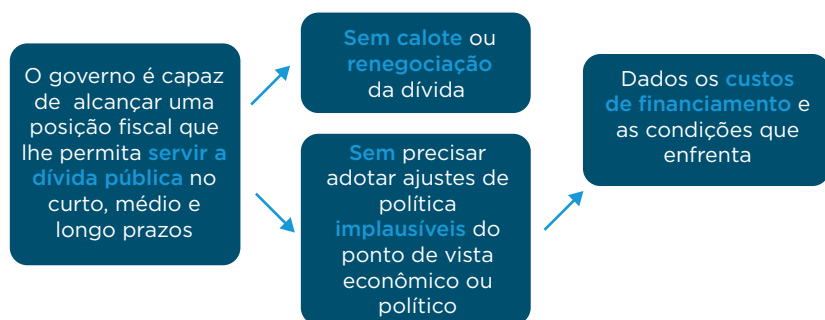
Sustentabilidade da dívida pública: uma definição matizada

Analisar a sustentabilidade da dívida está longe de ser algo simples. Conforme a definição empregada neste capítulo, a dívida pública é sustentável se suas obrigações financeiras puderem ser pagas no curto, médio e longo prazos, considerando as condições de financiamento e sem a necessidade de qualquer ajuste de política implausível ou de não pagamento de passivos.² Essa definição ecoa a usada em Neck e Sturm (2008), FMI (2003), D'Erasmus, Mendoza e Zhang (2016) e Debrun et al. (2019) e é ilustrada na Figura 5.1.

É importante ressaltar que sustentabilidade não significa exatamente afirmar que um país soberano é solvente. A solvência implica valor dos ativos maior do que o dos passivos. Trata-se, então, de um conceito mais simples, exceto que no caso de um país soberano é difícil atribuir valores a muitos ativos, tais como rodovias, edifícios ou biodiversidade natural, bem como a passivos, como garantias que podem ou não ser acionadas ou outras reivindicações contingentes sobre o Estado. Ainda assim, como os valores dos ativos estão estreitamente relacionados aos fluxos de caixa que geram, a solvência é uma prima próxima da sustentabilidade. Se os valores dos ativos forem suficientemente altos e excederem os valores dos passivos (o que reflete o cronograma de seus pagamentos), os fluxos de caixa deverão ser suficientes para cobrir os pagamentos da dívida.

A literatura sobre dívida soberana muitas vezes faz uma distinção entre solvência e liquidez. Um país soberano pode ser solvente no sentido

Figura 5.1 Características de sustentabilidade da dívida



Fonte: Elaboração própria.

² Inadimplência aqui inclui qualquer reestruturação que reduza o valor presente para os credores, seja por meio da extensão dos prazos de vencimento (alongamento) ou da reestruturação com um *haircut* nominal (ver Capítulo 10 para mais discussão).

de que o valor dos ativos excede o dos passivos, mas ilíquido: o país não dispõe de recursos em determinado momento para honrar o pagamento de uma dívida vencida. É mais provável que isso ocorra quando o país tiver perdido acesso aos mercados internacionais e não puder rolar (tomar novamente emprestado) parte do valor devido. Embora este capítulo se concentre na sustentabilidade, a solvência e a liquidez não podem ser totalmente separadas, pois as condições de financiamento afetam ambas. Por exemplo, se os investidores acreditam que um país soberano provavelmente enfrentará problemas de liquidez no futuro, exigirão taxas de juros mais altas. Se essas taxas de juros aumentarem demais, o soberano também poderá se tornar insolvente. Assim, problemas de liquidez podem provocar insolvência. Ao mesmo tempo, se os investidores perceberem que um soberano poderá se tornar insolvente no futuro, poderão restringir o financiamento atual, desencadeando, dessa forma, uma crise de liquidez.

As condições atuais de financiamento para determinado país dependem da percepção de riscos futuros de solvência e liquidez, abrindo a possibilidade de crises autorrealizáveis. Se os fundamentos econômicos são fortes (de forma que, mesmo se as taxas de juros subirem, o país permanecerá claramente solvente), então o soberano pode ser sustentável sem risco de uma crise de dívida. No outro extremo, se os fundamentos forem frágeis, uma crise de dívida poderá ser inevitável. Crises autorrealizáveis podem ocorrer em uma zona intermediária; se os credores preocupados com o futuro cobram uma taxa de juros mais alta hoje, o que torna a dívida insustentável, então a alta taxa de juros dos credores se torna justificável. No entanto, se os credores estivessem satisfeitos com uma taxa de juros baixa, a dívida teria permanecido sustentável, justificando novamente a taxa mais baixa dos credores. Nesse caso, há um equilíbrio múltiplo (ver Calvo, 1988; Cole e Kehoe, 2000; e Ayres et al., 2018, para análise). Com equilíbrios múltiplos, é difícil prever quando uma crise poderá realmente ocorrer, pois depende se os credores se coordenam no equilíbrio bom (taxa de juros baixa e dívida sustentável) ou ruim (taxa de juros alta e dívida insustentável).³ Este capítulo considera a dívida pública sustentável, mas vulnerável ao risco de liquidez se o país permanecer solvente apenas sob um equilíbrio com taxas de juros mais baixas.

³ Isso depende do que os credores acreditam e o que sabem sobre as crenças uns dos outros — ver a literatura sobre jogos globais como Morris e Shin (2003) para uma possível estrutura. Possíveis equilíbrios múltiplos também fornecem uma forte justificativa para um credor internacional de última instância. Por exemplo, se o FMI puder fornecer recursos para um país vulnerável, mas solvente, no contexto de um programa, poderá reduzir a probabilidade de uma crise de liquidez (equilíbrio ruim) — para análise, ver Corsetti, Guimarães e Roubini (2006) e Powell e Arozamena (2003).

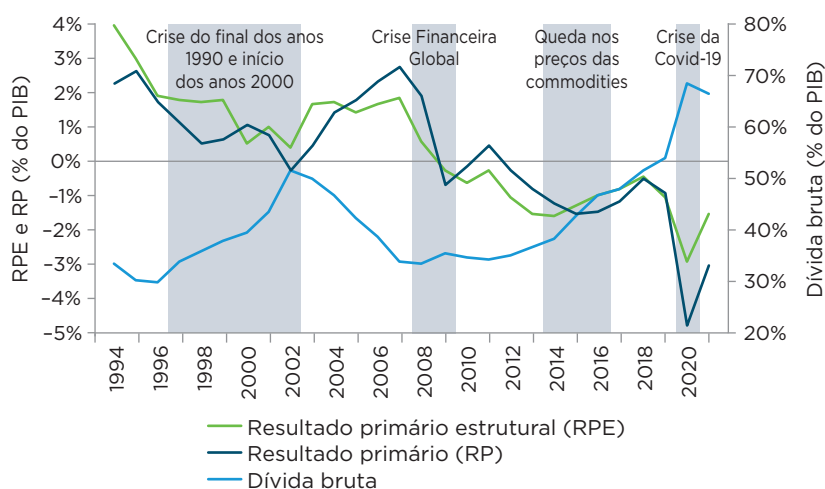
A gestão do risco de liquidez é, então, crítica, e será considerada mais detalhadamente no Capítulo 6.

Desafios à sustentabilidade fiscal

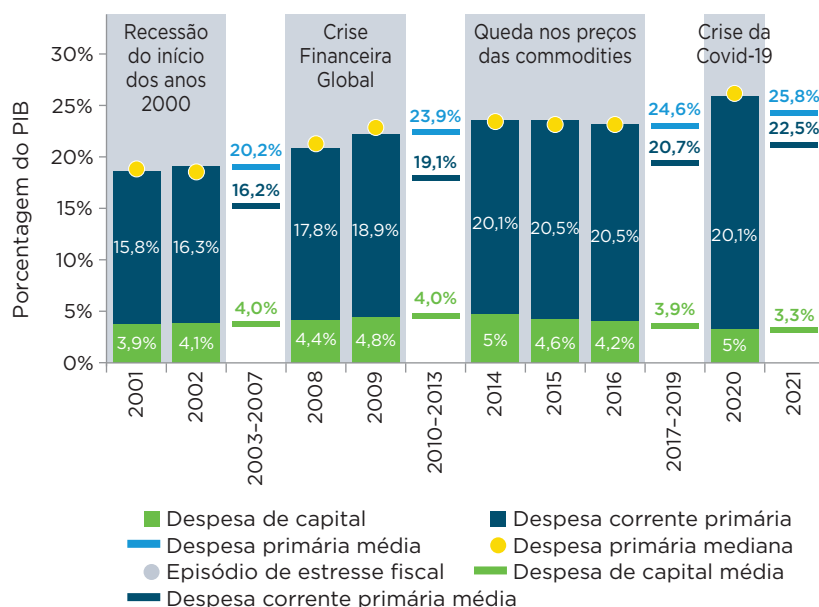
Antes da crise financeira global, América Latina e Caribe haviam registrado superávits fiscais primários. No entanto, após esse choque, a região acumulou déficits a cada ano, elevando cada vez mais os níveis de endividamento (ver Figura 5.2). Da mesma forma, o resultado fiscal estrutural (uma medida do resultado fiscal que elimina fatores temporários, como altos preços das commodities ou alto crescimento) tem permanecido negativo desde a crise financeira global.

Qual é o principal fator que explica a deterioração do desempenho fiscal da região? O gasto aumentou em cada período de estresse econômico (as crises do início dos anos 2000, a crise financeira global, a queda nos preços das commodities e, finalmente, o choque de Covid-19), dando suporte às economias durante os tempos ruins. Mas esse gasto não foi reduzido simetricamente em períodos de forte crescimento (ver Figura 5.3). Como resultado, o gasto aumentou de 17% do PIB no período 1990–1995 para 28% do PIB em 2020. Um problema subjacente são os sistemas de impostos e benefícios que, por definição, carecem de estabilizadores fiscais automáticos. Portanto, os governos recorreram ao gasto fiscal discricionário em tempos de desaceleração da economia, o que

Figura 5.2 Resultado primário estrutural e dívida bruta



Fonte: Cálculos próprios com base em dados do FMI (2021).

Figura 5.3 Aumentos da despesa pública primária durante crises

Fonte: Cálculos próprios com base em dados do FMI (2021).

depois se mostrou difícil de remover.⁴ Esse padrão significou aumento de gastos durante cada desaceleração, mas pouca redução de gastos em outros períodos.

Os arcabouços fiscais na região melhoraram nos últimos anos, mas as melhorias foram insuficientes para contrariar o padrão de aumento de gastos. Além disso, a pandemia de Covid-19 foi sem precedentes em termos tanto da profundidade da recessão como de seu impacto nas receitas, gastos necessários com saúde e outras medidas de apoio. O déficit fiscal estrutural de 1,9% do PIB em 2020 recuou em 2021, mas apenas para 1,1%, enquanto a recuperação do crescimento foi maior do que o esperado, e a inflação subiu abruptamente (Cavallo et al., 2022). Daqui para frente, os governos devem não apenas buscar a consolidação fiscal, mas também rever o desenho das políticas fiscais — tanto tributárias quanto de gastos — para garantir sustentabilidade em tempos bons e ruins.

⁴ Estabilizadores fiscais automáticos referem-se a um sistema de impostos e benefícios pelo qual os impostos são reduzidos e os benefícios (como pagamentos a desempregados ou a famílias mais pobres) aumentam automaticamente em tempos ruins, mas, em seguida, voltam a cair automaticamente quando o crescimento é forte.

Equilíbrio da política fiscal e o risco após a pandemia

A pandemia de Covid-19 levou a uma recessão sem precedentes de 7% do PIB para a região em 2020. As autoridades dos países apoiaram famílias e empresas com pacotes fiscais de cerca de 8,5% do PIB, mas com grande variação entre eles (Cavallo e Powell, 2021). O endividamento aumentou quase 15 pontos percentuais (p.p.), de 58% do PIB em 2019 para 72% em 2020.

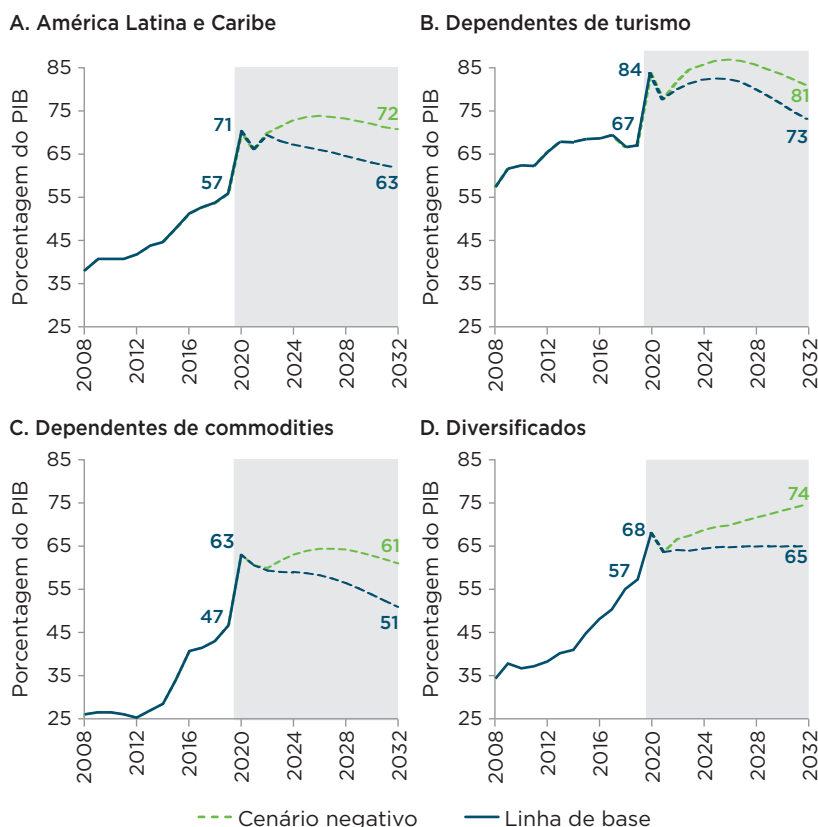
O nível de esforço fiscal em resposta à pandemia foi inédito, e os países agora enfrentam o desafio de reduzir déficits. Mas choques adicionais aumentaram a incerteza. A alta inflação levou o Federal Reserve (Banco Central dos Estados Unidos) a aumentar as taxas de juros das apólices, provocando quedas acentuadas nas avaliações do mercado de ações e aumento no valor do dólar. Essa inflação resultou, em parte, da invasão russa da Ucrânia, que impulsionou os preços das commodities (algumas das quais já haviam subido no final de 2021), particularmente o preço do petróleo. Os preços das commodities têm impactos diversos, dependendo se os países são exportadores ou importadores e se mantêm subsídios significativos aos combustíveis.

Consequentemente, as perspectivas são extremamente incertas, e diferentes choques podem afetar os países da região por meio de muitos canais. Este capítulo emprega um modelo econômico para considerar muitos desses fatores para produzir cenários e realizar um conjunto de experimentos do tipo “e se”⁵. O modelo estima os parâmetros para a economia típica da América Latina e Caribe, bem como para a economia típica dependente de turismo, a dependente de commodities e a economia diversificada (Valencia, Angarita e Arellano, 2022). Cenários para receitas fiscais, gasto público, pagamentos de juros e níveis de endividamento são gerados a partir de um conjunto de premissas e dos parâmetros estimados do modelo.

A Figura 5.4 mostra cenários para o endividamento. A linha de base pressupõe trajetórias de crescimento, inflação, taxas de juros internacionais e preços de commodities.⁶ O cenário negativo pressupõe um crescimento econômico menor, um aumento extra de 100 pontos-base nas taxas de juros do Federal Reserve acima das projeções da linha de base e inflação e preços internacionais de commodities mais altos, consistentes com os choques adicionais de oferta decorrentes da guerra.

⁵ Um modelo de equilíbrio geral estrutural é empregado seguindo Leith e Wren-Lewis (2013) e Walsh (2017). O modelo é estimado para países da região.

⁶ Essas premissas vêm de Consensus Economics (2022), FOMC (2022 Set), FMI (2022), e preços futuros de commodities.

Figura 5.4 Projeção da dívida bruta

Fonte: Cálculos próprios.

As estimativas mostram que, no cenário de linha de base, o endividamento continuará alto para o país médio da América Latina e Caribe nos próximos anos; no médio prazo, deverá diminuir à medida que os desequilíbrios fiscais se ajustarem. Para o grupo de países dependentes de turismo, que registraram superávits primários antes da pandemia, os níveis de endividamento também cairão no médio prazo. A mesma dinâmica é mostrada na Figura 5.4, Painel B para países dependentes de commodities, devido a receitas fiscais mais altas. Para as economias diversificadas, no entanto, o endividamento se estabiliza para aumentar no médio prazo. No cenário negativo, em que as condições financeiras se tornam mais apertadas para o país típico, a dívida bruta atingiria um nível mais alto em 9 p.p. do PIB em 2032 em relação ao cenário da linha de base. Cabe observar que esses cenários são baseados em um conjunto de premissas e nas estimativas de parâmetros empregadas no modelo. O modelo pressupõe que as ações

de política implementadas nos próximos anos refletirão as do passado, em vista dos valores das variáveis críticas. Em outras palavras, o ajuste fiscal em resposta aos níveis de endividamento assemelha-se às ações de política fiscal implementadas anteriormente pelos países. Quaisquer mudanças nessas políticas ou em outras premissas afetam a precisão dos cenários. Outra maneira de pensar sobre isso é dizer que, se o país típico reagiu a dívidas mais altas e a outras variáveis como no passado, então a dívida deverá cair. Ainda assim, o país típico no grupo diversificado requer um ajuste fiscal mais acentuado em relação às respostas fiscais anteriores para reduzir o endividamento.

Essa discussão destaca a importância de definir como os países reagirão a altos níveis de endividamento como determinante da sustentabilidade. Um nível de endividamento elevado pode ser perfeitamente sustentável se houver confiança em uma reação fiscal robusta. No entanto, poderá ser insustentável caso essa reação não seja esperada. O Quadro 5.1 desenvolve a noção de uma função de reação fiscal e apresenta uma

Quadro 5.1 Funções de reação fiscal

A reação da política fiscal a níveis altos de endividamento é um determinante crítico da sustentabilidade. Se há uma crença generalizada de que um governo reagirá agressivamente para reduzir a dívida sempre que ela aumentar e ameaçar a sustentabilidade, então o país pode suportar níveis de endividamento mais altos com menor risco.

Um ponto de partida para analisar a sustentabilidade é a equação-padrão que descreve como a dívida evolui de um período para outro. A relação dívida/PIB aumenta do ano passado ($t-1$) para este ano (t) se a taxa de juros for maior, e diminui se a economia crescer mais rápido ou se o superávit fiscal primário for maior, conforme especificado na equação (1):

$$d_t = \frac{(1+r_t)}{1+g_t} d_{t-1} - pb_t \quad (1)$$

onde pb_t é a relação resultado primário/PIB, d_t é a relação dívida/PIB no final do período t , g_t é a taxa de crescimento do PIB, e r_t é a taxa de juros paga sobre a dívida pública.

Para um governo ser solvente, a dívida não pode ser maior do que o valor presente líquido de todos os superávits fiscais primários futuros. Essa percepção dá origem a uma restrição orçamentária intertemporal do governo (IGBC), a chamada “condição não-Ponzi”. Agora considere uma função de reação fiscal (FRF) na qual o resultado fiscal do ano corrente depende do nível de endividamento no período anterior:

$$pb_t = \mu + \rho \cdot d_{t-1} + \varepsilon_t \quad (2)$$

onde ρ determina a força da reação fiscal (quanto maior a dívida no período anterior, maior o superávit fiscal no período atual), μ é uma interseção e ε_t choque aleatório que pode ser pensado como qualquer mudança inesperada em variáveis macroeconômicas ou de outra natureza que impactam o resultado fiscal.

Em uma série de trabalhos, Bohn (1995, 1998, 2007, 2008) destacou o papel da FRF e mostrou que, se o superávit fiscal primário sempre aumenta quando o endividamento sobe ($\rho > 0$), quando o endividamento estiver alto ($d_t > \bar{d}$), isso será condição suficiente para que o valor presente líquido dos valores primários seja maior do que a dívida atual.

Teoricamente, o país é solvente, o valor presente líquido dos resultados primários futuros cobre o valor da dívida atual e, no entanto, parece irrealista pensar que a relação resultado primário/PIB pode aumentar sem limites. De fato, a literatura sugere que ocorrerá fadiga fiscal, o que implica uma relação resultado primário/PIB (pb^{max}) atingível máxima e uma reação fiscal que se tornará mais fraca à medida que os níveis de endividamento aumentarem.^a

Ademais, uma trajetória na qual a relação dívida/PIB cresce sem limites está fadada a eventualmente falhar na condição suficiente de Bohn, além de dar origem a uma segunda condição, ou seja, que a relação dívida/PIB deve ser limitada.

A existência de um resultado primário máximo atingível juntamente com um limite inferior na taxa de juros (digamos, taxa de juros livre de risco \bar{r}) gera um limite superior no lado direito da condição não-Ponzi que nos leva a

$$d_{t-1} \leq \frac{1+\bar{g}}{\bar{r}-\bar{g}} pb^{max} = \bar{d} \quad (3)$$

onde r e g são a taxa de juros e a taxa de crescimento do PIB no longo prazo, respectivamente.

A relação dívida/PIB máxima sustentável é então \bar{d}^b , que equipara os pagamentos dos juros da dívida no nível máximo sustentável de endividamento, ajustado pelo crescimento, ao resultado primário máximo atingível proporcionalmente ao PIB. Qualquer índice de endividamento acima desse valor é insustentável e falha na condição não-Ponzi, tornando a renegociação inevitável.

Acrescentar incerteza e a possibilidade de inadimplência a essa discussão implica que as taxas de juros incorporariam um prêmio de risco (de modo que os investidores ficariam divididos entre investir em um ativo livre de riscos à taxa sem risco ou comprar um título emitido por um soberano que poderia se reestruturar) e que o prêmio de risco aumentaria à medida que os níveis de endividamento ou a incerteza aumentassem, normalmente diminuindo o nível máximo de endividamento seguro.^c

Um nível máximo de endividamento seguro também é consistente com a ideia de “intolerância à dívida”, como descrito em Reinhart, Rogoff e Savastano

(2003). Os autores constatarem a existência de níveis de endividamento específicos de cada país, acima dos quais a economia poderia entrar em uma crise fiscal semelhante ao limite \bar{d} e sugerem que os países em desenvolvimento têm limites mais baixos do que as economias avançadas.

Quando os resultados fiscais primários manterão a dívida na zona segura e não ultrapassarão o limite \bar{d} quando a dívida aumentar? Uma resposta completa teria que tratar as taxas de juros r_t , o crescimento g_t e os resultados primários (pelo menos em parte) como endógenos e reagir aos níveis de endividamento a cada período. Partindo da equação da dinâmica da dívida (1) e empregando uma aproximação linear à FRF, González e Hernández (2022) mostram que a relação dívida/PIB convergirá para um valor estável quando

$$\left[\frac{(r_t - g_t)}{1 + g_t} - \rho_t \right] < 0 \Rightarrow \rho_t > \frac{r_t - g_t}{1 + g_t} = \widehat{rg}_t \quad (4)$$

onde ρ_t é o efeito marginal endógeno da dívida sobre o resultado primário.

Para garantir a estabilidade do índice de endividamento, o resultado primário deve aumentar em mais de $\frac{r_t - g_t}{1 + g_t}$, o que é conhecido na literatura como

“taxa de juros ajustada pelo crescimento”, indicada como (\widehat{rg}_t) . Isso garante que, se a dívida aumentar, a resposta fiscal será suficiente para reduzir novamente o índice de endividamento. Cabe observar que, à medida que o nível de endividamento sobe, o crescimento tende a cair, a taxa de juros pode aumentar com mais dívida e a fadiga fiscal pode enfraquecer a resposta fiscal. Além disso, um país que é percebido como sendo mais arriscado (por exemplo, sujeito a choques maiores) ou como tendo instituições fiscais mais fracas pode pagar taxas de juros mais altas. Nessas circunstâncias, os limites seguros de endividamento são reduzidos.

^a Isso sugere que a função de reação fiscal será não linear. Sobre fadiga fiscal, ver a discussão no Capítulo 9, Ostry et al. (2010), Ghosh et al. (2013), Debrun et al. (2019) e Lozano-Espitia e Julio-Román (2020).

^d Ver FMI (2003), Buiter Persson e Minford (1985), Blanchard (1990), Blanchard et al. (1991), Giz e Hemming (2000), Neck and Sturm (2008) e Escolano (2010).

^c Ver Capítulo 10 para uma discussão de reestruturação da dívida.

discussão mais técnica sobre sustentabilidade da dívida e níveis prudentes de endividamento.

Buscando no passado pistas para o futuro

A sustentabilidade ou não do nível de endividamento atual depende das políticas adotadas hoje e no futuro. A teoria das funções de reação fiscal (FRF) pode ser empregada para analisar a sustentabilidade. Em particular, a força da reação ao aumento dos níveis de endividamento (se a

política fiscal reage agressivamente ou não para conter novos aumentos e reduzir a dívida) é fundamental para determinar se os níveis de dívida são sustentáveis.

Esta seção apresenta estimativas de FRF para países da região.⁷ Esse exercício ilustra a força com que a política fiscal reagiu ao aumento da dívida no passado. Em seguida, considera se essas reações médias são suficientemente fortes ou se uma abordagem mais agressiva é necessária hoje para garantir que a dívida seja sustentável.

O conjunto de dados abrange todos os 26 países mutuários do BID, com 731 observações de países e anuais. Além dos resultados primários e da dívida, o conjunto de dados completo inclui um conjunto de variáveis macroeconômicas. Os dados remontam a 1953 para alguns países e vão até 2019 para construir um quadro histórico e compará-lo com o ajuste necessário após o aumento da dívida decorrente da Covid-19.⁸

Uma primeira abordagem para estimar uma FRF é supor uma relação linear simples entre o nível de endividamento no período anterior (geralmente no ano anterior) e o equilíbrio fiscal para determinado ano da seguinte forma:

$$pb_{i,t} = \mu_i + \rho_i \cdot d_{i,t-1} + \Omega_i x_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t} \quad (5)$$

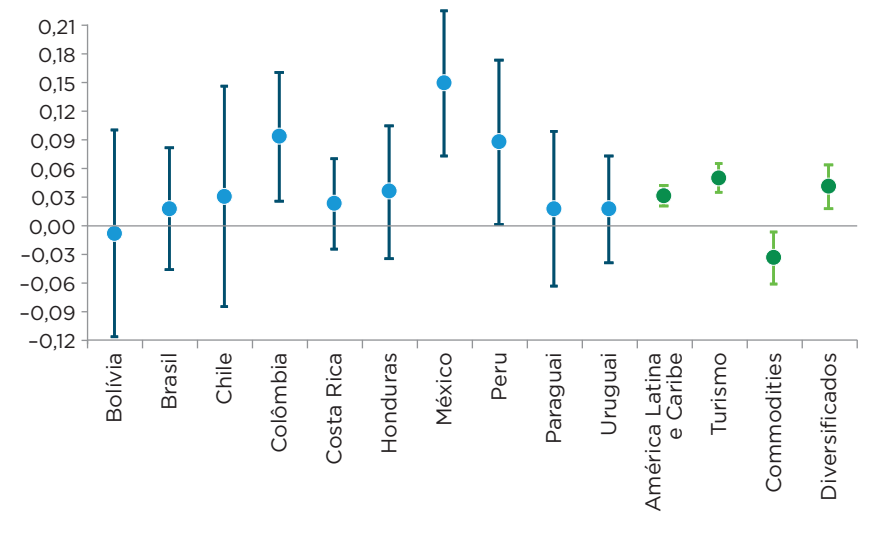
onde $pb_{i,t}$ é o resultado fiscal do país i no ano t , e $d_{i,t-1}$ é a dívida no ano anterior.⁹ O parâmetro ρ_i determina então a força da reação do resultado fiscal a diferentes níveis de endividamento. Se esse parâmetro for suficientemente positivo para que o país registre superávits fiscais significativamente maiores caso os níveis de endividamento se tornem altos, a probabilidade de esses níveis de dívida serem sustentáveis é muito maior.

⁷ Ver González e Hernández (2022) para mais detalhes. A metodologia é semelhante à de D'Erasmus, Mendoza e Zhang (2016), que estimam FRFs para os Estados Unidos de 1791 a 2014, e para economias avançadas e emergentes de 1951 a 2013. Ghosh et al. (2013) usaram a abordagem de FRF para estimar o espaço fiscal, a diferença entre os índices de endividamento atuais e o limite de endividamento estimado.

⁸ Ver González e Hernández (2022) para mais detalhes sobre a disponibilidade de dados para cada país.

⁹ Enquanto as FRFs são genericamente não-lineares, as economias tendem a gravitar na direção do equilíbrio estável de longo prazo d^{**} . Isso significa que a estimativa de uma FRF linear deve recuperar, no coeficiente ρ , a inclinação da FRF em uma vizinhança de d^{**} . Um ρ negativo significa, em média, que a economia está em uma parte decrescente da FRF, sugerindo fadiga fiscal e uma trajetória da dívida potencialmente insustentável. Quando positivo, indica que o resultado primário soberano reage rapidamente a níveis mais elevados de endividamento. A comparação de um coeficiente positivo com a taxa de juros média ajustada pelo crescimento permite avaliar se a economia está convergindo para um equilíbrio estável.

Figura 5.5 Reação dos resultados fiscais aos níveis de endividamento



Fonte: Cálculos próprios com base em bancos de dados padronizados e fontes nacionais.
Nota: O ponto é o coeficiente estimado da dívida defasada, enquanto as barras de erro são o intervalo de confiança de 90%. O grupo de turismo inclui: Bahamas, Belize, Barbados, Jamaica, Haiti, Panamá, República Dominicana e Uruguai. O grupo de commodities inclui: Bolívia, Chile, Colômbia, Equador, Guiana, Paraguai, Peru, Suriname e Venezuela. O grupo diversificado inclui: Argentina, Brasil, Costa Rica, El Salvador, Guatemala, Honduras, México, Nicarágua e Trinidad e Tobago.

As variáveis representadas por $x_{i,t}$ são as chamadas variáveis de controle, tais como crescimento, variáveis fiscais, inflação e mudanças na taxa de câmbio.¹⁰

Essas análises sempre envolvem um *trade-off* entre incluir mais observações para fornecer melhores estimativas e excluir aqueles países ou anos que são, de alguma forma, excepcionais. Nessa análise, os países que entraram em inadimplência durante o período da amostra são excluídos para os períodos que incluem inadimplência e renegociação, assim como países com anos de inflação muito alta. A Figura 5.5 mostra os resultados do coeficiente p_i , que é a variável crítica que rege a reação do resultado fiscal à dívida para os 10 países com mais de 30 observações: Bolívia, Brasil, Chile, Colômbia, Costa Rica, Honduras, México, Peru, Paraguai e Uruguai. Em três economias (Colômbia, México e Peru), a estimativa pontual p_i é positiva e significativa, satisfazendo a primeira condição de sustentabilidade (ver Quadro 5.1). Em outros países, a estimativa pontual para o coeficiente é geralmente positiva, mas não é estatisticamente significativa.

¹⁰ Supõe-se que o termo de erro siga um processo AR(1): $\varepsilon_{i,t} = \alpha \varepsilon_{i,t-1} + u_{i,t}$, para responder por variáveis omissas persistentes.

Curiosamente, a reunião da amostra completa de 26 países, com um total de 731 observações, fornece um coeficiente positivo e significativo. Esse resultado representa uma resposta regional média do déficit primário a uma mudança na dívida.

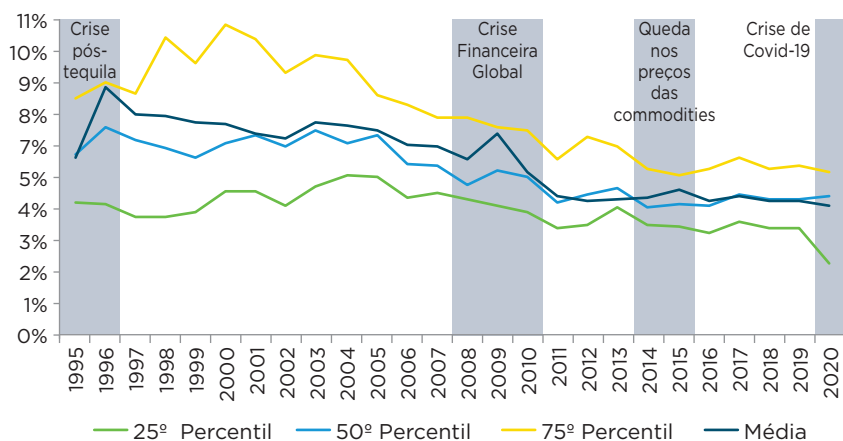
No entanto, há uma grande variação entre os países na região. Considerando a estrutura econômica global, a Figura 5.5 também apresenta resultados para grupos de países, sendo exportadores de commodities, dependentes de turismo ou mais diversificados.¹¹ A resposta dos resultados fiscais à dívida para os grupos de turismo e diversificados é positiva e significativa, enquanto a resposta para o grupo de commodities é negativa e significativa. Assim, quando o endividamento aumentou no grupo de commodities, a resposta fiscal foi aumentar os déficits, não os superávits. E as quedas no endividamento estavam associadas a aumentos dos superávits. Esse último reflete períodos de boom (ou “superciclos”) das commodities, quando os gastos aumentaram mas a receita subiu ainda mais, enquanto o primeiro coincidiu com os períodos de queda das commodities, que foram, de forma otimista, considerados de natureza temporária. Em geral, os exportadores de commodities da região não seguiram o ditado tradicional (conservador) de que os períodos de boom devem ser considerados temporários enquanto os períodos de queda devem ser tratados como permanentes.

Uma reação positiva do resultado fiscal à dívida não é suficiente para garantir sustentabilidade. A reação precisa ser maior do que um nível específico dado por uma “taxa de juros ajustada pelo crescimento”, que leva em conta o impacto do nível de endividamento nas taxas de juros e no crescimento.

Impacto do endividamento nas taxas de juros e no crescimento

Uma vez que a dívida afeta as taxas de juros e o crescimento, é importante ter em conta esses efeitos ao considerar a reação fiscal necessária para garantir que um determinado nível de endividamento seja sustentável. Mas os países contraem dívida de muitas maneiras diferentes: eles usam uma variedade de instrumentos, com vencimentos variados, em inúmeras moedas, de diferentes tipos de credores. Portanto, muitas taxas de juros devem ser consideradas. Ainda assim, uma única taxa de juros anual

¹¹ Essa classificação segue Cavallo et al. (2022). Países dependentes de turismo receberam pelo menos 15% de suas exportações totais do turismo. Para países do grupo de commodities, pelo menos 60% de suas exportações de bens são commodities. Os demais países estão no grupo diversificado. Para mais detalhes, ver o apêndice de dados.

Figura 5.6 Impacto das taxas de juros implícitas medianas e médias na dívida

Fonte: Cálculos próprios com base em dados de Mauro et al. (2013) e FMI (2021).

implícita sobre a dívida pode ser definida, como pagamentos totais de juros divididos pela dívida total. Essa taxa de juros implícita é frequentemente empregada em análises de sustentabilidade da dívida.

Ao final da década de 1990, a economia mediana na região cumpria cerca de 7% de sua dívida pendente em pagamentos de juros a cada ano (Figura 5.6). Os altos níveis de liquidez internacional impulsionados pela política monetária expansionista nas economias avançadas reduziram a taxa de juros implícita média para menos de 5%, antes da crise da Covid.

Níveis altos de endividamento também impactam o crescimento (ver Capítulo 8). Muitas taxas de crescimento poderiam ser empregadas em análises de sustentabilidade da dívida. Se toda a dívida fosse em moeda local, se poderia argumentar que a dívida deveria ser analisada em relação ao PIB nominal (e ao crescimento nominal) para avaliar sua sustentabilidade. Em outro extremo, se toda a dívida fosse em dólares, então o PIB (e o crescimento) medido em dólares pareceria mais apropriado. Na prática, a maioria dos países tem dívida em moeda estrangeira e também em moeda local, mas indexadas à inflação, caso em que o crescimento real do PIB seria o referencial natural.

Semelhante à taxa de juros implícita, a taxa de crescimento g_t que aparece na equação da dinâmica da dívida (1) é uma taxa de crescimento implícita e uma média ponderada das taxas de crescimento do PIB nominal, real e em dólar, onde os pesos são a fração da dívida denominada em

cada uma dessas unidades. Essa taxa de crescimento pode ser recuperada implicitamente a partir da equação da dinâmica da dívida:

$$d_t = \frac{(1+r_t)}{1+g_t} d_{t-1} - p_{bt} = \frac{d_{t-1}}{1+g_t} + \frac{r_t D_{t-1}}{Y_t} - p_{bt} = \frac{d_{t-1}}{1+g_t} - \frac{OB_t}{Y_t} \quad (6)$$

onde d_t é a relação dívida-PIB, $\frac{r_t D_{t-1}}{Y_t}$ são os juros pagos sobre a dívida no período t como uma fração do PIB e OB_t é o resultado fiscal global (i. e., o resultado primário mais pagamentos de juros). A partir dessa relação, a taxa de crescimento implícita é:

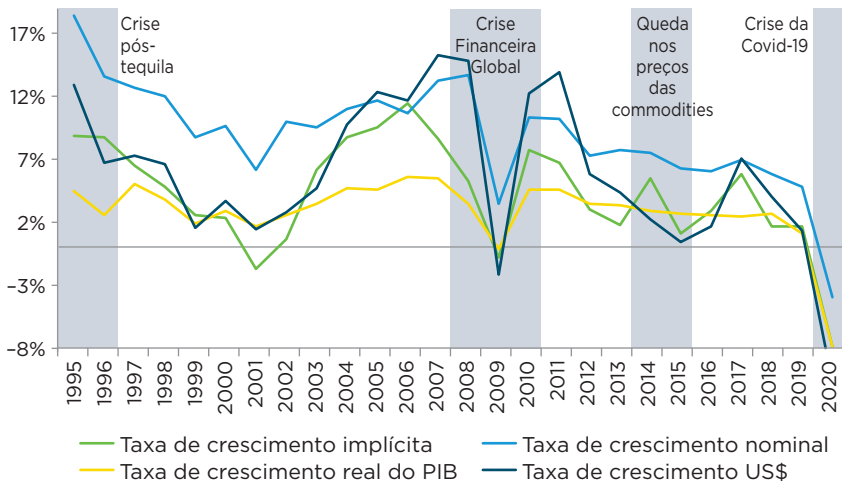
$$g_t = \frac{d_{t-1}}{d_t + ob_t} - 1 \quad (7)$$

onde todas as variáveis em letras minúsculas representam frações do PIB do período t .

A Figura 5.7 mostra a evolução da taxa de crescimento implícita mediana para a região e a compara com medidas alternativas de crescimento calculadas medindo-se o PIB em moeda local, em dólares e em termos reais. Como pode ser visto, em geral a taxa de crescimento implícita está no meio das estimativas e tende a exceder a taxa de crescimento real, mas é inferior à taxa de crescimento em termos nominais ou em dólares.

Uma ressalva importante sobre taxas implícitas de juros e de crescimento é que elas pressupõem que não há renegociações (ou inadimplência)

Figura 5.7 Taxas medianas de crescimento do PIB



Fonte: Cálculos próprios com base em dados de Mauro et al. (2013) e FMI (2021).

de dívidas. Durante os períodos de inadimplência, o país não paga seus juros e principal devidos, mas a dívida ainda é contabilizada nas estatísticas da dívida, distorcendo o cálculo da taxa de juros implícita. Além disso, a renegociação altera o montante pendente da dívida e, portanto, a relação dívida-PIB sem que haja qualquer pagamento ou aumento de produção. Portanto, todas as taxas implícitas de juros e crescimento informadas excluem períodos de inadimplência.¹²

Uma vez definidas a taxa de juros implícita e a taxa de crescimento, o próximo passo é comparar o resultado primário com a taxa de juros ajustada pelo crescimento para avaliar se a região adotou uma política fiscal suficientemente agressiva para manter a sustentabilidade diante do aumento da dívida. Na região como um todo e em todos os grupos de países (exceto países dependentes de commodities), a resposta do resultado primário a um aumento da dívida é maior do que a taxa de juros ajustada pelo crescimento no nível de confiança de 95% (ver Figura 5.8).¹³ Assim, a resposta fiscal do país típico na região (nos grupos de turismo e diversificados) implica sustentabilidade.¹⁴

No caso do grupo de commodities, a dívida cresceu rapidamente nas últimas duas décadas a partir de níveis relativamente baixos; o resultado foi uma reação fiscal que não foi consistente com uma relação de dívida estável. Isso coincidiu com “superciclos” de commodities induzidos pela China (ver Figura 5.8, Painel B e a próxima seção para mais comentários).

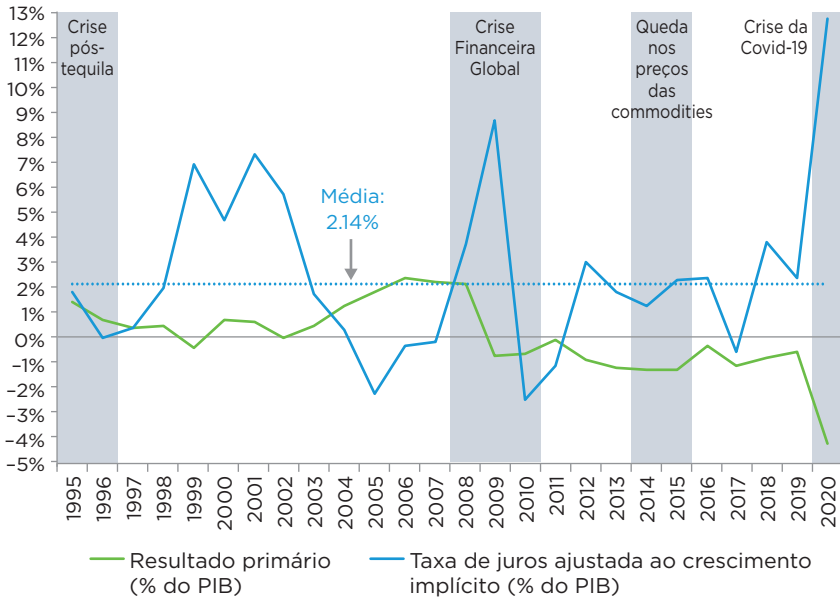
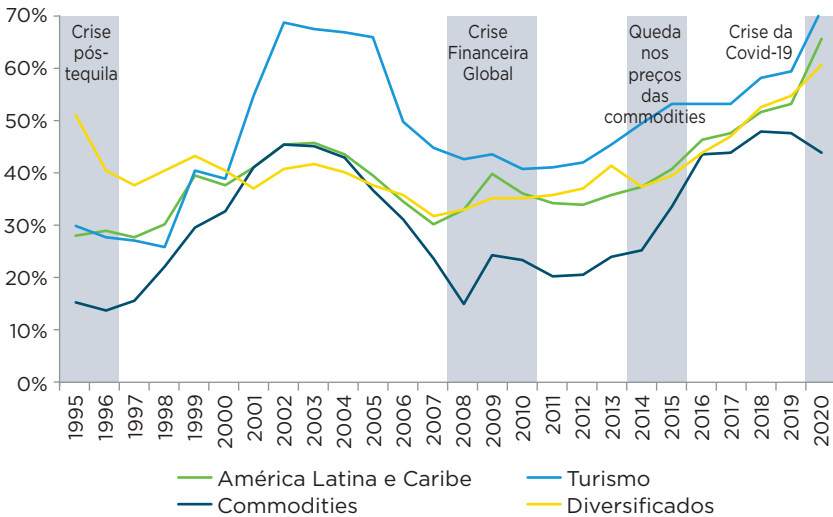
Fadiga fiscal: permitindo uma resposta mais fraca em níveis de dívida mais altos

Os resultados indicados na seção anterior pressupõem uma resposta fiscal constante, mas na prática isso pode variar com o nível de endividamento. A fadiga fiscal pode se estabelecer em níveis mais altos de endividamento, reduzindo a resposta fiscal.

¹² Essa discussão também pressupõe outras causas de diferenças entre a mudança na dívida e os componentes da equação dinâmica da dívida, como o termo de ajuste estoque-fluxo ou itens orçamentários “abaixo da linha” que provocam mudanças na dívida. No conjunto de dados, períodos com taxas implícitas de crescimento muito altas ou muito baixas são excluídos. O ponto importante é que a taxa de crescimento implícita captura a maioria dos componentes de crescimento da evolução da relação dívida-PIB e é uma maneira fácil de aproximar a média ponderada precisa descrita acima.

¹³ A taxa de juros ajustada pelo crescimento para a região é de 2,1%.

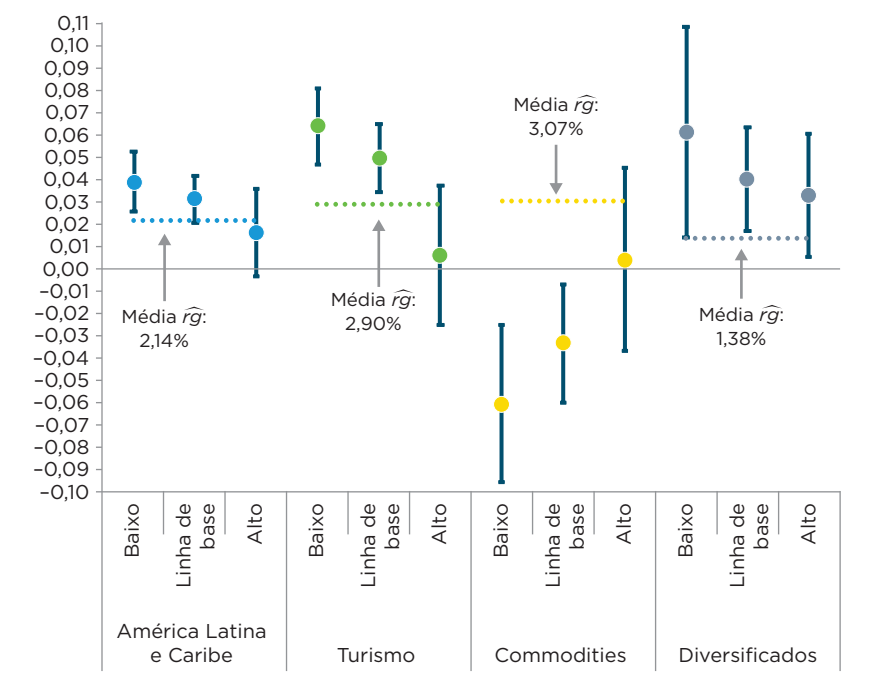
¹⁴ A taxa de juros mediana ajustada pelo crescimento foi positiva para 425 observações na amostra e negativa para 305 observações. Ela tende a aumentar durante as crises, à medida que os resultados primários se deterioram.

Figura 5.8 Resultado primário mediano, taxa de juros e dívida**A. Resultado primário e taxa de juros****B. Dívida regional e de grupos de países (% do PIB)**

Fonte: Cálculos próprios com base em dados de Mauro et al. (2013) e FMI (2021).

Nota: A amostra exclui períodos de inadimplência; r e g são taxa de juros implícita e taxa de crescimento implícita, respectivamente. Média $(r-g)/(1+g)$ é a média no tempo das medianas transversais de 1995 a 2019.

Figura 5.9 Resposta mais fraca em níveis de dívida mais altos



Fonte: Cálculos próprios com base em dados de bancos de dados padronizados e fontes nacionais.
Nota: O ponto é o coeficiente estimado da dívida defasada, enquanto as barras de erro são o intervalo de confiança de 90%; r e g são a taxa de juros implícita e a taxa de crescimento implícita, respectivamente. A média $(r\hat{g}_t)$ $r\hat{g}$, é a média de tempo das medianas transversais de 1995 a 2019, da taxa de juros implícita ajustada pelo crescimento. Níveis altos de endividamento referem-se a períodos sem inadimplência e em que a relação dívida/PIB está acima do 50º percentil de cada país, enquanto níveis baixos de endividamento referem-se a períodos sem inadimplência e em que a dívida está abaixo desse limiar. Ver Figura 5.5 para uma descrição dos países incluídos em cada grupo.

A Figura 5.9 compara a reação do resultado primário ao endividamento, quando a dívida está acima da mediana, com a reação quando a dívida está abaixo desse ponto.¹⁵ Quando a dívida está acima do valor mediano, embora a resposta fiscal seja maior do que a taxa de juros ajustada pelo crescimento, em média, ela não é estatisticamente superior a esse valor crítico no nível de tolerância de 95%. Assim, em níveis altos de endividamento, a resposta fiscal não foi suficientemente agressiva para garantir a sustentabilidade em um alto nível de confiança. Como a dívida agora é superior aos níveis históricos empregados nesta análise após a crise da Covid-19, a reação fiscal terá que superar a do passado para garantir a sustentabilidade da dívida.

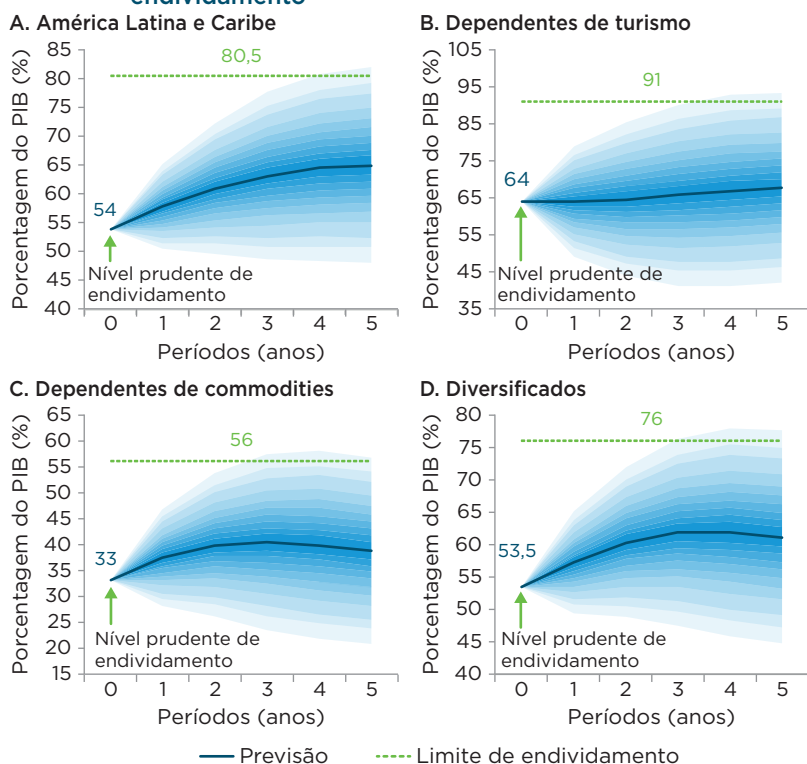
¹⁵ González e Hernández (2022) encontraram resultados equivalentes usando o 75º e o 90º percentis e formas polinomiais. Episódios de inadimplência foram excluídos desses cálculos.

Preparando-se para o pior: níveis de endividamento prudentes versus sustentáveis

Dados os custos e as dificuldades na redução do endividamento, bem como a existência de fadiga fiscal, os países fariam bem em manter os níveis de endividamento abaixo de um nível que garanta (apenas) a sustentabilidade. Isso pode ser descrito como um nível prudente de endividamento e não apenas sustentável. Como choques sempre podem ocorrer, esse nível pode ser definido como aquele que garante que a dívida permaneça sustentável, mesmo na presença de um amplo conjunto de choques negativos.

Níveis prudentes de endividamento são estimados de modo que, com uma dada probabilidade, a dívida permaneça abaixo do nível máximo de endividamento sustentável. A metodologia emprega milhares de simulações estocásticas em um tipo de análise de Monte Carlo que pode ser ilustrada por um gráfico em leque (ver Figura 5.10). Os riscos encapsulados

Figura 5.10 Limites de endividamento e níveis prudentes de endividamento



Fonte: Cálculos da equipe do BID.

na metodologia incluem depreciação da moeda, aumentos das taxas de juros, choques no crescimento e variáveis fiscais, entre outros fatores.

Os resultados indicam que o nível prudente de endividamento para o país típico da região é de cerca de 54% do PIB. Considerando os grupos de países, as economias dependentes de commodities têm níveis prudentes de endividamento mais baixos, pois os choques que podem impactar essas economias tendem a ser maiores. A economia diversificada típica tem um nível prudente de endividamento semelhante ao do país típico da região, enquanto os países dependentes de turismo têm níveis prudentes de endividamento um pouco mais altos.¹⁶

Essa metodologia de definição de níveis prudentes de endividamento baseia-se em uma análise prospectiva. É útil comparar essas estimativas com outras abordagens para testar sua robustez. A seção a seguir analisa episódios passados de crise fiscal e determina os níveis de endividamento que desencadearam esses eventos, por meio de uma metodologia do tipo alerta precoce. Os resultados são então comparados com níveis de endividamento mais robustos e prudentes.

O valor de um sistema de alerta precoce

Os sistemas de alerta precoce (SAP) dependem de um conjunto de indicadores; se esses indicadores mudam de valores abruptamente ou entram em zonas vermelhas, é provável que uma crise fiscal seja desencadeada. Uma crise fiscal é definida como qualquer uma das seguintes situações: i) o risco de inadimplência (ou de uma crise de liquidez) aumenta abruptamente; ii) o financiamento do FMI é acordado em larga escala; iii) existem taxas de inflação muito altas; ou iv) o país perde acesso a financiamento do mercado.¹⁷

Dois modelos de alerta precoce incluem a abordagem de sinalização¹⁸ e ferramentas de aprendizagem de máquina (*machine learning*). Ambos os tipos de modelo permitem classificar o risco macrofiscal de acordo com características específicas do país. O modelo de sinalização identifica os melhores preditores de crises fiscais e encontra um limite para cada uma dessas variáveis. Um sinal é enviado ao sistema sempre que um indicador

¹⁶ A Figura 5.10 mostra os resultados da calibração dos níveis prudentes de endividamento na região em um horizonte de cinco anos. Para cada grupo de países, o nível prudente garante uma probabilidade de 90% de que o endividamento permanecerá abaixo de seu endividamento máximo. Observe que os impactos totais da pandemia de Covid-19 nos países dependentes de turismo não estão completamente incorporados a essa análise.

¹⁷ Ver por exemplo Baldacci, Gupta e Mati (2011), Hernández de Cos et al. (2014), Gerling et al. (2017), e Beers e de Leon-Manlagnit (2019).

¹⁸ Ver Kaminsky, Lizondo e Reinhart (1998).

excede o limite. Quanto mais variáveis enviarem sinais, maior o risco de estresse fiscal. No entanto, uma das principais deficiências dessa metodologia é não permitir correlações entre as diferentes variáveis que predizem uma crise. Alternativamente, os modelos de aprendizagem de máquina permitem correlações entre variáveis. O mais tradicional é o modelo logit, que estima os determinantes do estresse fiscal e o respectivo limite de endividamento. No entanto, os resultados são sensíveis a agrupamentos de países e variáveis.

Este capítulo estima uma série de modelos usando uma variedade de técnicas para encontrar um agrupamento robusto de indicadores.¹⁹ Os melhores modelos para previsão de crises são identificados por meio de testes padronizados.²⁰ Um nível de endividamento seguro para o país típico da região seria de cerca de 46–55% do PIB, de acordo com a metodologia (ver Tabela 5.1). Os resultados para um grupo diversificado de países estão em torno de 42–43%, níveis um pouco mais elevados para o grupo dependente de turismo e níveis mais baixos para o grupo de países dependentes de commodities.

Tabela 5.1 Níveis de endividamento seguros: comparando resultados entre metodologias (% do PIB)

Metodologia		Grupos de países			
		América Latina e Caribe	Dependentes de turismo	Dependentes de commodities	Diversificados
Modelo de alerta precoce	Abordagem de sinalização	55%	70%	42%	43%
	Aprendizagem de máquina	46%	64%	32%	42%
Níveis de endividamento prudentes (fadiga fiscal)	Simulações de Monte Carlo	54%	64%	33%	54%
Nível de endividamento prudente médio		52%	66%	36%	46%
Nível de endividamento real (2021)		67%	78%	61%	63%

Fonte: Cálculos próprios.

¹⁹ Inclui a abordagem de sinalização e várias abordagens de aprendizagem de máquina.

²⁰ Ver Valencia, Diaz e Parra (2022) para mais detalhes. A metodologia segue a de Apley e Zhu (2020) e emprega a técnica de efeito local acumulado (ALE) para isolar os efeitos marginais das variáveis na previsão de crises fiscais, incluindo nível de endividamento.

Ao conectar a abordagem do SAP ao quadro de sustentabilidade da dívida, é importante notar que os limites de endividamento identificados se relacionam com a fadiga fiscal. Esses níveis de endividamento não sinalizam uma crise fiscal iminente, mas um aumento significativo na probabilidade de crise no médio prazo, devido a uma combinação de choques (taxas de juros mais altas, crescimento menor ou choques fiscais) e fadiga fiscal. O fato de ambas as metodologias produzirem resultados semelhantes proporciona maior confiança nessas constatações. Os níveis de endividamento seguros estimados estão consideravelmente abaixo dos níveis atuais após o choque de Covid-19. Portanto, a maioria dos países faria bem em adotar políticas de redução da dívida a níveis mais seguros para reduzir riscos, bem como para impulsionar o crescimento (ver Capítulo 8) e facilitar o acesso a financiamento.

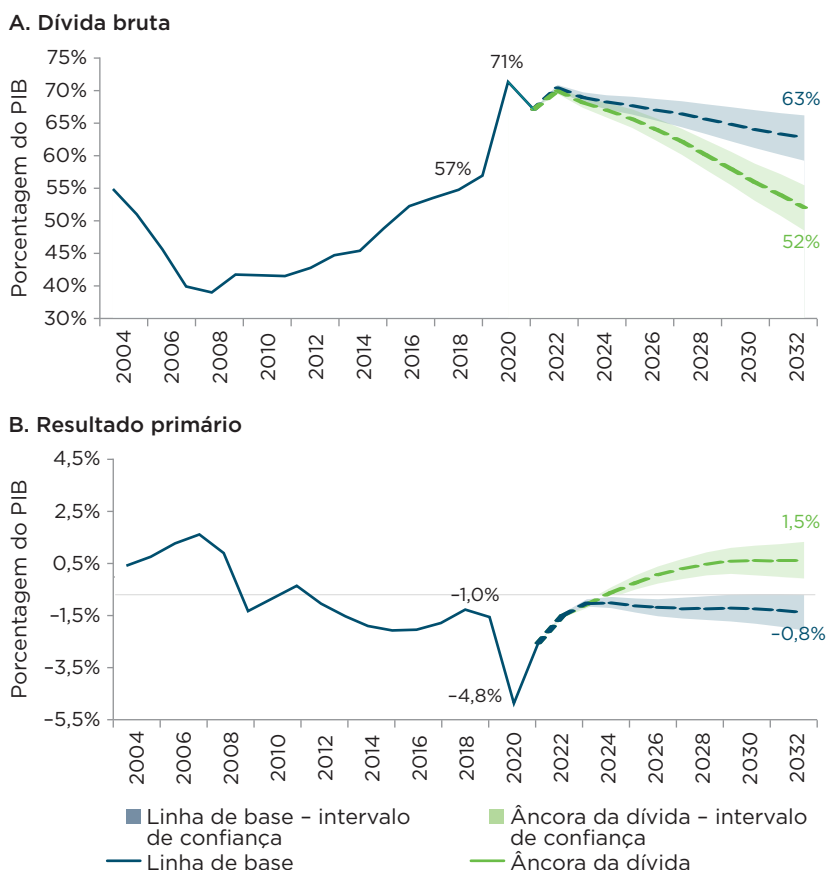
Política fiscal para convergir para níveis prudentes de endividamento

Os níveis prudentes de endividamento estimados acima baseiam-se em dados históricos, empregam funções históricas de reação fiscal e valores de variáveis importantes e levam em conta as características de cada país, incluindo a qualidade das instituições fiscais. Para reduzir o risco, os países poderiam reduzir a dívida a esses níveis prudentes, melhorar as instituições fiscais a fim de aumentar a capacidade de carga da dívida com menor risco, ou uma combinação dos dois.

Como exercício, considere países que apenas reduzem o endividamento. Dois cenários são comparados. O primeiro é um caso de linha de base em que os níveis de endividamento são previstos e a política fiscal é endógena e uma função da dívida e de outras variáveis macroeconômicas. Um segundo cenário, rotulado de caso da âncora da dívida, baseia-se em uma política fiscal formulada para fazer a dívida convergir para os níveis prudentes estimados acima.

Em ambos os cenários, a dívida aumenta em 2022, uma vez que a política fiscal permanece um pouco expansionista, o crescimento diminui após a forte recuperação em 2021, e a política monetária e as condições de financiamento se tornam mais restritivas. Nos anos subsequentes, os índices de endividamento diminuem. Na linha de base, os países alcançam um superávit primário de 0,8% do PIB (média de 2022 a 2032) e o endividamento diminui gradualmente para 63% do PIB até 2032. No cenário de âncora da dívida, um superávit fiscal primário que aumentaria gradualmente para 1,5% do PIB reduziria a dívida para níveis prudentes; nesse nível, o endividamento diminui mais rapidamente e atinge o nível prudente de 52% do PIB

Figura 5.11 Cenários de dívida bruta e resultado primário para América Latina e Caribe

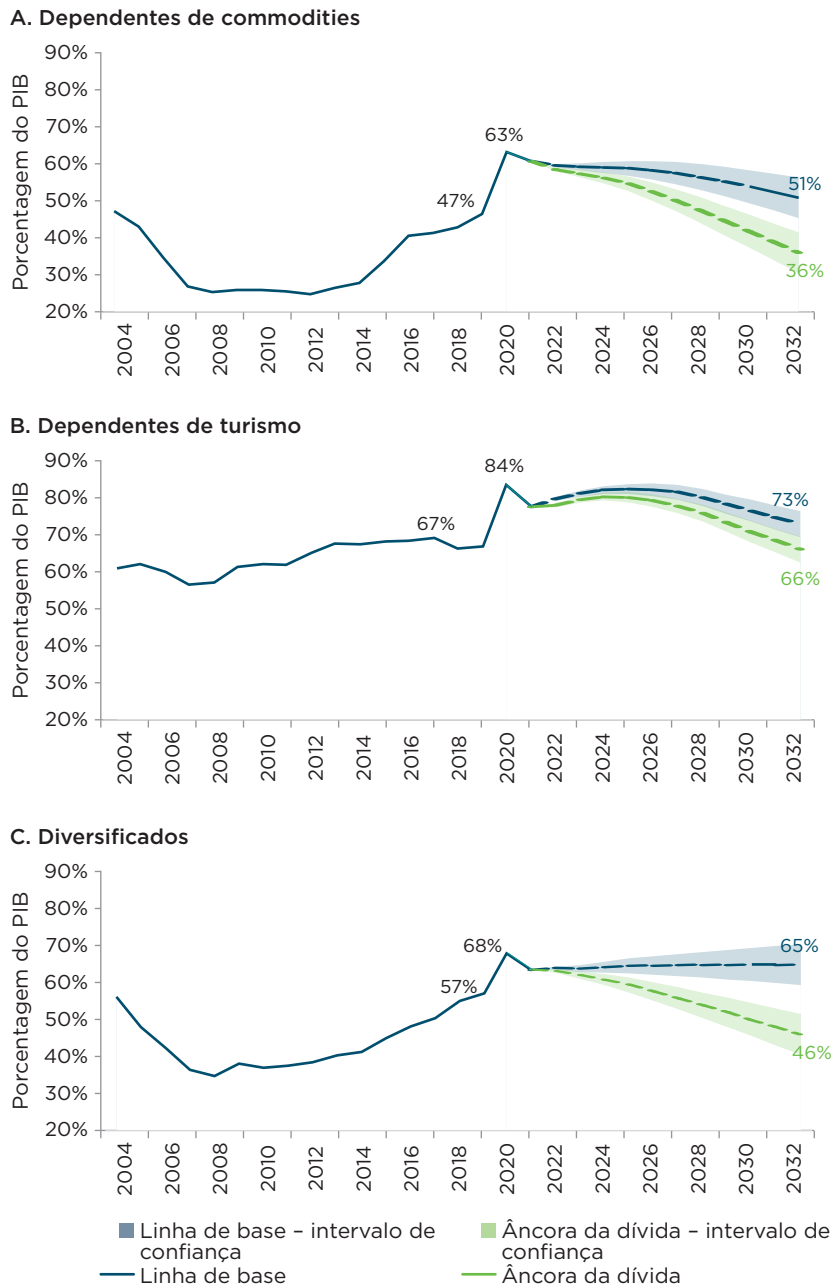


Fonte: Cálculos próprios.

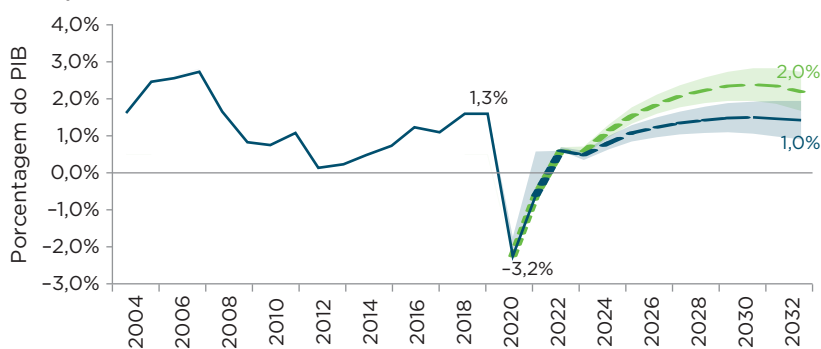
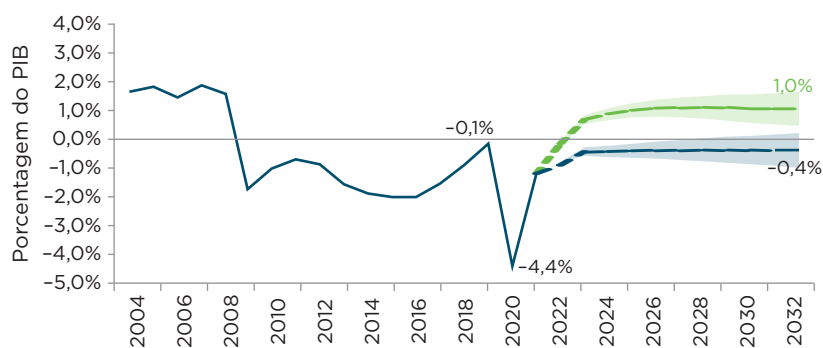
até 2032. Assim, a região precisa aumentar os superávits fiscais em cerca de 1,5% do PIB em média (em comparação com a linha de base) para alcançar o nível prudente de endividamento estimado em uma década.

Essas estimativas variam de acordo com o grupo de países. Os países dependentes de commodities exigem um superávit fiscal primário de 1,3% do PIB de 2022 a 2032 no cenário de âncora da dívida para alcançar o nível de endividamento prudente estimado anteriormente, que é cerca de 1,8% do PIB acima do resultado primário no cenário de referência. Nos países dependentes de turismo, o superávit fiscal médio no cenário de âncora da dívida é de 1,6% do PIB contra 0,8% na linha de base, e, nas economias diversificadas, o superávit é de 1% e 0,4% nos cenários de âncora da dívida e de linha de base, respectivamente.

Figura 5.12 Cenários da dívida bruta para grupos de países



Fonte: Cálculos próprios.

Figura 5.13 Cenários de resultado primário para grupos de países**A. Dependentes de commodities****B. Dependentes de turismo****C. Diversificados**

■ Linha de base - intervalo de confiança
— Linha de base

■ Âncora da dívida - intervalo de confiança
— Âncora da dívida

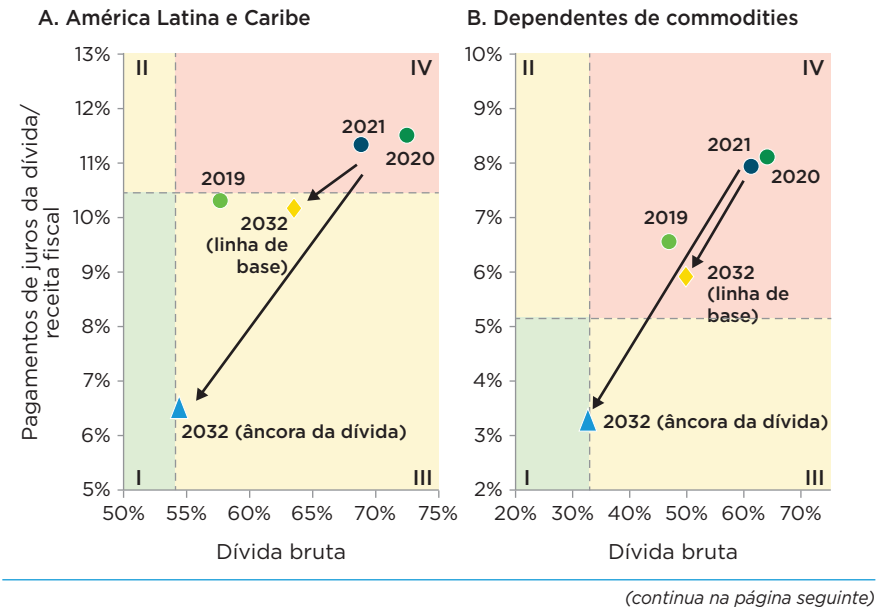
Fonte: Cálculos próprios.

Viabilidade e níveis de endividamento

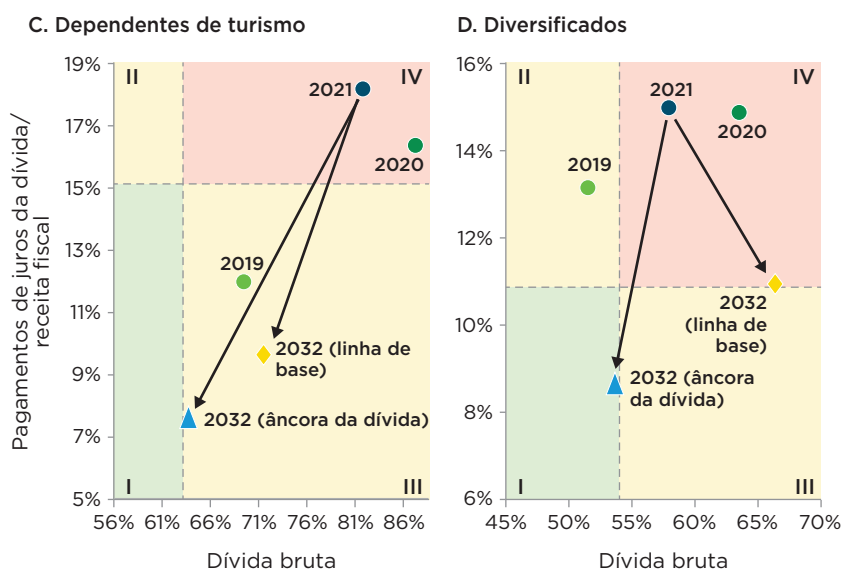
Algumas das vantagens significativas de reduzir o endividamento mais rapidamente são diminuir o serviço da dívida e o risco e criar espaço fiscal para outros tipos de gasto que melhorem o crescimento ou ajudem as famílias de baixa renda. Os níveis de endividamento atuais somados ao aumento das taxas de juros estão aumentando os pagamentos de juros como percentual das receitas: essa relação às vezes é chamada de viabilidade da dívida. A análise do sistema de alerta precoce também pode ajudar a determinar quando a falta de viabilidade da dívida se torna um problema.²¹

Uma situação em que o endividamento é relativamente baixo e o serviço da dívida é um percentual relativamente baixo das receitas fiscais pode ser descrita como zona segura e rotulada de zona I (canto inferior esquerdo) na Figura 5.14. A zona II (canto superior esquerdo) é uma zona mista, onde os níveis de endividamento são relativamente baixos, mas o

Figura 5.14 Nível de endividamento e viabilidade



²¹ O sistema de alerta precoce emprega o índice de viabilidade da dívida como um dos indicadores de uma crise potencial; os limites informados são usados aqui para determinar as diferentes zonas descritas no texto. Ainda assim, esses limites devem ser considerados como indicativos e, em geral, dependeriam das características individuais de cada país.

Figura 5.14 Nível de endividamento e viabilidade (continuação)

Fonte: Cálculos próprios.

serviço da dívida é relativamente alto. Países com baixa arrecadação de receitas fiscais (receitas fiscais divididas pelo PIB) precisam, em geral, manter os níveis de endividamento baixos e são frequentemente encontrados nessa área da figura. A zona III (canto inferior direito) também é uma zona de risco misto, onde os níveis de endividamento são altos, mas o serviço da dívida é relativamente baixo. Muitas economias avançadas estão nessa zona, assim como os países da região que têm dívidas relativamente altas, mas conseguem manter as taxas de juros baixas graças a reservas elevadas, boa composição da dívida ou instituições fiscais superiores. A zona IV é a área de alto risco (canto superior direito), onde os níveis de endividamento e o serviço da dívida são relativamente altos.

O país típico da região ficava na fronteira entre a zona IV (área de risco alto) e na zona III (risco misto com endividamento alto, mas serviço da dívida menor) antes da pandemia. Com a pandemia, os níveis de endividamento e o serviço da dívida subiram e empurraram a maioria dos países para a zona de maior risco. No cenário de âncora da dívida, os países se movem para o canto inferior esquerdo e para a fronteira da zona segura, com níveis de endividamento mais baixos e serviço da dívida mais acessível. No cenário de linha de base, sem superávits adicionais para reduzir a dívida, o país típico está, na melhor das hipóteses, na zona de risco misto (zona III). Esse padrão é amplamente repetido para os diferentes grupos de países.

Restaurando e mantendo a sustentabilidade

Muitos países da região se beneficiariam com a redução do endividamento para níveis prudentes, a fim de reduzir tanto os riscos como os custos do serviço da dívida. Essa redução também abriria espaço fiscal para maiores investimentos produtivos e permitiria uma política fiscal contracíclica em face de choques futuros.

Não há uma receita única para a consolidação fiscal, e a melhor estratégia depende das circunstâncias de cada país.²² Ainda assim, todos os países devem garantir que tanto o gasto público quanto os sistemas tributários sejam eficientes. Do lado do gasto, as estimativas pré-pandêmicas sugeriam que, em média, 4,4% do PIB poderia ser economizado, melhorando a eficiência dos gastos.²³ E do lado dos impostos, os sistemas tributários poderiam ser modernizados de inúmeras formas para melhorar a arrecadação.²⁴ Maior eficiência é mais importante do que nunca, dado o aumento do gasto público decorrente da pandemia, e particularmente importante em países que arrecadam grandes volumes de receita pública e onde as despesas respondem por uma alta porcentagem do PIB. Em 2021, cerca de 15 países da região arrecadaram mais de 25% do PIB em receitas públicas, e o gasto público excedeu 25% do PIB em 16 países.

Em países que arrecadam grande parte de sua receita através de impostos, as consequências negativas para o crescimento ao aumentá-los ainda mais serão provavelmente prejudiciais.²⁵ Assim, embora seja fundamental buscar mais eficiência na forma como os impostos são arrecadados, também é fundamental determinar como os gastos podem ser reduzidos. Normalmente, países que arrecadam muito em impostos também gastam muito. Assim, buscar maior eficiência nos gastos é fundamental. Além disso, políticas que promovam uma mudança nas despesas — de gastos de consumo para gastos de investimento — são benéficas do ponto de vista do crescimento, uma vez que os multiplicadores de crescimento tendem a ser significativamente maiores no investimento do que nos gastos de consumo.²⁶ Criar subsídios e transferências cuidadosamente para garantir que sejam recebidos apenas por

²² Ver, por exemplo, a discussão em Powell (2016).

²³ Ver Izquierdo, Pessino e Vuletin (2018).

²⁴ Ver Corbacho, Fretes Cibils e Lora (2013) e Cavallo et al. (2022) sobre políticas fiscais; ver Manzano e Powell (2018) para uma discussão sobre a eficiência de impostos e royalties para a produção de commodities na região.

²⁵ Ver Gunter et al. (2021).

²⁶ Ver Ardanaz et al. (2021).

aqueles que realmente precisam desse apoio é crucial para o esforço de tornar os gastos mais eficientes.²⁷

Em países com governos menores em termos de receitas e despesas públicas, o foco principal pode ser um pouco diferente. Nove países têm receitas públicas inferiores a 20% do PIB e cinco arrecadam menos de 15% do PIB. Esses países podem se beneficiar significativamente da expansão da base tributária. Novas tecnologias revolucionaram os sistemas tributários, permitindo uma melhor identificação dos contribuintes, monitoramento e arrecadação. Ainda assim, o foco deve ser melhorar a eficiência em termos de receitas e despesas, para garantir que quaisquer receitas adicionais sejam usadas da melhor forma possível.

Embora evidências recentes sugiram que os multiplicadores de crescimento são maiores para os gastos de investimento do que para os de consumo, esses estudos são baseados em dados históricos.²⁸ A região tem um espaço considerável para melhorar os regimes de investimento público, e economias significativas são possíveis em todas as etapas, desde a identificação do projeto até seu desenvolvimento e operação.²⁹ Melhorias nos regimes de investimento poderiam resultar em multiplicadores de crescimento ainda maiores no futuro.

Além disso, o momento de consolidação envolve um *trade-off*. Por um lado, uma estratégia de consolidação rápida e mais agressiva pode trazer benefícios significativos em termos de poupança no pagamento de juros e prêmios de risco e taxas de juros menores, que podem beneficiar o investimento privado. Por outro lado, cortes drásticos nos gastos ou aumentos de impostos podem reduzir o crescimento, especialmente se a demanda já estiver fraca. Uma abordagem mais gradual pode ser menos prejudicial à atividade econômica, principalmente se o crescimento estiver abaixo do potencial. No entanto, a abordagem mais lenta implica níveis mais altos de pagamentos de juros por mais tempo, o que significa que mais ajustes seriam realmente necessários. Se o setor privado tem alguma dúvida de que a consolidação realmente ocorrerá, então o benefício em termos de qualquer redução imediata do risco pode ser mínimo. Boas instituições fiscais, que convençam o setor privado de que um plano de consolidação plurianual será executado, são fundamentais para um programa de ajuste

²⁷ Subsídios aos combustíveis, por exemplo, são um instrumento ruim do ponto de vista distributivo, pois grande parte do subsídio é direcionado para aqueles com renda mais alta (ver Izquierdo, Pessino e Vuletin, 2018).

²⁸ Ainda assim, multiplicadores de crescimento do consumo do governo em países em desenvolvimento provavelmente são maiores do que em economias avançadas (ver Izquierdo, Pessino e Vuletin, 2018).

²⁹ Ver Cavallo, Powell e Serebrisky (2020).

gradual bem-sucedido. Se instituições fiscais fortes apoiarem a credibilidade do plano, uma redução nos prêmios de risco e efeitos benéficos sobre o investimento privado poderão ocorrer mais cedo.

A dívida pública vinha aumentando na região antes da pandemia e da crise de Covid-19 provocarem novo aumento. Este capítulo argumenta que, no futuro, a sustentabilidade dependerá fundamentalmente dos planos fiscais. A maioria dos países se beneficiaria de algum grau de consolidação fiscal, e alguns requerem um esforço fiscal substancial para alcançar níveis prudentes de endividamento com baixo risco. A melhor combinação de maior eficiência, gastos otimizados e uma base tributária aprimorada dependerá das circunstâncias individuais de cada país, incluindo a qualidade das instituições fiscais e a gestão adequada da dívida (ver Capítulo 6).

Gestão de dívida soberana

O objetivo da gestão da dívida pública é assegurar que o governo tenha suas necessidades de financiamento atendidas e cumpra suas obrigações de pagamento ao menor custo possível, em um nível de risco aceitável no médio prazo.¹ Nenhuma estratégia é ideal. O baixo custo para um determinado nível de risco deve ser consistente com um espectro de opções relacionadas a vencimento, moeda, jurisdição, instrumentos e base de investidores, entre outras dimensões. A estratégia correta também depende de pressupostos sobre risco dos diversos elementos do balanço do setor público, incluindo riscos de liquidez associados à dívida a ser rolada.²

A gestão da dívida não é uma tentativa de ganhar dinheiro ou simplesmente reduzir custos. Ao contrário, ela busca coberturas (*hedges*) contra choques, a um custo razoável, para reduzir a incerteza em relação à capacidade de pagamento de um país. Uma vez que as estratégias alternativas tenham sido quantificadas no espaço risco-custo, a escolha final deve refletir as preferências de longo prazo do país. Isso implica o uso de critérios bem definidos e estáveis para governar a gestão da dívida e responsabilizar seus gestores, dando-lhes, ao mesmo tempo, um certo grau de independência.

A gestão da dívida deve abranger todas as obrigações financeiras sob o controle do governo central. No entanto, ao analisar estratégias alternativas, o gestor da dívida deve estar ciente de obrigações explícitas e contingentes que, embora não façam parte do passivo soberano

¹ Neste capítulo, risco refere-se ao objetivo de sustentabilidade fiscal, ou seja, de evitar eventos de crédito ou ajustes fiscais abruptos e possivelmente inviáveis, conforme detalhado no Capítulo 5.

² Conforme descrito no Capítulo 2, por exemplo, os países em desenvolvimento podem emitir dívidas a fim de manter reservas para reduzir riscos de liquidez. Ver também Levy Yeyati (2008).

documentado, podem afetar necessidades futuras de financiamento. Definir a abrangência para calibragem e seleção de estratégias de dívida nem sempre é simples. Este capítulo acompanha a definição de dívida conforme discutida nos Capítulos 4 e 5, mas também considera passivos que geralmente não estão incluídos naquela abordagem-padrão.

Os gestores de dívida enfrentam vários *trade-offs*, que certamente são mais severos em economias em desenvolvimento do que nas avançadas. Em particular, devem ponderar o *trade-off* entre a dívida externa em moeda forte a um custo menor e vencimentos mais longos versus dívida doméstica mais curta e mais cara. Também confrontam escolhas relacionadas ao tipo de credor. Por exemplo, empréstimos de credores oficiais podem ser mais baratos, mais seguros do ponto de vista do risco de rolagem e menos procíclicos do que títulos de credores comerciais; no entanto, podem vir com condições especiais ou restrições. Ainda assim, algumas instituições privadas podem ter objetivos de longo prazo e ser um investidor relativamente estável, enquanto outras podem ter horizontes de investimento curtos e ser altamente sensíveis a mudanças no risco. Investidores institucionais locais regulamentados podem se comportar de forma diferente de credores estrangeiros inconstantes.

Composição da dívida refere-se ao estoque da dívida. Sua evolução ao longo do tempo é lenta e tão mais lenta quanto mais longo o vencimento, e as decisões tomadas em determinado momento persistirão. Assim, a segmentação de um determinado perfil de dívida deve ser pensada como um exercício de médio prazo. Dadas as mudanças inesperadas nas taxas de juros, moedas e outras variáveis, a composição da dívida mudará e é improvável que esteja em algum ponto ideal escolhido em cada momento. Os gestores da dívida devem incorporar esses riscos a qualquer estratégia.

A região da América Latina e Caribe avançou significativamente em termos de instituições em desenvolvimento tanto para gerenciar a dívida de forma eficaz quanto para melhorar sua composição. Muitos países criaram escritórios de gestão da dívida (DMOs, na sigla em inglês) e melhoraram a qualidade da equipe técnica. Após as crises da década de 1990, e por meio do boom das commodities dos anos 2000, a dolarização da dívida diminuiu, e a ênfase passou para o alongamento de vencimentos em moeda doméstica. Ainda assim, essas tendências se inverteram um pouco com a queda nos preços das commodities após 2012, e a pandemia elevou acentuadamente os níveis da dívida e impactou sua composição.

Este capítulo aborda estratégias de gestão da dívida de uma perspectiva positiva e normativa, examinando os princípios-padrão de gestão de dívida, definindo sua abrangência, detalhando a evolução da composição

da dívida soberana nos últimos 20 anos e discutindo o atual cronograma de amortização da dívida pública. A região enfrenta desafios fiscais significativos após a pandemia. Uma gestão adequada da dívida, com instituições eficientes, como DMOs e instrumentos de dívida inovadores, será fundamental para vencer esses desafios.

Gestão de riscos: a busca pela composição ideal da dívida

Na gestão da dívida, as necessidades de financiamento do governo são geralmente consideradas um fato consumado. O objetivo é atender a essas necessidades, minimizando os custos esperados do serviço da dívida, em um nível aceitável de risco, dadas as implicações para financiamento no médio prazo. Talvez a parte mais complexa da gestão da dívida seja otimizar a estrutura da dívida em relação a esses riscos, incluindo risco de mercado (aumentos no serviço da dívida devido a mudanças nas variáveis de mercado, tais como taxas de juros e taxas de câmbio); risco de refinanciamento (aumento dos custos de refinanciamento que, no limite, podem restringir o acesso ao mercado); risco de liquidação (por exemplo, se o governo deixar de cumprir um contrato de dívida por razões técnicas ou legais); e risco de liquidez (normalmente, escassez de moeda estrangeira após saídas de caixa imprevistas ou dificuldades de financiamento).

Essas considerações destacam vários aspectos críticos da composição da dívida: denominação, vencimento, liquidez (particularmente, acesso a divisas) e acesso a empréstimos oficiais (mais confiáveis e menos onerosos). Além disso, na medida em que a base de investimento determina, em parte, a moeda de denominação e, em muitos casos, influencia os riscos de vencimento e refinanciamento, a composição das fontes de financiamento (privadas versus oficiais, internas versus externas) é uma dimensão importante de uma estratégia de dívida ideal.

Não há uma solução única para encontrar um perfil de dívida ideal. Em particular, em muitas economias em desenvolvimento, algumas escolhas de perfil em termos de moeda, base de credores e vencimento podem não estar prontamente disponíveis. Nesses casos, a melhor estratégia de dívida deve se adaptar às restrições pertinentes. Por exemplo, os países podem carecer de mercados domésticos suficientemente profundos, obrigando o gestor da dívida a escolher entre dívida doméstica de curto prazo em moeda local e dívida de longo prazo em moeda estrangeira, levando a uma maior dependência de financiamento externo (normalmente em dólares). Da mesma forma, economias parcialmente dolarizadas podem enfrentar custos mais altos de emissão de dívida em moeda local, o que pode novamente empurrar a estrutura da dívida para um maior nível de

dolarização.³ Por sua vez, as economias de baixa renda podem ter acesso a empréstimos concessionais que são preferíveis a outras fontes oficiais em termos de custo, risco e vencimento.

Os índices e a composição da dívida movem-se lentamente. Decisões tomadas hoje podem ter implicações por vários anos. Além disso, os índices de endividamento estão atrelados a mudanças no ambiente: uma valorização cíclica da taxa de câmbio real tende a diminuir os índices de endividamento, podendo dar uma impressão enganosa sobre riscos e opções de gestão da dívida. Então, a gestão da dívida deve levar em conta os valores de médio prazo esperados para os principais impulsionadores, e qualquer avaliação das políticas de dívida precisa considerar janelas mais longas, que deem tempo para que a política acomode o impacto dos choques.

Portanto, é impossível garantir que a composição da dívida será ideal, dadas todas as restrições de cada momento. Um objetivo mais realista é identificar combinações de parâmetros que produzam custos aceitáveis — combinações de riscos que tentem eliminar aquelas excessivamente arriscadas ou onerosas — e assegurar que a composição real da dívida siga um caminho dentro dos parâmetros desejados. Como pode haver muitas maneiras de alcançar esse objetivo, os DMOs devem ter capacidade técnica e independência institucional suficientes para estabelecer metas adequadas, monitorar progressos e adaptar políticas quando necessário.

As diretrizes do quadro de Estratégia da Dívida de Médio Prazo (MTDS), desenvolvido pelo FMI e pelo Banco Mundial, incluem oito passos para os DMOs selecionarem uma estratégia de gestão de dívida que reconheça explicitamente um *trade-off* de custo-risco que garanta a sustentabilidade da dívida:⁴

1. definir o escopo e os objetivos de gestão da dívida;
2. articular a estratégia de gestão da dívida atual e os custos e riscos da dívida existente;
3. identificar fontes de financiamento potenciais, incluindo seus perfis de custo-risco;
4. desenvolver projeções de linha de base e identificar riscos nas principais áreas de políticas (fiscal, monetária, externa, de mercado);

³ Instrumentos em moeda doméstica podem se tornar ilíquidos na medida em que o prazo sobe, aumentando os custos de emissão e fornecendo incentivos para a emissão de mais dívida em moeda estrangeira (para mais discussão, ver Capítulo 2). A liquidez de precaução em moeda estrangeira, financiada pela dívida, pode ser valiosa, particularmente para economias dolarizadas, para garantir passivos de curto prazo do setor bancário.

⁴ Ver Balibek et al. (2019) para uma descrição detalhada, e Jonasson, Papaioannou e Williams (2019) para um breve resumo dos *trade-offs* de custo-risco.

5. reconhecer fatores estruturais que possam influenciar potencialmente a composição desejada da dívida no longo prazo;
6. classificar estratégias alternativas com base no *trade-off* de custo-risco;
7. entender as implicações das estratégias candidatas para condições fiscais, monetárias e de mercado;
8. acordar em altos níveis a estratégia de gestão de dívida desejada.

Especificamente, a etapa 6 envolve mapear cenários alternativos para a dinâmica da dívida, levando em conta os seguintes fatores:

- Ambiente: um conjunto de variáveis reais e financeiras exógenas, como crescimento, taxa de câmbio real, termos de comércio, demanda externa, taxas de juros globais e variáveis de risco global.
- Parâmetros de políticas: a resposta a mudanças no ambiente para componentes específicos de receitas e despesas.
- Cenários alternativos: podem ser derivados de testes de estresse gerados a partir de distribuições simuladas de variáveis exógenas.
- Simulações de resultados primários: podem ser obtidas simulando trajetórias para as variáveis exógenas e incorporando outros fatores, tais como estimativas de pagamentos previdenciários ou estimativas de fluxos de caixa de passivos contingentes.
- Fluxos de caixa do serviço da dívida: para cada cenário e estratégia da dívida, é possível estimar os fluxos de caixa para o serviço da dívida.
- Fronteira do perfil da dívida: usando esses fluxos de caixa, um mapa de custo-risco de cada estratégia individual da dívida pode ser desenvolvido, a fronteira pode ser identificada e, em seguida, a melhor opção pode ser escolhida com base nas preferências.

A MTDS oferece uma lista provisória de possíveis métricas de custo (por exemplo, pagamentos de juros normalizados por PIB ou receitas fiscais) e risco (participação de curto prazo, participação em moeda estrangeira, serviço da dívida em moeda estrangeira sobre reservas), bem como as variáveis de ações mais tradicionais (relações dívida-PIB e dívida-receita do governo, e o VPL da dívida/PIB). A ferramenta analítica da MTDS (Balibek et al., 2019) classifica um número limitado de estratégias com base na análise de custo-risco que envolvem um *trade-off* entre o valor esperado da variável (no cenário de linha de base) e o valor de cauda (sob estresse) para orientar a escolha final, que pode envolver múltiplas comparações.

A Colômbia oferece um estudo de caso interessante para a gestão da dívida, dada a excelente documentação da metodologia e dos desafios enfrentados.⁵ No caso colombiano, os insumos para determinar a estrutura de nova emissão em cada estratégia da dívida incluem as necessidades de financiamento do governo, a composição de novas dívidas, o esquema de colocação de novas emissões, os termos financeiros da nova dívida e as restrições de emissão relevantes. Os insumos são revistos ao menos mensalmente. As curvas de rendimento doméstico (moeda local) são modeladas e, para reduzir a dimensionalidade, variáveis macroeconômicas e curvas de rendimento são capturadas por seus principais componentes. Tendências das variáveis macroeconômicas são usadas para delinear o cenário de linha de base. Um limite de concentração de 8% é imposto: se qualquer nova dívida for emitida, não mais de 8% das amortizações totais estão concentradas em qualquer ano específico.

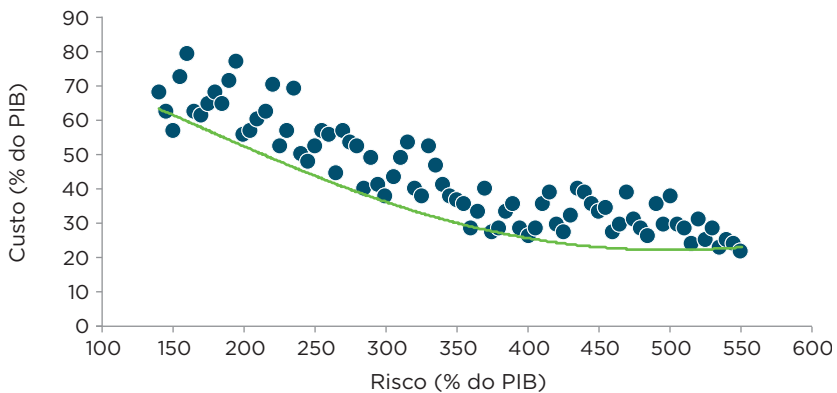
O modelo para orientar a otimização da estratégia de gestão da dívida ocorre em duas etapas: primeiro, otimiza a estratégia de dívida sobre a participação da moeda e a combinação de taxas de juros. Além disso, a metodologia simula, para cada estratégia de dívida, uma distribuição de cenários baseados nas correlações empíricas entre variáveis macroeconômicas e fontes de risco. Isso serve para testar a dinâmica da dívida.

Os resultados desse exercício são o custo da estratégia da dívida (representada pela média do valor presente do fluxo de serviço da dívida) e seu risco (representado pelo valor condicional e risco do valor presente do serviço da dívida, com base na distribuição obtida a partir da simulação) para um grande número de estratégias que permitam ao gestor traçar um mapa da fronteira da estratégia da dívida (Figura 6.1).

Por fim, a estratégia ideal da dívida é determinada pela fronteira custo-risco ótima (ou seja, o conjunto de estratégias para as quais nenhuma estratégia alternativa apresenta valores melhores em ambas as dimensões), aliada às preferências de custo-risco das autoridades nacionais, caracterizada pela razão $\lambda = - \frac{\Delta \text{Costo}}{\Delta \text{Riesgo}}$. Isso produz um ponto ideal na fronteira que, então, define um programa ideal, a estratégia selecionada será o ponto em que a fronteira tem uma inclinação λ , e esse ponto então mapeia as escolhas referentes à composição.

O caso colombiano destaca como a dimensionalidade do problema complexo de gestão da dívida pode ser reduzida realisticamente para permitir um exercício tratável. A abordagem se concentra nos principais riscos e aproveita um processo orientado por dados para identificar boas

⁵ Ver MinHacienda (2018) para uma descrição detalhada da estratégia de gestão da dívida.

Figura 6.1 Representação da fronteira da estratégia da dívida

Fonte: Elaboração própria.

estratégias de uma perspectiva de custo-risco e eliminar aquelas que podem ser muito caras ou arriscadas.

Definição da abrangência da dívida: além dos índices de endividamento-padrão

A discussão anterior supôs que era óbvio qual dívida deveria ser incluída nas simulações para escolher a melhor estratégia. Na prática, nem sempre é assim. As principais questões incluem: i) o tratamento da dívida detida por banco central e outros órgãos públicos; ii) se e como os passivos contingentes devem ser incorporados a estimativas ótimas de composição da dívida; e iii) como integrar a análise de ativos e passivos — uma abordagem de balanço patrimonial. As subseções a seguir abrangem essas questões.

Incluir ou não incluir: como tratar a dívida do banco central e de outros órgãos públicos

Países diferentes assumiram posições distintas sobre se o balanço do banco central deve ou não ser consolidado com o do governo central (ver Capítulo 4). Se os bancos centrais são vistos como entidades autônomas, destinadas a operar independentemente na prática e não apenas no nome, seus balanços devem ser tratados separadamente, sugerindo que os níveis de dívida devem ser brutos e incluir a dívida mantida nos balanços do banco central.⁶ Essa abordagem também destacaria a responsabilidade

⁶ Nesse caso, o escritório de gestão da dívida e o banco central devem se articular estreitamente no que se refere à emissão de dívida e outras questões.

dos governos com os bancos centrais, que esperariam receber os serviços sobre essa dívida da mesma forma que outros credores, mesmo que o banco central depois transferisse os lucros para o tesouro a cada ano. Mas alguns bancos centrais emitem dívida, seus balanços são geralmente garantidos pelos governos e, em situações de crise, os balanços do banco central têm sido usados para fornecer liquidez necessária. Além disso, pode haver maneiras de aumentar a independência de suas ações, mesmo que os balanços sejam fundidos.⁷ Esses argumentos apontam para a consolidação dos balanços e especificamente para o cálculo do valor líquido da dívida detida pelo banco central. Uma posição intermediária é quando o governo fornece parte da dívida detida pelo banco central especificamente para executar a política monetária, o que significa que o banco central tem passivos correspondentes com o governo. Nesse caso, parte do balanço talvez deva ser consolidada, e os valores da dívida devem calcular o valor líquido dessas participações em títulos específicos. Sem dúvida, não há uma abordagem certa, e cada uma tem seus prós e contras.

O ponto importante para a gestão da dívida é que, independentemente da rota seguida, o escritório de gestão da dívida deve levar em conta a dívida mantida pelo banco central ao considerar a composição ideal da dívida, e o Tesouro e o banco central devem se articular estreitamente. De fato, mesmo que a dívida seja líquida, é importante ser transparente e publicar não apenas ela, mas todos os detalhes da dívida detida pelo banco central, juntamente com o balanço completo da instituição. A falta de transparência tende a ser recebida com desconfiança pelo setor privado e enfraquece a credibilidade das políticas monetária e fiscal.

Supondo que a dívida detida pelos bancos centrais seja incluída na análise da composição ideal da dívida, essa dívida talvez deva ser tratada de forma diferente daquela de outros credores. Especificamente, ela pode ser considerada mais estável e menos arriscada, com baixos riscos de rolagem.⁸ Ainda assim, restrições implícitas ao banco central podem ser apropriadas, o que poderia limitar a percepção de independência.

Argumentos semelhantes podem ser aplicados a outros órgãos públicos. Por um lado, se vistos como parte integrante do setor público que

⁷ A independência legal *de jure* não garante independência *de facto*, mas alguns bancos centrais têm estruturas institucionais para aumentar sua independência, particularmente em relação a decisões sobre política monetária, tais como mandatos longos para diretores e presidente do banco central, que não coincidem com ciclos políticos, e comitês de política monetária que podem incluir membros externos.

⁸ Uma distinção semelhante poderia ser feita entre detentores de títulos privados, bancos privados e credores oficiais. A composição do credor e suas implicações ainda serão discutidas neste capítulo.

conta com garantias governamentais e disponibiliza seus ativos para uso do governo, pelo menos em algumas circunstâncias, os balanços devem ser consolidados. Dessa forma, o Tesouro teria informações completas sobre qualquer dívida emitida por esses órgãos. Por outro lado, se o objetivo for a independência desses órgãos de governo, seus balanços devem ser considerados separadamente. Mais uma vez, sob pena de limitar a percepção de independência, essa dívida deve ser considerada de forma diferente da de outros credores, visto que provavelmente é mais estável e menos sujeita a uma corrida bancária. Esses argumentos também podem ser aplicados a instituições financeiras privadas reguladas, como bancos nacionais. Na prática, suas participações em dívidas têm sido mais estáveis do que as de detentores de títulos estrangeiros. No entanto, a tentativa de um governo de aproveitar a influência decorrente da autoridade reguladora pode levar a um território perigoso. Se os bancos são considerados excessivamente grandes, sistêmicos ou politicamente sensíveis ao fracasso, também podem dar origem a passivos contingentes significativos.

O tratamento de entidades subnacionais (em um sistema federativo, com cidades e estados ou províncias) é outra questão incômoda. Embora os sistemas políticos possam professar independência, a história sugere que as agências subnacionais muitas vezes contam com garantias governamentais (explícitas ou implícitas). Considerar a dívida bruta e incluir essas entidades é mais conservador, no sentido de que as taxas de endividamento seriam mais altas e permitiriam que o escritório de gestão da dívida obtivesse informações e monitorasse a emissão de dívidas. Também permitiria ao DMO otimizar toda a extensão da dívida pendente, levando em conta suas características particulares. Mesmo que isso não seja viável devido a restrições constitucionais, políticas ou de outra natureza, se essas entidades emitem dívida devem manter uma articulação estreita e compartilhar informações com o DMO.

As emissões de dívidas por empresas estatais, bancos públicos, autoridades subnacionais ou mesmo bancos privados considerados excessivamente grandes ou sistêmicos para falir também podem se tornar passivos contingentes do governo.

Tratamento de passivos não financiados e contingentes

A análise até agora excluiu certos passivos que podem não ser explicitamente financiados, que são contingentes ou que simplesmente aparecem de tempos em tempos, muitas vezes denominados esqueletos. Exemplos incluem obrigações decorrentes de ações judiciais contra o Estado, transferências não financiadas para governos subnacionais, obrigações

decorrentes de garantias públicas (explícitas ou implícitas) e passivos não financiados do sistema previdenciário.^{9,10}

Mas como esses passivos devem ser tratados pelos DMOs? Um critério frequentemente utilizado é o de equilíbrio atuarial, próximo ao conceito de patrimônio líquido em uma empresa (*net worth*) e patrimônio líquido na contabilidade pública (*net wealth*):

$$\text{Saldo atuarial} = E[PV(\text{entradas} - \text{saídas} - \text{despesas operacionais})] + \text{reservas}$$

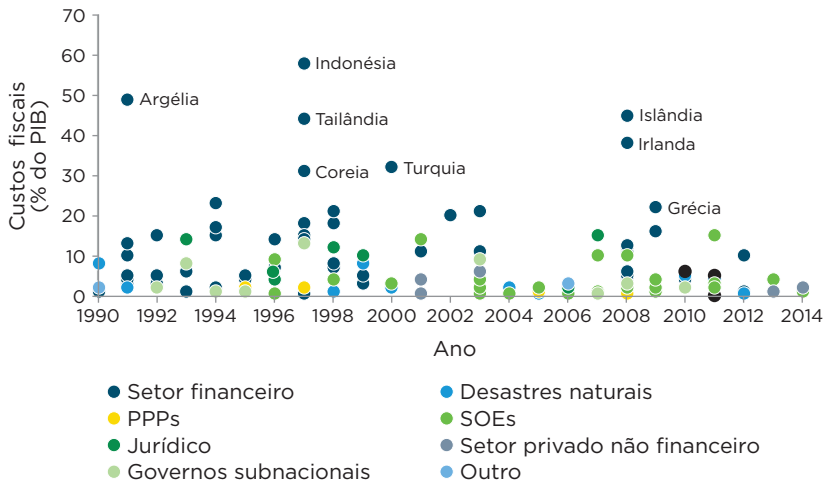
onde as quantidades estão em termos reais e a taxa de desconto é a taxa de juros real após impostos sobre títulos públicos (*proxy* para o custo de oportunidade do governo). Um programa de contingência seria atuarialmente equilibrado se o valor esperado dos pagamentos futuros a todos os participantes atuais e futuros fosse igual ao valor presente esperado das entradas de todos os participantes atuais e futuros mais o valor de qualquer fundo de reserva. Como em qualquer análise de sustentabilidade da dívida, além de visar o equilíbrio atuarial (ou seja, a solvência), os riscos de liquidez também devem ser considerados, o que sugere uma estratégia mais conservadora e a provável inclusão de amortecedores (*buffers*) de liquidez.

Essas metodologias também podem ser aplicadas a instrumentos de dívida contingente. Frequentemente, os índices de endividamento não incluem as contingências potenciais desses instrumentos. Análises dinâmicas ou simulações que incluem muitos cenários para o PIB, preços de commodities ou outras variáveis subjacentes relevantes podem ser úteis para modelar o impacto de instrumentos de dívida contingente.

Para avaliar quantitativamente o custo fiscal das contingências, Bova et al. (2016) usam um conjunto de dados que abrange 80 países (34 economias avançadas e 46 economias de mercado emergentes) no período de 1990 a 2014. Os autores classificam o passivo contingente em sete

⁹ Estimativas do BID após uma pesquisa realizada com representantes do governo das oito maiores economias da região sugerem que, em média, processos judiciais criaram obrigações potenciais de até 17% do PIB (esse número pode incluir reivindicações que o Estado não reconheceu ou que estão sujeitas a recurso); garantias e Parcerias Público-Privadas (PPPs) criaram obrigações de cerca de 7% do PIB; transferências não financiadas para autoridades subnacionais, cerca de 6% do PIB; e desastres naturais, cerca de 1% do PIB, em média.

¹⁰ O fluxo de caixa anual dos sistemas previdenciários geralmente está incluído nas projeções orçamentárias, mas as perdas dos regimes de repartição ou perdas durante a transição de um regime de repartição para um regime de capitalização podem não ser financiadas.

Figura 6.2 Realizações de passivos contingentes por ano e tipo

Fonte: Cálculos próprios com base em Bova et al. (2016).

categorias (setor financeiro, empresas estatais, governo subnacional, desastres naturais, setor privado não financeiro, jurídico e PPPs) e adotaram duas abordagens complementares: i) um ajuste estoque-fluxo: a discrepância entre a variação anual da dívida pública bruta e o déficit orçamentário; e ii) erro de previsão: regredindo a mudança na relação dívida-PIB sobre as mudanças no déficit e no crescimento e atribuindo o prazo residual aos aumentos da dívida devido a passivos contingentes.¹¹

A principal constatação é que a realização desses passivos tende a ser dispendiosa (9,7% do PIB, em média, com muitos episódios acima de 20%), com piora do resultado fiscal, aumento da dívida e queda do crescimento. Além disso, as realizações de passivos contingentes tendem a ocorrer em períodos de estresse do setor econômico-financeiro.

Na prática, a maioria dos países concentra a atenção em passivos contingentes explícitos, que são mais fáceis de medir e monitorar do que passivos contingentes implícitos, que, seguindo os resultados de Bova et

¹¹ Da equação de ajuste de fluxos e estoques:

$$\Delta \tilde{d}_t = -\tilde{\lambda}_t d_{t-1} - o\tilde{b}_t + \varepsilon_t$$

onde $\tilde{X}_t = X_t - E_{t-1}X_t$ é a diferença entre a previsão da WEO da variável x para o ano t feita no ano $t-1$ e resultado para o ano t com base nos dados da WEO submetidos no ano t . A variável ε_t é o erro de previsão residual. Além disso, os autores usam a pesquisa por palavras-chave para levar em conta possíveis falsos positivos ou realizações verdadeiras perdidas.

al. (2016), podem ser poucos frequentes, mas significantes e, portanto, particularmente difíceis de medir e incorporar a uma estratégia de dívida ideal. Ainda assim, quantificar essas exposições e lançar luz sobre elas é extremamente valioso, incentivando governos a tomar as medidas necessárias para melhorar o monitoramento e os controles financeiros.

Uma abordagem de balanço patrimonial

A priori, as práticas de gestão da dívida destinadas a cobrir riscos e aumentar a capacidade de absorção de choques exógenos devem considerar a estrutura geral do balanço do governo.¹² Entretanto, uma análise de balanço requer uma avaliação confiável de receitas públicas futuras e de passivos patrimoniais e extrapatrimoniais. Por exemplo, a Nova Zelândia elabora demonstrações financeiras consolidadas anuais, de acordo com práticas contábeis geralmente aceitas.¹³

A Tabela 6.1 apresenta um esquema simplificado do balanço do governo e do patrimônio líquido resultante. A mensuração de cada um desses componentes está longe de ser simples e implica decisões metodológicas: os

Tabela 6.1 Balanço patrimonial do governo

Ativos	Passivos
Ativos líquidos	Passivos explícitos
Ativos físicos	Passivos contingentes
Ativos VPL	(VPL seguridade social)
Patrimônio líquido de empresa de propriedade estatal	(VPL seguro de saúde)
	(VPL outras despesas)
	Patrimônio líquido

Fonte: Elaboração própria.
Nota: VPL: valor presente líquido.

¹² Em princípio, um amplo espectro de ativos e passivos deve ser considerado, aproximando a abordagem do conceito de solvência. Ver Capítulo 5, Das et al. (2012) e Levy-Yeyati e Sturzenegger (2021). Na prática, as análises em geral se concentram em passivos e, se incluídos, os ativos frequentemente são apenas ativos líquidos.

¹³ O sistema é definido na Lei de Finanças Públicas da Nova Zelândia de 1989 (Parte III). Além de demonstrações financeiras, devem ser elaboradas demonstrações de empréstimos, gastos e despesas de capital não apropriados, gastos emergenciais e despesas de capital e quaisquer fundos administrados, bem como quaisquer informações e explicações adicionais necessárias para refletir de forma justa as operações financeiras consolidadas e a posição do governo. Muitos governos da OCDE publicam demonstrações financeiras integradas. Brasil, Chile e Peru, entre outros, vêm tomando medidas para adotar essas práticas (ver OCDE, 2017).

ativos físicos devem ser tratados como “negociáveis”, ou seja, podem ser usados para financiar passivos? A dívida deve ser avaliada pelo valor de face ou pelo valor de mercado? Os passivos contingentes devem ser tomados pelo seu valor atuarial? O fluxo de caixa de empresas estatais, que normalmente inclui um componente de subsídio, previdência social ou receita tributária, deve ser ampliado com base na legislação atual?¹⁴ Quais taxas de desconto devem ser usadas, e as taxas de desconto sobre ativos e passivos devem diferir?¹⁵

A Tabela 6.1 mostra a implementação de uma abordagem de balanço. Do lado dos ativos, os ativos líquidos devem ser medidos pelo seu valor de mercado atual. Os ativos físicos também são avaliados pelo valor de mercado na medida em que forem ativos disponíveis, mas são excluídos se for improvável que sejam vendidos em curto prazo a um preço razoável (estradas, edifícios do governo, cotas do FMI etc.). Finalmente, o patrimônio líquido das empresas estatais deve se aproximar do seu valor de mercado, se houver. O valor atual líquido dos impostos é um pouco difícil de ser avaliado. Para computá-lo, é preciso postular uma trajetória futura de receitas tributárias, geralmente com base na estrutura tributária atual, embora cenários alternativos (possivelmente contingentes) também possam ser testados. Do lado dos passivos, além dos passivos com fluxo de caixa pré-determinado (dívida pública, despesas líquidas previdenciárias), os gastos do governo podem ser estimados em função de algumas variáveis exógenas, incluindo passivos contingentes.¹⁶

Conceitualmente e de um ponto de vista positivo, a abordagem do balanço patrimonial é atraente e complementa a análise de sustentabilidade da dívida-padrão com base na dinâmica da dívida e na escassez de liquidez. Por exemplo, o debate sobre a sustentabilidade da dívida nos mercados emergentes tem muitas vezes se concentrado no papel das incompatibilidades de moedas. No entanto, o foco recai sobre a composição cambial

¹⁴ Uma opção é considerar as projeções, presumindo que não há mudanças substantivas e realizar testes de estresse como análise complementar.

¹⁵ Jiang et al. (2019) argumentam que os impostos são mais procíclicos e aplicam taxas de desconto mais altas para receitas do que para despesas. Os autores estimam o valor presente do fluxo de caixa futuro do setor público dos EUA em -155% do PIB, um valor negativo muito maior do que os valores nominais.

¹⁶ Como Bova et al. (2013) apontam, a falta de dados consistentes do balanço patrimonial torna as comparações entre países, sem falar nas inferências estatísticas, bastante difíceis, mas as novas tecnologias podem melhorar a velocidade e a precisão das demonstrações financeiras integradas e poderiam facilitar a consolidação das informações financeiras dentro do setor público e estabelecer a abordagem de balanço como padrão para analisar a sustentabilidade fiscal.

dos passivos explícitos do soberano, abstraindo-se de efeitos compensatórios sobre o valor dos ativos públicos e sem análise explícita de como os ativos (e a solvência) do país variam com a taxa de câmbio real. Da mesma forma, um aumento dos preços do petróleo ou das reservas comprovadas de petróleo pode ter um impacto moderado nos índices de endividamento tradicionais, embora aumente a solvência de um exportador de petróleo. Em contrapartida, mudanças no passivo futuro como resultado, digamos, de uma reforma previdenciária, impactam diretamente o patrimônio líquido do governo, mas não seus índices de endividamento. Em uma análise tradicional, esses efeitos podem ser capturados de forma imperfeita por meio de seu impacto esperado nos resultados primários. Assim, a abordagem do balanço patrimonial amplia o conjunto de ferramentas para avaliar a sustentabilidade fiscal, fornecendo uma abordagem viável para estimar a solvência soberana.

Bom, mas não melhor: a evolução da composição da dívida

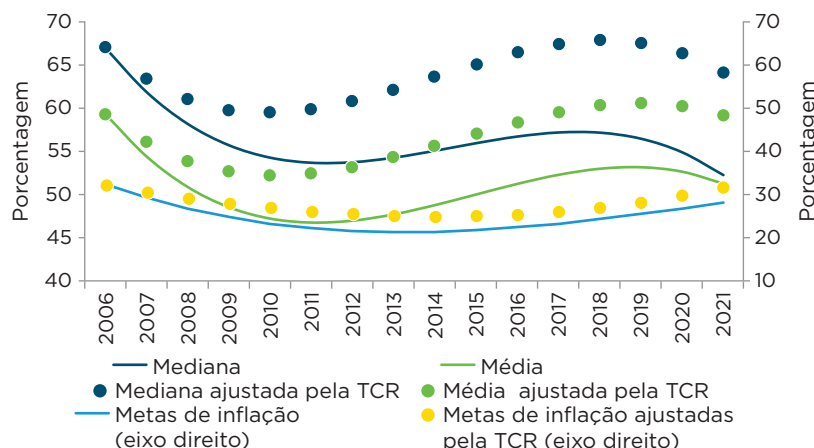
A região tem um rico histórico de crises reais e iminentes que evidencia os riscos da composição da dívida. Uma forte dependência da dívida denominada em dólar na década de 1990, incluindo a dívida externa e doméstica em dólar, contribuiu para a crise da Tequila e para o estresse dos impactos do balanço patrimonial de movimentos cambiais acentuados. Como ilustrado no Capítulo 4, a desvalorização da moeda tem sido um dos principais propulsores dos picos de dívida na região, provocados pela dependência da dívida denominada em moeda estrangeira. Nos anos 2000, auxiliadas pelo desenvolvimento dos mercados locais e por valorizações reais induzidas pelos preços mais altos das commodities, as políticas de desdolarização aumentaram a participação da dívida denominada em moeda local. Além disso, o foco era o alongamento dos vencimentos em moeda tanto estrangeira como local, criando, assim, uma curva da taxa de juros em moeda local mais completa.

Ainda assim, o colapso dos preços das commodities a partir de 2012, o crescimento modesto, os déficits fiscais mais elevados e a desvalorização cambial reverteram parcialmente essas tendências, embora a ampla liquidez global e os rendimentos internacionais historicamente baixos e relativamente estáveis tenham permitido que os países mantivessem prazos de vencimento relativamente longos. Aí veio a pandemia com seus muitos desafios. Os governos contraíram empréstimos nos mercados interno e externo, com impacto líquido nas ações em moeda estrangeira, dependendo do caso.

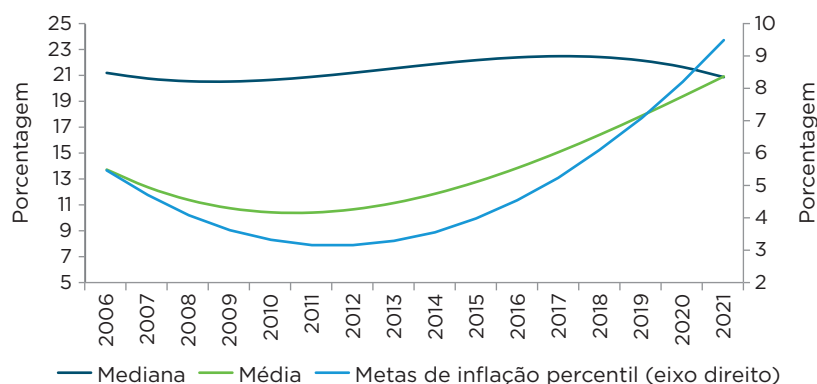
A Figura 6.3, Painei A ilustra essas tendências para a região como um todo e para as cinco maiores economias com metas de inflação na região.¹⁷ A relação moeda estrangeira/dívida total caiu de cerca de 67% em 2006 para 54% em 2011 para o país mediano. O país típico (ou médio) apresentou

Figura 6.3 Índices de endividamento em moeda estrangeira

A. Participação da dívida em moeda estrangeira na dívida total



B. Dívida em moeda estrangeira excluindo dívida oficial (% do PIB)



Fonte: Estimativas próprias com base no Banco de Dados Padronizados de Dívida Pública, BID, e dados cambiais do FMI.

Nota: A amostra inclui Argentina, Bahamas, Barbados, Belize, Bolívia, Brasil, Chile, Colômbia, Costa Rica, Guatemala, Guiana, Haiti, Honduras, Jamaica, México, Nicarágua, Paraguai, Peru, República Dominicana, Suriname, Trinidad e Tobago e Uruguai. “Países com metas de inflação” refere-se à média das cinco maiores economias com regimes de metas de inflação: Brasil, Chile, Colômbia, México e Peru. As séries são suavizadas usando uma função cúbica. TCR significa taxa de câmbio real.

¹⁷ Esses países são Brasil, Chile, Colômbia, México e Peru.

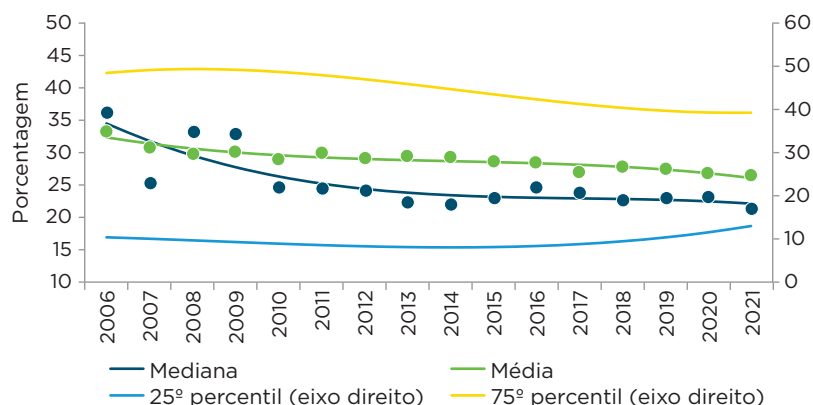
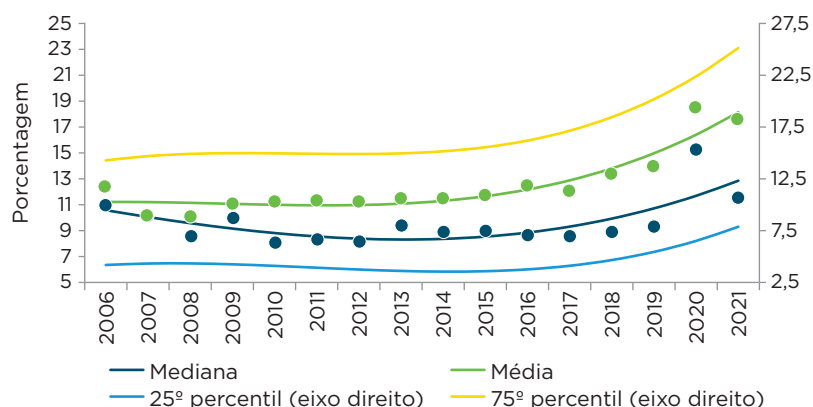
índices menores de endividamento em moeda estrangeira, embora a curva tenha uma trajetória semelhante. Ainda assim, após 2011, com a queda dos preços das commodities e o crescimento mais fraco da região, a dívida em moeda estrangeira voltou a subir, chegando a cerca de 57% no país mediano em 2018. Os cinco maiores países com metas de inflação tinham uma dívida em moeda estrangeira significativamente menor como percentual da dívida total, com a média caindo de 32% em 2006 para 21% em 2013.

Essas figuras refletem não apenas as decisões de emissão, mas também as mudanças nas taxas de câmbio. A correção de movimentos na taxa de câmbio real fornece uma medida mais precisa das mudanças na composição, como resultado da emissão de dívida em moeda local ou estrangeira. No início dos anos 2000 houve uma valorização das taxas de câmbio reais; assim, parte da queda da participação da dívida em moeda estrangeira deveu-se, na verdade, a essa valorização real. Como ilustrado na Figura 6.3, Painel A, para a série ajustada pela taxa de câmbio real, as curvas são achatadas na maioria dos anos.

Cabe observar que durante a pandemia, para a mediana e para o país típico, a parcela da dívida em moeda estrangeira diminuiu. No entanto, esse movimento é muito menos acentuado para a série ajustada pela taxa de câmbio real, indicando que esse declínio foi em grande parte devido a uma valorização real, dado o aumento da inflação durante 2020 e 2021. No caso dos países com metas de inflação, esse padrão não é evidente, uma vez que a inflação foi combatida por uma desvalorização nominal significativa. A participação da dívida em moeda estrangeira aumenta acentuadamente em 2020 e 2021, indicando maior emissão nos mercados externos e maiores volumes de empréstimos oficiais.

Excluir a dívida oficial e comparar a dívida comercial em moeda estrangeira resultante com o PIB também é um exercício instrutivo, mostrado na Figura 6.3, Painel B. Esse índice caiu nos anos 2000 para o país típico e para os maiores países com metas de inflação. Mas esse declínio foi menos acentuado para o país mediano, uma vez que alguns países que não tinham aproveitado os mercados comerciais internacionais emitiram mais dívida externa. A pandemia aumentou essa proporção para o país típico e para os maiores países com metas de inflação, dada a maior emissão e o declínio do PIB, mas menos para o país mediano, que é mais dependente da dívida oficial.

Curiosamente, a dívida oficial vem caindo como porcentagem da dívida total, mas dado o aumento dos índices de endividamento, a dívida oficial vem crescendo como porcentagem do PIB (ver Figura 6.4, Painéis A e B, respectivamente). Essas figuras ilustram a média e a mediana para a região. Embora a tendência de declínio seja razoavelmente consistente, uma vez que os países emitiram maiores volumes de dívida nos

Figura 6.4 Tendências da dívida oficial**A. Dívida oficial como % da dívida total****B. Dívida oficial como % do PIB**

Fonte: Banco de Dados Padronizados da Dívida Pública, do BID.

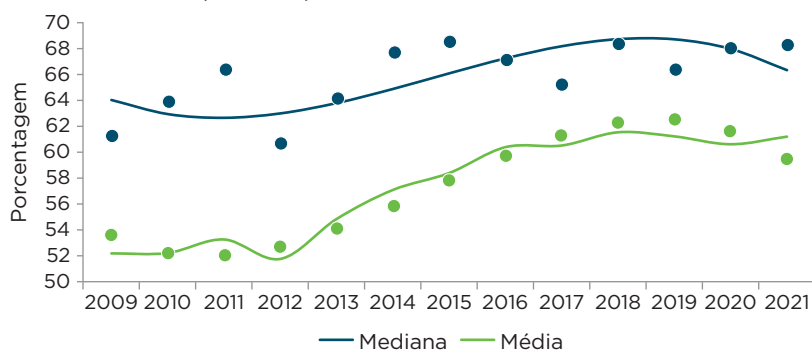
Nota: Os países incluídos são os mesmos da Figura 6.3, além de Equador, El Salvador e Panamá. As curvas são suavizadas usando funções polinomiais.

mercados privados, há uma variação considerável em toda a região. Os países da América Central e do Caribe têm mais dívida oficial em relação à dívida total ou em relação ao PIB do que as maiores economias da região. Embora o risco cambial da dívida em moeda estrangeira de fontes oficiais esteja em consonância com a dívida privada, ele tende a ter um prazo de vencimento mais longo e maior probabilidade de ser rolado durante períodos de estresse (e, em geral, é muito mais barato do que a dívida comercial em moeda estrangeira com um vencimento semelhante). Os riscos de ter uma parcela maior da dívida oficial em moeda estrangeira (além do risco de incompatibilidade cambial) são, assim, bastante diferentes da emissão de uma parcela semelhante da dívida comercial em moeda estrangeira.

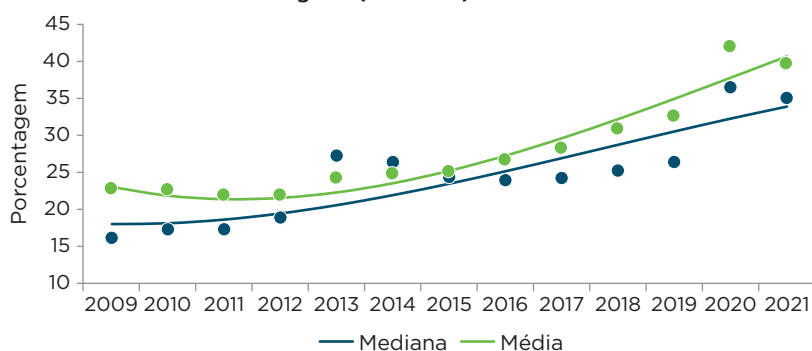
Alguns países passaram de uma dívida comercial relativamente pequena ou igual a zero e uma maior dependência de empréstimos oficiais para a emissão de grandes volumes de dívida comercial, particularmente nos mercados internacionais. A ampla liquidez global nos anos 2000, antes e depois da crise financeira global, fomentou esse desenvolvimento. A emissão de títulos internacionais é frequentemente acompanhada de melhorias na gestão fiscal, maior transparência e uma melhor articulação de políticas macroeconômicas. Ainda assim, traz riscos, uma vez que mudanças nas percepções de risco, da propensão ao risco (*risk-on*) à aversão ao risco (*risk-off*), podem ser abruptas, e os investidores estrangeiros podem se retirar rapidamente, aumentando os riscos de rolagem. Além disso, o aumento da emissão de títulos no exterior e de empréstimos de fontes oficiais durante a pandemia foi acompanhado de um aumento global da dolarização da dívida (ver Figura 6.5).

Figura 6.5 Dívida externa e em moeda estrangeira

A. Dívida externa (% do PIB)



B. Dívida em moeda estrangeira (% do PIB)



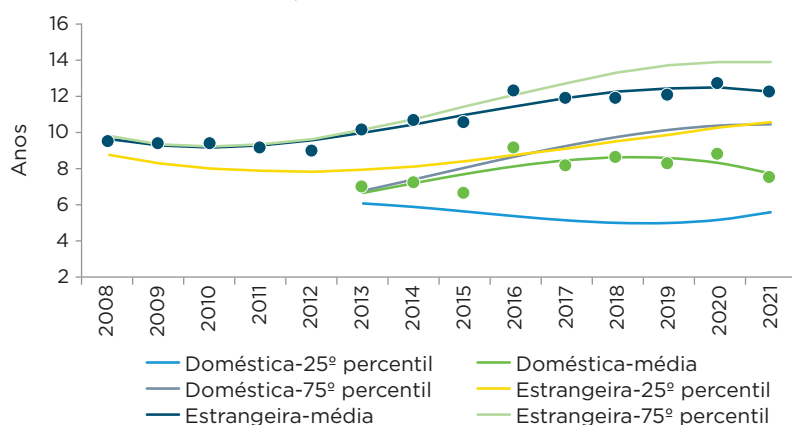
Fonte: Banco de Dados Padronizados da Dívida Pública, do BID.

Nota: A amostra de novos e maiores emissores é Belize, Bolívia, Costa Rica, Honduras, Nicarágua, Paraguai, República Dominicana e Trinidad e Tobago.

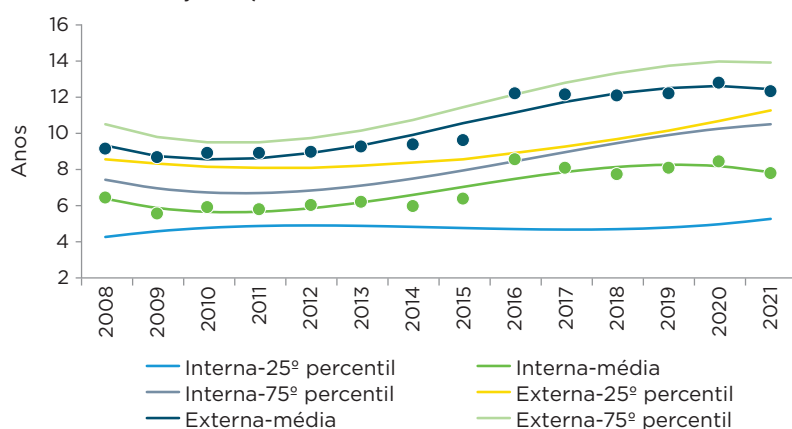
Em geral, há um *trade-off* entre dívida emitida com vencimentos mais longos em dólares versus dívida em moeda nacional, que geralmente é emitida com um vencimento mais curto devido aos custos mais altos de emissão ou à falta de um mercado com prazos mais longos. Ainda assim, a região conseguiu estender os vencimentos em moeda estrangeira e moeda local até 2019 (ver Figura 6.6, Painel A). Como a maior parte das emissões em moeda estrangeira ocorre nos mercados externos e a maior parte das emissões em moeda local acontece no mercado interno, o

Figura 6.6 Evolução do vencimento médio da dívida representada por títulos de crédito

A. Vencimento e denominação da moeda



B. Vencimento e jurisdição de emissão



Fonte: Banco de Dados Padronizados da Dívida Pública, do BID.

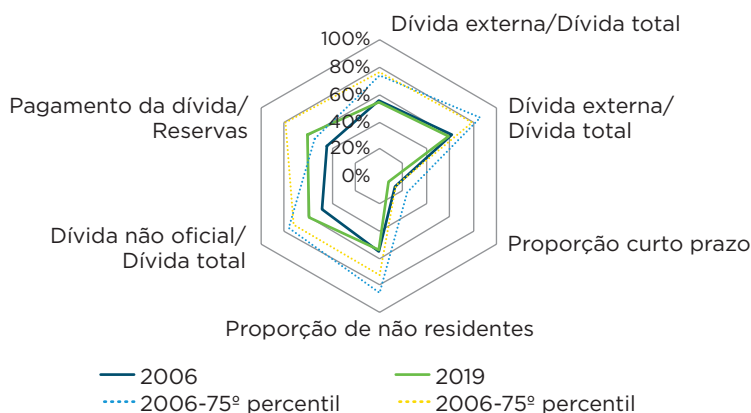
Nota: O Painel A traça vencimentos para emissão de moeda nacional e estrangeira. O painel B traça o vencimento dependendo de onde o título é emitido (mercados domésticos ou externos). Os países da amostra são os mesmos da Figura 6.3. As curvas são suavizadas usando funções polinomiais.

mesmo padrão é evidente nos vencimentos em mercados internos e externos (ver Figura 6.6, Painel B). Essa tendência foi interrompida e até mesmo revertida durante a pandemia; os vencimentos encurtaram um pouco nos mercados interno e externo e em todas as moedas. Mais uma vez, há variações entre os países em toda a região.

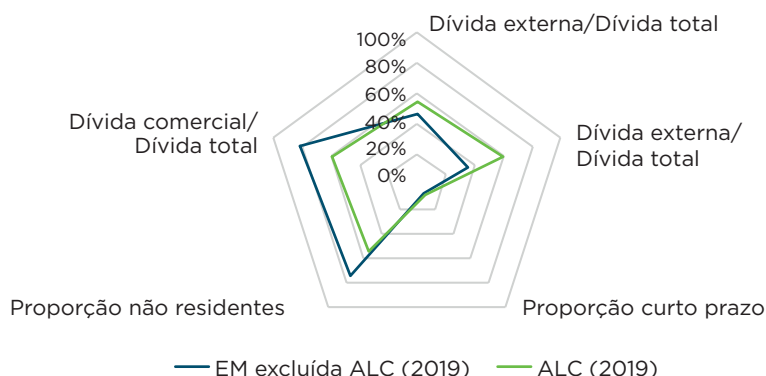
A Figura 6.7, Painel A ilustra o progresso da região de 2006 a 2019 em um conjunto de indicadores da qualidade da composição da dívida. Nesse período, a composição da dívida permaneceu notavelmente estável para o país típico. A mudança mais marcante foi um aumento da dívida não oficial, enquanto a relação dívida externa permaneceu praticamente constante. Assim, os governos têm recorrido mais à emissão de títulos ou a outras fontes de dívida comercial como um percentual da dívida total,

Figura 6.7 Um scorecard para a composição da dívida

A. Países da região, 2006 versus 2019



B. Região versus mercados emergentes 2019



Fonte: Banco de Dados Padronizados da Dívida Pública, do BID; FMI; Banco Mundial e Bloomberg.

Nota: ALC: América Latina e Caribe.

particularmente à medida que novos países entraram na classe de ativos de mercados emergentes emitindo dívida externa. Ao mesmo tempo, a proporção de dívida de curto prazo e a relação reserva/dívida total diminuíram ligeiramente. A Figura 6.7 também mostra o 75º percentil para cada indicador entre os países. Mais notavelmente, talvez, aqueles países mais dependentes da dívida em moeda estrangeira reduziram essa dependência ao longo do período.

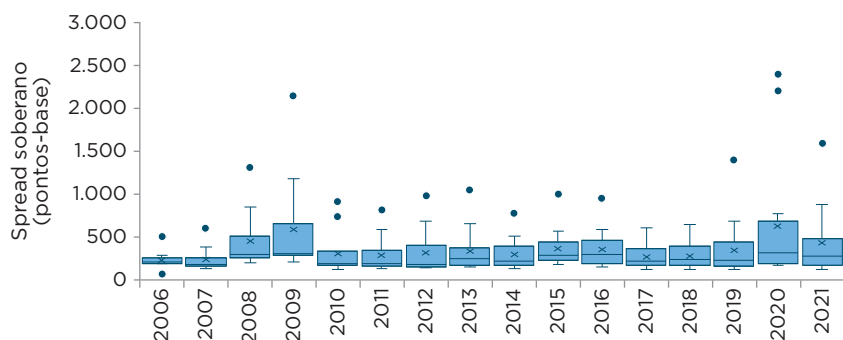
A Figura 6.7, Painel B compara os mesmos indicadores para América Latina e Caribe com outras economias emergentes. Surpreendentemente, a região continua consideravelmente mais dependente da dívida em moeda estrangeira do que a economia emergente típica, tem mais dívida externa e ainda depende menos de não residentes para comprar a dívida, o que implica que não residentes participam mais nos mercados domésticos de outras economias emergentes, talvez refletindo o desenvolvimento do mercado local relativamente mais estreito e a base de investidores que tem historicamente caracterizado a região. Na mesma linha, a região depende menos de dívida não oficial do que da economia emergente típica.

Juntas, essas figuras ilustram que, embora a região tenha melhorado sua composição da dívida, em média, os avanços desaceleraram, e às vezes foram revertidos, nos últimos anos. Claramente, a região tem espaço para melhorar, particularmente no sentido de reduzir ainda mais sua dependência de moeda estrangeira, dívida não oficial, ampliando a base de investidores locais.

A pandemia de Covid foi uma crise humanitária e econômica sem precedentes, que poderia ter sérios impactos na composição da dívida. Os índices de endividamento dispararam com o grande declínio do PIB e com as medidas de apoio fiscal que foram introduzidas. Diante de um choque, é improvável que a composição da dívida seja a ideal. Portanto, é surpreendente que as mudanças em 2020 tenham sido relativamente moderadas (ver Figura 6.7).

A maioria dos países preservou seu acesso aos mercados a taxas razoáveis, como evidenciado pelos spreads de títulos do mercado secundário durante a crise (ver Figura 6.8). Os governos recorreram aos mercados interno e externo para financiar programas fiscais. O resultado líquido foi a redução da dívida em moeda estrangeira como percentual da dívida total. Mas a dívida em moeda estrangeira aumentou fortemente como porcentagem do PIB, dada a forte recessão. Os governos emitiram dívida comercial e contraíram empréstimos de fontes oficiais.

A dívida oficial como porcentagem da dívida total permaneceu relativamente estável, embora os países com índices relativamente baixos da dívida oficial em relação à dívida total tenham aproveitado as fontes oficiais de forma relativamente mais forte — o 25º percentil da relação dívida

Figura 6.8 Spreads soberanos

Fonte: Bloomberg.

Nota: As cruzes azuis representam a média por ano, os pontos azuis são aberrantes. Países: Argentina, Brasil, Chile, Colômbia, Equador, El Salvador, México, Panamá, Peru, República Dominicana e Uruguai.

oficial/dívida total aumentou. Ao mesmo tempo, a dívida oficial como porcentagem do PIB aumentou abruptamente com o colapso do PIB. Os vencimentos em moeda local e estrangeira (e nos mercados interno e externo) caíram, mas não de forma drástica para o país típico.

Curiosamente, a demanda por novos empréstimos do FMI concentrou-se em mecanismos emergenciais (como o Mecanismo de Financiamento Rápido) e mecanismos de precaução (como a Linha de Crédito Flexível).¹⁸ Esses mecanismos vêm com poucas condicionalidades, o que pode explicar parte de sua atratividade. Mesmo assim, alguns países não fizeram uso dos recursos disponíveis.¹⁹

A demanda por empréstimos de bancos multilaterais de desenvolvimento (BMDs), como o Banco Interamericano de Desenvolvimento (BID), aumentou consideravelmente; e o nível de capital, dadas as políticas de gestão de capital e agências de classificação, restringiu a oferta de empréstimos (ver Capítulo 7).²⁰ Ainda assim, existem oportunidades para os países aproveitarem os empréstimos oficiais para melhorar os cronogramas de amortização daqui para frente.

O caso do Brasil fornece uma boa ilustração de como melhorias na gestão da dívida podem aumentar a resiliência financeira (ver Quadro 6.1).

¹⁸ Os novos programas na Argentina e no Equador já estavam sendo discutidos quando a crise chegou.

¹⁹ Nos casos da Bolívia e de El Salvador, o apoio necessário do Congresso não estava ocorrendo e o Paraguai não sacou os recursos. A Colômbia foi o único país a realmente usar uma Linha de Crédito Flexível.

²⁰ Ver Capítulo 7 para mais discussão e G20 (2022) para ideias de como impulsionar a oferta de empréstimos dos BMDs dadas as restrições de capital.

Quadro 6.1 Gestão da dívida pública no Brasil

A Secretaria do Tesouro Nacional (STN) no Brasil começou a modernizar a gestão da dívida na década de 1990, criando uma unidade especial dedicada a esse fim. O processo continuou no início dos anos 2000, com os objetivos de aprofundar os mercados de dívida interna, aumentar a duração média da dívida (reduzindo a parcela da dívida de curto prazo com vencimento em 12 meses) e melhorar a composição da dívida, ao substituir títulos a juros fixos e indexados à inflação por dívida vinculada à taxa de câmbio e à taxa de juros. O perfil da dívida melhorou (ver Figuras 6.1.1, Painel A e 6.1.1, Painel B), enquanto o custo do serviço da dívida foi mantido em uma faixa razoável (ver Figura 6.1.1, Painel C).

Dada a redução da dívida em moeda estrangeira e da dívida doméstica vinculada ao dólar, o risco cambial foi praticamente eliminado.^a Ao mesmo tempo, a simplificação de regulamentos e as isenções fiscais ajudaram a aumentar a parcela da dívida doméstica detida por investidores estrangeiros, de 2% no início de 2007 para 20% em 2015. Como os investidores estrangeiros preferiram prazos mais longos (ver Tabela 6.1.1), a STN aproveitou para emitir dívida doméstica pré-fixada de prazo mais longo, com pagamento de cupom semestral e vencimento em até 10 anos. As ações da STN sugerem que o *trade-off* entre duração e jurisdição pode depender do tipo de investidor.

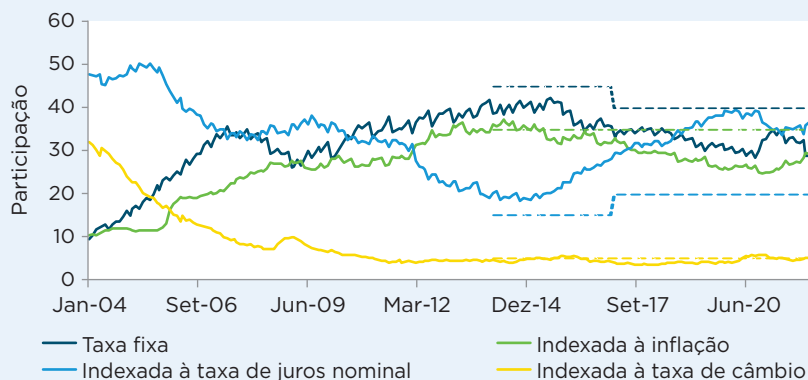
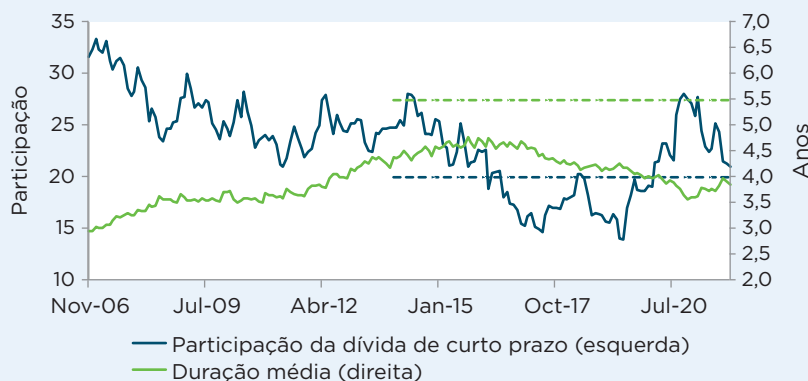
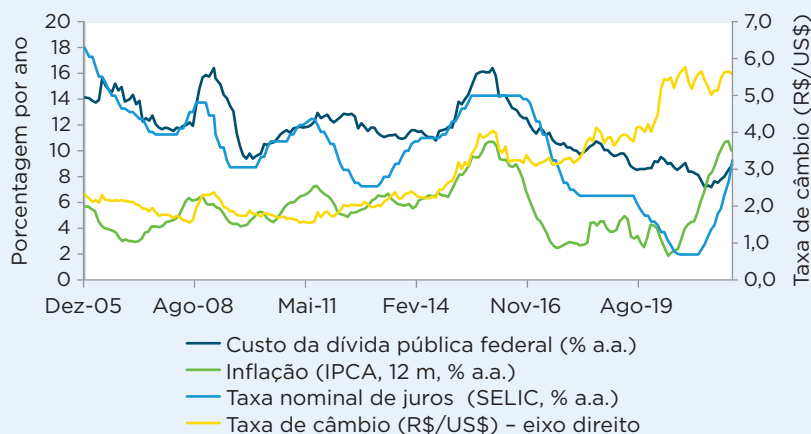
Tabela 6.1.1 Detentores de títulos da dívida doméstica federal

Tipo de título da dívida doméstica	Médias no período 2011-2021		
	Duração (anos)	Participação das ações detidas por:	
		Fundos de pensão	Investidores estrangeiros
Taxa pré-fixada de curto prazo	1,4	10%	23%
Taxa pré-fixada de longo prazo	3,4	10%	51%
Indexado à inflação	7,3	39%	5%
Indexado à taxa nominal de juros	3,1	15%	1%

Fonte: STN.

Da mesma forma, a colocação de títulos atrelados à inflação para investidores institucionais de longo prazo (como fundos de pensão), auxiliada por reformas tributárias para facilitar transações financeiras em investimentos de longo prazo, permitiu à STN aumentar a duração média, emitindo internamente com vencimentos recordes de até 40 anos.^b

(continua na página seguinte)

Figura 6.1.1 Perfil da dívida**A. Indexação****B. Duração média e participação de curto prazo****C. Custo da dívida**

Fonte: SNT.

Nota: As linhas pontilhadas representam metas de longo prazo, conforme informado no Plano Anual de Financiamento da STN.

(continua na página seguinte)

Além disso, a STN implementou uma série de reformas para aumentar a liquidez no mercado de títulos de dívida, inclusive por meio da concentração de datas de vencimento entre instrumentos de dívida, para simplificar o conjunto de títulos da dívida e facilitar seu pareamento com outros instrumentos financeiros padrão. Esse agrupamento criou algum risco de refinanciamento, que foi compensado pela manutenção de uma conta de reserva para a gestão da dívida (um colchão de liquidez) e uma gestão de passivos mais ativa, com trocas e recompras de títulos de dívida frequentes. Em julho de 2022, o colchão de liquidez era aproximadamente igual a nove meses e meio de vencimento da dívida.

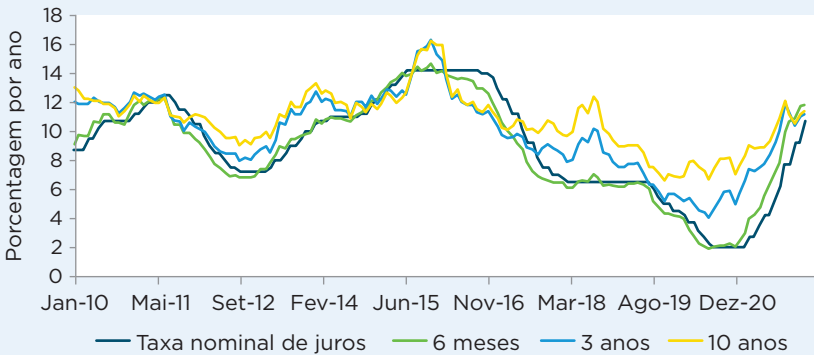
Além disso, a STN melhorou a comunicação com os investidores e aumentou a transparência ao emitir relatórios frequentes sobre as estratégias e os resultados de gestão da dívida.^c Também lançou o Tesouro Direto, uma plataforma online para facilitar a compra de títulos da dívida pública diretamente de contas pessoais.

Esses avanços enfrentaram um teste com a recessão de 2014 no Brasil e a deterioração significativa de suas contas fiscais. Como resultado, a participação de investidores estrangeiros caiu de um pico de cerca de 24% em 2015 para cerca de 15% em fevereiro de 2020. Essa queda no número de investidores estrangeiros contribuiu para a inclinação da curva soberana e, juntamente com uma taxa de política monetária mais baixa (de curto prazo), criou incentivos para a emissão de dívidas mais curtas. Foi nesse ambiente que o Brasil entrou na crise da Covid-19. A STN respondeu limitando a emissão, encurtando os vencimentos, recomprando títulos (para dar liquidez aos investidores e atenuar a inclinação da curva de rendimentos) e introduzindo títulos indexados de curto prazo.^d A pandemia, os impactos inflacionários da guerra Rússia-Ucrânia e a incerteza política interna ampliaram os spreads de crédito e aumentaram o custo da dívida (ver Figura 6.1.2).

A história recente da dívida federal brasileira gera uma série de implicações políticas. Em primeiro lugar, aponta para o sucesso das autoridades brasileiras na implementação de uma estratégia de dívida que equilibra custo e risco, aumentando o prazo de vencimento e substituindo a dívida indexada em moeda estrangeira e taxa de juros por instrumentos de taxa fixa e indexados à inflação. As autoridades resistiram à tentação de ganhos de curto prazo — por exemplo, emitindo em moeda local durante o ciclo de valorização do início dos anos 2000. Uma segunda lição diz respeito à influência do ambiente macroeconômico nos resultados da dívida. Uma valorização em termos reais se traduz em uma queda nos índices de endividamento e na participação da dívida em dólar. Da mesma forma, como a dívida externa e os residentes estrangeiros tendem a exigir prazos de vencimento mais longos, a duração média pode diminuir à medida que a dívida interna substitui a dívida externa, ou os investidores internacionais deixam o país, como ocorreu em 2020. Talvez a lição geral mais importante seja aproveitar as vantagens de condições econômicas relativamente benignas para melhorar a composição da dívida tanto quanto possível, reduzir a dívida em moeda estrangeira, alongar os vencimentos e aumentar a

Figura 6.1.2 Rendimentos de títulos domésticos e prêmios de risco externo para o Brasil

A. Rendimentos domésticos em diferentes vencimentos



B. Prêmios de risco sobre títulos externos



Fonte: STN e Bloomberg.

resiliência financeira. Uma gestão mais forte e uma melhor composição da dívida no Brasil ajudaram o país a enfrentar uma série de choques graves.

^a A dívida externa remanescente serve para manter uma curva de rendimento líquido da dívida brasileira no mercado externo.

^b A indexação ao IPCA permitiu aos mercados locais se aprofundar como alternativa à dolarização financeira.

^c Por exemplo, a STN publica o plano anual de empréstimos da dívida pública federal com objetivos e diretrizes <https://www.gov.br/tesouronacional/en/federal-public-debt/federal-public-debt-management/objectives-and-guidelines> e requisitos e metas de empréstimo <https://www.gov.br/tesouronacional/en/federal-public-debt/federal-public-debt-management/borrowing-requirements-and-targets> e um relatório mensal de dívida <https://www.tesourotransparente.gov.br/publicacoes/monthly-debt-report-mdr-ingles/2022/7>.

^d Considerando que a indexação foi limitada a títulos de longo prazo, a STN introduziu excepcionalmente títulos vinculados a taxas de juros, de um ano, e títulos vinculados à inflação, de três anos.

A composição da dívida melhorou nos anos 2000, o que permitiu ao país resistir com um pouco mais de facilidade aos graves choques de Covid, da guerra Rússia-Ucrânia e das incertezas políticas internas. Enquanto a composição da dívida mudou durante a pandemia, os vencimentos da dívida encurtaram e a dívida em dólares aumentou. A baixa dolarização e os vencimentos alongados no início deram espaço para que essas mudanças ocorressem.

Assim como as políticas monetárias e cambiais, as estratégias de gestão da dívida têm “gás no tanque” suficiente e são flexíveis o bastante para responder em tempos difíceis, além de ter forte respaldo institucional — ou até mesmo autonomia operacional — para garantir que o gás seja colocado no tanque durante períodos mais benignos. Isso fornece outra boa razão para aumentar a força técnica e institucional dos DMOs.

Serviço da dívida e o perfil de amortização

Uma das tarefas mais importantes para os gestores é gerenciar o cronograma de amortização e serviço da dívida. As obrigações de serviço da dívida variam amplamente entre os países da região. A maioria dos países tem obrigações relativamente baixas de serviço da dívida como porcentagem do PIB (ver Figura 6.9, Painel A). Ainda assim, cinco países têm amortizações e pagamentos de juros de mais de 5% do PIB com vencimento de agosto a dezembro de 2022; o número de países com amortizações dessa magnitude sobe para sete em 2023.²¹ Em 2024, seis países ainda têm obrigações de serviço de dívida de mais de 5% do PIB. O serviço de dívida de 2023 (amortizações mais pagamentos de juros) para o país mediano é de cerca de 15% da receita total do setor público (ver Figura 6.9, Painel B). Para um quarto dos países da região, esse número é superior a 25%.

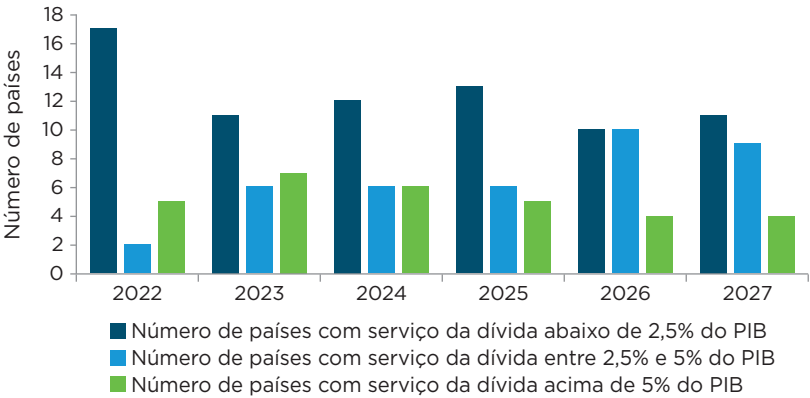
Embora sejam obrigações consideráveis, os países têm várias opções para mitigar os riscos de rolagem. O mais importante é manter um quadro macroeconômico estável e consistente, com instituições fiscais fortes, que inspirem confiança na sustentabilidade de políticas fiscais futuras (ver Capítulo 5). A manutenção de um fundo de reserva que respalde a dívida de curto prazo inspira mais confiança, assim como um mecanismo do FMI ou de um BMD que possa ser desembolsado rapidamente, se necessário.

Observando o cronograma de amortização em dólares e em um período mais amplo, os países maiores naturalmente respondem por uma

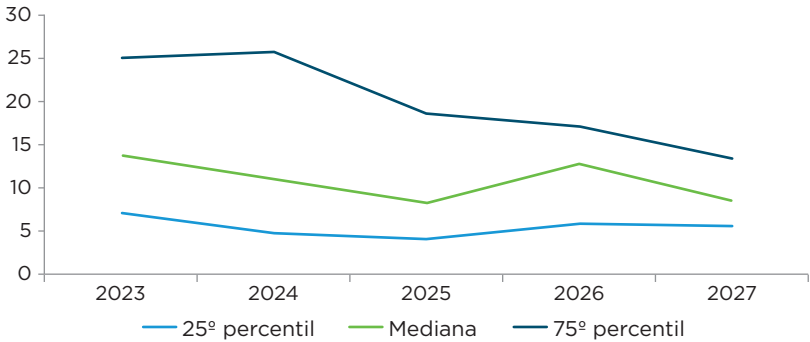
²¹ As estatísticas para 2023 e anos subsequentes não incluem os vencimentos de qualquer dívida que deva ser rolada antecipadamente; as figuras representam uma fotografia em um determinado ponto do tempo.

Figura 6.9 O peso do serviço da dívida pública

A. Número de países de acordo com o serviço da dívida como porcentagem do PIB



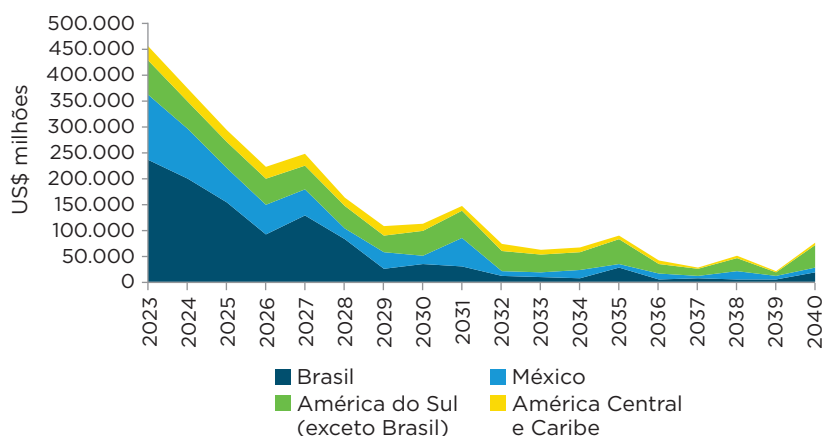
B. Serviço da dívida como porcentagem das receitas do setor público



Fonte: Cálculos próprios com base em dados de Bloomberg e FMI.
Nota: Os dados de 2022 incluem dívidas com vencimento entre 10 de agosto a 31 de dezembro de 2022.

parcela maior do total de amortizações totais da região (ver Figura 6.10). Brasil e México são responsáveis por cerca de 57% do total de amortizações da região, enquanto todos os países da América Central e do Caribe representam apenas 8%.²² Talvez de maior relevância, as amortizações caem de cerca de US\$ 460 bilhões em 2023 para US\$ 61 bilhões em 2033. Naturalmente, com a rolagem da dívida de curto prazo, as amortizações em datas posteriores aumentarão. Embora a região tenha emitido dívida de longo prazo com vencimentos até 2040 e além, a curva de amortização permanece fortemente ponderada para os próximos anos. Além disso,

²² A fonte dessas estatísticas é a Bloomberg e, portanto, as amortizações refletem o universo dos instrumentos de dívida incluídos em dados da Bloomberg.

Figura 6.10 Cronograma de amortização da dívida

Fonte: Cálculos próprios com base em dados da Bloomberg.

picos de amortização ocorrem em alguns dos mesmos anos em que os vencimentos estão concentrados.²³

Para investigar melhor as concentrações de obrigações de dívida entre países, a Figura 6.11 ilustra a proporção de amortizações em relação ao principal da dívida total devido em cada ano. Em vários países, mais de 5% das amortizações estão concentradas em um único ano e, embora a maioria dessas concentrações ocorra em 2023, refletindo o uso de dívida de curto prazo, algumas concentrações em anos subsequentes refletem uma concentração de vencimentos posteriores.

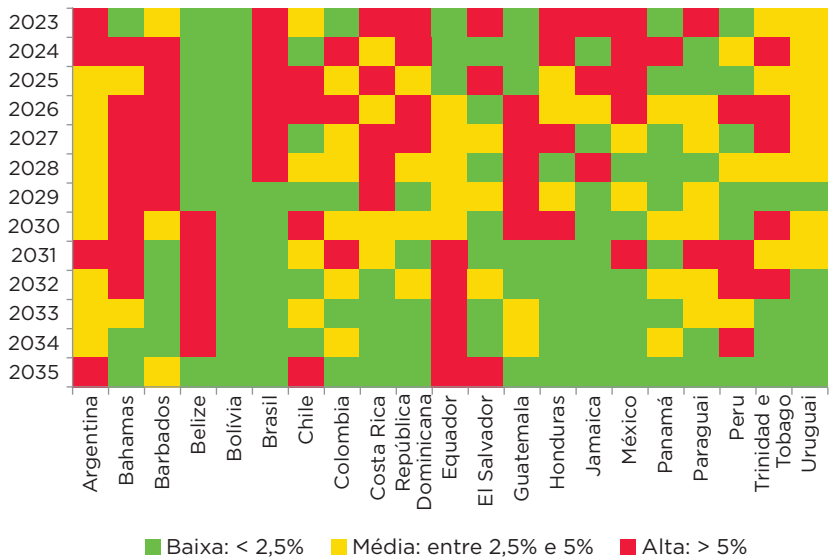
Assim, embora a região tenha certamente se tornado mais sofisticada em sua gestão de composição da dívida e perfis da dívida, poderá ter que estender ainda mais os vencimentos médios da dívida e reduzir as concentrações de amortização. Bancos multilaterais de desenvolvimento, com empréstimos de longo prazo a taxas de juros relativamente baixas, podem ajudar a suavizar esses perfis. Naturalmente, qualquer operação de gestão de passivos nesse sentido requer uma avaliação cuidadosa de custos e benefícios, país a país.

A sofisticação da gestão da dívida na América Latina e Caribe

Uma estrutura de governança de gestão da dívida estilizada envolve a interação entre Congresso, Executivo e banco central. O escritório de gestão da

²³ Os países enfrentam um *trade-off* entre concentração de vencimentos para aumentar a liquidez em instrumentos específicos e a criação de riscos de rolagem.

Figura 6.11 Mapa das zonas de concentração de amortizações de dívida



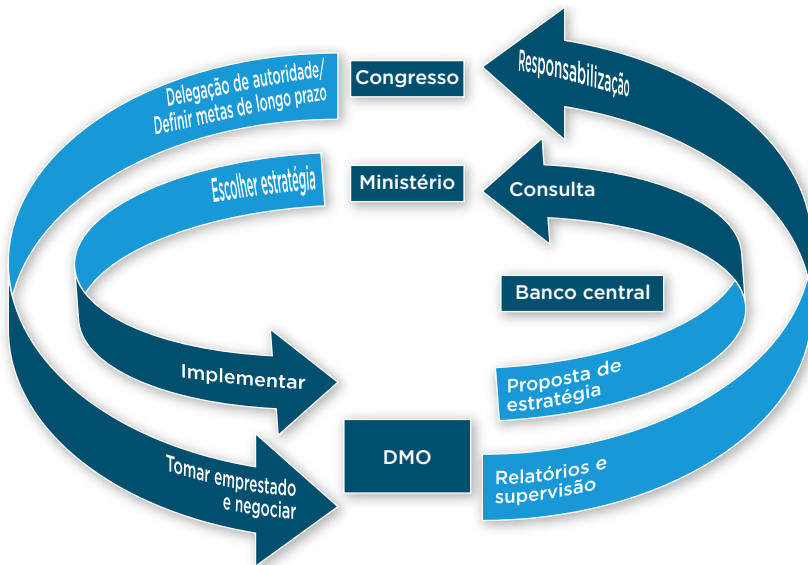
Fonte: Cálculos próprios com base em dados da Bloomberg.
Nota: A figura mostra as amortizações sobre a dívida total em percentual.

dívida é a pedra angular e a principal agência executora (ver Figura 6.12), cujo objetivo final é atender aos requisitos de financiamento do governo com uma combinação razoável de risco-custo. Embora os gestores da dívida não tenham a tarefa de definir preferências fiscais, suas contribuições devem subsidiar os formuladores de políticas sobre o que pode ser prudente e possível, bem como quais estratégias são melhores para lidar com as vulnerabilidades da dívida. O escritório de gestão da dívida, em geral, está subordinado ao ministério das finanças ou ao banco central e, com menor frequência, é uma agência independente de pleno direito.²⁴

Embora não exista um modelo único para um escritório de gestão da dívida, as agências internacionais desenvolveram princípios e recomendações bem-conceituadas. As diretrizes conjuntas do Banco Mundial e do FMI para a gestão da dívida pública (Banco Mundial e FMI, 2001), que são a base para o programa de Avaliação do Desempenho da Gestão da Dívida (DeMPA) do Banco Mundial, foram criadas para apoiar o desenvolvimento institucional e de capacidade, particularmente nos países em desenvolvimento.

Dadas as complexidades envolvidas na gestão da dívida e os riscos que podem resultar de escolhas ruins, a capacidade técnica dos

²⁴ Ver Prats e Chiara (2021) para discussão mais profunda sobre DMOs na região.

Figura 6.12 Ambiente de escritório de gestão de dívidas estilizado

Fonte: Elaboração própria com base no Banco Mundial (2015).

Nota: DMO = escritório de gestão da dívida.

gestores da dívida é fundamental. Uma pesquisa recente organizada em seis dimensões analíticas fornece informações sobre essas capacidades na região (Ver Tabela 6.2). A pontuação total (ou seja, a soma das pontuações obtidas em seis dimensões) é usada como indicador da capacidade do escritório de gestão da dívida nessa área.²⁵ Como era de se esperar, a capacidade geral dos DMOs na região está positivamente relacionada com o tamanho da economia (ver Figura 6.13),²⁶ embora os países estejam tanto acima quanto abaixo da linha de tendência. Os países com pontuações mais altas, levando-se em conta o PIB, tendem a ter um histórico mais longo de emissão nos mercados internacionais, sugerindo que a experiência importa.

Indo além, a pesquisa revela que os escritórios de gestão da dívida da região têm uma pontuação relativamente boa em áreas como “gestão

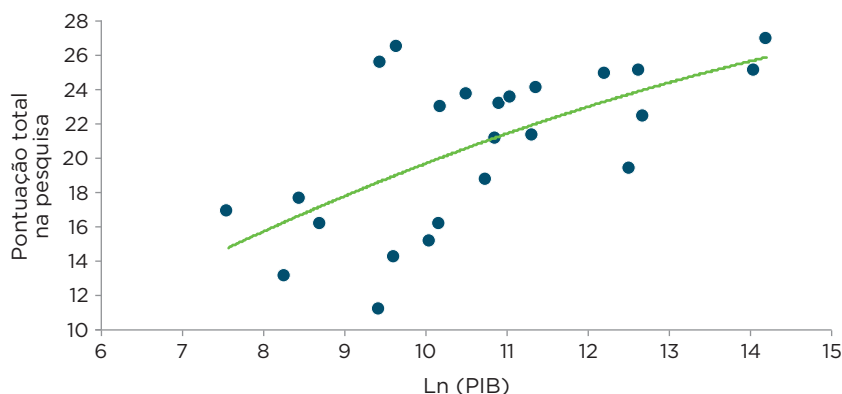
²⁵ Dado que as seções da pesquisa possuem pontuações máximas diferentes (número diferente de perguntas e pontuações diferentes atribuídas a cada uma), as pontuações foram normalizadas para que cada dimensão tenha o mesmo peso na análise.

²⁶ Não se observa relação significativa entre pontuação total obtida na pesquisa e PIB per capita. A relação entre a pontuação total obtida na pesquisa e os indicadores de governança do Banco Mundial também foi analisada, não tendo sido encontradas relações significativas.

Tabela 6.2 Dimensões analíticas incluídas em uma pesquisa recente de escritórios de gestão da dívida

Arranjos institucionais e governança	Coordenação com políticas macroeconômicas	Estratégia-sustentabilidade da dívida	Gestão de recursos do DMO	Dados da dívida e gestão do risco operacional	Empréstimos de dívida e outras atividades relacionadas à dívida
Localização do DMO	Existência/composição do comitê de gestão da dívida	Existência/conteúdo de uma estratégia de gestão da dívida de médio prazo	Gestão de recursos humanos	Existência de registros de dívidas e de um sistema central de registro	Existência de procedimentos documentados para: empréstimos nos mercados interno/externo; transações de derivativos; emissão de repasses e garantias de empréstimos do governo central
Estrutura do DMO (atendimento ao cliente, operações e administração)	Elaboração/conteúdo de previsões sobre os serviços da dívida do governo central	Realização de análise de sustentabilidade da dívida	Equipe profissional	Publicação de dados da dívida soberana (relatório estatístico, frequência, conteúdo)	Frequência de reuniões com participantes do mercado doméstico, investidores estrangeiros e agências de classificação
Funções do DMO			Existência de manuais de procedimento	Continuidade de negócios (existência de plano de continuidade de negócios, local de recuperação operacional, diretrizes documentadas para gestão de riscos operacionais)	
Legislação para a gestão da dívida pública	Compartilhamento de informações entre o DMO e autoridades fiscais/orçamentárias		Acesso a software adequado (registro, análise, relatório)		
Comunicação entre o DMO e o Parlamento/Congresso	Separação entre operações de política monetária e operações de gestão de dívidas.				
Auditorias de atividades de gestão da dívida pública	Coordenação com o banco central (BC)				
	Acesso do governo aos recursos financeiros do BC				

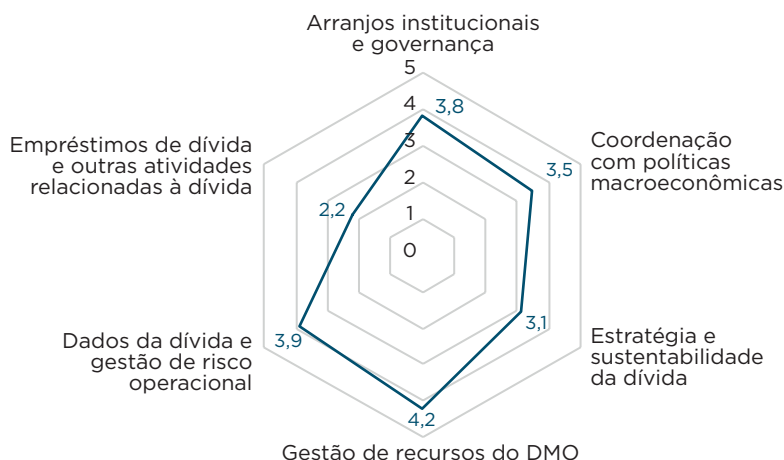
Fonte: Elaboração própria e com base em informações em Prats e Chiara (2021).

Figura 6.13 Capacidade do DMO e o tamanho das economias

Fonte: Cálculos próprios com base em pesquisa e no Banco de Dados Padronizados de Dívida Pública, do BID.

Nota: Dados do PIB em dezembro de 2020; DMO = escritório de gestão da dívida.

e recursos do DMO” e “dados da dívida e gestão de risco operacional” (ver Figura 6.14), mas são mais fracos nas áreas de “empréstimos de dívida e outras atividades relacionadas à dívida” e “estratégia e sustentabilidade da dívida”, aspectos críticos para um DMO. Em suma, ainda há espaço para melhorias, especialmente em vista do atual cenário financeiro exigente.

Figura 6.14 Capacidade do DMO por dimensão

Fonte: Elaboração própria com base em pesquisa sobre as capacidades institucionais dos DMOs.

Nota: DMO = escritório de gestão da dívida.

Inovações recentes em instrumentos de dívida

Os escritórios de gestão de dívida também têm a responsabilidade de rever os instrumentos e contratos de dívidas reais a serem empregados. Dada a frequência das reestruturações de dívidas (discutidas mais a fundo no Capítulo 10), os juros aumentaram em instrumentos de dívida contingente que fornecem seguro automático contra choques negativos de um tipo ou de outro. Mais recentemente, títulos temáticos, incluindo títulos sociais e instrumentos de dívida favoráveis ao clima, têm despertado maior interesse. Esta seção final analisa o pensamento recente sobre esses dois temas de interesse do ponto de vista de gestão da dívida.

Dívida contingente

A principal vantagem de tornar a dívida contingente do ponto de vista do mutuário é reduzir os pagamentos em momentos difíceis e diminuir riscos, alinhando os pagamentos ao ciclo econômico. Do ponto de vista do credor, esses contratos têm sido promovidos com maior frequência, como forma de recuperar pagamentos mais altos após uma reestruturação que tenha reduzido os pagamentos de juros e/ou principal.

Uma classe desses instrumentos é conhecida como títulos indexados ao PIB, que têm o potencial de suavizar os índices de serviço da dívida e estabilizar as finanças públicas (ver Benford et al., 2016). Esses instrumentos limitam o pagamento de juros em tempos difíceis, reduzindo a probabilidade de a dívida se tornar insustentável. Assim, atuam como seguro contra a recessão, ao reduzir os pagamentos do principal e dos juros em tempos difíceis.²⁷

Costa Rica, Bulgária e Bósnia e Herzegovina emitiram títulos vinculados ao PIB como parte de suas reestruturações do Plano Brady. Argentina, Grécia e Ucrânia também emitiram um tipo de instrumento indexado ao PIB após suas crises de dívida.²⁸

Na prática, os mercados tendem a penalizar a falta de liquidez desses instrumentos e, como o retorno para os investidores pode ser mais volátil, eles cobravam um prêmio em relação a um título padrão.²⁹ Além

²⁷ Ver Blanchard, Mauro e Acalin (2016) e Brooke et al. (2013).

²⁸ Ver Costa e Ricci (2008), Zettelmeyer e Gulati (2013) e Ministério das Finanças da Ucrânia (2015). O BTP-Futura da Itália é um exemplo de título recente não relacionado a crises, atrelado ao PIB, que concede taxas mínimas anuais de cupom mais pagamento de bônus proporcional ao crescimento do país aos detentores que o mantêm até o vencimento.

²⁹ Ver Cruces e Levy Yeyati (2016).

disso, Cecchetti e Schoenholtz (2017) argumentaram que servidores públicos podem coagir as agências de estatísticas a informar níveis mais baixos do PIB nominal para reduzir os pagamentos, e que os números do PIB podem estar sujeitos a revisões de dados sérias e atrasadas, o que complica as avaliações de títulos indexados ao PIB e arranjos de pagamento.

Os títulos indexados a commodities reduzem esses problemas, mas são mais relevantes para países seriamente dependentes das exportações de commodities ou importadores de commodities. As avaliações são facilitadas para um número selecionado de commodities com contratos de derivativos líquidos com vencimentos mais longos. Ainda assim, um problema com a dívida indexada ao PIB e a commodities é o risco potencialmente alto da “disposição para pagar” em tempos bons, quando os países pagariam mais, e os contratos estariam “fora do dinheiro” em relação a um contrato de dívida padrão. Indiscutivelmente, esta foi uma razão pela qual os *warrants* do PIB da Argentina e a “cláusula de recaptura de petróleo” da Venezuela (no âmbito do seu acordo Brady) pareciam estar sendo subvalorizados pelo mercado.

Por essa razão, Anderson, Gilbert e Powell (1989) argumentaram que os bancos multilaterais de desenvolvimento deveriam fornecer garantias em instrumentos indexados a commodities para iniciar um mercado de instrumentos de dívida contingente. Mais recentemente, o BID e outros BMD's vêm desempenhando o papel de intermediários entre países e bancos de investimento para reduzir os riscos de crédito percebidos, bem como fornecer aos países acesso a empréstimos ou swaps vinculados a commodities em condições mais atraentes.

Outra classe de dívida contingente do Estado são os títulos CAT (catástrofe) e as cláusulas de contratos de desastres, feitas sob medida para proteção contra riscos externos específicos associados a desastres naturais. Esses instrumentos foram usados recentemente por Barbados, Colômbia, México e Peru. Outra opção para suavizar as variações na relação serviço da dívida/PIB é o uso da chamada dívida conversível contingente soberana (ou CoCos): títulos que estendem automaticamente o prazo de vencimento quando um país recebe assistência de liquidez do setor oficial. Os CoCos são vistos como uma forma de induzir uma fiança de credores que potencialmente aumentaria a disciplina do mercado sobre os soberanos, bem como facilitaria a negociação de pacotes liderados pelo FMI. Os CoCos soberanos foram defendidos por Weber, Ulbrich e Wendorff (2011) na Zona do Euro com base em uma proposta conhecida como “Opção Universal de Rolagem da Dívida com uma Penalidade” (Udrop) (ver Buitert e Sibert, 1999).

Esses instrumentos são uma parte normal do conjunto de ferramentas do gestor da dívida? Isso depende do *trade-off* de custo-risco. Infelizmente, o risco de crédito percebido relativamente alto e a iliquidez tendem a aumentar os custos desses instrumentos e sufocar seu desenvolvimento. Um ponto de economia política também pode ser suscitado: os formuladores de políticas podem ser criticados pelos custos adicionais em tempos normais ou bons e raramente são recompensados pelos custos mais baixos da dívida em tempos ruins. Os bancos multilaterais de desenvolvimento podem ter um papel útil a desempenhar na redução de custos e na tentativa de combater esses incentivos perversos da economia política.

Títulos Temáticos

Os títulos temáticos surgiram como uma nova classe de ativos para aumentar a robustez dos mecanismos de monitoramento, produção de relatórios e governança no uso dos recursos das emissões de títulos. Esses títulos podem ser emitidos por emissores privados (empresas financeiras e não financeiras) bem como por emissores públicos (soberanos, bancos de desenvolvimento, governos locais). Nesse universo, os títulos soberanos GSS (Verde, Social, Sustentável) têm um potencial significativo, dada a escala de financiamento que podem mobilizar — atrair investidores institucionais para financiamentos vinculados a políticas nacionais sustentáveis, como Contribuições Nacionalmente Determinadas (CNDs) e compromissos com os Objetivos de Desenvolvimento Sustentável (ODS), beneficiando-se da precificação de greeniums.³⁰

Dadas as responsabilidades orçamentárias e de alocação de recursos da maioria dos governos centrais — especialmente para projetos de infraestrutura de grande escala, os emissores soberanos têm o poder de aumentar os investimentos em GSS indiscutivelmente mais do que qualquer outra classe de ativos. Até novembro de 2021, cerca de 22 governos nacionais haviam emitido títulos soberanos GSS, totalizando US\$ 96 bilhões. Pelo menos 14 outros governos soberanos em todo o mundo indicaram a intenção de emitir esse modelo de título. E, enquanto em 2020 os títulos temáticos soberanos representaram 8% do volume global total de emissões temáticas (US\$ 45,15 bilhões), na região os títulos temáticos soberanos representaram 62% das emissões temáticas totais para o mesmo ano, o equivalente a US\$ 7,73 bilhões.³¹

³⁰ O greenium denota a diferença no rendimento entre um título verde e um título convencional com vencimento semelhante.

³¹ Ver Harrison e Muething (2021).

Títulos temáticos proporcionam benefícios em termos de diversificação da base de investidores, tipicamente investidores institucionais com mandatos ESG (meio ambiente, sustentabilidade e governança), o que leva a preços favoráveis: a emissão verde inaugural do Chile em 2019 foi mais de 12 vezes superior à subscrição e impôs um greenium de até 10 pontos-base (bps), enquanto a emissão dupla da Colômbia com um título convencional mostrou um diferencial de rendimento de 15 bps.³² Além disso, títulos temáticos podem melhorar a atratividade geral de emissores soberanos aos olhos de investidores internacionais.³³

Esses benefícios precisam compensar dois obstáculos principais: custos de preparação e liquidez. A preparação de títulos temáticos é cara; requer a elaboração de uma estrutura de títulos que detalhe um mecanismo institucional exclusivo para uso dos recursos, defina o universo elegível e desenvolva indicadores de monitoramento e relatórios. A emissão de títulos temáticos também exige um perfil de sustentabilidade/ESG crível, que vá além dos temas do vínculo específico e, juntamente com a estrutura, deve ser revisto por uma entidade independente. Além disso, a liquidez pode ser mais restrita para essas emissões de nicho, dado o seu tamanho relativo limitado e a natureza de compra e retenção de potenciais investidores. No entanto, devido à sua natureza, esses títulos se mostraram resilientes a flutuações de preços durante turbulências no mercado, o que se reflete na redução dos spreads de compra/venda durante esses episódios.³⁴

Dito isso, emissores soberanos têm inovado nas estratégias de emissão para aumentar a liquidez de títulos temáticos. Por exemplo, o Chile reabriu seus títulos verdes ao longo dos anos para aumentar o tamanho. E a Colômbia seguiu o exemplo da Alemanha de emissão dupla, com títulos convencionais de mesmo vencimento e cupom que permite aos investidores alternar entre os dois instrumentos em caso de necessidades de liquidez. Os títulos temáticos tornaram-se, assim, uma adição muito útil ao conjunto de ferramentas de gestão de dívida, especialmente para os gestores de dívida de economias emergentes.³⁵

³² Isso se compara aos greeniums de 3 pontos-base em economias avançadas https://www.minhacienda.gov.co/webcenter/ShowProperty?noId=%2FConexionContent%2FWCC_CLUSTER-180337%2F%2FidcPrimaryFile&revision=latestreleased.

³³ J.P. Morgan concede pontuações de ESG mais altas a títulos determinados para serem verdes pela Iniciativa de Títulos Climáticos (ver J.P. Morgan, 2021).

³⁴ <https://www.spglobal.com/marketintelligence/en/news-insights/latest-news-headlines/green-bond-premium-justified-by-strong-secondary-market-performance-flexibility-66696509>.

³⁵ <https://gsh.cib.natixis.com/our-center-of-expertise/articles/german-sovereign-innovates-with-its-bund-s-inaugural-green-twins>.

O papel crescente da gestão da dívida

A gestão da dívida tem a ver tanto com minimizar custos quanto com cobrir riscos. Um papel fundamental do DMO é gerenciar o perfil da dívida para mitigar vulnerabilidades a movimentos acentuados em taxas de juros, moedas, preços de commodities e mudanças nas preferências de risco do investidor, entre outros fatores, reconhecendo, ao mesmo tempo, os custos envolvidos. Dada a dimensionalidade do problema e a incerteza em torno das variáveis-chave, buscar “a estratégia ideal” por meio de um algoritmo complexo é irrealista. Uma abordagem mais prática é escolher uma estratégia que evite grandes riscos (como perdas de balanço decorrentes de uma depreciação repentina, preocupações com rolagem devido ao acúmulo excessivo de vencimentos, ou grandes passivos contingentes) e garantir uma melhoria constante e gradual em termos de redução de custos e riscos, aproveitando as oportunidades de mercado. Além disso, os gestores da dívida devem levar em conta o lado do ativo, ou seja, o estoque de reservas internacionais líquidas e, na medida em que possa ser traduzido em valores de mercado, a estrutura de receitas e despesas do setor público, incluindo obrigações contingentes.

Muitas economias latino-americanas conseguiram aumentar a resiliência financeira e desvincular-se das flutuações cambiais, confiando mais nos mercados domésticos de moeda local e investidores domésticos, alongando os vencimentos e mantendo os amortecedores de liquidez do dólar. A melhora na gestão da dívida se refletiu em uma composição mais benigna da dívida, com menores participações da dívida externa dolarizada, e prazos de vencimento mais longos, tanto local quanto externamente, a custos de captação mais baixos. De fato, aprendendo com as crises de dívida passadas, muitos países da região melhoraram seus DMOs e adotaram estratégias de gestão da dívida mais sofisticadas. No entanto, essas melhorias variaram entre países e estagnaram no país típico nos últimos anos.

Os desafios foram agravados pela pandemia, que não só aumentou o endividamento como também reverteu alguns dos avanços anteriores na composição da dívida. Muitos países enfrentam o desafio duplo pós-pandemia de reduzir a dívida e melhorar sua composição para recuperar o objetivo de médio prazo. Esses desafios reforçam a necessidade de melhorar ainda mais os escritórios de gestão da dívida e desenvolver estratégias viáveis de gestão da dívida com o apoio político necessário. Estruturas mais sofisticadas e mais bem-calibradas que vão além de diretrizes gerais, juntamente com o fortalecimento técnico e institucional dos DMOs, ajudariam a reduzir vulnerabilidades, aumentar a transparência, facilitar a coordenação interna do governo e reduzir o custo da dívida.

Mais especificamente, existem oportunidades para suavizar os cronogramas de amortização para mitigar o acúmulo de vencimentos e, em alguns casos, reduzir ainda mais a dependência da dívida em moeda estrangeira. Os países também podem aproveitar as inovações nos instrumentos de dívida, particularmente títulos temáticos, que podem aumentar a transparência e o monitoramento e reduzir custos, e instrumentos contingentes, que podem ser usados para reduzir riscos. Os gestores da dívida devem monitorar ativamente e buscar quantificar fontes de passivos reais e contingentes que exigirão estreita coordenação com diversos entes públicos. Estruturas robustas para monitoramento e gestão de riscos da dívida devem ser desenvolvidas onde ainda não existam. Os bancos multilaterais de desenvolvimento estão bem posicionados para aconselhar os países e fornecer instrumentos específicos para estender prazos de vencimento, ampliar os tipos de instrumentos disponíveis aos gestores da dívida e reduzir custos.

O aumento das taxas de juros globais pode alterar substancialmente as condições nos mercados internacionais, e somente fortalece os benefícios do desenvolvimento de instrumentos de dívida em moeda local com vencimentos mais longos. A gestão da dívida é uma área altamente técnica e especializada no reino das finanças públicas. Um escritório de gestão da dívida qualificado e que funcione bem é uma condição necessária para uma integração financeira saudável nos mercados globais e um insumo fundamental para uma política fiscal sustentável. Na esteira da pandemia, isso se tornou ainda mais importante para preservar o progresso passado e continuar a melhorar a gestão da dívida nos próximos anos.

Credores oficiais: fornecendo mais do que dinheiro

Embora a maior parte da dívida pública externa na América Latina e Caribe seja com contrapartes do setor privado, os credores oficiais continuam sendo uma importante fonte de financiamento e, em alguns países, fornecem a maior parte do financiamento externo. Os empréstimos oficiais incluem aqueles de organizações financeiras internacionais, como o Fundo Monetário Internacional (FMI), bancos multilaterais de desenvolvimento (BMDs), dentre eles o Banco Mundial e o Banco Interamericano de Desenvolvimento (BID), e empréstimos bilaterais de governos ou de empresas estatais. Os credores oficiais oferecem prazos mais longos, cobram taxas de juros mais baixas do que os mercados privados e, ao contrário da dívida privada, têm um mandato de desenvolvimento específico. Os empréstimos de credores oficiais geralmente visam áreas que promovam estabilidade econômica e crescimento, reduzam a pobreza e a desigualdade e apoiem bens públicos globais, e podem ocorrer na forma de novos instrumentos para completar mercados.¹

Este capítulo descreve a evolução do crédito oficial na América Latina e Caribe. Apresenta as principais tendências em empréstimos oficiais e, em seguida, foca em empréstimos concedidos por bancos multilaterais de desenvolvimento e credores oficiais bilaterais. O capítulo discute ainda os benefícios do empréstimo oficial, com particular ênfase em sua capacidade contracíclica e suas condições para mobilizar recursos de terceiros. Ao se comparar credores oficiais, essas características são mais marcantes nos BMDs, cuja essência fundamental é a complementaridade entre empréstimo, conhecimento e tratamento de credor preferencial.² Diante

¹ Para uma discussão de instrumentos, ver Capítulo 6.

² Se um BMD empresta, mas não fornece conhecimento, seu papel não pode ser diferenciado do de um banco comercial, que já existe. Se um BMD fornece conhecimento, mas não empréstimo, seu papel não pode ser diferenciado do de uma consultoria, que também já existe. E se os BMDs não se beneficiarem do tratamento de credor preferencial, não serão capazes de emprestar a taxas competitivas (necessárias para avançar a agenda de desenvolvimento) e financiar conhecimento. Esses aspectos são discutidos neste capítulo.

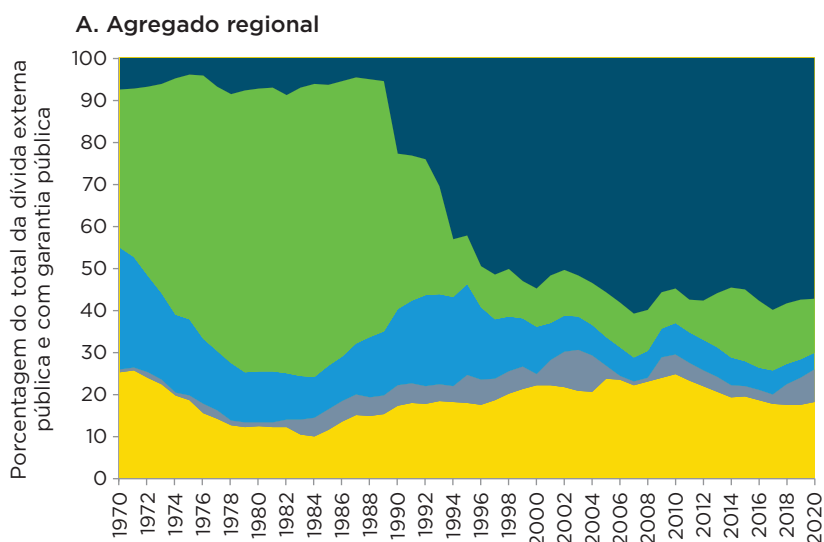
dos benefícios e dos ganhos de eficiência dos empréstimos obtidos por meio de BMDs, o capítulo defende o aumento da presença dessas instituições na arquitetura financeira internacional.

Tendências no empréstimo oficial

No final de 2020, cerca de 30% da dívida externa soberana na América Latina e Caribe era fornecida pelo setor oficial (ver Figura 7.1, Painel A). Para o país médio, 52% da dívida externa era com o setor oficial (ver Figura 7.1, Painel B). Essa aparente inconsistência reflete diferenças entre países de grande porte ou bem classificados, com maior acesso a mercados privados, e países menores ou mal classificados, que dependem mais do setor oficial.

Em termos de dívida oficial, a dívida multilateral representa a maior parcela na América Latina e Caribe. Em dezembro de 2020, a dívida multilateral respondia por quase 20% da dívida externa soberana total da região (32% para o país médio)³, a dívida bilateral representava 4,1% (12% para o país médio), e as dívidas com o FMI correspondiam a 8% (7% para o país médio).

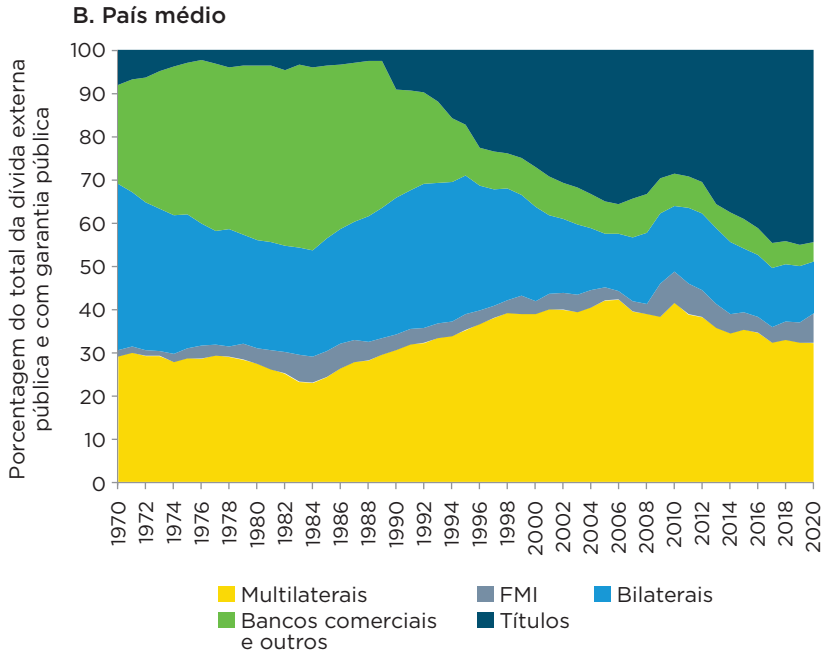
Figura 7.1 Composição da dívida pública externa e da dívida externa com garantia pública na América Latina e Caribe



(continua na página seguinte)

³ Muitos BMDs operam na América Latina e Caribe. O maior em termos de operações é o Grupo Banco Interamericano de Desenvolvimento, seguido pelo Grupo Banco Mundial e a CAF. Além desses, outros BMDs, como o Banco de Desenvolvimento do Caribe, o Banco Central Americano de Integração Econômica, e o Fonplata, têm atividade relevante em sub-regiões da América Latina. Para uma discussão sobre todos os BMDs da região e a dinâmica de empréstimos dos BMDs, ver Fleiss (2021).

Figura 7.1 Composição da dívida pública externa e da dívida externa com garantia pública na América Latina e Caribe (continuação)



Fonte: Cálculos próprios a partir da base de dados do Banco Mundial/Estatísticas da Dívida Internacional.

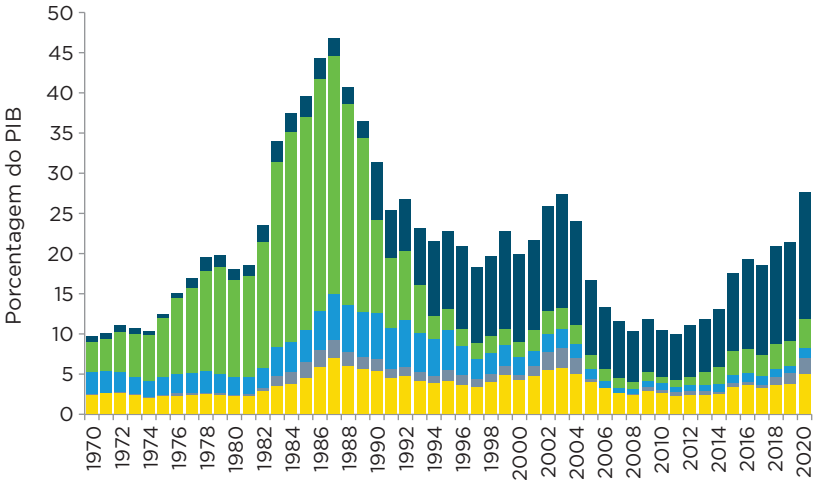
Nota: Exclui países de alta renda. Empréstimos multilaterais públicos e com garantia pública incluem empréstimos e créditos do Banco Mundial, de bancos regionais de desenvolvimento e de outras agências multilaterais e intergovernamentais. Exclui empréstimos de fundos administrados por organização internacional em nome de um único governo doador. Dívida pública bilateral e dívida bilateral com garantia pública incluem empréstimos de governos e suas agências (incluindo Bancos Centrais), empréstimos de órgãos autônomos e empréstimos diretos de agências oficiais de crédito à exportação. A dívida bancária comercial de longo prazo não garantida inclui empréstimos de bancos privados e de outras instituições financeiras privadas. Dívida privada de longo prazo não garantida pendente e desembolsada é uma obrigação externa de um devedor privado, cujo pagamento não é garantido por um ente público.

Em países da América Latina e Caribe, a dinâmica da dívida externa, incluindo a dívida oficial, tem variado significativamente ao longo do tempo. Até o final da década de 1990, as dívidas bilateral e multilateral trilhavam caminhos semelhantes. Ambos os tipos de dívida respondiam aproximadamente pela mesma parcela na região e no país médio. Nos anos 2000, a dívida multilateral aumentou sua participação na dívida oficial, e a parcela da dívida bilateral encolheu significativamente.

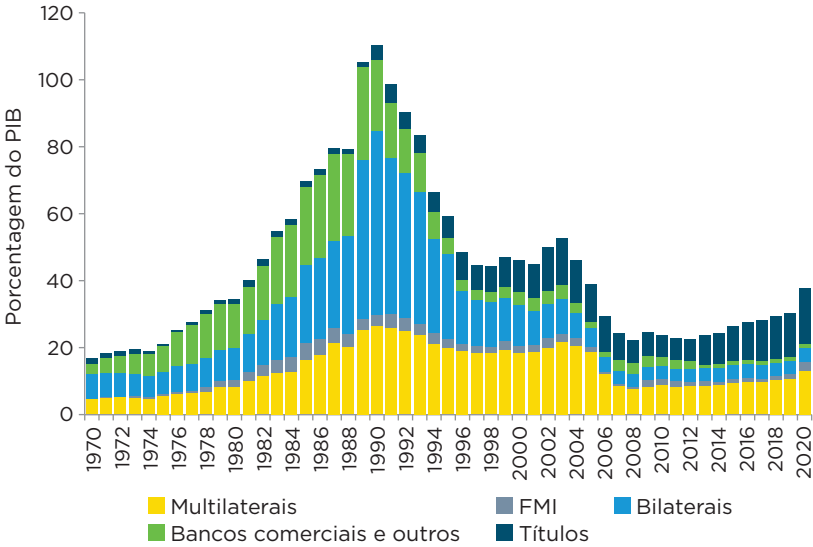
Durante a maior parte da primeira década do século 21, os governos da América Latina e Caribe passaram por uma fase de desalavancagem da sua dívida pública externa (ver Figura 7.2). Entre 2000 e 2008, a relação dívida externa/PIB regional caiu 15 pontos percentuais. Esse foi um período de alto crescimento econômico, impulsionado por condições

Figura 7.2 Dívida pública externa e dívida externa com garantia pública na América Latina e Caribe

A. Agregado regional



B. País médio



■ Multilaterais ■ FMI ■ Bilaterais
■ Bancos comerciais e outros ■ Títulos

Fonte: Cálculos próprios a partir das bases de dados do Banco Mundial/Estatísticas da Dívida Internacional e Indicadores de Desenvolvimento Mundial.

Nota: Exclui países de alta renda. Empréstimos multilaterais públicos e empréstimos multilaterais com garantia pública incluem empréstimos e créditos do Banco Mundial, de bancos regionais de desenvolvimento e de outras agências multilaterais e intergovernamentais. Exclui empréstimos de fundos administrados por organização internacional em nome de um único governo doador. Dívida bilateral pública e dívida multilateral com garantia pública incluem empréstimos de governos e de suas agências (incluindo Bancos Centrais), empréstimos de órgãos autônomos e empréstimos diretos de agências oficiais de crédito à exportação. A dívida bancária comercial de longo prazo não garantida inclui empréstimos de bancos privados e outras instituições financeiras privadas. A dívida privada de longo prazo não garantida pendente e desembolsada é uma obrigação externa de um devedor privado, cujo pagamento não é garantido por um ente público.

globais favoráveis. Durante esse período, o país médio cortou sua dívida externa soberana pela metade. A crise financeira global interrompeu essa tendência em 2008–2009. Posteriormente, todas as fontes de dívida voltaram a crescer, embora a dívida contratada com o setor privado tenha crescido mais rapidamente do que a dívida oficial. Em 2020, a pandemia de Covid-19 eclodiu, e países em todo o mundo enfrentaram uma escassez significativa de fundos para combater seus efeitos. Mais uma vez, a dívida na América Latina e Caribe cresceu, e a dívida externa soberana ultrapassou 25% do PIB regional, chegando a quase 40% no país médio, com credores oficiais fornecendo apoio significativo. Em 2020, muitos credores oficiais, particularmente os BMDs, desembolsaram valores recordes para apoiar os países que enfrentavam a pandemia, revertendo, assim, uma tendência de declínio de uma década na participação da dívida oficial no total da dívida externa soberana.

Dívida multilateral: um pacote

A principal fonte da dívida externa oficial são os bancos multilaterais de desenvolvimento.⁴ Os BMDs são instituições financeiras autossustentáveis de propriedade de vários governos, destinadas a fornecer financiamento para projetos relacionados ao desenvolvimento, principalmente em países de rendas baixa e média. Ao contrário das instituições financeiras privadas, os bancos multilaterais são movidos por um mandato de políticas públicas para promover um crescimento sustentável e equitativo e para reduzir a pobreza. Os BMDs existem devido às complementaridades entre financiamento de desenvolvimento, fornecimento de conhecimento e seu tratamento de credor preferencial (*Preferred Creditor Treatment* — PCT).⁵ O PCT é fundamental para os BMDs e implica que as obrigações de crédito dos BMDs são seniores diante de outros compromissos de crédito (ver Quadro 7.1). Esses elementos trazem vários benefícios para os mutuários além de recursos financeiros de baixo custo, incluindo criação de conhecimento, orientação em políticas, fornecimento de bens públicos/regionais e capacidade para mobilizar o poder em torno dos principais temas de longo prazo.⁶

⁴ Isso se aplica à média. Em alguns anos específicos, particularmente quando os países enfrentam crises de balanço de pagamentos e buscam apoio do FMI, os empréstimos do Fundo se tornam predominantes.

⁵ Ver Gilbert, Powell e Vines (1999) para uma discussão ampliada.

⁶ Essas características podem ser embutidas em empréstimos, mas também resultar de outros produtos autônomos oferecidos por BMDs, tais como cooperação técnica não reembolsável e diálogos políticos de alto nível destinados a enfrentar desafios específicos dos países ou de desenvolvimento regional.

Quadro 7.1 Tratamento de credor preferencial para BMDs

O Tratamento de Credor Preferencial (PCT) permitiu aos BMDs emprestar durante momentos bons e ruins a governos soberanos membros com um risco extremamente baixo de sofrer perdas. Simplificando, os países normalmente tratam esses credores de forma mais favorável do que outros e os isentam de qualquer moratória generalizada de pagamento ou da reestruturação da dívida soberana. Os países, em geral, não devem tomar emprestado de outros credores em modalidades que possam tornar seus empréstimos explícita ou implicitamente privilegiados em relação àqueles de credores preferenciais.^a O Clube de Paris de credores bilaterais reconhece o PCT, indicando que credores preferenciais gozam de exceção à cláusula que afirma que todos os credores devem ser tratados igualmente em uma reestruturação.^b A estratégia do FMI de concessão de empréstimos a países em situação de atraso também apoia o status preferencial dos BMDs, recusando-se a desembolsar para um país que esteja em atraso com um BMD considerado como tendo PCT.^c No entanto, a condição de PCT não é normalmente incluída nos contratos jurídicos usados pelos BMDs. Ao contrário, é conhecida como um costume de mercado.^d

O PCT permite aos BMDs, como o BID, alcançar a classificação mais alta disponível (triplo-A) com menos capital do que seria necessário de outra forma.^e Com essa classificação máxima, os BMDs podem tomar emprestado nos mercados internacionais a taxas baixas e emprestar para os países a uma taxa que inclui um spread para a acumulação de capital próprio e geralmente é inferior às taxas de mercado. Normalmente, os BMDs não pagam dividendos aos seus proprietários soberanos nem incluem um prêmio de risco em empréstimos. O PCT é um componente crítico do modelo de negócios dos BMDs, visto que lhes permite oferecer empréstimos a taxas competitivas, o que influencia as políticas de desenvolvimento dos países, e, ao mesmo tempo, financiar a criação de conhecimento para apoiar essa assessoria de desenvolvimento. Empréstimos, conhecimento e PCT são altamente complementares; essa complementaridade é a verdadeira essência dos bancos multilaterais.^f

O PCT também é fundamental para permitir que os BMDs concedam novos recursos a países que estejam enfrentando condições econômicas difíceis. Nesses momentos, os países tendem a perder o acesso a credores comerciais, dada a percepção de altos riscos. No entanto, graças em grande parte ao PCT, os BMDs podem ser contracíclicos, geralmente agindo em coordenação com o FMI. O principal interesse dos bancos multilaterais em tais momentos é melhorar as condições econômicas no país ao mesmo tempo em que monitoram minuciosamente os desdobramentos, para garantir que seu empréstimo seja eficaz em termos de objetivos de desenvolvimento, em vez de quaisquer preocupações com o risco de crédito.^g

(continua na página seguinte)

Evidências empíricas sólidas apoiam o impacto do PCT nos pagamentos de empréstimos aos BMDs. Usando informações sobre atrasos e reduções durante a inadimplência da dívida soberana garantida, Schlegl, Trebesch e Wright (2019) identificam uma hierarquia distinta entre tipos de credores. O FMI (que também tem PCT) e os BMDs são credores privilegiados em balanços patrimoniais soberanos, seguidos por detentores de títulos e, finalmente, por um grupo que engloba empréstimos soberanos bilaterais, empréstimos bancários e empréstimos de credores comerciais. Os atrasos nos pagamentos aos BMDs são compensados pelo pagamento do valor devido acrescido de juros, o que permite ao BMD fazer novos desembolsos para o país.^h

Como o PCT pode ser tão persistente se não é efetivamente incluído em contratos? Cordella e Powell (2021) desenvolveram um modelo teórico que mostra como os países podem de fato ter incentivos para sempre pagar um credor preferencial a fim de garantir acesso ao seu financiamento em caso de uma crise futura, enquanto deixam de pagar credores comerciais. Nesse modelo, o credor preferencial não enfrenta riscos e cobra uma taxa livre de riscos, enquanto os credores comerciais cobram um prêmio de risco que reflete o fato de que, em uma crise, o país poderá inadimplir. Em geral, para o país o melhor é que os dois tipos de credores existam.ⁱ Mas o argumento também sugere limites ao PCT, pois credores preferenciais não podem emprestar qualquer valor; o empréstimo é, em algum momento, restringido, para que o país mantenha o incentivo de pagar e o equilíbrio se mantenha.^j No entanto, se os credores preferenciais respeitam as “regras do jogo” implícitas, isso explica por que o PCT prevalece e não é realmente necessário em contratos.

A crise da Covid-19 gerou uma alta demanda por financiamento de BMDs para enfrentar a emergência de saúde e financiar pacotes de apoio. Ao mesmo tempo, o G20 concordou com a Iniciativa de Suspensão do Serviço da Dívida (*Debt Service Suspension Initiative*) e um subsequente Quadro Comum sobre Tratamentos da Dívida.^k Esses programas também excluem explicitamente os BMDs da exigência de que os credores sejam tratados igualmente no caso de reestruturação de dívida, preservando, assim, o PCT dos BMDs. Essa abordagem varia consideravelmente do HIPC/MDRI^l — quando os BMDs participaram do alívio da dívida de países de baixa renda, mas foram compensados pelos doadores por suas perdas^m — e sugere que dessa vez a prioridade era manter, ou mesmo fortalecer, o PCT para impulsionar o financiamento de BMDs ao máximo, como parte da resposta à crise.

^a Por vezes mencionada como “cláusula de promessa negativa.”

^b Ver G20 e Clube de Paris (2020).

^c Ver, por exemplo, FMI (2013).

^d Cordella e Powell (2021) apresentam um exame sucinto da posição legal da condição de credor preferencial.

^e Perraudin, Powell e Yang (2016) argumentam que as agências de classificação incorporam o PCT de forma ad hoc e, em geral, não atribuem peso suficiente ao PCT em suas metodologias. Algumas agências de classificação têm aumentado o peso do PCT desde 2019 nas classificações dos BMDs.

^f Gilbert, Powell e Vines (1999) destacam as complementaridades entre empréstimo, conhecimento e a assim chamada condicionalidade como a essência de um BMD (com foco no Banco Mundial). A condicionalidade abrangia as condições políticas vinculadas a empréstimos e o compromisso dos países de pagar o BMD.

^g O BID reconheceu explicitamente essa distinção e mantém um sistema de salvaguardas macroeconômicas que visa garantir a efetividade de desenvolvimento dos empréstimos.

^h No caso do BID, em mais de 60 anos de empréstimos, somente em nove ocasiões um soberano apresentou atrasos que se qualificam como um “evento de incobrabilidade,” que, em seguida, aciona disposições específicas de perda de empréstimo e um conjunto de restrições ao mutuário. Durante o mesmo período, os países membros mutuários do BID inadimpliram 69 vezes com outros credores (ver Reinhart e Rogoff, 2011; Reinhart, 2010; Gennaioli, Martin e Rossi, 2014).

ⁱ O modelo pressupõe coordenação entre credores preferenciais; ainda assim, há a possibilidade de que a existência do mercado poderia prejudicar empréstimos preferenciais. O crédito a juros subvencionados do FMI e do Banco Mundial às vezes vem com um acordo de que o país não deve tomar emprestado grandes quantias a taxas comerciais, de modo que o modelo teórico pode justificar esse tipo de limite em algumas circunstâncias.

^j Ainda assim, isso não significa uma relação simples entre PCT e a proporção da dívida de um país que é preferencial. De fato, exercícios empíricos normalmente não encontram essa relação (ver Standard and Poor's Global Ratings, 2019).

^k Ver Lang, Mihalyi e Presbitero (2021) para uma discussão sobre a Iniciativa de Suspensão e Sustentabilidade da Dívida e o G20 (2020) para o “Quadro Comum sobre Tratamentos da Dívida além do DSSI.”

^l HIPC significa Países Pobres Altamente Endividados. MDRI é a Iniciativa de Suspensão do Serviço da Dívida.

^m No caso do BID, a redução da dívida nos empréstimos a juros subvencionados a países de baixa renda na época desses programas estava em um balanço patrimonial financiado por doadores (conhecido como Fundo de Operações Especiais), separado do balanço patrimonial que faz a intermediação entre emissão de títulos em mercados internacionais e empréstimos a outros soberanos e lastreados pelo que se denomina Capital Ordinário.

O que os BMDs têm a oferecer

A criação de conhecimento e a orientação em políticas são elementos cruciais nas propostas de valor dos BMDs e um serviço essencial por meio do qual eles contribuem para o desenvolvimento.⁷ Além de contribuir para estreitar as lacunas de conhecimento nos países que assistem, os BMDs também se tornaram instituições depositárias de conhecimento operacional, pois acumularam lições sobre o desenho e a execução de

⁷ Conhecimento, diálogo de políticas e poder de convocação são um dos oito componentes do *Common Value for Money Framework* e da Proposta de Valor dos BMDs, conforme acordado entre os principais MDBs (G20, 2019). A criação de conhecimento é um processo contínuo que inclui realizar pesquisas de alto nível nos principais temas de desenvolvimento; apoiar o desenvolvimento de pesquisas e capacidades analíticas nos países com os quais trabalham; organizar conferências que contribuam para o compartilhamento de conhecimento entre funcionários públicos de alto nível e especialistas em áreas-chave de desenvolvimento; promover treinamento para aprimorar capacidades na região; e publicar livros, artigos, relatórios, conjuntos de dados e blogs que possam ser acessados livremente e forneçam assessoria acessível sobre políticas.

projetos ao longo de anos de experiência. Embora possam não saber tudo sobre todos os temas, os BMDs podem inovar, desenvolver conhecimento e convocar especialistas quando preciso para construir o know-how de que os países mutuários necessitam para enfrentar desafios complexos de desenvolvimento.⁸ Os mutuários valorizam esse papel do BMD. Custer et al. (2021), por exemplo, entrevistaram líderes dos setores público e privado e da sociedade civil em 141 países de rendas baixa e média e perguntaram a eles sobre a presença, a influência e a utilidade dos parceiros de desenvolvimento. Eles relatam um forte desempenho dos BMDs, com um subconjunto deles consistentemente pontuando alto nas dimensões pesquisadas. Além disso, em cada dimensão, a mediana multilateral apresentou uma parcela maior de respostas positivas em cada métrica, em comparação com a mediana bilateral/outros parceiros de desenvolvimento.⁹ Prizzon, Josten e Gyuzalyan (2022) também mostram que os governos valorizam muito a cooperação técnica, a orientação em políticas e as pesquisas disponibilizadas pelos BMDs. Em vários casos, os governos consideraram essas características mais relevantes do que a concessão de financiamento em condições melhores do que as de mercado.¹⁰

Os BMDs também têm vantagens comparativas no fornecimento de bens públicos globais e na convocação de várias partes interessadas para construir consenso em torno de questões coletivas ou globais, que sejam fundamentais para o desenvolvimento econômico.¹¹ Não surpreende que

⁸ A produção de conhecimento dessas instituições é bem reconhecida. Em 1996, o Banco Mundial foi renomeado “Banco do Conhecimento”, característica que mais tarde foi atribuída também a Bancos Regionais de Desenvolvimento e BMDs. Ver Ravallion (2016) para uma discussão sobre o Banco Mundial; Calvo (2004) para uma discussão sobre bancos regionais de desenvolvimento; e Ying (2019) e Avellán et al. (2021) para uma visão geral e discussão de BMDs.

⁹ Na América Latina e Caribe, o BID é o parceiro de desenvolvimento com maior presença (parcela de entrevistados na região que relataram ter recebido aconselhamento ou assistência entre 2016–2020) e a instituição regional percebida como a mais influente e prestativa.

¹⁰ Na América Latina e Caribe, o BID é classificado acima de outros organismos multilaterais estudados por Prizzon, Josten e Gyuzalan (2022) em sua eficácia, em quatro áreas: concessão de financiamento a taxas melhores que as de mercado; oferta de assessoria de políticas e assistência técnica; geração de pesquisas e análises; e convocação de partes interessadas para agir coletivamente no enfrentamento de desafios de desenvolvimento. Dessas áreas, a oferta de assessoria política e assistência técnica e a geração de pesquisas e análises foram as mais bem classificadas.

¹¹ Ver Gilbert, Powell e Vines (1999), Prizzon (2017), OCDE (2020c) e ODI (2021) para discussões sobre esse papel dos BMDs. Ver também MOPAN (2021), que discute como os BMDs podem usar seu poder de convocação para aumentar o investimento do setor privado em financiamento do clima.

os BMDs estejam ativamente envolvidos em áreas que requerem ação e coordenação coletivas, como mudança climática, gênero e diversidade, migração, estabilidade financeira e integração comercial, entre outras.

BMDs como provedores de financiamento ao desenvolvimento

Os BMDs prestam seus serviços financeiros e não financeiros a diferentes parceiros nos países destinatários. Seus empréstimos são concedidos a governos por meio de empréstimos com garantia soberana (SG). Da mesma forma, seus empréstimos podem financiar governos locais ou entidades afiliadas que não estejam cobertas por uma garantia do Estado, bem como o setor privado ou empresas estatais e instituições financeiras, por meio de empréstimos sem garantia soberana (NSG). Os empréstimos, tanto SG como NSG, têm objetivos de desenvolvimento e se destinam a complementar, em vez de excluir, mercados privados.¹²

Para a maioria dos países, a dívida com BMDs é menos custosa do que com credores privados.¹³ A Figura 7.3 mostra algumas estimativas de taxas de juros de mercado para a dívida soberana dos países da América Latina e Caribe, comparando-as com as taxas vigentes do BID e do Banco Mundial, os maiores BMDs da região. Nas últimas duas décadas, as taxas dos BMDs foram significativamente inferiores às de mercado para a maioria dos países. Normalmente, os BMDs oferecem taxas de juros abaixo da menor taxa de mercado disponível aos países da região.¹⁴ Isso ocorre porque, ao contrário dos credores privados, os BMDs não cobram prêmios de risco além de encargos financeiros.¹⁵ Eles emitem títulos com juros

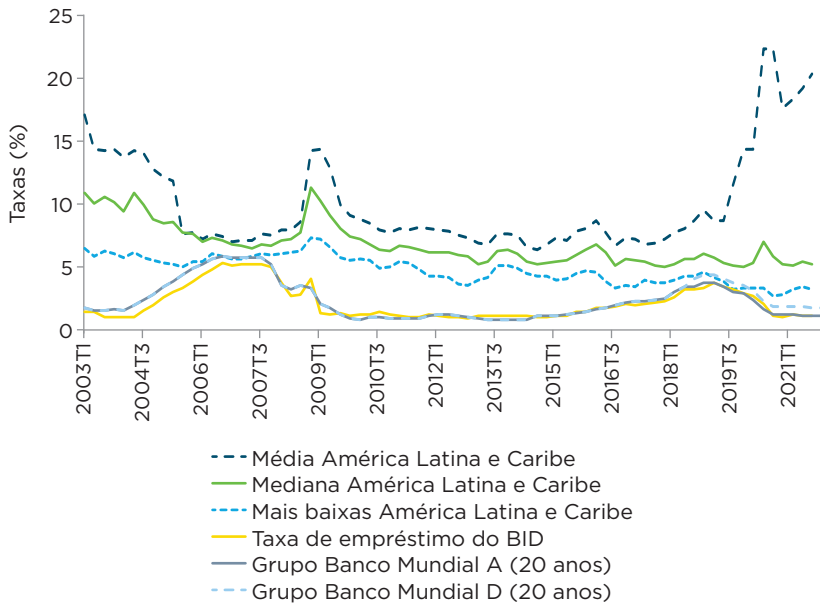
¹² Para uma discussão geral sobre empréstimos de BMDs, ver Humphrey e Michaelowa (2013), e para a América Latina e Caribe, ver Fleiss (2021).

¹³ Uma característica financeira adicional e valiosa da dívida com BMDs é que ela geralmente tem prazos de vencimento mais longos (em muitos casos, de 20 a 30 anos, e até 40 anos em crédito a juros subvencionados) do que a oferecida pelo mercado.

¹⁴ Taxas mais altas do que as de mercado têm prós e contras. Entre os prós, países com taxas mais baixas geralmente desfrutam de maior acesso a mercados privados e, portanto, dependem menos de financiamento oficial. Isso, por sua vez, permite que outros países com menor capacidade para explorar crédito privado consigam mais financiamento oficial. Por outro lado, embora isso possa ser indubitavelmente uma boa notícia para instituições de crédito grandes e diversificadas, não é necessariamente uma boa notícia para instituições regionais menores, com menos oportunidades de diversificação. Elas correm o risco de perder seus clientes mais bem classificados (aqueles com taxas mais baixas) que contribuem para sustentar a alta classificação de crédito da instituição e, portanto, sua capacidade para emprestar a taxas baixas a todos os seus membros. Encontrar um equilíbrio é crucial para todos os BMDs, particularmente para os menos diversificados.

¹⁵ Ver Cordella e Powell (2021) e Quadro 7.1.

Figura 7.3 Taxas de juros dos mercados da América Latina e Caribe e taxas dos BMDs



Fonte: Cálculos próprios com base nos departamentos financeiros da Bloomberg, do BID e do Banco Mundial.

Nota: As taxas de juros médias/medanas/mas baixas do mercado são construídas usando spreads EMBI médios/medianos/mas baixos aplicados às taxas de 20 anos do Tesouro dos EUA. Os países incluídos na amostra são Argentina, Barbados, Belize, Bolívia, Brasil, Chile, Colômbia, Costa Rica, Equador, El Salvador, Guatemala, Honduras, Jamaica, México, Panamá, Paraguai, Peru, República Dominicana, Suriname, Trinidad e Tobago, Uruguai e Venezuela. Para fins ilustrativos, são considerados empréstimos de investimento não subvencionados com vencimentos de longo prazo. Para construir estimativas do preço de mercado da dívida do país, o spread EMBI de cada país é adicionado a uma taxa de 20 anos do Tesouro dos EUA. Isso é feito para 22 países da América Latina e Caribe para os quais há dados disponíveis; as taxas médias, medianas e mas baixas da amostra em cada trimestre são computadas e mostradas. As estimativas das taxas de juros das dívidas soberanas são comparadas a três taxas: a taxa de empréstimo soberano do BID, a taxa do Banco Mundial para países A no vencimento de 18 a 20 anos e a taxa do Banco Mundial para os países D no mesmo vencimento.

baixos graças às suas altas classificações de crédito¹⁶ para angariar recursos nos mercados e, em seguida, emprestá-los a países mutuários com uma pequena margem acima dos custos de empréstimos, sem cobrar prêmios de risco.¹⁷

¹⁶ As altas classificações de crédito dos BMDs — AAA no caso do Banco Mundial e dos maiores bancos regionais de desenvolvimento, incluindo o BID — são apoiadas pelas classificações de crédito de seus países acionistas, muitos dos quais são economias avançadas com altas classificações.

¹⁷ O spread acima da taxa sem risco cobre custos operacionais e financiamento de conhecimento, bem como outros bens públicos complementares ao crédito.

A capacidade para emprestar a taxas baixas é uma forma pela qual os BMDs apoiam os países, particularmente em tempos de dificuldades financeiras; a pandemia de Covid-19 é um exemplo. Embora as taxas de juros médias e medianas na região tenham subido durante 2020 devido à pressão fiscal imposta pelos gastos com o enfrentamento da pandemia na maioria dos países, as condições globais e os baixos spreads cobrados pelos BMDs lhes permitiram acessar financiamento a taxas baixas, o que ajudou a mitigar a pressão fiscal vigente. Da mesma forma, durante a crise financeira global de 2008-2009, devido às condições de risco nos mercados, as taxas de juros dispararam, enquanto as taxas dos BMDs permaneceram significativamente mais baixas. Em tempos de dificuldade financeira global, o acesso a fundos relativamente mais baratos, com pagamentos de juros gerais moderados, permite aos países alocar mais recursos para o desenvolvimento e a mitigação de crises. Também pode contribuir para a sustentabilidade fiscal geral ao conceder empréstimos a taxas baixas, muitas vezes inferiores às taxas de crescimento do PIB.

Outras características fundamentais dos empréstimos dos BMDs são: i) serem contracíclicos, o que significa que o financiamento aumenta quando outras fontes seguem restritas devido à escassez internacional de liquidez ou a outros tipos de dificuldades financeiras; e ii) ajudarem a mobilizar recursos de terceiros, seja de fontes oficiais ou privadas, para projetos ou setores dos quais os BMDs participam. Essa característica é particularmente importante quando os países enfrentam grandes necessidades de investimento, mas orçamentos apertados limitam o tamanho de seus investimentos. No contexto das grandes lacunas de investimento estimadas para a consecução dos Objetivos de Desenvolvimento Sustentável (ODS), os mecanismos para atrair financiamento são altamente valorizados pelas economias emergentes.¹⁸

Contraciclicidade: tempo é tudo

Uma característica fundamental da dívida multilateral é sua capacidade para agir de forma contracíclica. Ao longo do ciclo de negócios, os governos exploram diferentes fontes de recursos para financiar uma ampla variedade de investimentos e políticas relacionadas com o desenvolvimento. Em um mundo ideal, os países seriam capazes de suavizar os gastos entre altas e baixas, poupando durante o primeiro e contraindo empréstimos durante o último. No entanto, devido às imperfeições do

¹⁸ A UNCTAD (2020) estima essas lacunas em US\$ 2,5 trilhões, quase 4% do PIB mundial, exceto países de alta renda.

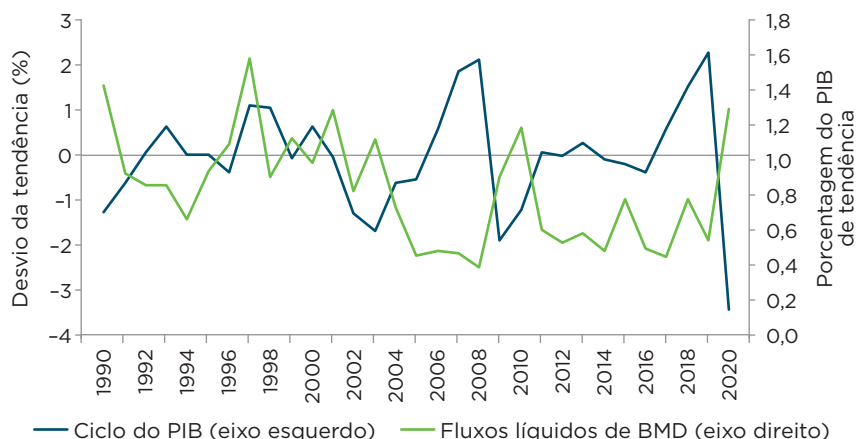
mercado de capitais, o acesso ao financiamento durante as recessões é relativamente restrito para muitos países em desenvolvimento. Em teoria, os empréstimos do governo deveriam ser contracíclicos, mas, na prática, poucas fontes de empréstimos contracíclicos estão abertas a esses países. De fato, os fluxos de capital privado que respondem pela maioria dos empréstimos para países em desenvolvimento são altamente procíclicos. Eles aumentam nos tempos bons e se contraem em tempos ruins. Em muitas partes do mundo, os bancos multilaterais de desenvolvimento desempenham um papel de seguro e podem, pelo menos parcialmente, compensar as contrações de fluxos privados durante tempos ruins.

Diferentes credores se comportam de forma distinta ao longo do ciclo de negócios; os empréstimos do setor privado são altamente procíclicos, enquanto os empréstimos multilaterais são principalmente contracíclicos (ver Galindo e Panizza, 2018; e Avellán, Galindo e Lotti, 2021, 2022). No entanto, há uma heterogeneidade significativa entre as regiões do mundo e entre diferentes tipos de bancos multilaterais de desenvolvimento. Os empréstimos dos BMDs são fortemente contracíclicos na América Latina e Caribe e no Leste da Ásia. No resto do mundo, é cíclico, não demonstrando um padrão definido de expansão ou contração de financiamento associado à posição dos países em seus ciclos de negócios. Os empréstimos contracíclicos dos BMDs também são mais pronunciados nas economias de baixa renda que dependem mais de empréstimos oficiais e têm menos acesso a mercados privados. Os bancos regionais de desenvolvimento¹⁹ também são menos contracíclicos do que o Banco Mundial.

Um dos principais desafios para a contraciclicidade dos BMDs é a prociclicidade da política fiscal. Avellán, Galindo e Lotti (2022) mostram que empréstimos soberanos multilaterais acompanham os gastos do governo. Se os governos aumentarem os gastos em tempos bons, os empréstimos dos BMDs podem seguir a mesma direção, o que pode torná-los procíclicos. No entanto, em tempos de profundo estresse fiscal, os BMDs apoiam os países mutuários aumentando seus empréstimos, particularmente quando o FMI está envolvido na resolução da crise (Avellán, Galindo e Lotti, 2021). Assim, os BMDs desempenham o papel de “seguradoras” em tempos difíceis (ou seja, quando os credores privados recuam), complementando mercados e, assim, aliviando o impacto de choques negativos e contribuindo para acelerar a recuperação.

¹⁹ Ver Galindo e Panizza (2018) para uma discussão.

Figura 7.4 Empréstimos de BMDs e lacunas de produção na América Latina e Caribe



Fonte: Cálculos próprios feitos a partir das bases de dados do Banco Mundial/Estatísticas da Dívida Internacional e Indicadores de Desenvolvimento Mundial.

Nota: O componente cíclico do PIB é a média dos componentes cíclicos para todos os países da América Latina e Caribe, computada usando um filtro de Hodrick-Prescott com $\lambda = 6,25$. Os fluxos líquidos dos BMDs são normalizados pelo PIB de tendência usando o mesmo filtro de Hodrick-Prescott.

Destacando a contraciclicidade dos empréstimos de BMDs, a Figura 7.4 traça uma medida do ciclo médio de negócios nos países da América Latina e Caribe e a proporção de fluxos líquidos de multilaterais em relação ao PIB da região. Quando a linha correspondente ao ciclo do PIB é negativa, a economia está crescendo abaixo de sua tendência ou de seu potencial e,²⁰ em alguns casos, está em recessão. Quando é positiva, a economia está crescendo acima da tendência ou explodindo. O fato de as linhas na figura seguirem padrões opostos ilustra o comportamento contracíclico dos BMDs.

Uma constatação preocupante é que a contraciclicidade dos empréstimos dos BMDs vem caindo ao longo do tempo.²¹ Isso é particularmente perceptível nos bancos regionais de desenvolvimento que deixaram de ser contracíclicos desde a década de 1990 até a Crise Financeira Global, para a seguir se tornarem acíclicos, exceto durante a crise da Covid.

Uma possível explicação para o declínio da contraciclicidade está nas mudanças adotadas pelas agências de classificação na avaliação dos riscos de crédito enfrentados pelos BMDs. Recentemente, essas agências

²⁰ Fluxos líquidos são definidos como a diferença entre desembolsos de multilaterais e amortizações de dívidas.

²¹ Ver Galindo e Panizza (2018).

aumentaram o peso das classificações dos países mutuários na avaliação de risco dos BMDs que lhes concedem empréstimos.²² Se os BMDs não tiverem amortecedores fortes para acomodar riscos mais altos quando os países forem rebaixados, seus empréstimos podem passar de contracíclicos para procíclicos, uma vez que os rebaixamentos podem exigir aumento do capital, que é um processo de longo prazo em BMDs, ou redução geral de empréstimos para neutralizar o impacto do rebaixamento na sua relação capital/ativos.

Mobilização de recursos: BMDs lideram o caminho

Um papel fundamental desempenhado pelo financiamento dos BMDs é que ele não apenas serve para fornecer recursos financeiros em países com baixas taxas de poupança, mas também ajuda a multiplicar recursos, mobilizando fontes adicionais para financiar projetos cruciais de desenvolvimento. Isso é particularmente útil em países em desenvolvimento com grandes necessidades de investimento. Mesmo antes da pandemia de Covid-19, as estimativas de lacunas financeiras enfrentadas pelos países em desenvolvimento para a consecução dos Objetivos de Desenvolvimento Sustentável estavam próximas de US\$ 2,5 trilhões por ano até 2030. Mais da metade correspondia a lacunas nas necessidades de infraestrutura.²³ Devido a mudanças na alocação de recursos públicos para enfrentar a crise de saúde causada pela Covid-19 e ao impacto negativo da crise em várias dimensões do desenvolvimento humano, essas lacunas estão provavelmente ainda maiores atualmente.²⁴

Os BMDs podem contribuir para fechar essas lacunas, mas seus empréstimos diretos são insuficientes. Em 2020, ano de aprovações de altos montantes devido à crise da saúde, os quatro maiores BMDs que assistem a América Latina e Caribe aprovaram US\$ 35 bilhões em empréstimos com garantia soberana.²⁵ Por maiores que esses números possam parecer, esses recursos são relativamente pequenos quando medidos em relação às brechas de financiamento para a consecução dos Objetivos de Desenvolvimento Sustentável. No entanto, uma grande vantagem desses recursos é sua capacidade de multiplicação a partir da mobilização de

²² Para uma discussão, ver Humphrey (2015, 2017).

²³ Ver UNCTAD (2014, 2020) e Castellani et al. (2019).

²⁴ Ver Sachs et al. (2021).

²⁵ Ver Fleiss (2021).

²⁶ Desde a declaração conjunta de BMDs e a adoção da agenda “De Bilhões a Trilhões” em 2016, isso tem sido parte do foco dos BMDs (Banco Mundial, Comitê de Desenvolvimento, 2015).

recursos adicionais.²⁶ Isso é particularmente importante, dadas as grandes fontes de capital privado inexploradas em todo o mundo que poderiam ser mobilizadas para as necessidades de desenvolvimento.²⁷

De modo geral, a mobilização dos BMDs acontece porque sua participação em projetos atenua as assimetrias de informação e reduz os riscos operacionais e políticos que podem limitar o envolvimento de outros financiadores privados. Os BMDs seguem procedimentos minuciosos para selecionar, desenhar, aprovar e executar projetos, realizar análises sociais e ambientais ex-ante, aplicar salvaguardas rigorosas e atender a normas de aquisição e contratação. Todos esses procedimentos fornecem uma garantia a financiadores adicionais de que os projetos em questão podem ter um risco menor de desgaste.²⁸ Em relação aos riscos políticos, a participação de BMDs em projetos, dado o seu envolvimento de longo prazo nos países, mitiga o risco de que ciclos políticos alterem a execução. Essa longevidade pode ser particularmente relevante em projetos de longo prazo que exigem investimentos em vários ciclos políticos em um país, como os de infraestrutura.²⁹

Ao medir a mobilização privada de BMDs,³⁰ Broccolini et al. (2021) constataam que os empréstimos multilaterais, por meio de suas operações sem garantia soberana, estão positiva e significativamente associados a um aumento tanto no número de transações quanto no volume total de empréstimos que um país recebe. Eles mostram que os BMDs podem mobilizar indiretamente cerca de sete vezes o valor de seus empréstimos, em um curto espaço de tempo.³¹

Ao investigar como os BMDs podem mobilizar recursos no setor de infraestrutura, Avellán et al. (2022) verificam que cada dólar que um BMD

²⁷ Um exemplo claro são os ativos sob a gestão de investidores institucionais, como fundos de pensão, seguradoras e fundos de investimento. Os 300 maiores fundos de pensão do mundo viram seus ativos sob gestão aumentar 11,5%, até um total de US\$ 21,7 trilhões em 2020 (Instituto Thinking Ahead, 2021). No geral, fundos de pensão, seguradoras e fundos de investimento mantêm ativos estimados em US\$ 100 trilhões (Força-Tarefa de BMDs sobre Mobilização, 2021; Banco Mundial, FMI e OCDE, 2015).

²⁸ Ver Jandhyala (2016), Ika (2015), Denizer, Kaufmann e Kraay (2013) e Kilby (2000) para discussões e evidências de como o envolvimento de BMDs afeta o desempenho de projetos.

²⁹ Para complementar, ver discussões em Jandhyala (2016) e Buitier e Fries (2002).

³⁰ Ver Carter, Van de Sijpe e Calel (2021) para uma discussão.

³¹ A mobilização pode ser direta ou indireta. Neste contexto, mobilização direta é o financiamento por um terceiro que participa diretamente de um empréstimo com um BMD; mobilização indireta é o financiamento de um terceiro mobilizado em conexão com a atividade de um BMD específico, mas não diretamente conectado.

Figura 7.5 Multiplicadores de mobilização indireta em infraestrutura

Fonte: Cálculos próprios com base no IJGlobal Database.

Nota: Cada barra representa as estimativas do multiplicador de mobilização indireta estimado para cada tipo de empréstimo (garantia soberana ou não soberana) e desagrega recursos privados e oficiais e sua origem geográfica. Cada barra deve ser lida como um multiplicador, o que significa que representa quantos dólares de terceiros são atraídos para um subsetor de infraestrutura quando o BMD empresta um dólar a ele. Por exemplo, o primeiro conjunto de colunas sugere que para cada dólar investido por meio das janelas SG e NSG, US\$ 2,2 e US\$ 3,7, respectivamente, são indiretamente mobilizados em uma janela de 3 anos. ***Indica significância a 1%; **, a 5%; e *, a 10%.

empréstimo a um país para infraestrutura está associado a mais de US\$ 4 investidos por terceiros em um período de 3 anos. Os recursos são mobilizados tanto do setor privado como do oficial (particularmente do primeiro) e são principalmente recursos internacionais. Além disso, a mobilização é maior quando os empréstimos vêm do lado de NSG do BMD (ver Figura 7.5).

O estudo de Avellán et al. (2022) também mostra que muitas características específicas dos países afetam a mobilização de recursos. O potencial de mobilização é maior em países com níveis mais baixos de desenvolvimento financeiro e em países de renda média-baixa e baixa. Geralmente, nesses ambientes, as assimetrias de informação são maiores e, portanto, o valor fornecido pela sinalização dos BMDs é mais valioso. Além disso, a mobilização de recursos oficiais é maior nos países nos quais a eficácia do governo é percebida como menor. No entanto, níveis mais elevados de instabilidade política, violência e terrorismo dificultam a mobilização dos BMDs.

Empréstimos bilaterais: em baixa, mas não descartados

Empréstimos bilaterais, definidos como empréstimos concedidos por governos ou instituições estatais a governos ou instituições estatais em

outros países, são a outra fonte significativa de dívida oficial.³² O empréstimo bilateral oficial foi basicamente o único recurso disponível após as guerras napoleônicas e as guerras mundiais do século 20 e foi fundamental para a recuperação dos países que mais sofreram durante esses conflitos. Nos tempos de paz que se seguiram, tornaram-se importantes, particularmente durante crises econômicas e financeiras e antes da criação do FMI e do Banco Mundial. Desde então, os credores bilaterais podem optar por canalizar recursos por meio de BMDs ou diretamente como era antes. O primeiro pode reduzir custos, aumentar a eficiência para mutuários e credores e, aproveitando a alavancagem e capacidade de mobilização do BMDs, aumentar a relação custo/benefício.

Para os países mutuários, o acesso a recursos dos BMDs pode ter custos financeiros mais baixos do que empréstimos bilaterais. Essa, de fato, pode ser a principal força motriz por trás do declínio acentuado dos empréstimos bilaterais, que perderam senioridade na arquitetura financeira internacional (ver Quadro 7.1). Além desse ponto crítico, tomar empréstimos de BMDs também acarreta custos não financeiros mais baixos e, portanto, maior eficiência do que tomar empréstimos de vários parceiros bilaterais. Os custos de transação e coordenação para seguir as regras de um único credor (o BMD) podem ser significativamente menores do que ajustar-se aos objetivos, demandas e procedimentos específicos de cada contraparte potencial de empréstimos bilaterais.

Apesar dos ganhos de eficiência, a decisão envolve *trade-offs*, especialmente para os credores.³³ Os credores podem optar por empréstimos bilaterais para manter o controle total dos seus resultados pretendidos, ao invés de entregar o desenho das operações ao BMD.³⁴ Além disso, os países credores, quando atuam por meio de um BMD, podem ter que diluir quaisquer preferências ou objetivos específicos, particularmente os de natureza política.³⁵

Na prática, os *trade-offs* de controle versus eficiência não levam a soluções de canto. Ambos os tipos de veículos oficiais de empréstimos

³² Um exemplo típico é uma instituição financeira de desenvolvimento em uma economia avançada, que empresta recursos ao governo de uma economia em desenvolvimento para a execução de um projeto específico.

³³ Para uma discussão, ver Bobba e Powell (2006).

³⁴ Embora isso possa ser diminuído com a criação de fundos fiduciários em multilaterais e a definição de regras para suas operações, ainda assim os critérios do BMD teriam um grande peso nas decisões de empréstimos.

³⁵ Bobba e Powell (2006) mostram que ajuda de doadores a países que votam da mesma forma no Conselho Geral da ONU é geralmente menos eficaz em termos de sua eficácia de desenvolvimento.

coexistem, embora a opção pelo BMD pareça prevalecer, particularmente desde o final do século 20, quando a participação de empréstimos bilaterais na dívida oficial total diminuiu (ver Figura 7.1).³⁶ Provavelmente, parte dessa redução pode ser explicada pela escolha das economias avançadas — principais provedores da dívida bilateral — de reduzir sua exposição na região e canalizar seus recursos de desenvolvimento por meio de organizações multilaterais, que à época estavam crescendo e deslocando a dívida bilateral.³⁷

É importante ressaltar que os números de empréstimos bilaterais informados podem estar subestimados em vários países, particularmente nos últimos 20 anos. A principal fonte de dados utilizada neste capítulo, as Estatísticas da Dívida Internacional do Banco Mundial, é uma referência típica para quem estuda dívida externa. Essas estatísticas definem empréstimos bilaterais oficiais como “empréstimos de governos e suas agências (incluindo bancos centrais), empréstimos de órgãos autônomos e empréstimos diretos de agências oficiais de crédito à exportação”. Na prática, vários tipos de empréstimos não correspondem a essa classificação e podem levar a uma subestimação dos empréstimos bilaterais. Um exemplo notável são os empréstimos da China ao mundo em desenvolvimento; os dados informados incluem apenas um subconjunto de empréstimos de algumas instituições.³⁸ Apesar das diferenças nos números, pesquisas recentes sugerem que as diferenças materiais importam apenas para países com alto endividamento com a China, e não para o país mediano ou médio no mundo em desenvolvimento.³⁹

A Figura 7.6 mostra a evolução da dívida soberana bilateral oficial na América Latina e Caribe por contraparte. A figura os classifica em quatro origens: Estados Unidos; outras economias avançadas; China; e outras

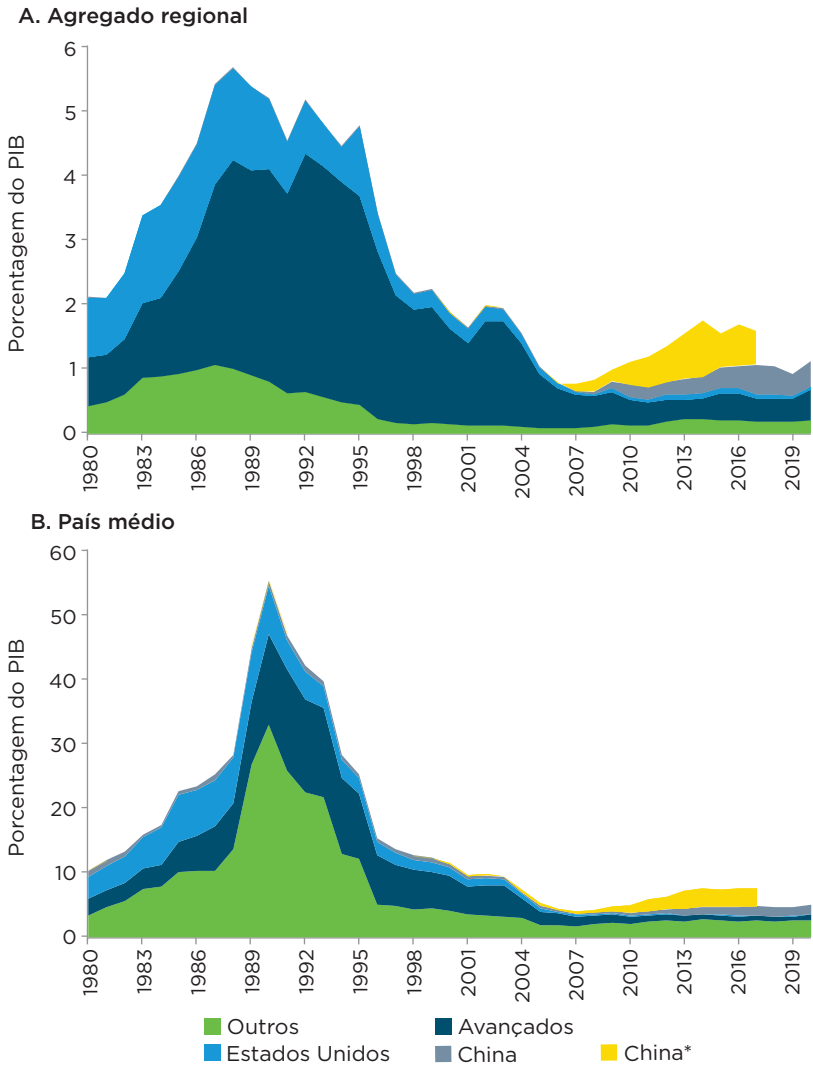
³⁶ Um histórico detalhado da dívida bilateral para os últimos dois séculos pode ser encontrado em Horn, Reinhart e Trebesch (2020). Sobre a dinâmica da antiguidade de diferentes tipos de dívida soberana, ver Schlegl, Trebesch e Wright (2019).

³⁷ De fato, o aumento da participação dos empréstimos de BMDs no total de empréstimos oficiais acompanha os aumentos de capital no Banco Mundial em 1988 e no BID em 1990 e 1995.

³⁸ Ver Horn, Reinhart e Trebesch (2021) para uma discussão detalhada sobre empréstimos soberanos chineses e a forma como são contabilizados. De acordo com os autores, a maioria das bases de dados geralmente inclui empréstimos concedidos por bancos de desenvolvimento estatais, como o Banco Chinês de Desenvolvimento (CDB) ou o Banco Chinês de Exportação-Importação (China Ex-Im Bank), mas exclui empréstimos de bancos estatais comerciais e crédito comercial de empresas estatais que também poderiam ser classificados como empréstimos concedidos por governos e empresas estatais.

³⁹ Ver Horn, Reinhart e Trebesch (2021).

Figura 7.6 Dívida bilateral oficial como parcela do PIB



Fonte: Cálculos próprios feitos a partir das bases de dados das Estatísticas da Dívida Internacional do Banco Mundial e Indicadores de Desenvolvimento Mundial, exceto para China*, que são baseados em Horn, Reinhart e Trebesch (2021).

Nota: Exclui países de alta renda.

economias emergentes. Tanto os Estados Unidos quanto a China são destacados devido à importância histórica dos EUA na região e à relevância da China na concessão de financiamento para o desenvolvimento nas últimas duas décadas. O Painel A informa os números para a região como um todo, e o Painel B, para o país médio. Cada painel inclui dois relatórios para

empréstimos bilaterais com a China: a amostra de Estatísticas da Dívida Internacional, que fornece um quadro histórico maior de fluxos bilaterais para a região, e os dados de Horn, Reinhart e Trebesch (2021), que cobrem uma amostra menor (2000–2017), mas que incluem um leque mais amplo de fontes para empréstimos oficiais chineses.

Várias características se destacam ao analisar a Figura 7.6. A mais notável é a grande diferença entre os números agregados e as médias dos países, o que revela que os empréstimos bilaterais são notavelmente altos em alguns países da amostra.⁴⁰ Além disso, a figura ilustra a queda significativa da dívida bilateral desde a década de 1990. Também é notável o aumento dos empréstimos de outros parceiros não tradicionais como a China que, independentemente de como são contabilizados, representam atualmente ao menos metade da dívida bilateral dos países da América Latina e Caribe. Embora a dívida bilateral de origem chinesa seja altamente relevante, outras fontes não tradicionais de dívida bilateral, como Brasil, Rússia e Venezuela, também são significativas na região.

Além do altruísmo: determinantes do empréstimo bilateral

A literatura econômica tem explorado com alguma profundidade os determinantes dos empréstimos bilaterais para economias em desenvolvimento. A maioria das explicações de por que um país — normalmente uma economia avançada — empresta diretamente a outro baseia-se na noção de que a economia avançada pode querer apoiar algo que é valioso para sua estabilidade econômica e/ou política. É o caso dos empréstimos bilaterais após as Guerras Mundiais ou, mais recentemente, para combater drogas e a mudança climática, entre outros. O consenso entre os pesquisadores econômicos é que os vínculos políticos, econômicos, culturais e geográficos moldaram os empréstimos soberanos bilaterais. Estes empréstimos não são necessariamente altruístas, mas visam evitar repercussões negativas de uma crise política ou econômica em um país onde estão economicamente expostos.⁴¹ De certa forma, buscam evitar os danos colaterais que a instabilidade econômica e política, em um caso extremo de crise, pode produzir em empresas ou famílias economicamente expostas no país em risco.

⁴⁰ Para ilustrar a grande variedade, considere a diferença entre usuários altos e baixos de dívida bilateral. Entre 2000 e 2020, Equador, Guiana, Haiti e Jamaica, em média, tinham saldos de dívida bilateral pendente de mais de 5% do PIB. Em contraste, outros países como Brasil, Colômbia, México e Panamá tinham saldos médios de dívida bilateral abaixo de 0,5% do PIB.

⁴¹ Discussões que motivam essa lógica podem ser encontradas em Gourinchas, Martin e Messer (2020), Farhi e Tirole (2018) e Tirole (2015).

Para quantificar isso, os pesquisadores representam laços econômicos com medidas de comércio bilateral ou exposição do sistema bancário do país credor no país mutuário. Os laços políticos são medidos como a proximidade do voto nas Nações Unidas⁴² e os laços geográficos e culturais, por sua vez, são determinados pelo compartilhamento de uma língua comum, por vínculos coloniais ou pelo compartilhamento de uma fronteira.⁴³ Onde qualquer um desses laços é mais forte, há mais empréstimos oficiais bilaterais.⁴⁴

Empréstimos bilaterais versus empréstimos de BMDs

Os empréstimos de BMDs possuem duas características fundamentais: capacidade para agir de forma contracíclica para ajudar os países a amenizar choques econômicos e capacidade para mobilizar recursos de terceiros para ajudar os países em desenvolvimento a fechar grandes lacunas de financiamento que, por sua vez, inibem o fechamento de lacunas de desenvolvimento. Os empréstimos bilaterais também propiciam esses benefícios?

Tradicionalmente, os empréstimos bilaterais ocorreram em tempos de crise.⁴⁵ Nesse sentido, esses empréstimos, como os de BMDs, também têm sido contracíclicos. No entanto, a contraciclicidade de fluxos bilaterais oficiais para países soberanos tem várias nuances. Avellán, Galindo e Lotti (no prelo) constataam que a posição do país de origem no ciclo de negócios importa; na verdade, pode ser mais importante do que o lugar do país destinatário no ciclo. Fluxos bilaterais são fortemente procíclicos no que diz respeito ao ciclo de negócios do país de origem, independentemente do desenvolvimento do país destinatário. Em economias avançadas

⁴² Ver, por exemplo, Avellán, Galindo e Lotti (no prelo), Horn, Reinhart e Trebesch (2020), e Bobba e Powell (2007) para evidências desse vínculo.

⁴³ Essa lógica é frequente em modelos de comércio, investimento estrangeiro e atividades bancárias internacionais, entre outros. Horn, Reinhart e Trebesch (2020) fornecem evidências empíricas desse vínculo.

⁴⁴ Exemplos empíricos dessa literatura podem ser encontrados em Avellán, Galindo e Lotti (no prelo), para uma subamostra de economias de mercados emergentes desde a década de 1980, e em Horn, Reinhart e Trebesch (2020), para uma amostra maior, ao longo de dois séculos, com foco em empréstimos concedidos exclusivamente durante crises. Horn, Reinhart e Trebesch (2020) constataam que durante períodos de crise econômica ou desastres naturais, credores bilaterais oficiais têm geralmente ajudado a resolver esses eventos por meio de empréstimos de resgate de emergência.

⁴⁵ Em sua exploração de dois séculos de dados sobre empréstimos bilaterais, Horn, Reinhart e Trebesch (2020) constataam que esse tipo de empréstimo tem sido particularmente importante quando os países do lado de destino enfrentaram uma crise econômica ou um desastre natural.

ou emergentes, quando a economia está crescendo, os fluxos bilaterais aumentam e, quando essa economia se contrai, os fluxos secam.

Apesar de serem procíclicos em relação ao seu próprio ciclo, fluxos originários de economias avançadas podem ser contracíclicos em relação ao ciclo do país destinatário. No entanto, o ciclo de origem domina o ciclo de destino. Assim, se ambos os países enfrentarem um cenário desafiador, os fluxos sem dúvida se contrairão; mas se a economia avançada não estiver em recessão, a dívida bilateral pode atuar como um alívio contracíclico. Em contrapartida, fluxos originários de outras economias não avançadas, como a China, parecem acíclicos em relação ao ciclo econômico do país destinatário. Nesse sentido, depender em grande medida desse tipo de dívida é correr o risco de ampliar os efeitos dos ciclos estrangeiros nas economias destinatárias.

Assim como os BMDs, as instituições bilaterais podem desempenhar um papel importante na mobilização de recursos adicionais de outros credores e investidores. Podem viabilizar financiamento de terceiros ao permitir um ambiente mais favorável, remover gargalos de investimento por meio de serviços de assessoramento, e cofinanciar e mitigar riscos de projetos, por exemplo, através de garantias.⁴⁶ Além disso, se a mobilização for coordenada, os benefícios poderão ser maiores.⁴⁷

Ao explorar o papel dos credores oficiais na mobilização de financiamento de terceiros para infraestrutura, Avellán et al. (2022) encontram complementaridades entre BMDs e credores bilaterais. Quando empréstimos bilaterais e/ou multilaterais ocorrem, os fluxos de outras fontes aumentam significativamente para os mesmos setores de infraestrutura nas economias em desenvolvimento e emergentes. Quando as instituições bilaterais e multilaterais emprestam simultaneamente, seu impacto de mobilização é mais forte.

Pesquisas recentes têm focado principalmente na mobilização indireta, ou seja, recursos atraídos para projetos que diferem daqueles que BMDs e instituições bilaterais estão financiando diretamente. Mas a mobilização também pode acontecer diretamente, quando uma relação transacional entre uma instituição de crédito bilateral ou multilateral e um cliente ou investidor está relacionada com o financiamento de um projeto ou atividade apoiado por uma instituição de crédito bilateral ou multilateral.⁴⁸ De acordo com dados da OCDE sobre montantes mobilizados pelo

⁴⁶ Ver, por exemplo, Miyamoto e Chiofalo (2015).

⁴⁷ Ver Shetty (2020) e ADb (2020).

⁴⁸ Para a distinção entre mobilização direta e indireta de BMDs, ver Banco Mundial (2018) e Força-Tarefa do BMD sobre Mobilização (2021).

setor privado, cerca de US\$ 50 bilhões foram angariados para o desenvolvimento em 2018–2019 por intervenções oficiais de financiamento de desenvolvimento de membros da OCDE-CAD (Comitê de Ajuda ao Desenvolvimento). Mais de um terço foi mobilizado por meio de investimento direto em empresas ou veículos para fins especiais (35%), seguido por garantias (29%), empréstimos sindicalizados (13%), linhas de crédito (10%), ações em veículos de investimento coletivo (8%) e cofinanciamento simples (4%). A maior parte da mobilização teve como alvo os setores financeiro e de energia (58%), e os BMDs desempenharam um papel de liderança, embora os provedores bilaterais também tenham tido um papel fundamental.

Uma parte valiosa do mix de empréstimos

Os credores oficiais são uma importante fonte de financiamento para muitos países da América Latina e Caribe. Além de conceder empréstimos a taxas mais baixas e prazos mais longos do que os mercados privados, os empréstimos oficiais, especialmente quando oferecidos por bancos multilaterais de desenvolvimento, trazem outras vantagens não financeiras e financeiras que se conectam fortemente e aumentam seu impacto no desenvolvimento. Do lado financeiro, seu papel no apoio contracíclico aos países necessitados é crucial. Embora o FMI tenha um papel específico que é complementado pelos BMDs quando os países enfrentam crises, os BMDs também estão presentes durante todo o ciclo de negócios, situação que pode evitar que uma recessão se transforme em uma crise.

Além disso, os BMDs desempenham um papel, em muitos casos suplementado pelos credores bilaterais, mobilizando recursos do setor privado em áreas-chave de desenvolvimento. Ao emprestar para setores específicos, os BMDs fornecem um sinal valioso sobre a lucratividade e qualidade das instituições em um determinado setor em um país, o que incentiva outros investidores a fazer o mesmo. Os BMDs possuem expertise para atuar em projetos em setores com informações limitadas, instituições fracas ou outras falhas de mercado, criando condições para engajar investidores privados. A capacidade de mobilizar recursos de terceiros é crucial para ajudar os países a fechar suas lacunas de desenvolvimento.

Além de conceder financiamento durante todo o ciclo de negócios — uma característica fundamental que garante investimentos menos voláteis em áreas-chave — os BMDs têm a vantagem comparativa de apoiar soluções para desafios globais e regionais, como mudança climática, digitalização e adoção de novas tecnologias e a necessidade de reduzir as lacunas de gênero e diversidade, entre outras. A combinação dessas

características, além de sua eficiência maior e, muitas vezes, custo menor do que o de empréstimos bilaterais, sugere que mais empréstimos de BMDs são necessários, particularmente em regiões como a América Latina e Caribe, para garantir um retorno ao alto crescimento sustentável e equitativo após a recuperação da recente pandemia.

No entanto, como intermediário financeiro, o tamanho dos estoques de capital dos BMDs determina sua oferta de empréstimos. Os BMDs têm se esforçado para otimizar o uso do capital. O desenvolvimento de mecanismos de compartilhamento e transferência de riscos (ver Galizia et al., 2021) certamente permitiu aos BMDs implementar capacidade adicional de empréstimo. Mas aumentar significativamente os empréstimos de BMDs requer mais capital. Proteger o PCT para maximizar o custo-benefício nos balanços dos BMDs é agora mais crítico do que nunca.

Os empréstimos bilaterais também podem ser valiosos para economias em desenvolvimento e emergentes, por suas propriedades contracíclicas e catalizadoras, especialmente quando combinados com empréstimos multilaterais e do setor privado. Os credores bilaterais devem trabalhar em estreita colaboração e de forma coordenada com os BMDs, para que os países receptores possam tirar proveito máximo de seus benefícios.

Passamos do ponto de inflexão? Avaliação do endividamento excessivo na América Latina e Caribe

À medida que a pandemia progredia, a região da América Latina e Caribe apresentava aumento da dívida soberana e queda do crescimento econômico. A dívida pública aumentou 19% do PIB entre 2014 e 2019, enquanto o crescimento foi inferior a 1%¹. Em 2020, a dívida cresceu mais 13% do PIB. Após uma forte recuperação em 2021, as taxas de crescimento na região deveriam cair gradualmente para o crescimento a médio prazo de cerca de 2% a 2,5%, mas o recente conflito Ucrânia-Rússia, aliado a problemas persistentes nas cadeias de abastecimento globais, e inflação alta e sua política monetária mais rígida complicam as perspectivas. O serviço da dívida (pagamentos de juros e amortizações de dívidas) na América Latina e Caribe representa cerca de 5% do PIB, comparável ao investimento médio em saúde e educação.

Uma dívida pública mais alta pode impulsionar o crescimento econômico ao disponibilizar mais fundos para financiar investimento, o que é crucial para países com baixos estoques de capital. Pode também complementar a dívida privada, aumentar o investimento total e alocar recursos para infraestrutura e serviços públicos, impactando positivamente o setor privado. Além disso, se a demanda estiver deprimida, a dívida pública também pode aumentar a demanda agregada.²

No entanto, uma dívida pública muito alta pode levar a um baixo crescimento econômico, resultando no que tem sido denominado endividamento

¹ Embora a dívida tenha crescido em um ritmo semelhante no Oriente Médio, na Ásia e na África Subsaariana, a região da América Latina e Caribe foi a que cresceu mais lentamente no mundo, segundo o FMI (2022).

² Ver, por exemplo, Butkus et al. (2021), Elmendorf e Mankiw (1999), DeLong et al. (2012) e Fazzari, Ferri e Variato (2020).

excessivo (*debt overhang*). Vários mecanismos potenciais chegaram a um ponto de inflexão.³ Embora uma dívida mais alta possa financiar o investimento e aumentar o crescimento, níveis de dívida mais elevados podem resultar em maior percepção do risco de inadimplência, menor acesso a mercados financeiros, limites à política fiscal anticíclica e maior foco nas despesas correntes (que tem um multiplicador de crescimento menor em relação ao investimento). Krugman (1988) descreve de forma bem conhecida o endividamento excessivo como uma situação em que os níveis de dívida são tão altos que os credores não esperam ser integralmente pagos. Embora o efeito deslocamento (*crowding out*) possa começar bem antes que os níveis de dívida se tornem claramente insustentáveis, ele ocorre quando a probabilidade de insustentabilidade aumenta. As taxas de juros tendem a subir, o setor privado investe menos e, no limite, perde acesso ao crédito.⁴ Outros efeitos adversos podem incluir inflação mais alta e incerteza.⁵ Evidências empíricas sugerem que níveis de dívida altos estão associados a um crescimento menor.⁶

Este capítulo analisa a relação entre dívida e crescimento nos países. Países com altos encargos de dívida tiveram um crescimento menor, em média, nas últimas duas décadas. Padrões semelhantes podem ser observados na relação entre investimento privado e custo de financiamento da dívida soberana. Embora as evidências sugiram uma torção na relação entre dívida e crescimento, os limites em que a dívida alta está associada ao baixo crescimento são difíceis de identificar e podem variar entre países. Países com indicadores de maior qualidade institucional (QI) tendem a suportar níveis mais elevados de dívida sem impactar negativamente o crescimento.

Acelerações da dívida também podem ter um forte impacto no crescimento. De acordo com as conclusões do Capítulo 4, picos de dívida estão associados a reduções acentuadas no crescimento, e o impacto é mais forte para picos mais persistentes. Os canais de transmissão são

³ Vários mecanismos potenciais avançaram para o ponto de inflexão. No lado positivo, maior dívida pode financiar investimento e aumentar o crescimento, mas níveis de dívida mais altos podem resultar no efeito deslocamento geral, maior risco percebido de inadimplência, menos acesso aos mercados, limites à política anticíclica, ou despesas correntes maiores em relação ao investimento.

⁴ Ver Diamond (1965), Friedman (1978), Gale e Orszag (2003) e Kumar e Baldacci (2010).

⁵ Ver Sargent e Wallace (1984), Cohen (1993), Cochrane (2011), Presbitero (2012) e Ash, Rio Basu e Dube (2017).

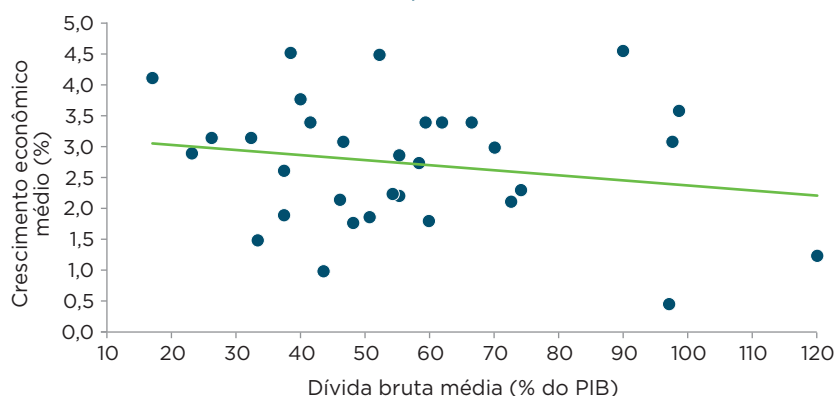
⁶ Ver Reinhart e Rogoff (2010), Kumar e Woo (2010), Cecchetti, Mohanty e Zampolli (2011), Afonso e Jalles (2013), Afonso e Alves (2014), Woo e Kumar (2015), Chudik et al. (2017) e Topuz e Sekmen (2019).

semelhantes no sentido de que picos de dívida podem aumentar o custo de financiamento e reduzir o investimento tanto público como privado.

Dívida e crescimento: uma relação complicada

Os dados dos últimos 40 anos mostram que, em média, quanto maior a dívida, menor o crescimento (Figura 8.1). No entanto, várias diferenças entre países sugerem que explicar a relação entre dívida e crescimento não é simples. Abaixo de uma relação dívida/PIB de 62% (o 75º percentil), o crescimento econômico foi semelhante entre países com diferentes níveis de dívida, com crescimento médio variando entre 3,3% e 3,7%. Mas para os países com dívida acima dessa relação, o crescimento foi, em média, de apenas 1,2% (Figura 8.2, Painel A). O investimento privado é um dos principais candidatos para explicar esse padrão; acima do 25º percentil dos níveis dívida/PIB, o investimento cai à medida que a dívida aumenta (Figura 8.2, Painel B) e as despesas de capital não aumentam (Figura 8.2, Painel C). No entanto, esse padrão é menos claro para o investimento público.⁷ À medida que os níveis de dívida aumentam, o custo de financiamento também aumenta. Acima de níveis de dívida de 44% do PIB, o Índice de Títulos de Mercados Emergentes (em inglês, *Emerging Market Bond Index* – EMBI), um substituto (*proxy*) para o custo de financiamento, começa a aumentar à medida que a dívida sobe, e sobe mais

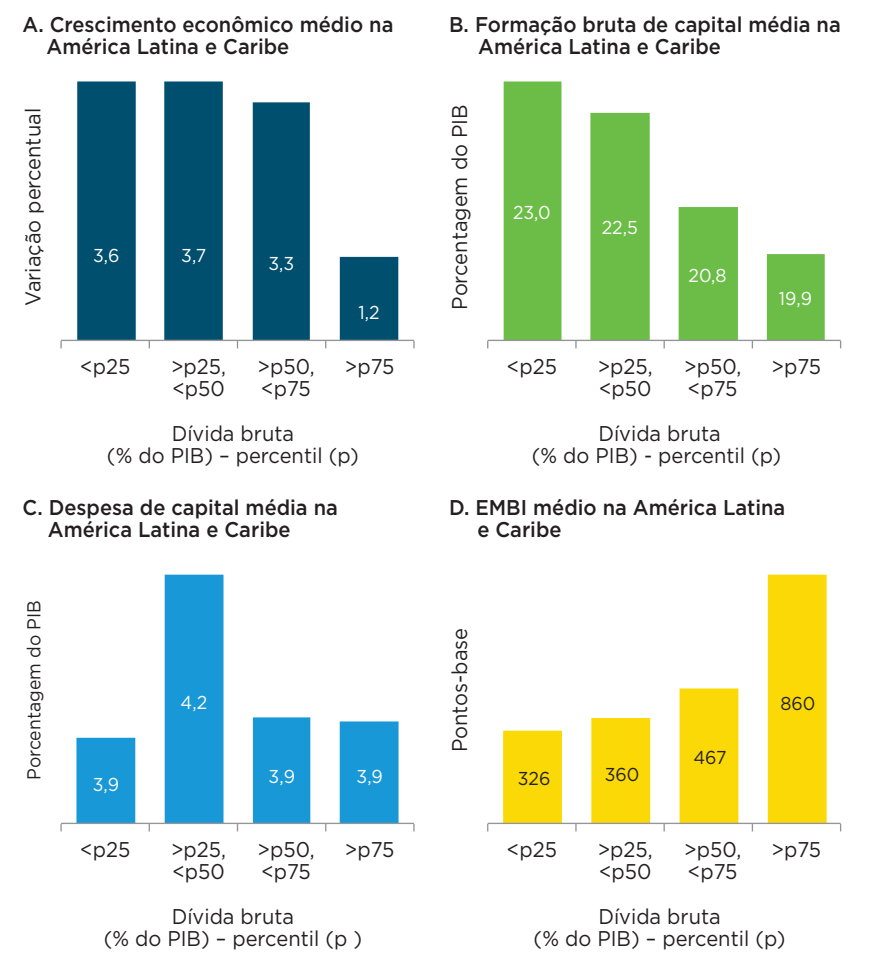
Figura 8.1 Crescimento econômico e dívida pública em países da América Latina e Caribe, 1980-2021



Fonte: Estimativas próprias com base no WEO-FMI.

⁷ Sobre a importância da qualidade do investimento em infraestrutura, ver Cavallo, Powell e Serebrisky (2020).

Figura 8.2 O efeito do alto endividamento no crescimento e na formação de capital

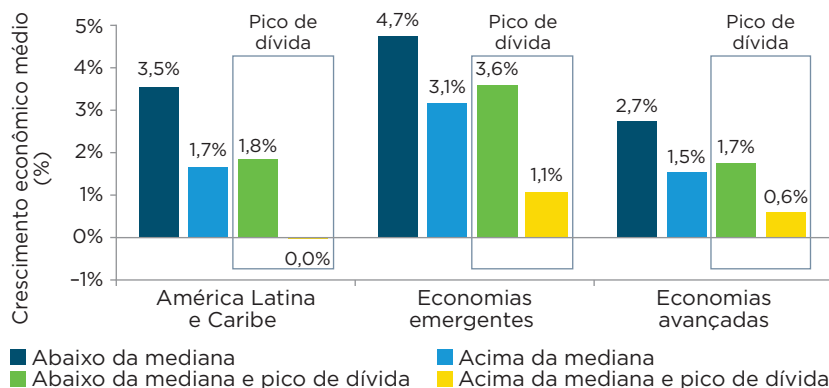


Fonte: Estimativas próprias com base no WEO-FMI.
Nota: Os percentis correspondem aos seguintes níveis de dívida bruta/PIB: p25: 25,5% do PIB, p50: 43,5% do PIB, p75: 62,1% do PIB.

rapidamente quando a dívida excede 62% do PIB (o 75º percentil, ver Figura 8.2, Painel D). Uma alta carga de dívida dificulta o acesso de economias emergentes ao financiamento, reduzindo, assim, o crescimento.

Picos de dívida e crescimento menor

Mudanças na dívida são tão críticas para o crescimento quanto o nível de dívida em si. Em episódios de picos de dívida (definidos no Capítulo 4),

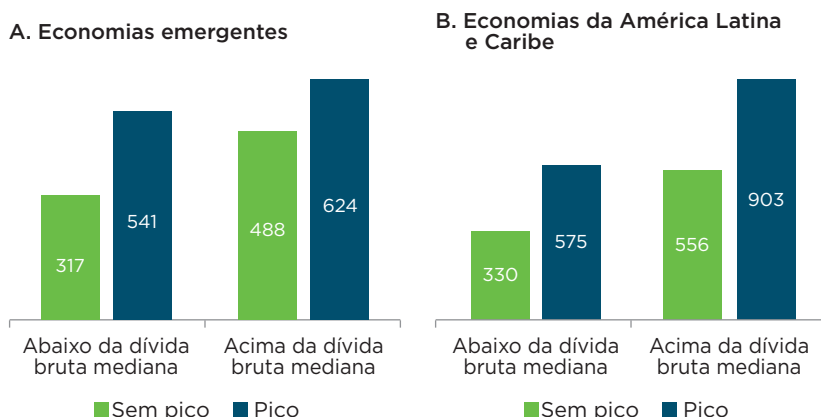
Figura 8.3 Crescimento econômico versus dívida bruta (% do PIB), 1980–2021

Fonte: Estimativas próprias com base no WEO-FMI.

Nota: Dívida bruta mediana: 43,5% do PIB.

muitos dos efeitos nocivos da dívida pública no crescimento podem se tornar explosivos (por exemplo, efeito deslocamento, retornos negativos sobre o capital, inflação mais alta, incerteza e perda de valor do crédito). Independentemente do nível de endividamento, aumentos significativos da dívida pública estão associados a menor crescimento nos diferentes grupos de países (Figura 8.3). Ainda assim, níveis de dívida e picos de dívida interagem. Por exemplo, na ausência de um pico de dívida, se a razão da dívida é inferior ao nível mediano, a taxa média de crescimento dos países da região é de 3,5%, ao passo que, se a dívida está acima da mediana, o crescimento é de 1,7%. Em contrapartida, durante os episódios de pico de dívida, o crescimento é de 1,8% quando a dívida está abaixo da mediana (50º percentil), chegando a zero por cento quando acima. Significativamente, a maioria dos picos de dívida ocorre em níveis mais altos de dívida, e recessões são mais comuns nesse caso (para mais detalhes, consulte Valencia et al., no prelo b).

Além disso, durante os episódios de pico, o risco soberano aumenta. O EMBI é significativamente mais alto durante esses eventos em economias emergentes e em países da região. No entanto, os picos de dívida desempenham um papel ainda mais importante em países da América Latina e Caribe. Se a dívida permanece abaixo da mediana, o spread médio do EMBI salta 214 pontos-base em países emergentes e 245 pontos-base em países da América Latina e Caribe durante episódios de pico. Quando a dívida está acima da mediana, o salto no EMBI é de 136 pontos-base em países emergentes e 347 pontos-base em países da América Latina e Caribe (Figura 8.4).

Figura 8.4 EMBI médio, por dívida bruta e episódios de picos de dívida, 1980-2021

Fonte: Estimativas próprias com base no WEO-FMI.

Nota: Dívida bruta mediana = 43,5% do PIB.

Endividamento excessivo: uma questão de limiares e picos

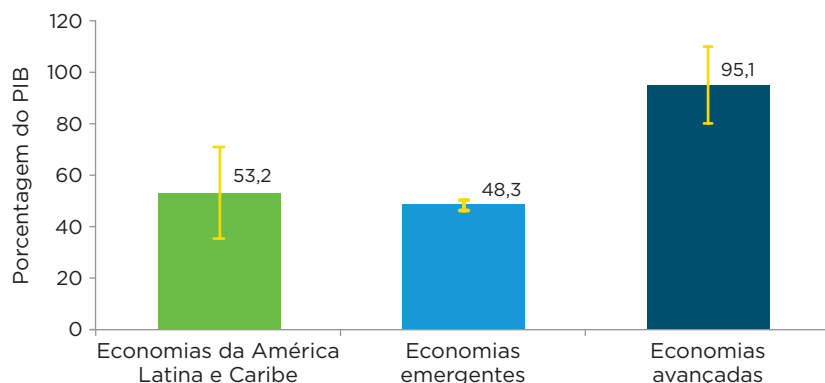
Além da análise descritiva, esta seção explora as correlações entre níveis de dívida e crescimento para estimar os limiares da dívida em que o crescimento é prejudicado.⁸ Uma análise mais profunda identifica mecanismos potenciais para explicar por que a dívida pode reduzir o crescimento e como picos de dívida podem ter fortes impactos.

Estimando um limiar entre países

As estimativas indicam que se a dívida está acima de 53% na América Latina e Caribe, o crescimento começa a sofrer, enquanto o limiar para economias emergentes é de 48%, chegando a 95% para economias avançadas (Figura 8.5).⁹ Economias avançadas parecem ser capazes de suportar níveis mais altos de dívida, uma vez que as taxas de juros são

⁸ Mais detalhes da regressão usada podem ser encontrados em Valencia et al. (no prelo b).

⁹ Estabelecer a diferença entre limiares da América Latina e Caribe e economias emergentes é difícil. A composição das economias emergentes é diversificada, abrangendo muitos países africanos, cuja dívida é essencialmente concessional, misturada com países do Oriente Médio e do Leste Europeu, que têm perfis de dívida mais comuns. Assim, a capacidade de endividamento desse grupo de países é muito mais heterogênea do que a de grupos mais homogêneos de países como aqueles da América Latina e Caribe e economias avançadas.

Figura 8.5 Limiar estimado de dívida por grupos de países

Fonte: Estimativas próprias com base em dados do WEO-FMI, Banco Mundial e Penn World Table.

Nota: Estimativas obtidas usando um modelo de painel com efeitos de limiar (Hansen, 1999; Seo e Shin, 2016). Instrumento para dívida pública construído em duas etapas: i) regressão da SFR sobre a inflação, efeitos de valorização, calote da dívida e perdão da dívida e ii) os valores previstos são usados para instrumentalizar a dívida pública na equação (1).

geralmente menos sensíveis à dívida, os mercados de capitais domésticos são mais profundos e os multiplicadores fiscais são mais altos.¹⁰

Instituições: um marcador diferente

A qualidade institucional pode ser outra razão convincente para diferenças.¹¹ Gómez-Puig, Sosvilla-Rivero e Martínez-Zarzoso (2022) constatarem que melhorar as instituições modera o impacto negativo da dívida pública no crescimento.¹² Para explorar o papel das instituições, análises adicionais usam a qualidade institucional como determinante crítico do efeito da dívida no crescimento.

O uso de dados para todos os países e a incorporação de qualidade institucional na análise revelam a presença de um limiar de endividamento para todos os países.¹³ Os resultados sugerem um limiar dívida-PIB de cerca de 61,1%. Abaixo desse limiar, um aumento adicional na relação dívida-PIB

¹⁰ Ver Frankel e Romer (1999), Levine e Renelt (1992), Ilzetzki, Mendoza e Végh (2013) e Butkus et al. (2021).

¹¹ Ver Law et al. (2021), Calderón e Fuentes (2013) e Alfaro, Charlton e Kanczuk (2008).

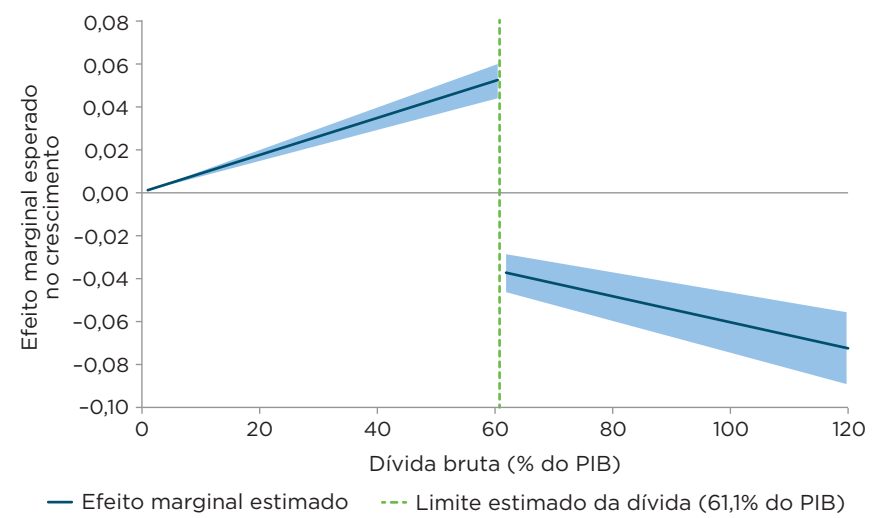
¹² Ver De Pascale e Scrocco (2022), Croi e Diaw (2020), Eberhardt e Presbitero (2015) e Kourtellos, Stengos e Tan (2013).

¹³ A estimativa para cada grupo de países incorporando QI é estatisticamente complicada, visto que a variância dessa variável é muito menor dentro de cada grupo.

tem uma relação positiva com o crescimento; à medida que a dívida sobe acima do limite, a correlação entre dívida e crescimento torna-se negativa (Figura 8.6). Por exemplo, estimativas indicam que, com uma relação dívida-PIB de 40%, uma ampliação para 41% está associada ao crescimento em 0,035 pontos percentuais (p.p.). No entanto, com um nível de endividamento de 80%, o mesmo aumento percentual da dívida reduziria o crescimento em 0,048 p.p. Esses resultados são consistentes com Swamy (2020) e Woo e Kumar (2015). Em contrapartida, Eberhardt e Presbitero (2015) não encontram um limiar de endividamento comum para todos os países.

A qualidade institucional dos países pode ser crucial para determinar os impactos da dívida no crescimento. As regressões revelam que, se a dívida está abaixo do limiar de endividamento estimado, a relação positiva entre dívida e crescimento torna-se cada vez maior à medida que a qualidade institucional melhora. Além disso, quando a dívida está acima do limiar, uma maior qualidade institucional modera o impacto negativo da dívida mais elevada. Consequentemente, uma vez que a qualidade institucional é mais alta em economias avançadas, estima-se que o efeito de altos níveis de endividamento no crescimento seja menor. Além disso, economias emergentes tendem a ter limiares de endividamento mais baixos

Figura 8.6 Limiar de endividamento estimado para todos os países

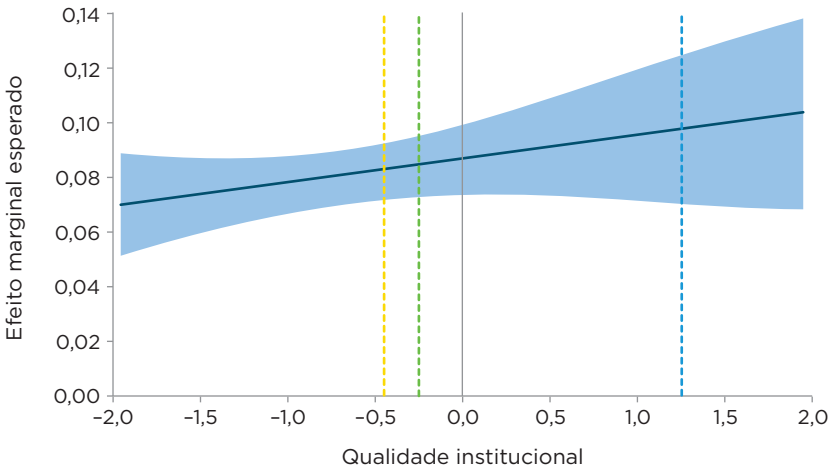


Fonte: Estimativas próprias com base em dados do WEO-FMI, Banco Mundial e Penn World Table.
Nota: Estimativas obtidas com base em um modelo de painel com efeitos de limiar (Hansen, 1999; Seo e Shin, 2016). O efeito marginal é calculado usando-se os coeficientes estimados da dívida e sua interação com a qualidade institucional (QI). Foi usada uma QI média de -0,07 abaixo do limiar da dívida e de -0,02 acima. Instrumento para dívida pública construído em duas etapas: i) regressão da SFR sobre a inflação, efeitos de valorização, calote da dívida e perdão da dívida, e ii) os valores previstos são usados para instrumentalizar a dívida pública na equação (1).

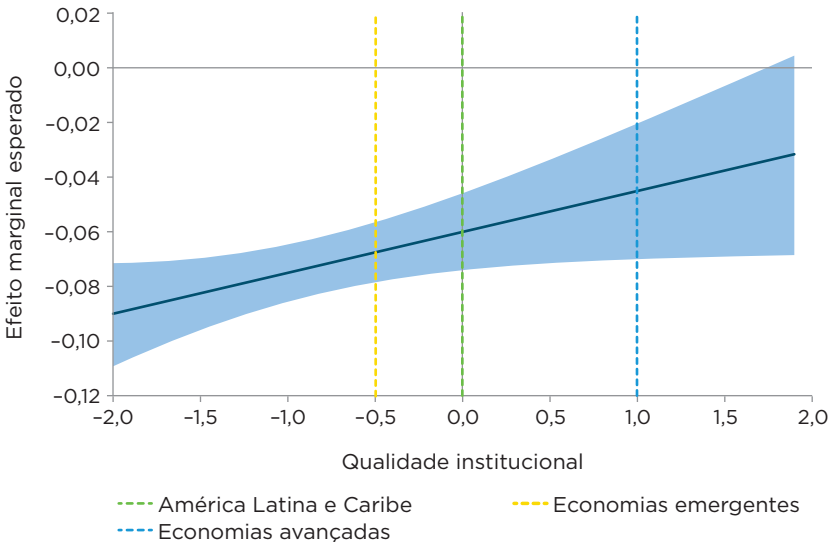
do que economias avançadas. Uma maneira de refletir sobre isso é que, graças à maior qualidade institucional, uma dívida mais alta se traduz em

Figura 8.7 O efeito marginal da dívida pública no crescimento, abaixo e acima do limiar de endividamento

A. Abaixo do limite da dívida



B. Acima do limite da dívida



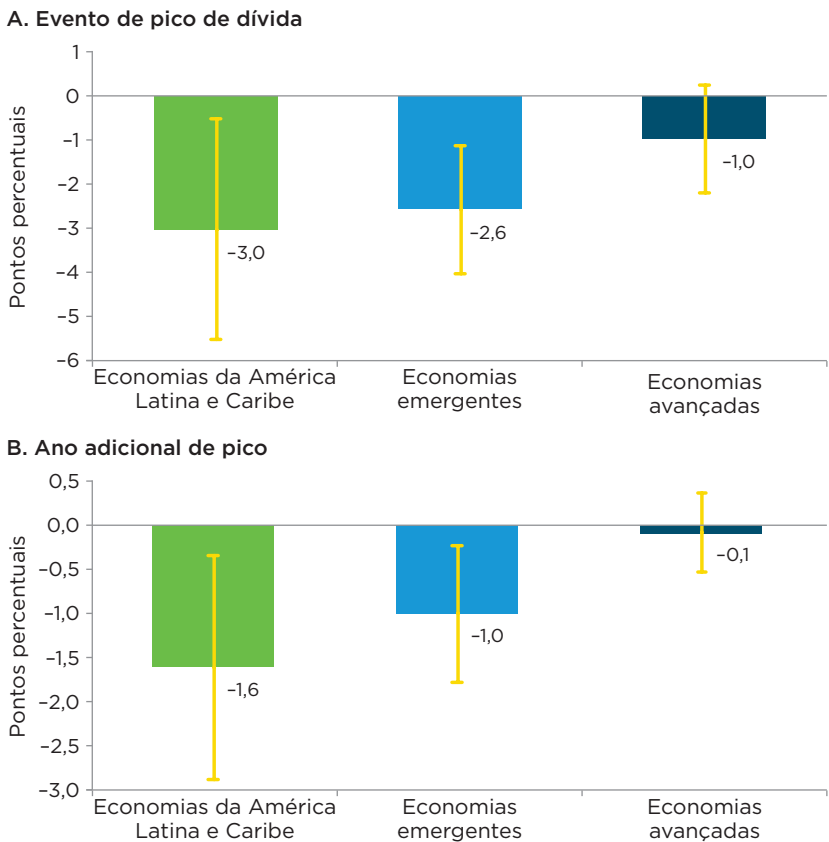
Fonte: Estimativas do BID com base em dados do WEO-FMI, Banco Mundial e Penn World Table. Estimativas obtidas usando um modelo de painel com efeitos de limiar (Hansen, 1999; Seo e Shin, 2016).
Nota: Instrumento para a dívida pública construído em duas etapas: i) regressão da RFR sobre a inflação, efeitos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

investimentos mais produtivos em economias avançadas, aumentando, assim, sua capacidade de pagamento.

Picos de dívida e crescimento

O nível de endividamento público pode impactar o crescimento, mas a mudança na dívida também é importante. O crescimento per capita na região é de cerca de 3 p.p. menor durante picos de dívida, em comparação com períodos sem esses aumentos (ver Figura 8.8).¹⁴ O impacto dos picos

Figura 8.8 O efeito de picos de dívida pública no crescimento do PIB per capita



Fonte: Estimativas do BID com base nos dados do WEO-FMI, do Banco Mundial e da Penn World Table.
Nota: Estimativas obtidas usando regressões de Arellano-Bond. As estimativas de ponto mostradas correspondem ao efeito médio estimado.

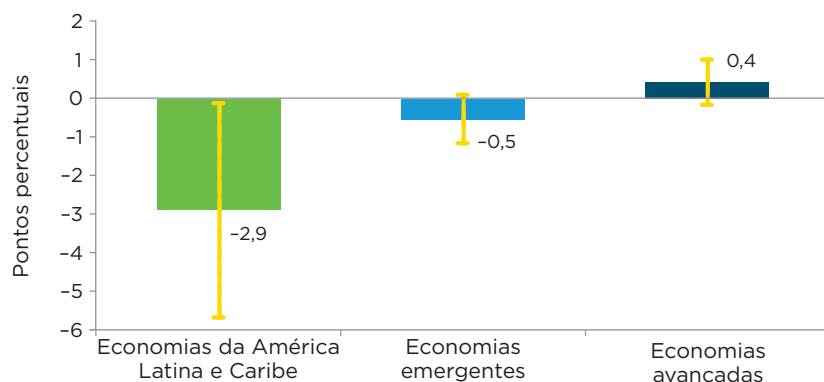
¹⁴ Mais detalhes da análise estão disponíveis em Valencia et al. (no prelo b). Em economias emergentes, o crescimento durante episódios de pico de dívida é 2,6 p.p. menor.

de dívida no crescimento parece ser insignificante nas economias avançadas. Se o pico é mais persistente, o crescimento cai ainda mais. Na região, um episódio de pico que dura um ano adicional está associado a um crescimento 1,6% menor.¹⁵

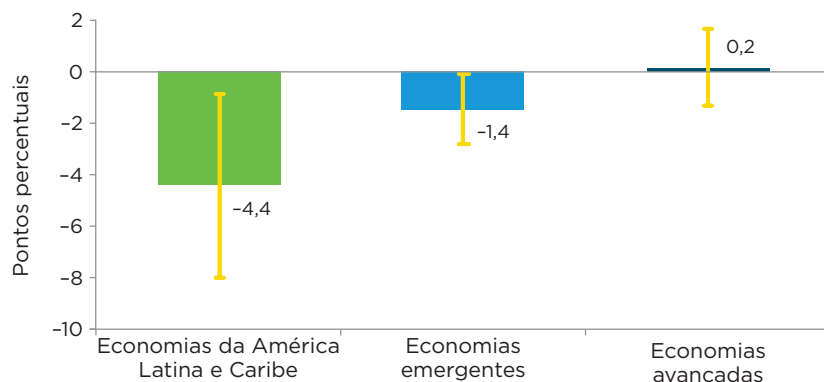
Picos de dívida podem reduzir o investimento público, aumentar o risco soberano e provocar quedas no investimento privado (ver Figura 8.9).¹⁶

Figura 8.9 Picos de dívida e investimento

A. Investimento público (% do PIB)



B. Investimento privado (% do PIB)



Fonte: Estimativas do BID com base em dados do WEO-FMI, do Banco Mundial e da Penn World Table.

Nota: Estimativas obtidas com regressões de Arellano-Bond. América Latina e Caribe inclui todos os países afiliados ao BID, exceto Barbados, Guiana, Jamaica, Suriname, Trinidad e Tobago e Venezuela, devido à indisponibilidade de dados.

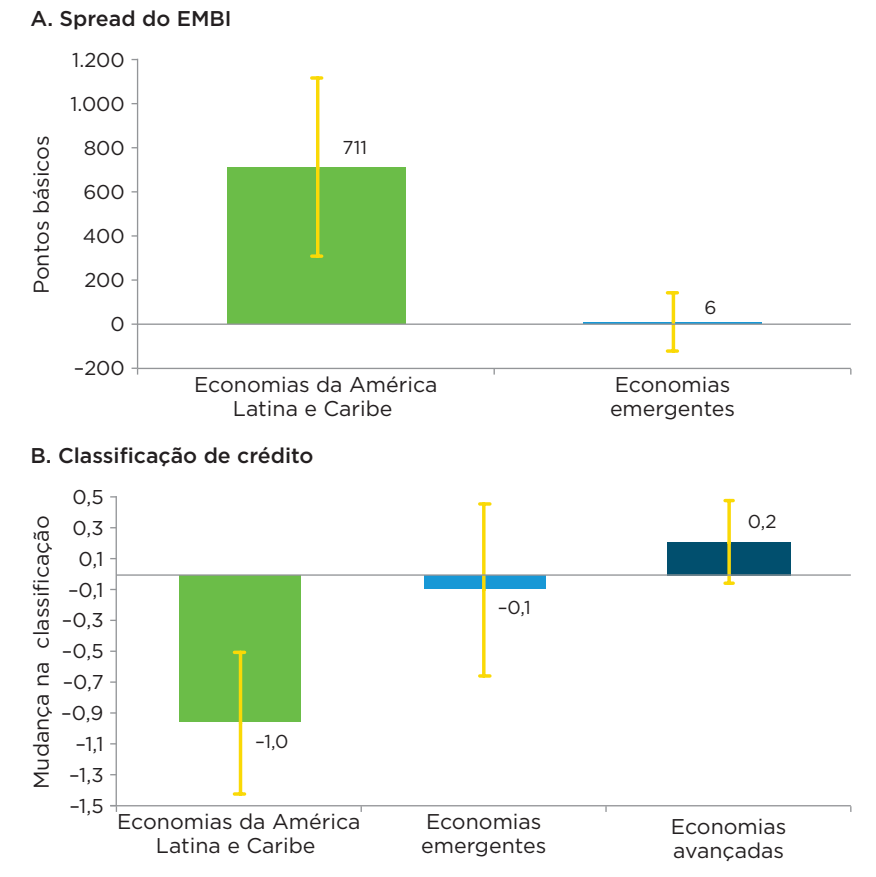
¹⁵ O impacto é de 1% em economias emergentes e não é significativo em economias avançadas.

¹⁶ Ver Qureshi e Liaqat (2020), Picarelli, Vanlaer e Marneffe (2019), e Checherita-Westphal, Hallett e Rother (2012).

Durante um pico em um país da região, o investimento público tende a ser 2,9 p.p. do PIB menor do que na ausência de um pico de dívida, comparado com o investimento em infraestrutura de apenas 1,7% do PIB. Além disso, durante um pico de dívida, o investimento privado é cerca de 4,4% do PIB menor. Em contrapartida, em outras economias emergentes, o investimento privado só parece cair cerca de 1,4% do PIB, e as economias avançadas não demonstram nenhum impacto perceptível durante um pico de dívida.

O risco soberano também aumenta durante picos de dívida. A Figura 8.10, Painel A mostra que o spread do EMBI aumenta 711 pontos-base para a região durante um pico, o que também está associado a

Figura 8.10 Picos de dívida e risco soberano



Fonte: Estimativas do BID com base nos dados do WEO-FMI, Banco Mundial e Penn World Table.
Nota: Estimativas obtidas com regressões de Arellano-Bond. América Latina e Caribe incluem todos os países afiliados ao BID, exceto Barbados, Guiana, Jamaica, Suriname, Trinidad e Tobago e Venezuela, devido à indisponibilidade de dados.

um rebaixamento na classificação de crédito de um país. Em contrapartida, em outras economias emergentes e avançadas, os impactos não são significativos.

Além de altos níveis de endividamento, picos de dívida podem provocar contrações mais profundas, impulsionadas por reduções acentuadas no investimento público e privado e aumentos de impostos contracionistas ou cortes de gastos para garantir a sustentabilidade da dívida. Custos de financiamento mais altos se traduzem em pagamentos de juros mais altos. Conforme observado no Capítulo 5, a combinação de uma dívida consideravelmente maior, crescimento menor e uma carga de juros mais elevada pode ameaçar a sustentabilidade. O monitoramento mais próximo de níveis e dinâmica da dívida, aliado ao dos impactos no investimento do setor privado, é fundamental.

Resumindo: os níveis de dívida contam para o crescimento

Os níveis de dívida pública e sua dinâmica afetam o crescimento econômico. Uma análise em todos os países revela um ponto de inflexão: em níveis baixos de endividamento, a dívida mais alta pode impulsionar o crescimento, mas, em níveis mais altos, o crescimento sofre à medida que os níveis de endividamento aumentam. Ainda assim, o ponto de inflexão preciso é difícil de determinar e pode variar entre países. Por exemplo, a qualidade das instituições pode impactar a localização do ponto de inflexão e também alterar a magnitude dos efeitos da dívida no crescimento. Em particular, instituições de maior qualidade podem impulsionar os efeitos positivos da dívida no crescimento em níveis baixos de endividamento e reduzir o efeito negativo da dívida em níveis altos de endividamento. Aumentos bruscos nos níveis de endividamento (picos) também impactam negativamente o crescimento, e, quanto mais persistente o pico, mais forte o efeito. Em suma, as evidências sugerem que endividamento público excessivo, de fato, existe em países com níveis de dívida altos. Países com dívidas mais altas desfrutariam de um crescimento maior se fossem capazes de reduzir os níveis de endividamento. A forma como os países podem reduzir o endividamento é discutida no Capítulo 9.

Quais fatores institucionais podem ser particularmente relevantes para evitar ou mitigar os efeitos de um endividamento excessivo? Um regime de investimento público sólido, que garantisse que o financiamento adicional se traduziria em investimento produtivo de alta qualidade, ajudaria a mitigar o impacto da dívida mais alta no crescimento. Países da América Latina e Caribe têm espaço significativo para melhorar a gestão do investimento

público.¹⁷ Mas a análise mostra que o investimento privado também diminui à medida que a dívida pública aumenta. Melhorar as instituições fiscais, incluindo transparência e gestão de dívida, conforme discutido no Capítulo 6, ajudaria a aliviar as preocupações do setor privado com níveis de endividamento mais altos.

O fortalecimento das instituições macrofiscais de forma mais geral também ajudaria. Como discutido no Capítulo 5, arcabouços fiscais robustos e regras fiscais bem elaboradas podem melhorar o controle das finanças públicas e aumentar a credibilidade de tomadas de decisões fiscais futuras, para garantir sustentabilidade. Essas instituições podem, em primeiro lugar, limitar aumentos acentuados de dívida e, se necessário — por exemplo, para reagir a um choque negativo significativo, como a pandemia —, ajudarão a torná-los temporários e a diminuir os impactos nas taxas de juros e no investimento privado.

A mensagem central deste capítulo é que muitos países da região com níveis elevados de dívida provavelmente enfrentam um endividamento excessivo e se beneficiariam, em termos de crescimento, de reduções de dívidas. Uma ressalva a essa constatação é que a análise é baseada em dados históricos, em vista das instituições atuais. A redução da dívida ajudaria a criar espaço fiscal para que o setor público pudesse investir em projetos valiosos para impulsionar o crescimento e reduzir a pobreza e a desigualdade.

Outra conclusão fundamental é que melhorar as instituições também produziria resultados positivos. Um regime de investimento público melhor (com melhor identificação de projetos, desenvolvimento e avaliação ex-post de projetos para assegurar aprendizagem sistemática) geraria investimentos mais previsíveis, eficientes, vinculados a prioridades estratégicas e orientados para resultados, além de mitigar os impactos do endividamento excessivo. E instituições macrofiscais melhores aliviarão os impactos no investimento privado, ajudando a atrair (*crowd in*), em vez de deslocar (*crowd out*) o setor privado. Portanto, os países devem trabalhar em ambas as frentes: reduzir dívidas e melhorar instituições.

¹⁷ Ver Armendáriz et al. (2016, 2021).

Redução da dívida pública: o que funciona melhor?

A crise financeira global e a pandemia de Covid-19 aumentaram significativamente a dívida pública nas economias tanto avançadas como emergentes. Mas, no caso da América Latina e Caribe, a dívida pública aumentou consideravelmente mais do que em outras economias emergentes (ver Capítulo 4).

Níveis altos de endividamento público são preocupantes porque diminuem a eficácia da política macroeconômica e aumentam a probabilidade de crises onerosas de dívida (Kose et al., 2021). Além disso, comprimem o investimento e o crescimento (ver Capítulo 8). Agora, condições financeiras globais mais apertadas ligadas a mudanças na política monetária em economias avançadas podem amplificar seus impactos nas economias emergentes e em desenvolvimento, com altos níveis de endividamento.

Os países da região enfrentam desafios significativos. Além de reduzir os níveis de endividamento mantendo, ao mesmo tempo, programas sociais e de saúde para auxiliar as populações mais afetadas pela pandemia, também precisam garantir investimentos suficientes para sustentar uma recuperação saudável, alcançar objetivos de desenvolvimento sustentável e fazer a transição para uma economia de carbono zero.¹

Este capítulo analisa episódios anteriores de redução da dívida para entender como a dívida foi reduzida e como lições úteis do passado podem ser aplicadas no contexto atual. Os momentos de redução da dívida são decompostos em: a) aqueles impulsionados por políticas fiscais prudentes, crescimento e inflação ou b) outros fatores resumidos por uma expressão conhecida como ajuste estoque-fluxo. Seus efeitos na desigualdade de renda e no desemprego também são estudados.

Os episódios de redução da dívida não são incomuns, e muitas vezes estão associados a reestruturações de dívida ou inflação alta. Reduções de dívida impulsionadas por alto crescimento do PIB ou por restrição

¹ Para uma discussão sobre lacunas de financiamento na América Latina e Caribe ver Castellani et al. (2019).

fiscal são, ao contrário, bastante raras. Parafraseando uma conhecida piada irlandesa, se o objetivo é manter uma dívida baixa, o melhor é não começar com níveis altos de endividamento.² Do lado positivo, no entanto, alguns países conseguiram reduzir sua dívida gradualmente, sem a necessidade de reestruturação da dívida ou de inflação alta. O capítulo discute lições de política extraídas desses episódios bem-sucedidos.

Uma lição fundamental é que os países precisam adotar políticas que aproveitem surtos de crescimento. Por si só, uma política fiscal prudente raramente é bem-sucedida na redução substancial dos índices de endividamento; na América Latina e Caribe, a Jamaica foi o único país que conseguiu reduzir sua dívida por meio de um simples esforço fiscal. Isso ressalta a importância de políticas fiscais anticíclicas responsáveis que, ao mesmo tempo em que ajudam a impulsionar a economia em tempos ruins, também permitem grandes superávits fiscais e redução da dívida em tempos bons.

Os tempos bons são muitas vezes caracterizados por restrições financeiras mais brandas; os formuladores de políticas são tentados a adotar políticas fiscais pró-cíclicas e a contrair mais empréstimos quando a economia está crescendo. No entanto, esses são exatamente os momentos em que os multiplicadores fiscais são pequenos, e uma política fiscal mais rígida pode gerar grandes retornos em termos de redução da dívida, limitando, ao mesmo tempo, as consequências negativas na atividade econômica (na verdade, ajudando a evitar o superaquecimento). Instituições orçamentárias e fiscais que funcionam bem desempenham um papel fundamental no apoio a políticas anticíclicas prudentes.³

Outra lição importante é que episódios bem-sucedidos de redução da dívida são frequentemente acompanhados por taxas de juros reais relativamente baixas, impulsionadas por uma combinação de inflação moderada e taxas de juros nominais módicas. Uma política fiscal responsável e um banco central independente podem ajudar a manter as taxas reais baixas e evitar choques inflacionários temporários que levem a uma reação exagerada nas taxas de juros nominais e a um salto nas taxas reais.

Uma revisão dos períodos de redução da dívida na América Latina e Caribe

Um período de redução da dívida é definido como um espaço de vários anos durante o qual a relação dívida/PIB diminui em pelo menos 15 pontos percentuais (p.p.). Nos últimos 40 anos, os 26 países mutuários do BID

² Segundo a piada, um turista na área rural da Irlanda pergunta qual o caminho para Dublin, e o morador local responde: “Bem, se eu fosse o senhor não começaria daqui”.

³ Ver a discussão em Cavallo et al. (2022).

passaram por 43 períodos de redução da dívida: 18 países com dois períodos e 7 países com apenas um período.

Os episódios de redução da dívida tendem a ser concentrados no tempo. Uma primeira onda de reduções da dívida ocorreu no final da década de 1980 e início dos anos 1990. Essa onda estava associada aos exercícios de reestruturação da dívida que se seguiram à crise da dívida na América Latina na década de 1980. A segunda onda ocorreu no período 2002–2007 e foi impulsionada pelo boom dos preços das commodities que precedeu a crise financeira global. Apenas dois episódios de redução da dívida começaram após a crise financeira global. Um foi impulsionado por inflação alta e logo seguido por um grande salto na relação dívida/PIB e por um calote. Apenas a Jamaica conseguiu reduzir sua dívida pública por meio de altos superávits fiscais após a Crise Financeira Global.

O nível médio de endividamento no início do período de redução da dívida era de cerca de 100% do PIB (Tabela 9.1). Esse alto valor médio é influenciado por um pequeno número de países. O valor mediano da dívida no início do período era de aproximadamente 85% do PIB. O período típico reduziu a dívida em quase 50% do PIB e durou aproximadamente sete anos.⁴ A redução mediana anual da relação dívida/PIB foi de 7 p.p. (12 p.p. para a média).

Cerca de 44% dos períodos de redução da dívida estavam associados a um crescimento real do PIB acima de 4%, sendo que um terço deles foi

Tabela 9.1 Episódios de redução da dívida na América Latina e Caribe

	Dívida/PIB (%)							
	Início do período	Fim do período	Mudança	Duração	Δ Dívida/Duração	Crescimento do PIB	Inflação	Saldo Prim.
Média	110,1	37,8	-72,4	7,6	12,3		98,9	1,5
Mediana	84,3	32,1	-49,7	7,0	7,3	3,9	16,2	1,9
Desvio Padrão	92,0	23,3	77,8	3,4	20	2,7	290,6	3,0
Proporção de episódios						0,44	0,43	0,34
Proporção de episódios que não se sobrepõem a uma reestruturação da dívida						0,57	0,46	0,46

Fonte: Cálculos próprios com base em Dados do WEO, do FMI.

Nota: São 43 episódios no total; 65% desses episódios se sobrepuseram a uma reestruturação da dívida. As duas últimas linhas da tabela mostram o número de episódios dos quais o crescimento do PIB, a inflação e/ou o superávit primário foram um importante propulsor.

⁴ Doze períodos duraram 10 anos ou mais; o período mais longo foi registrado em Trinidad e Tobago entre 1993 e 2008, tendo durado 15 anos.

caracterizado por um superávit primário médio acima de 2% do PIB. Ao mesmo tempo, 43% foram acompanhados por uma inflação média acima de 20%, e quase dois terços dos períodos de redução da dívida incluíram um exercício de reestruturação da dívida. Entre os períodos que não incluíram um episódio de reestruturação da dívida, uma parcela maior desfrutou de bom crescimento e superávits primários e uma parcela menor enfrentou inflação alta. O Quadro 9.1 descreve em detalhes um subconjunto desses episódios bem-sucedidos de redução da dívida.

A Tabela 9.1 traz um quadro um tanto sombrio e reflete a literatura que mostra que crescimento e prudência fiscal por si sós raramente são suficientes para reduzir a dívida.⁵ Dos 43 períodos de redução da dívida, em apenas 11 casos a inflação alta ou uma reestruturação da dívida não desempenhou um papel importante.

Além da América Latina: uma análise sistemática dos episódios de redução da dívida

Esta seção extrapola a região da América Latina e Caribe e analisa um grupo mais amplo de países usando uma metodologia semelhante àquela descrita no Capítulo 4.

Episódios de redução da dívida e suas correlações

Usando-se a distribuição da mudança de cinco anos na relação dívida/PIB para a amostra completa de países apresentada na Figura 4.10 do Capítulo 4, episódios de redução da dívida são definidos como países-anos à esquerda do 10º e 20º percentis da distribuição (-29,5 e -14, respectivamente).⁶ No restante do capítulo, países-períodos com mudanças na

⁵ Em um estudo com 118 países durante os anos 1990–2020, Kose et al. (2021) constatam que em cerca de 50% das observações o crescimento foi maior do que a taxa de juros real, mas em cerca de um quarto desses casos a dívida ainda estava crescendo, porque o diferencial crescimento-taxa de juros foi mais do que compensado pela presença de um déficit primário. Da mesma forma, é difícil obter superávits primários grandes e sustentados na presença de crescimento baixo (Eichengreen e Panizza, 2016).

⁶ Observe que os episódios de redução da dívida descritos nesta seção não são diretamente comparáveis com os períodos de redução da dívida descritos na seção anterior. Primeiro, enquanto os períodos de redução da dívida discutidos na seção anterior variam em duração, esta seção se concentra em uma duração constante (cinco anos). Em segundo lugar, enquanto os períodos descritos na seção anterior são, por construção, não sobrepostos, esta seção também considera períodos sobrepostos. Por exemplo, considere um país que, por um período de dez anos, reduz consistentemente sua relação dívida/PIB em 3 p.p. por ano e, em seguida, estabiliza o seu nível de endividamento. Na seção anterior, esse país teria sido classificado

Quadro 9.1 Sucessos na região: o que os países fizeram

Este quadro fornece uma breve descrição de períodos de redução da dívida que não envolveram reestruturação da dívida ou inflação alta.

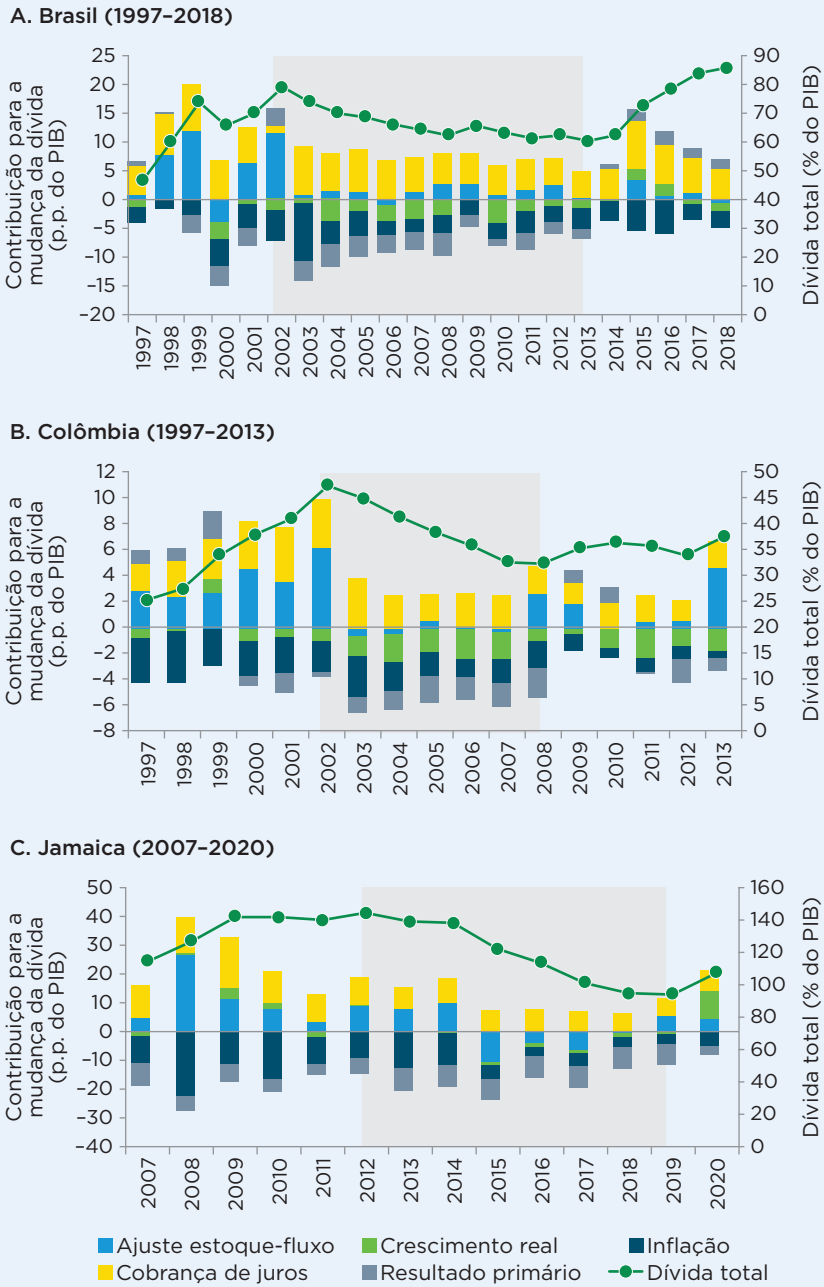
De 2002 a 2013, por meio de crescimento econômico, taxas de juros reais moderadas e superávits primários sustentados, o Brasil reduziu sua relação dívida/PIB em 18 p.p. (Figura 9.1.1, Painel A). O crescimento do PIB foi positivo durante a maioria dos anos desse período (exceto 2009) e, em média, foi superior à taxa de juros real *ex-post* em cerca de um ponto percentual. As taxas de juros reais foram mantidas abaixo das taxas de crescimento graças a uma associação de inflação moderada, que compensou em parte as altas taxas nominais, mas também permitiu que as expectativas inflacionárias permanecessem ancoradas ao longo do período (a taxa de juros real média *ex-post* foi de 3,7%). A redução da dívida provocada pelo fato de a taxa de juros real (r) ter sido superior ao crescimento do PIB (g) foi amplificada pela capacidade do Brasil de manter um superávit primário por 11 anos seguidos, com superávit acima de 3% do PIB nos primeiros seis anos do período de redução da dívida e acima de 1,5% nos últimos cinco anos. É provável que esse superávit fiscal persistente tenha desempenhado um papel importante no sentido de aumentar a credibilidade da política monetária e fiscal e apoiar o diferencial favorável entre crescimento e taxa de juros. À medida que a taxa de juros real (e os pagamentos de juros reais) começaram a cair na segunda metade do período, o mesmo aconteceu com o superávit primário. Isso não é incomum. Quando a dívida cai e a credibilidade aumenta, muitas vezes a tentação é implementar uma política fiscal mais flexível e, assim, perder a oportunidade de reduzir ainda mais a dívida. No entanto, observe que o Brasil diminuiu seus superávits primários quando a economia desacelerou, em resposta à crise financeira global. Uma postura fiscal mais acomodatória poderia, portanto, ter sido justificada por esse grande choque exógeno. De fato, o Brasil é um dos poucos países que mantiveram superávits primários após a Crise Financeira Global. Esses superávits primários desempenharam um papel fundamental no fortalecimento da confiança do mercado. Somente em 2014 o resultado primário ficou negativo. Os baixos preços das commodities foram um fator crucial para determinar o fim do período de redução da dívida brasileira.

Durante o período 2002–2008, a Colômbia reduziu sua dívida pública em 15 p.p. (Figura 9.1.1, Painel B). Essa redução foi parcialmente impulsionada por superávits primários estáveis e moderados, crescimento relativamente alto (favorecido pelos altos preços das commodities) e taxas de juros reais mó-

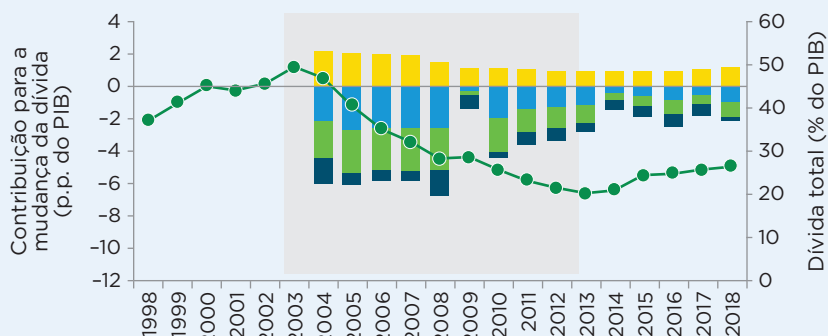
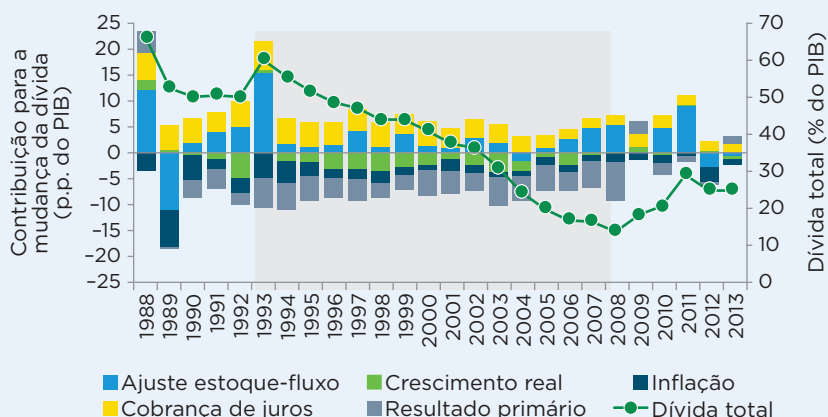
(continua na página seguinte)

como tendo um período de redução da dívida que durou 30 anos e levou a uma redução de 30 p.p. na relação dívida/PIB. Nesta seção, ao contrário, esse país seria classificado como tendo seis períodos sobrepostos de redução da dívida 20P, cada um deles associado a uma redução da dívida de 15 p.p.

Figura 9.11 Proporção de episódios de redução da dívida



(continua na página seguinte)

Figura 9.1.1 Proporção de episódios de redução da dívida**D. Peru (1998–2018)****E. Trinidad e Tobago (1988–2013)**

Fonte: Cálculos próprios com base no WEO, do FMI.

Nota: Essa figura apresenta a participação de episódios de redução da dívida 10P e 20P para todos os países da América Latina e Caribe. Países não incluídos na tabela não têm ao menos 30 anos de dados ou não têm um episódio de redução da dívida.

dicas. No período, o valor médio do diferencial entre a taxa de juros e a taxa de crescimento ($r-g$) ficou próximo de $-3,5\%$, gerando uma redução substancial da dívida. Os pagamentos de juros reais permaneceram baixos (inferiores a 2%), graças a uma combinação de inflação moderada e taxas nominais baixas. A situação mudou após a Crise Financeira Global: o crescimento nominal se contraiu (tanto a inflação quanto o crescimento real do PIB caíram) e os superávits primários se transformaram em déficits.

Durante 2012–2019, a Jamaica reduziu sua relação dívida/PIB em 50 p.p. (Figura 9.1.1, Painel C). A Jamaica é um exemplo raro de país que reduziu sua

(continua na página seguinte)

dívida graças a um extraordinário esforço fiscal (para detalhes, ver Cavallo et al., 2022). Entre 1990 e 2020, a Jamaica registrou superávit primário em todos os anos — e um superávit grande na maioria dos anos. Nesse período, o resultado primário médio (e mediano) ficou acima de 7% do PIB. Esse período de 30 anos inclui 10 anos durante os quais a Jamaica registrou superávits primários acima de 10% do PIB e apenas três anos em que o superávit primário ficou abaixo de 4% do PIB. Mesmo com esse desempenho fiscal impressionante, a dívida permaneceu alta até 2012; na verdade, aumentou em 2007–2008. O aumento da dívida foi impulsionado por ajustes positivos em fluxos e estoques e altas taxas de juros. Assim que esses fatores impeditivos desapareceram, por volta de 2012, o esforço fiscal começou a dar frutos e a dívida começou a cair rapidamente. A situação foi revertida pela crise da Covid-19, que levou a uma grave recessão. É extraordinário que a Jamaica tenha registrado superávit primário quando o PIB teve uma queda de 9%.

De 2003 a 2013, impulsionado por uma combinação de crescimento acima da taxa de juros real (a diferença média no período foi de cerca de 1%) e superávits primários sustentados de cerca de 2,5% ao ano, o Peru reduziu sua dívida pública em 30% do PIB (Figura 9.1.1, Painel D). O país registrou um déficit primário em 2009, mas os superávits primários voltaram ao patamar de 2% a 3% a partir de 2010. O Peru é um bom exemplo de ajuste fiscal suave, com superávits moderados, mas constantes, que levaram a uma redução da dívida durante um período de crescimento sustentado. Como no caso do Brasil, os preços baixos das commodities foram um fator preponderante para encerrar o período de redução da dívida do Peru.

Entre 1993 e 2008, Trinidad e Tobago reduziu sua dívida em 46% do PIB (Figura 9.1.1, Painel E). Esse foi o período mais longo de redução da dívida na região. Durante o período, o país enfrentou altas taxas de juros reais e alto crescimento do PIB. Em média, o crescimento do PIB foi apenas 0,5% superior à taxa de juro real ex-post. O endividamento diminuiu graças a superávits primários constantes e persistentes. Nesse período de 15 anos, o superávit primário médio foi de 4,6% do PIB e jamais ficou abaixo de 2,7% do PIB. O período de redução da dívida terminou com a Crise Financeira Global.

Quadro 9.2 Intolerância à austeridade

Um período longo de superávits primários é muitas vezes uma condição necessária para uma estratégia bem-sucedida de redução da dívida que não depende de inflação alta ou de inadimplência explícita. No entanto, para os formuladores de políticas, pode ser difícil obter superávits primários quando altos níveis de pobreza e desigualdade de renda geram resistência social aos ajustes fiscais. Filippini e Sandleris (2022) descrevem esse fenômeno como “intolerância à austeridade” fiscal social.

(continua na página seguinte)

A intolerância à austeridade limita a capacidade dos governos para implementar correções fiscais. Com foco na América Latina e Caribe, Filippini e Sandleris (2022) encontraram um alto grau de intolerância à austeridade que antecedeu a pandemia de Covid-19 em Chile, Equador, Argentina e Peru, e que aumentou durante a pandemia na Colômbia.

A intolerância à austeridade reflete uma variedade de questões que vão desde o descontentamento da classe média relacionado à desigualdade de renda até a falta de mobilidade social e a diminuição da confiança nos governos. Aumentos do desemprego e da pobreza associados à pandemia amplificaram esses efeitos. Medir a intolerância à austeridade acrescenta uma dimensão política às análises tradicionais de sustentabilidade da dívida, que se concentram apenas em fatores econômicos.

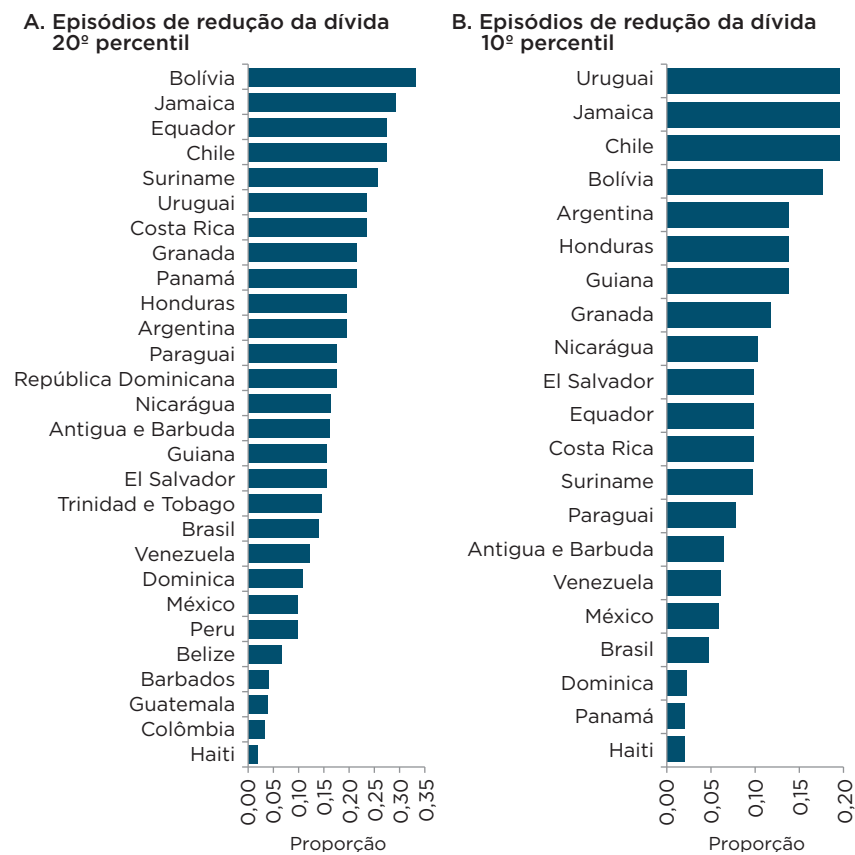
Filippini e Sandleris introduzem uma nova medida em tempo real de intolerância à austeridade usando as redes sociais. Seu Índice de Intolerância à Austeridade Fiscal abrange 11 países da América Latina durante 2010–2021. Os autores usam o índice para medir o impacto da intolerância à austeridade na popularidade do governo e a probabilidade de implementação de um determinado ajuste fiscal e constataam que uma maior intolerância à austeridade diminui a aprovação do governo durante o ajuste fiscal, reduzindo a probabilidade de implementação de um programa fiscal.

Ao estudar o impacto da intolerância à austeridade na popularidade do governo e sua capacidade para implementar um ajuste fiscal, Filippini e Sandleris contribuem para uma avaliação mais realista da probabilidade de um país sustentar altos níveis de endividamento e evitar uma crise da dívida. Seus resultados também são úteis para os formuladores de políticas que querem criar programas que possam ser implementados mesmo na presença de intolerância fiscal. Um dos principais insights de sua análise é que anunciar um programa fiscal com antecedência tende a aumentar a probabilidade de o programa ser implementado. Outro insight é que a comunicação provavelmente será importante. Se os formuladores de políticas se comunicarem bem e conseguirem reduzir a intolerância fiscal, é mais provável que consigam implementar o programa com sucesso.

dívida de cinco anos à esquerda desses limiares são mencionados como episódios 10P e episódios 20P, respectivamente. Por construção, 20% dos períodos de cinco anos na amostra consistem em episódios 20P, e 10% em episódios 10P. No entanto, há diferenças entre países e regiões.

A Figura 9.1 se concentra na América Latina e Caribe e mostra a proporção de períodos de cinco anos que coincidiram com um episódio de redução da dívida 20P (Painel A) ou 10P (Painel B). Bolívia, Chile, Costa Rica, Equador, Granada, Jamaica, Panamá, Suriname e Uruguai estão sobrerrepresentados na amostra de episódios 20P (sua proporção de

Figura 9.1 Proporção de episódios de redução da dívida

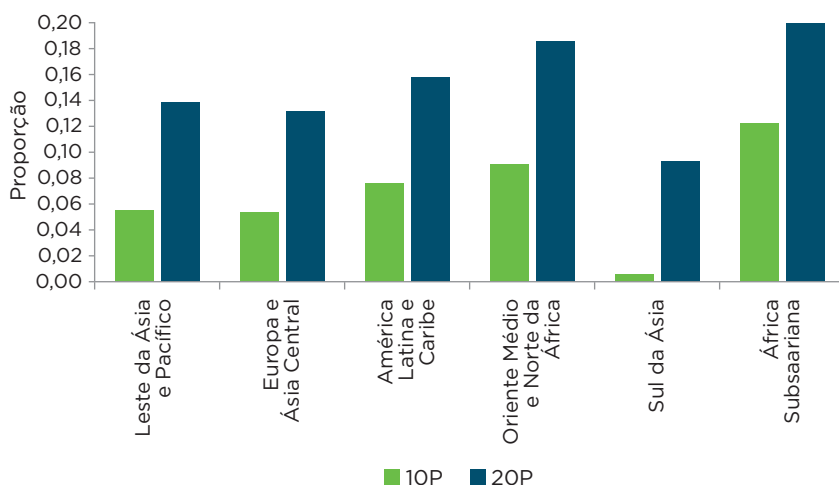


Fonte: Cálculos próprios com base no WEO, do FMI.
Nota: Essa figura apresenta a participação de episódios de redução da dívida 10P e 20P para todos os países da América Latina e Caribe. Países não incluídos na tabela não têm ao menos 30 anos de dados ou não têm um episódio de redução da dívida.

episódios 20P é superior a 20%), e Argentina, Bolívia, Chile, Granada, Guiana, Honduras, Jamaica, Nicarágua e Uruguai estão sobrerrepresentados na amostra de episódios 10P.

No nível agregado, os países da América Latina e Caribe estão sub-representados nos episódios 10P e 20P (as proporções regionais são de 7% e 15%, respectivamente; ver Figura 9.2). Como o alívio da dívida associado às iniciativas relativas a países pobres altamente endividados e iniciativas multilaterais de alívio da dívida, os países da África Subsaariana estão sobrerrepresentados na amostra de episódios 10P e 20P.

A proporção de episódios de redução da dívida também é relativamente baixa na Ásia Oriental, no Leste Europeu e na Ásia Central. No

Figura 9.2 Proporção de episódios de redução da dívida por região

Fonte: Cálculos próprios com base no WEO, do FMI.

Nota: Essa figura apresenta a parcela de episódios de redução da dívida 10P e 20P por região. Por construção, a proporção geral de episódios 10P é de 10%, e a participação geral de episódios 20P é de 20%.

entanto, em contraste com América Latina e Caribe, essas regiões apresentam níveis de endividamento relativamente baixos. Assim, episódios de redução da dívida são menos frequentes por serem menos necessários. Há uma relação estatisticamente significativa entre níveis iniciais de endividamento e a probabilidade de observação de um episódio de redução da dívida, e essa relação é mais fraca na América Latina e Caribe.

Dois possíveis fatores impulsionam a correlação positiva entre o nível inicial de endividamento e a probabilidade de um episódio de redução da dívida. Por um lado, essa correlação pode ser impulsionada pelo fato de que altos níveis de endividamento levam a uma política fiscal prudente. Essa interpretação é consistente com a definição de sustentabilidade da dívida discutida no Capítulo 5. Como alternativa, na presença de altos níveis de endividamento, os países reduzem o endividamento seja com inadimplência ou aumentando sua inflação. De fato, a inflação é um dos principais propulsores das reduções da dívida associadas aos altos níveis iniciais de endividamento. Reduções da dívida associadas a um grande resultado primário são, por sua vez, menos prováveis na presença de altos níveis iniciais de endividamento.

Episódios de redução da dívida suaves versus abruptos

Nem todos os episódios de redução da dívida nascem igualmente. Uma redução constante e gradual da dívida pode ser preferível a uma redução

mais rápida, abrupta. Considere dois períodos de redução da dívida de tamanhos comparáveis: Suriname 1991-1996 e Trinidad e Tobago 1993-1998. No primeiro caso, a dívida diminuiu 64 p.p. em um período de cinco anos, graças em grande parte à inflação alta; durante esse período, o crescimento médio foi modesto e o país registrou déficit primário. No segundo caso, a dívida diminuiu 46 p.p. em 15 anos, sobretudo devido a superávits primários moderados, mas estáveis.

Reduções repentinas da dívida estão frequentemente associadas a altos níveis de inflação (como ocorreu no Suriname em 1991-1996) ou inadimplência soberana.⁷ A inadimplência pode causar turbulência na economia doméstica e muitas vezes está associada a um baixo crescimento do PIB e a crises financeiras onerosas (ver Gelpert e Panizza, 2022; Mitchener e Trebesch, 2021). Além disso, a inadimplência está frequentemente associada a crises financeiras e bancárias (Gennaioli, Martin e Rossi, 2014), que têm não apenas efeitos negativos duradouros no crescimento e nos níveis do PIB (Cerra e Saxena, 2008), mas também são particularmente custosas para os segmentos mais vulneráveis da população (Halac e Schmukler, 2004). A inflação tende a ser regressiva (Erosa e Ventura, 2002), a destruir a credibilidade duramente conquistada do banco central e pode exigir um processo oneroso de desinflação. Não surpreende que as reduções da dívida impulsionadas pela inflação estejam associadas a uma maior desigualdade de renda. Além disso, a inflação é ineficaz na presença de dívida em moeda estrangeira, a menos que seja acompanhada de uma grande valorização real, o que tem um efeito negativo no crescimento (Rodrik, 2008). Também é ineficaz na presença de dívida de curto prazo, a menos que seja acompanhada por uma repressão financeira, o que leva a microdistorções que reduzem o crescimento (Roubini e Sala-i-Martin, 1992).

Mesmo quando a redução da dívida é obtida por meio de grandes superávits primários, o aperto fiscal severo pode ter um efeito contracionista na economia, especialmente se implementado quando o crescimento é baixo e os multiplicadores fiscais são grandes. Ajustes fiscais severos também podem desencadear reações políticas que os interrompam (Filippini e Sandleris, 2022). Ajustes distribuídos ao longo do tempo tendem,

⁷ Grandes ajustes registrados também podem refletir erros de medição. Dizer que uma redução suave da dívida é geralmente preferível a uma redução abrupta da dívida não implica um julgamento de valor da reestruturação da dívida (ou uma iniciativa de redução da dívida como países pobres altamente endividados ou iniciativas multilaterais de alívio da dívida) quando essa reestruturação da dívida é necessária. Implica apenas que seria desejável que os países não se encontrassem em situações em que essas políticas fossem necessárias.

portanto, a ser menos onerosos, mais eficazes e a manter a dívida baixa ao longo do tempo. Para estudar os propulsores desse tipo de ajuste, reduções “suaves” da dívida são definidas como episódios em que nenhum ano representa mais de 40% da redução total da dívida. A renda per capita é a única variável testada que está fortemente correlacionada com a probabilidade de um ajuste gradual da dívida, com o ajuste suave da dívida sendo mais provável em países mais ricos.

Na América Latina e Caribe, cerca de um terço dos episódios são suaves, o que é mais do que a média entre países (28% de episódios 10P e 26% de episódios 20P).⁸ Em grande parte dos países, a maioria dos episódios de redução da dívida é abrupta. De fato, em uma fração substancial deles, todos os episódios de ajuste da dívida são abruptos (Figura 9.3).

Decomposição: a constituição de episódios de redução da dívida

A relação dívida/PIB muda ao longo do tempo como resultado das condições econômicas e escolhas de políticas. Como discutido no Capítulo 5, a equação dinâmica da dívida padrão decompõe a mudança na relação dívida/PIB (Δd) da seguinte forma:

$$\Delta d = pb + (i - g - \pi)d + sf$$

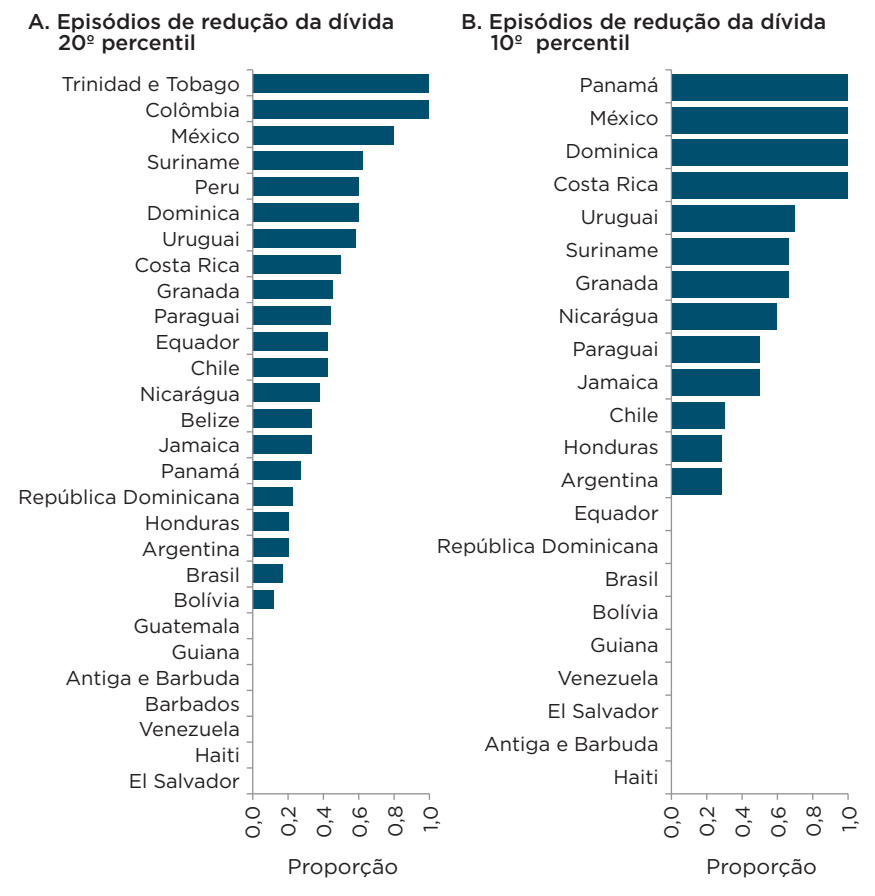
onde pb é o resultado primário sobre o PIB, i é a taxa de juros nominal, g é o crescimento real do PIB e sf é o ajuste estoque-fluxo.⁹ A conciliação entre fluxos e estoques pode ser impulsionada por erro de medição, mas também por eventos que afetam a relação dívida/PIB sem passar pelo orçamento. O Capítulo 4 mostra que a conciliação entre fluxos e estoques é um importante propulsor de picos de dívida, mas esse elemento residual também pode assumir valores negativos e estar associado a reduções da dívida — por exemplo, na presença de um calote com redução no valor nominal da dívida, ou se grandes receitas de privatização não estiverem incluídas no orçamento e forem usadas para resgatar a dívida pública.¹⁰

⁸ Isso é impulsionado, em parte, pela grande proporção de episódios abruptos de redução da dívida na África Subsaariana, impulsionados pelo alívio da dívida no âmbito das iniciativas de países pobres altamente endividados e iniciativas multilaterais de alívio da dívida.

⁹ Para uma discussão detalhada sobre a conciliação entre fluxos e estoques e seus propulsores, ver Campos, Jaimovich e Panizza (2006).

¹⁰ O efeito da privatização na sustentabilidade da dívida é ambíguo. Embora a privatização possa resolver problemas de liquidez, também pode diminuir receitas futuras, a menos que envolva ganhos de eficiência.

Figura 9.3 Proporção de ajuste suave da dívida



Fonte: Cálculos próprios com base em dados do WEO, do FMI.
Nota: Essa figura apresenta a proporção de episódios de redução suave da dívida 10P e 20P para todos os países da América Latina e Caribe. Essa é a proporção de episódios de redução da dívida que não são impulsionados por grandes mudanças de um ano na relação dívida/PIB. Os países não incluídos na tabela não têm ao menos 30 anos de dados ou não registram nenhum episódio de redução da dívida. Os países listados sem barra são os que têm episódios de redução da dívida 20P e 10P, mas nenhum episódio suave.

Como mencionado acima, nem todos os tipos de redução de dívida são igualmente desejáveis. As impulsionadas pelo crescimento são mais desejáveis do que aquelas associadas à inadimplência ou à inflação alta, que tendem a ter altos custos econômicos.¹¹

A aplicação da equação dinâmica da dívida descrita acima sobre dados reais mostra que os principais fatores que contribuem para a redução da

¹¹ Rio Kose et al. (2022) referem-se a essas estratégias de redução da dívida como abordagens não convencionais ou heterodoxas.

dívida são a inflação, que é especialmente importante na América Latina e Caribe, e o crescimento real do PIB, que é especialmente importante no Leste da Ásia. O resultado primário é importante em diversas regiões, incluindo América Latina e Caribe, quando a análise se restringe a períodos com crescimento negativo da dívida (Figura 9.4, Painel B). Na América Latina e Caribe, as altas taxas de juros nominais são um obstáculo crucial para a redução da dívida.

Esta seção define um episódio como sendo impulsionado por um determinado fator (digamos, um superávit primário), se o fator específico responder por pelo menos 40% da redução da dívida no episódio.¹² Essa regra de alocação pode resultar em episódios que não são impulsionados por nenhum fator específico, o que seria o caso se nenhum componente da equação dinâmica da dívida respondesse por pelo menos 40% da mudança, e por episódios impulsionados por múltiplos fatores.¹³ O conjunto de propulsores aqui estudados inclui superávit primário, crescimento real, inflação, taxa de juros real e ajuste estoque-fluxo.¹⁴

A inflação, e suas taxas de juros reais negativas associadas, são de longe o propulsor mais importante dos episódios de redução da dívida na América Latina e Caribe, seguido por política fiscal rígida. O crescimento, por outro lado, é menos importante (Figura 9.5). Embora o ajuste estoque-fluxo seja fundamental para os picos de dívida (Capítulo 4), é menos importante para reduções.¹⁵ No entanto, na América Latina e Caribe, grandes reduções da dívida (isto é, episódios 10P) tendem mais a ser impulsionadas pelo ajuste estoque-fluxo (muitas vezes associado a

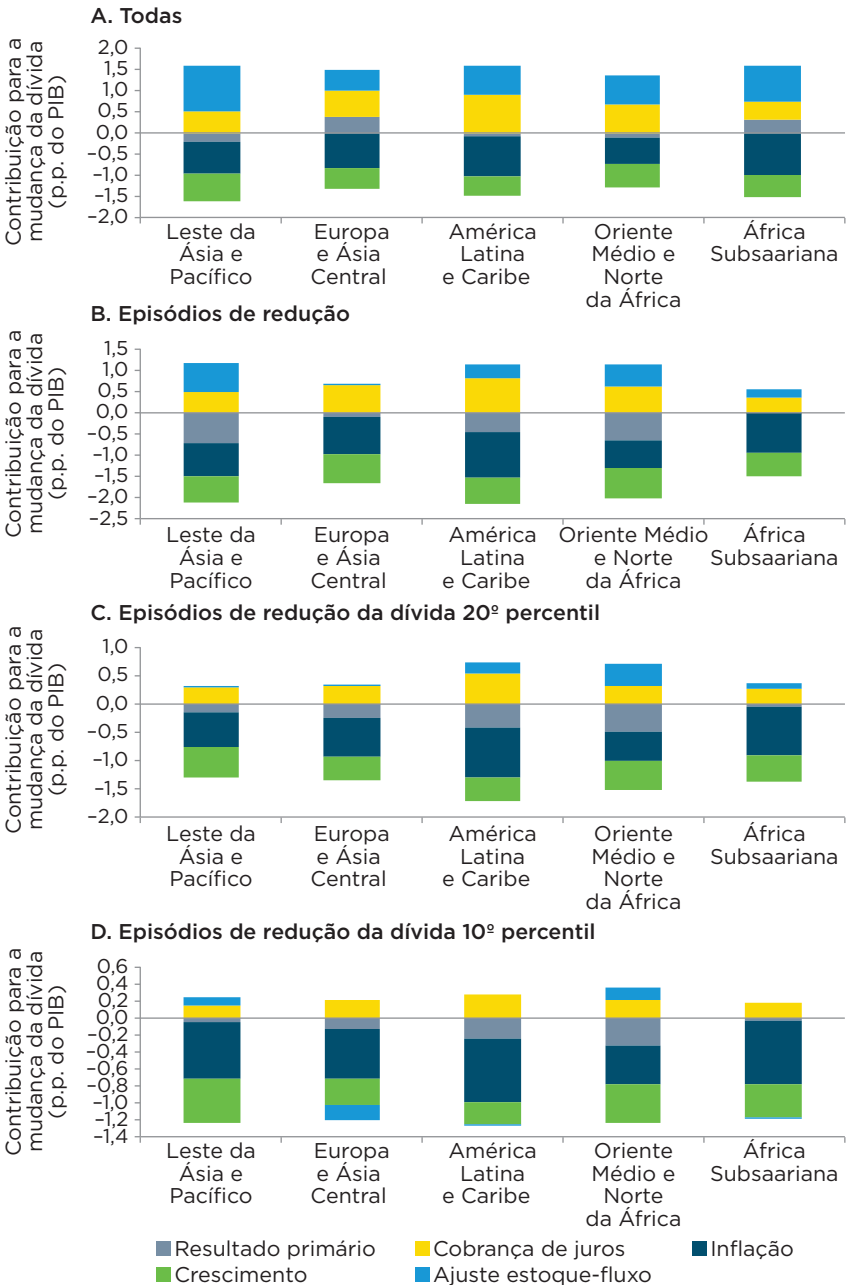
¹² Cabe ressaltar que essa definição baseada na equação dinâmica da dívida descrita acima não acompanha as interações complexas entre os diversos componentes da dinâmica da dívida. Por exemplo, uma contração fiscal pode afetar tanto as taxas de juros quanto o crescimento do PIB. Essas interações não são consideradas pelo esquema contábil adotado neste capítulo.

¹³ Esse é comumente o caso se dois fatores responderem por 40% de redução da dívida cada um. Contudo, em alguns casos individuais, os dois fatores podem somar mais de 100%, porque certos elementos da decomposição da dívida são negativos e outros são positivos.

¹⁴ Embora as taxas de juros nominais raramente sejam negativas (especialmente na amostra de economias em desenvolvimento e emergentes consideradas aqui), as taxas de juros reais podem ser negativas se a inflação for superior à taxa de juros nominal. Assim, a proporção de episódios impulsionados pela presença de uma taxa de juros negativa é um subconjunto rigoroso da proporção de episódios impulsionados pela inflação.

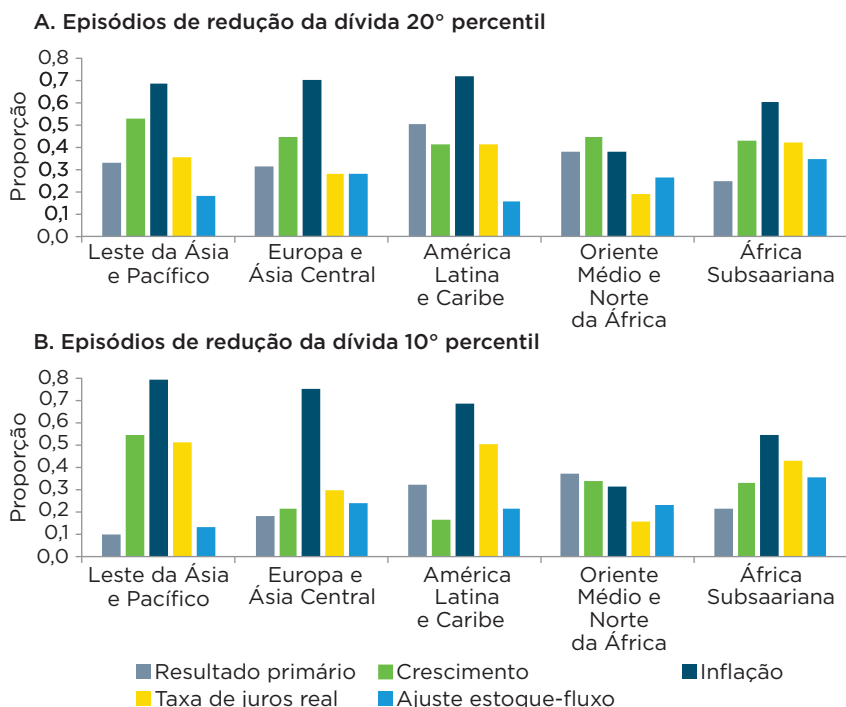
¹⁵ A exceção é a África Subsaariana, que foi o principal beneficiário das iniciativas de redução da dívida de países pobres altamente endividados e iniciativas multilaterais de alívio da dívida. Para uma discussão de experiências passadas com iniciativas coordenadas de redução da dívida, ver Nagle (2022).

Figura 9.4 Composição de mudanças da dívida por região



Fonte: Cálculos próprios com base em dados do WEO, do FMI.
Nota: Essa figura mostra a composição das mudanças da dívida por região; as barras acima da linha zero mostram os fatores que contribuem para o crescimento da dívida, e as barras abaixo dela mostram os fatores que contribuem para a redução da dívida. O Painel A usa todos os dados disponíveis, o Painel B usa todos os períodos de cinco anos com crescimento negativo da dívida, o Painel C usa dados de episódios 20P e o Painel D usa dados de episódios 10P.

Figura 9.5 Principais fatores que contribuem para episódios de redução da dívida



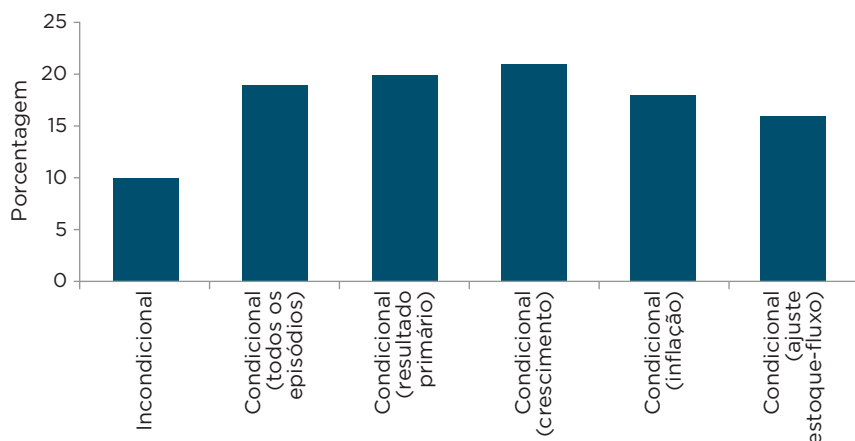
Fonte: Cálculos próprios com base em dados do WEO, do FMI.

Nota: Essa figura mostra a proporção de episódios de redução da dívida 20P (Painel A) e 10P (Painel B), que podem ser atribuídos a diferentes fatores. Note-se que um determinado episódio de redução da dívida pode ser atribuído a mais de um fator ou a nenhum fator específico. Portanto, as proporções não somam um.

episódios de inadimplência) do que pelo alto crescimento do PIB (20% de episódios contra 18% de episódios). O Leste da Ásia é a única região na qual o crescimento do PIB contribui para mais de 50% dos episódios.

Os episódios de redução da dívida parecem ser persistentes. Enquanto a probabilidade incondicional de observar um episódio 10P é, por definição, de 10%, a probabilidade de notar um episódio 10P condicionado à observação de um semelhante em períodos anteriores é de 19%. Os episódios “bons” são ainda mais persistentes do que o episódio médio geral. A probabilidade de um país experimentar um episódio de redução da dívida 10P condicionado à observação de um outro impulsionado pelo crescimento em períodos anteriores é de 21% (Figura 9.6). A probabilidade de observar um episódio 10P condicionado a episódios anteriores impulsionados pelo resultado primário é de 20%. As probabilidades condicionais

Figura 9.6 Probabilidade condicional e incondicional de um episódio de redução da dívida 10º percentil



Fonte: Cálculos próprios com base em dados do WEO, do FMI.

Nota: Essa figura representa a probabilidade de observar um episódio 10P. A primeira barra representa a probabilidade incondicional, que é, por definição, de 10%. A segunda barra representa a probabilidade de um país observar tal episódio 10P condicionado à ocorrência desse episódio em períodos anteriores (essa probabilidade é de 19%). As quatro barras restantes representam a probabilidade de um país observar um episódio 10P condicionado à observância de um episódio de redução da dívida impulsionado pelo resultado primário em períodos anteriores (terceira barra), a um episódio de redução da dívida impulsionado pelo crescimento em períodos anteriores (quarta barra), a um episódio de redução da dívida impulsionado pela inflação em períodos anteriores (quinta barra), e a um episódio de redução da dívida impulsionado por fluxos e estoques em períodos anteriores (sexta barra).

correspondentes para os impulsionados pela inflação e pelo ajuste de fluxos e estoques são, por sua vez, de 18% e 16%.¹⁶

A análise dos propulsores de reduções suaves da dívida mostra que a inflação continua sendo importante, bem como o crescimento do PIB e os superávits primários. Por sua vez, a proporção de reduções suaves da dívida impulsionadas pelo ajuste estoque-fluxo é menor do que na amostra completa de reduções da dívida.

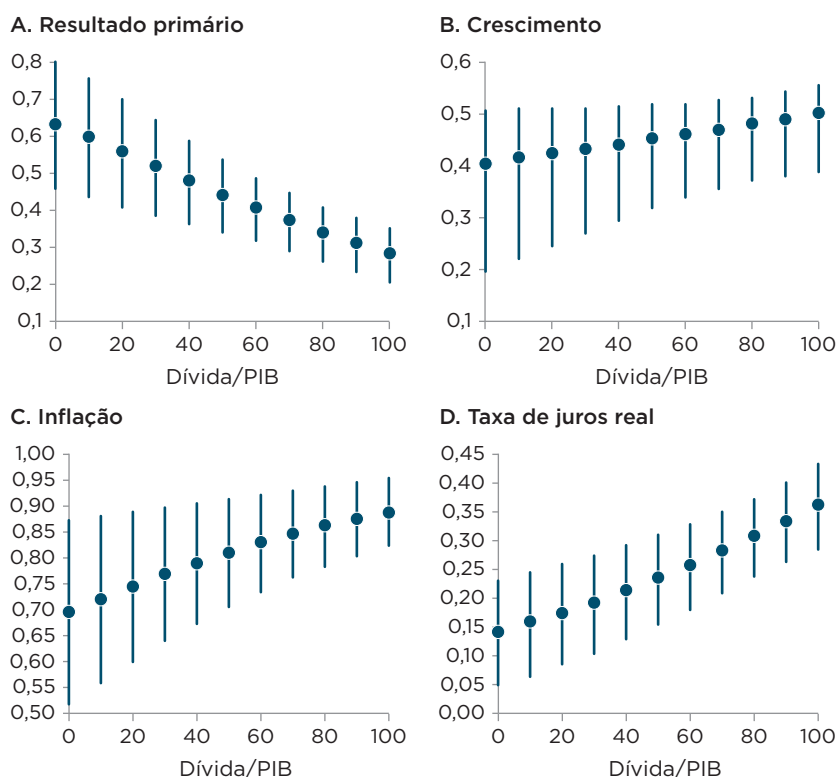
Que tipos de fatores econômicos e institucionais estão associados a diferentes tipos de episódios de redução da dívida? Identificar esses elementos é especialmente importante para a formulação de políticas. Apenas alguns propulsores de redução da dívida podem ser, pelo menos em parte, diretamente controlados pelos formuladores de políticas (política fiscal, inflação e tempo de reestruturação da

¹⁶ Há menos persistência para episódios 20P, com a probabilidade condicional aumentando para 27% e nenhuma diferença na probabilidade de observar um novo episódio condicionado ao tipo anterior de episódio.

dívida). No entanto, condições complementares (como crescimento e credibilidade do banco central) podem tornar as ações menos eficazes na redução da dívida. Compreender essas condições complementares pode ajudar os formuladores de políticas a implementá-las quando estas forem mais eficazes.

Embora os níveis de endividamento sejam fortes preditores de episódios de redução da dívida, há heterogeneidade entre tipos de episódios. Níveis mais altos de endividamento estão positivamente associados à probabilidade de um episódio de redução da dívida impulsionado pela inflação (ou pela taxa de juros real, incluindo episódios de redução da dívida suaves, impulsionados pela inflação) e negativamente correlacionados à probabilidade de um episódio de redução da dívida impulsionado pelo resultado primário (Figura 9.7). Os níveis iniciais de endividamento

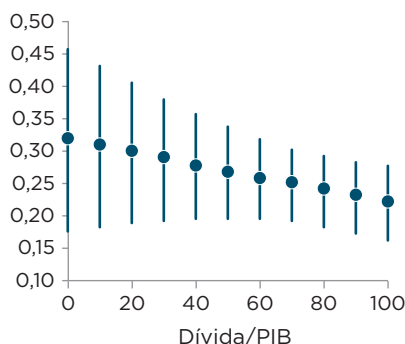
Figura 9.7 Diferentes tipos de episódios de redução da dívida e níveis de dívida



(continua na página seguinte)

Figura 9.7 Diferentes tipos de episódios de redução da dívida e níveis de dívida (continuação)

E. Ajuste estoque-fluxo



Fonte: Cálculos próprios com base em dados do WEO, do FMI; e Indicadores de Desenvolvimento Mundial.
Nota: Essa figura mostra como a probabilidade de um episódio de redução da dívida 20P impulsionado pela inflação varia com o índice de independência do banco central, enquanto todas as demais variáveis são mantidas em seu valor médio. Os pontos são estimativas pontuais e os picos são intervalos de confiança de 95%.

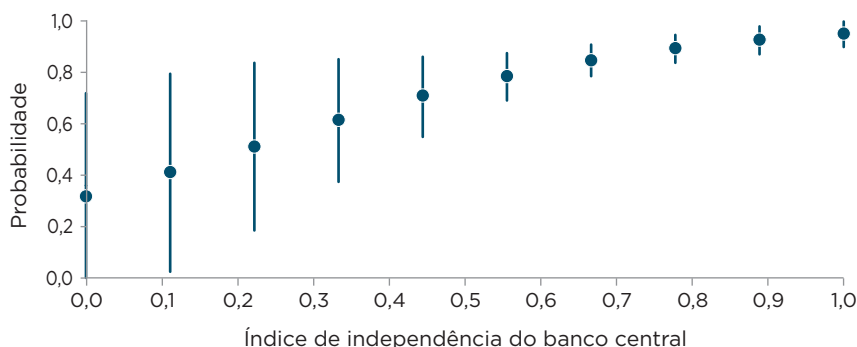
são, por sua vez, irrelevantes para outros tipos de episódios de redução da dívida.

A falta de evidências de que as reduções da dívida impulsionadas pelo crescimento são mais prováveis quando os níveis de endividamento são altos indica que o tipo mais desejável de redução da dívida é improvável exatamente quando é mais necessário.¹⁷ Da mesma forma, embora fosse desejável que os países respondessem aos altos níveis de dívida com uma política fiscal prudente, os dados sugerem que isso raramente ocorre. Os países são mais propensos a responder a níveis altos de endividamento com inflação alta do que com grandes superávits fiscais.

Outras variáveis relevantes incluem renda per capita e a presença de um banco central independente. A renda per capita está positivamente associada à probabilidade de um episódio de redução da dívida impulsionado pelo resultado primário, mas negativamente associada à probabilidade de um episódio de redução da dívida impulsionado pelo crescimento. A presença de um banco central independente, por sua vez, aumenta a probabilidade de uma redução da dívida impulsionada pela inflação (Figura 9.8).

¹⁷ Esse resultado é consistente com a presença de uma correlação negativa entre alto nível de endividamento e crescimento do PIB (ver Capítulo 8 para uma discussão sobre o vínculo entre dívida e crescimento).

Figura 9.8 Independência do banco central e episódios de redução da dívida impulsionados pela inflação



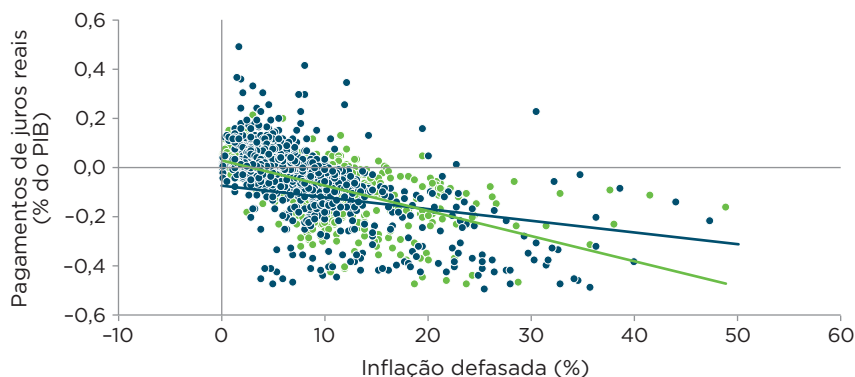
Fonte: Cálculos próprios com base em dados do WEO, do FMI; e indicadores de desenvolvimento mundial.

Nota: Essa figura mostra como a probabilidade de diferentes tipos de episódios de redução da dívida 20P varia com o nível de endividamento inicial, enquanto todas as demais variáveis são mantidas em seu valor médio. Os pontos são estimativas pontuais e os picos intervalos de confiança de 95%.

É intrigante o fato de que reduções da dívida impulsionadas pela inflação estejam positivamente correlacionadas com a independência do banco central. Afinal, a inflação deve ser menor na presença de um banco central mais independente. Esse é, de fato, o caso: durante episódios de redução da dívida em países com alta independência do banco central, a inflação média é 18 p.p. menor do que em países com um banco central menos independente (12% contra 30%). Concentrando-se exclusivamente em episódios de redução da dívida impulsionados pela inflação, a inflação média em países com um banco central independente é um ponto percentual menor (8,5% contra 9,5%) do que em países com menor independência do banco central. Portanto, o resultado descrito na Figura 9.8 não é impulsionado pelo fato de que a independência do banco central leva a uma inflação mais alta, mas pelo fato de que um banco central mais independente ancora as expectativas e permite períodos de inflação acima da média, sem aumento imediato das taxas de juros nominais. A credibilidade monetária também está positivamente correlacionada com a maturidade da dívida pública e, portanto, permite uma resposta mais lenta dos pagamentos gerais de juros diante de choques inflacionários (Andreolli, 2021; Willems e Zettelmeyer, 2022).

A Figura 9.9 mostra a correlação entre inflação defasada (*lagged*) e pagamentos reais de juros como parcela do PIB (este é o componente $(i - \pi)$ da equação dinâmica da dívida descrita acima) para países com baixos níveis de independência do banco central (os pontos azuis) e países

Figura 9.9 Inflação, pagamentos de juros reais e independência do banco central



Fonte: Cálculos próprios com base em dados do WEO, do FMI; e de indicadores de desenvolvimento mundial.

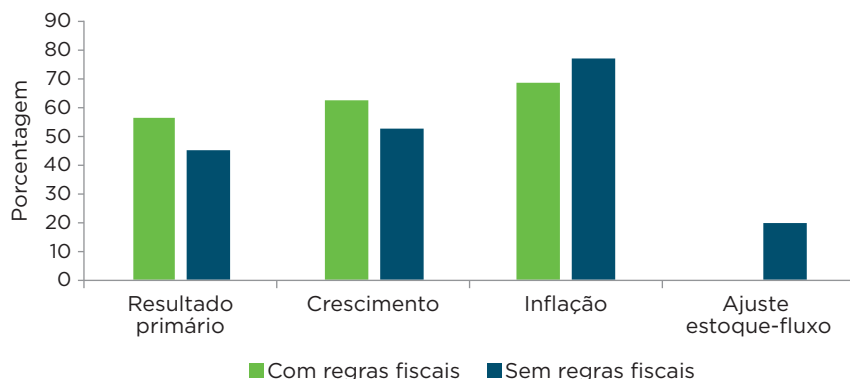
Nota: Esta figura representa a correlação entre inflação defasada e pagamentos de juros reais (como parcela do PIB) em países com níveis altos (pontos verdes) e baixos (pontos azuis) de independência do banco central.

com alto nível de independência do banco central (os pontos verdes). A correlação negativa entre pagamentos de juros reais e inflação defasada é mais forte em países-anos caracterizados por níveis mais altos de independência do banco central.¹⁸

A Figura 9.7 mostrou que os episódios de redução da dívida são persistentes, e que episódios “bons” de redução da dívida (ou seja, episódios impulsionados pelo crescimento do PIB e por uma política fiscal prudente) tendem a ser mais persistentes do que aqueles impulsionados pela inflação e ajuste estoque-fluxo. O que impulsiona essa persistência? Se os países pagarem os custos fixos necessários para colocar em prática regras orçamentárias e instituições fiscais que permitam a redução da dívida, pode se tornar mais fácil implementar reduções futuras. A análise de regressão fornece algumas evidências nesse sentido: indicadores que medem a presença e a qualidade das instituições fiscais estão positivamente correlacionados com a probabilidade de episódios de redução da dívida impulsionados pelo resultado primário ou pelo crescimento. No entanto, os resultados geralmente não são estatisticamente significativos, possivelmente porque os dados tanto das instituições fiscais quanto

¹⁸ A repressão financeira também pode manter as taxas reais baixas (Reinhart e Sbrancia, 2015; Mauro e Zhu, 2020), mas essa estratégia está associada a grandes distorções (Jafarov, Maino e Pani, 2019).

Figura 9.10 Probabilidade de diferentes tipos de episódios de redução da dívida



Fonte: Cálculos próprios com base em dados do WEO, do FMI; e de indicadores de desenvolvimento mundial.

Nota: Essa figura mostra a probabilidade de observar diferentes tipos de episódios de redução da dívida 20P com e sem regras fiscais.

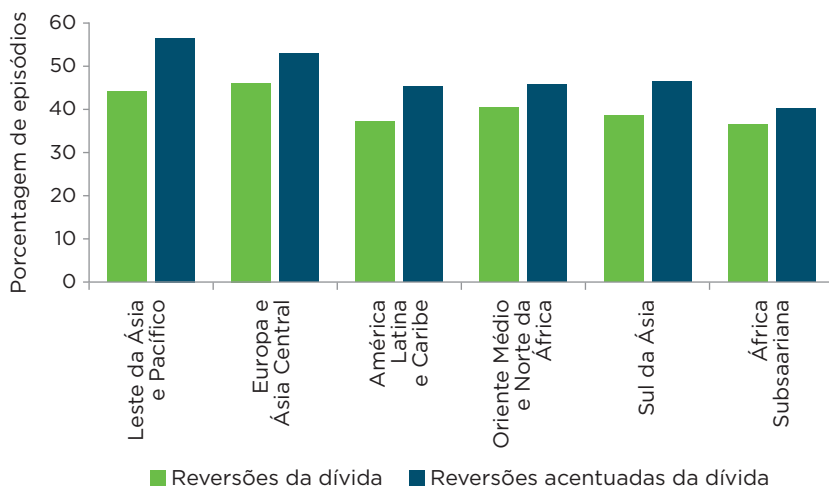
dos episódios de redução da dívida cobrem uma amostra limitada de países-anos.¹⁹

Outra forma de explorar o papel das instituições fiscais é deixar que os dados falem por si, por meio da análise de cluster. Esse exercício coloca todos os episódios 20P para os quais há uma regra fiscal em vigor no início do período de redução da dívida em um grupo, e os episódios restantes em outros dois grupos (a diferença entre esses dois outros grupos é a presença de um programa do FMI). Países com regras fiscais em vigor têm maior probabilidade de um episódio de redução da dívida impulsionado pelo resultado primário (56% contra 40%), ou de um episódio de redução da dívida impulsionado pelo crescimento (63% contra 52%), e uma probabilidade menor de um episódio de redução da dívida impulsionado pela inflação ou pelo ajuste estoque-fluxo (Figura 9.10).

Os altos e baixos da redução da dívida

Mudanças na trajetória da dívida são uma condição necessária para um episódio de redução da dívida. Esta seção considera dois tipos de eventos: i) períodos de cinco anos de redução da dívida que seguem períodos

¹⁹ Boas instituições fiscais reduzem significativamente a probabilidade de picos de dívida (ver Capítulo 4). Se essas instituições previnem picos de dívida, elas provavelmente são necessárias para reduzir a dívida.

Figura 9.11 Mudança na dinâmica da dívida por região

Fonte: Cálculos próprios com base em dados do WEO, do FMI.

Nota: Essa figura apresenta a proporção de períodos de cinco anos com crescimento negativo da dívida, precedidos por períodos de cinco anos com crescimento positivo da dívida (reversões da dívida), ou com crescimento da dívida superior a 10 (reversão acentuada da dívida).

de cinco anos de aumento da dívida (reversões da dívida); e ii) períodos de cinco anos de redução da dívida que seguem períodos de cinco anos de aumento da relação dívida/PIB em pelo menos 10 p.p. (reversão acentuada da dívida).²⁰

Cerca de 40% dos períodos com crescimento positivo da dívida são seguidos por períodos com crescimento negativo da dívida. Essa proporção sobe para 45% em episódios de reversão acentuada da dívida. As regiões variam pouco em termos de participação nesses episódios (Figura 9.11).

Mudanças na trajetória da dívida são mais prováveis quando os níveis iniciais de endividamento são altos e os regimes cambiais são mistos (nem fixos nem totalmente flutuantes). Também são mais prováveis em países com maior PIB per capita.

Como no caso dos episódios de redução da dívida, a inflação é o principal propulsor de mudanças na trajetória da dívida. No entanto,

²⁰ Formalmente, episódios de reversão da dívida são definidos como episódios caracterizados por $d_t - d_{t-5} > 0$ e $d_{t+5} - d_t < 0$; ausências de episódios são caracterizadas por $d_t - d_{t-5} > 0$ e $d_{t+5} - d_t > 0$ (observações para as quais $d_t - d_{t-5} \leq 0$ não estão incluídos na análise). Da mesma forma, reversões acentuadas da dívida são caracterizadas por $d_t - d_{t-5} > 10$ e $d_{t+5} - d_t < 0$ versus períodos em que $d_t - d_{t-5} > 10$ e $d_{t+5} - d_t > 0$ (observações para as quais $d_t - d_{t-5} \leq 10$ não estão incluídos na análise).

crescimento e superávits primários são quase tão importantes quanto para esses acontecimentos. Na América Latina e Caribe, mais de 60% das mudanças na trajetória que ocorreram podem ser parcialmente atribuídas a um desses dois elementos.

O lado social

Há custos sociais ligados aos episódios de redução da dívida? Especificamente, as políticas de redução da dívida afetam o desemprego e a desigualdade de renda?

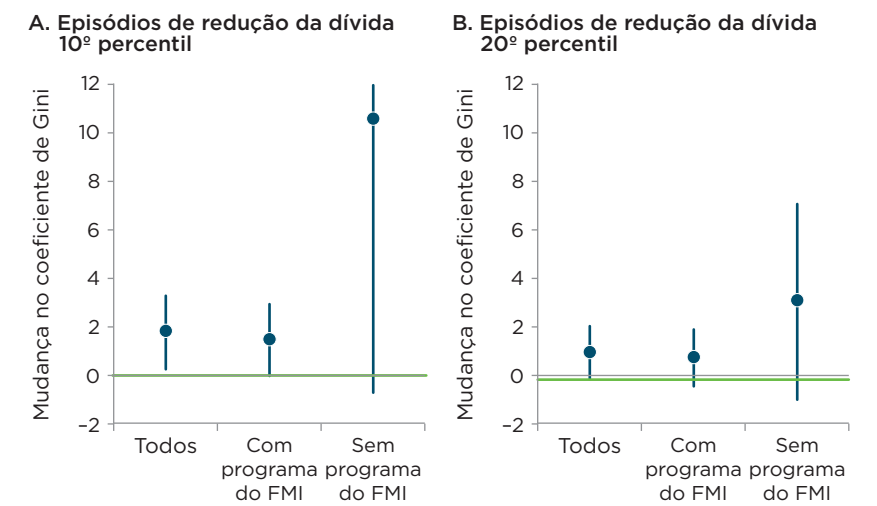
Essa é uma questão importante por pelo menos duas razões. Em primeiro lugar, um formulador de políticas que deve decidir se adota um determinado conjunto de instrumentos destinados a reduzir a dívida pública precisa avaliar os custos e benefícios dessas políticas, incluindo seus efeitos na desigualdade de renda e no desemprego. Em segundo lugar, políticas com grandes repercussões sociais negativas têm maior probabilidade de serem revertidas e menor probabilidade de produzirem reduções de dívida duradouras.

Um exercício econométrico sugere que episódios de redução da dívida 10P estão associados a um aumento no índice de Gini de quase 2 pontos (Figura 9.12, Painel A). Embora o coeficiente seja estatisticamente significativo, não é muito grande. Na América Latina e Caribe, o índice de Gini varia entre 40 (Uruguai) e 57 (Suriname). Uma mudança de 2 pontos no índice de Gini não alteraria drasticamente a distribuição de renda na América Latina. A presença de um programa do FMI parece mitigar os efeitos da desigualdade de episódios de redução da dívida 10P.²¹ Episódios menores de redução da dívida (20P) não estão significativamente correlacionados com mudanças no índice de Gini.

O tipo de episódio de redução da dívida também importa. Contrações fiscais estão frequentemente associadas a aumentos de impostos e cortes de despesas. Essas políticas precisam ser cuidadosamente desenhadas e destinadas a remover subsídios para os não pobres, gastos fiscais ineficientes ou outros gastos regressivos. Se esse não for o caso, podem levar a um aumento da desigualdade. Há algumas evidências de que contrações fiscais não são regressivas: reduções da dívida impulsionadas pelo superávit primário estão associadas a uma redução no índice de Gini. Embora o coeficiente não seja estatisticamente significativo, essa constatação

²¹ Note, no entanto, que em uma amostra completa, 80% dos episódios de redução da dívida 10P coincidem com um programa do FMI; na amostra com dados sobre desigualdade, 95% dos episódios 10P se sobrepõem a um programa do FMI.

Figura 9.12 Episódios de redução da dívida e desigualdade



Fonte: Estimativas próprias com base em dados do WEO, do FMI; Indicadores de Desenvolvimento Mundial e CEDLAS.

Nota: Essa figura mostra a correlação entre episódios de redução da dívida e mudanças no índice de Gini na presença e ausência de programas do FMI. Os pontos são estimativas pontuais e os picos são intervalos de confiança de 95%.

contradiz a hipótese de que reduções da dívida impulsionadas por fatores fiscais têm consequências distributivas negativas.²²

Dado que a inflação é regressiva, episódios de redução da dívida impulsionados pela inflação podem aumentar a desigualdade. Episódios associados ao crescimento do PIB devem reduzir (se o crescimento for pró-pobres) ou não alterar a desigualdade.²³ Os resultados da regressão corroboram essa intuição; a desigualdade aumenta com reduções da dívida impulsionadas pela inflação e diminui com reduções da dívida impulsionadas pelo crescimento, embora não significativamente.

Com foco no desemprego, existe uma correlação negativa entre mudanças na taxa de desemprego e episódios de redução da dívida, mas é menor quando há um programa do FMI no país. Com relação ao tipo de episódio de redução da dívida, a queda do desemprego é significativamente menor nas reduções da dívida impulsionadas pelo resultado primário e pelo crescimento. O fato de que reduções da dívida estão

²² Embora fosse interessante estudar também o ajuste da composição (impulsionado por receita *versus* impulsionado por despesa), os dados são insuficientes para realizar esse exercício. Para uma discussão dos efeitos da composição dos ajustes fiscais, ver Alesina, Favero e Giavazzi (2019).

²³ O crescimento não costuma aumentar a desigualdade (Dólar e Kraay, 2002).

associadas a um desemprego mais baixos desafia a ideia de que a austeridade é contracionista. No entanto, muitos países incluídos na análise (especialmente na América Latina e Caribe) têm um grande setor informal. Assim, o desemprego pode ser um indicador ruim de bem-estar em países nos quais a maioria das pessoas está empregada, mas trabalha em empregos informais.

Nunca uma tarefa fácil

Uma mensagem chave deste capítulo é que é melhor prevenir do que remediar. Reduzir a dívida não é fácil, e fazê-lo sem grandes perturbações econômicas associadas a uma inflação alta ou a uma reestruturação da dívida é ainda mais difícil. A prioridade máxima para os formuladores de políticas deve ser evitar picos de dívida.

No entanto, alguns países conseguiram reduzir a dívida sem recorrer à inflação ou ao calote. A política fiscal sozinha raramente é bem-sucedida, visto que poucos países são capazes de manter grandes superávits fiscais por longos períodos (a Jamaica é uma exceção na região), e um bom crescimento por si só também não é suficiente. Entretanto, uma política fiscal prudente que acompanhe períodos de bom crescimento econômico pode funcionar. A chave é não ser tentado a adotar políticas pró-cíclicas e manter uma postura fiscal prudente quando a economia estiver crescendo. Os países também devem ter cautela com o aperto fiscal agressivo que, se resultar em intolerância à austeridade, pode gerar altos custos políticos e levar a uma política fiscal procíclica.

Um longo período de superávits primários estáveis e moderados é preferível a uma terapia de choque (Cottarelli, 2012). Também é importante evitar esqueletos no armário que possam resultar em explosões de dívida associadas a ajustes estoque-fluxo positivos no futuro (Banco Mundial, 2021). Instituições orçamentárias transparentes e relatórios da dívida podem ajudar a reduzir esse risco. Regras fiscais e instituições orçamentárias ajudam em duas vertentes. Em primeiro lugar, ao limitar a acumulação da dívida, reduzem a necessidade de um episódio de redução (Capítulo 4). Em segundo lugar, se um episódio de redução da dívida se tornar necessário, é mais provável que seja impulsionado pelo crescimento ou pela política fiscal do que pela inflação ou pelo calote.

Um banco central independente e confiável também pode ajudar; se as expectativas inflacionárias estiverem bem ancoradas, aumentos temporários da inflação podem ajudar a reduzir a relação dívida/PIB sem gerar altas taxas de juros nominais. Os países, no entanto, devem ter cautela ao usar essa ferramenta. A credibilidade duramente conquistada pode ser

facilmente perdida. Se a inflação se consolidar e as expectativas desancorarem, a inflação deixará de ser eficaz na redução da dívida, e o processo desinflacionário pode ser oneroso em termos de crescimento e níveis da dívida. No entanto, se as expectativas permanecerem ancoradas, sinalizando credibilidade do banco central e da meta de inflação no médio prazo, um aumento da inflação junto da manutenção de taxas de juros nominais mais baixas podem impulsionar a redução da dívida.

Reestruturação da dívida soberana: necessidade de uma nova abordagem

Com o choque da pandemia de Covid-19, os governos promulgaram pacotes fiscais excepcionais para ajudar famílias e empresas a enfrentar uma contração econômica sem precedentes. Agora, essa explosão fiscal está aumentando as preocupações com uma onda iminente de calotes soberanos. A base de dados do Banco do Canadá-Banco da Inglaterra indicou um aumento acentuado da dívida soberana inadimplente em todo o mundo, superando US\$ 400 bilhões em 2020, ano em que a Standard and Poor's registrou um recorde de sete classificações de inadimplência soberana.¹ Desde então, a invasão russa da Ucrânia, aliada a aumentos acentuados nos preços de energia e alimentos, à inflação e ao aumento das taxas de juros globais, agravou a incerteza.

A inadimplência soberana e a reestruturação da dívida são temas polêmicos na teoria e na prática. Quando um governo toma dinheiro emprestado, promete pagar conforme os termos do acordo. Para efeitos do presente capítulo, reestruturação da dívida é uma mudança nesses termos, que reduz ou posterga as obrigações do serviço da dívida para o mutuário e o valor presente do crédito para o credor.² As reestruturações podem ocorrer sem falta de pagamento ou após um período de descumprimento do contrato. As definições de inadimplência variam. Winkler (1999) lista 15 maneiras possíveis de um país soberano inadimplir, dependendo do desenho do instrumento de crédito.³ As agências de

¹ Base de dados de inadimplência soberana do Banco do Canadá-Banco da Inglaterra (note que a definição de inadimplência varia entre os tipos de crédito nessa base de dados) e da Standard and Poor's (2021).

² O valor de um crédito de dívida normalmente é considerado em termos de valor presente. Essa definição exclui as operações de gestão de passivos que podem alterar os termos sem perda de valor para os credores.

³ As agências de classificação normalmente definem inadimplência como uma alteração nos termos do crédito que reduz seu valor para os credores, mesmo que essas alterações sejam acordadas por eles.

classificação de risco tendem a atribuir classificações de inadimplência a soberanos que deixam de pagar sua dívida ou buscam reestruturá-la para evitar a falta de pagamento (uma reestruturação “em um contexto de dificuldades financeiras”), ainda que consensual.⁴

A inadimplência e a reestruturação da dívida pública não são novidade. Conforme analisado no Capítulo 9, a inflação tem sido um dos principais métodos de redução da dívida, mas não funciona para a dívida externa a ser paga em moeda estrangeira. Inadimplências para além das fronteiras têm sido documentadas desde a Grécia antiga, inclusive durante a Idade Média e a Era Moderna.⁵ Não existe um regime de falência internacional para Estados soberanos; ainda assim, os países podem emitir dívida sob as leis de inúmeras jurisdições nacionais e estrangeiras. Buchheit (2013) observa que os países que contratam empréstimos no exterior são “vulneráveis e protegidos de maneira única”, na medida em que geralmente é fácil obter uma sentença judicial contra um soberano que está inadimplente, mas normalmente é difícil extrair o pagamento.⁶ Os tribunais nacionais tendem a ter um poder de execução limitado sobre governos estrangeiros, e ativos soberanos podem ser explicitamente protegidos ao abrigo do direito nacional e internacional. Ainda assim, alguns credores se especializam em encontrar mecanismos para interferir nos fluxos comerciais ou financeiros de um país a fim de garantir o pagamento.⁷ Essa tentativa de coerção pode então resultar em uma espécie de jogo de gato e rato em tribunais de todo o mundo, entre credores pressionando países para que paguem e países reivindicando imunidade.⁸

⁴ Por exemplo, a Standard and Poor's usa classificação “D” se a inadimplência envolver a maioria dos créditos e “SD” se a inadimplência envolver créditos selecionados e estabelece que uma reestruturação em um contexto de dificuldades é considerada inadimplência. Fonte: Global Ratings em www.spglobal.com. A Moody's classifica de acordo com a probabilidade de perda econômica para o credor (probabilidade de inadimplência multiplicada pela perda em caso de inadimplência) e atribui classificação “Ca” se o mutuário estiver inadimplente ou na iminência de inadimplência, mas houver alguma perspectiva de recuperação do principal e dos juros. Por outro lado, uma classificação “C” é atribuída normalmente quando o mutuário está inadimplente e há poucas perspectivas de recuperação. As definições estão disponíveis em www.moody.com.

⁵ Ver Winkler (1999), Reinhart e Rogoff (2011), e Eichengreen et al. (2019). Ainda assim, há muitos exemplos de inadimplência também em obrigações domésticas, que não são abordadas em pormenores neste capítulo (ver Reinhart e Rogoff, 2008).

⁶ Ver Buchheit (2013: 107).

⁷ Um exemplo pitoresco foi um fundo de hedge em 2012 que solicitou ao governo de Gana que apreendesse uma embarcação de treinamento argentina (ver Financial Times, 2012).

⁸ Os credores “resistentes” (“*holdouts*”) podem não querer interromper uma reestruturação da dívida, a menos que possam usar oportunisticamente as concessões dos credores cooperantes (ver abaixo uma discussão mais aprofundada sobre a dinâmica de resistência).

A forma de uma reestruturação geralmente depende dos instrumentos que estão sendo reestruturados, o que, por sua vez, pode depender do tipo de credor. Conforme analisado no Capítulo 6, países de renda média ou alta tendem a dever uma parcela maior da sua dívida a credores comerciais, com os títulos sendo geralmente o instrumento preferido. Os países de renda baixa tendem a dever uma parcela maior da sua dívida a credores oficiais, incluindo bancos públicos nacionais, agências de crédito à exportação e instituições financeiras internacionais. Mas muitos países de renda baixa e média-baixa começaram a emitir mais dívida comercial nos anos 2000, estimulados por ampla liquidez internacional e baixas taxas de juros. Outra mudança significativa ocorreu na fonte dos empréstimos; a maioria dos empréstimos bilaterais oficiais costumava vir predominantemente dos países do G7 — todos membros do Clube de Paris —, ao passo que agora mais empréstimos vêm da China e de outros credores não pertencentes ao Clube de Paris.⁹ Também se tornou mais difícil distinguir empréstimos oficiais de empréstimos comerciais, uma vez que instituições estatais (ou mesmo governos) estão, mais comumente, estruturando seus créditos a outros governos (ou empresas estatais) como empréstimos comerciais. A negociação da dívida, a reestruturação da dívida e as garantias oferecidas por credores oficiais em empréstimos comerciais confundem ainda mais qualquer classificação simples. Diante de todos esses fatores, a composição dos credores entre os países tornou-se mais rica e menos nítida.

A resposta internacional à pandemia incluiu novos fundos para todos os países em desenvolvimento e iniciativas de alívio da dívida destinadas, primordialmente, aos países de baixa renda. Desembolsos acelerados de instituições financeiras internacionais e uma alocação extraordinária de Direitos Especiais de Saque (DES) forneceram novos fundos,¹⁰ enquanto a Iniciativa de Suspensão do Serviço da Dívida (DSSI, na sigla em inglês) permitiu que 73 países de baixa renda elegíveis solicitassem uma interrupção nos pagamentos

⁹ O Clube de Paris começou a se reunir na década de 1950, com o Tesouro francês atuando como secretariado. Seus membros permanentes são 22 economias, em sua maioria de alta renda. Rússia e Brasil são membros, mas China, Índia e os países do Golfo não, embora sejam os principais credores de países de renda baixa e média. Não membros podem participar das negociações caso a caso. Ver Clube de Paris, "Permanent Members", <https://clubdeparis.org/en/communications/page/permanent-members>.

¹⁰ A alocação de DES foi de US\$ 650 bilhões, com a maior parcela distribuída entre economias de alta renda com cotas maiores do FMI. O Fundo Fiduciário para Redução da Pobreza e Crescimento e o recém-criado Fundo Fiduciário para a Resiliência e Sustentabilidade (RST) permitem alguma realocação, e as discussões sobre mecanismos alternativos para realocar os DES (ver, por exemplo, a proposta do Banco Africano de Desenvolvimento para usar os DES como capital híbrido: <https://www.afdb.org/en/news-and-events/interviews/leveraging-power-special-drawing-rights-how-developed-countries-can-help-boost-africas-development-51910>).

da dívida de credores bilaterais oficiais com vencimento de meados de 2020 até o final de 2021. Quarenta e oito países solicitaram e receberam alívio.¹¹ Para além da DSSI, seu sucessor, o Quadro Comum sobre Tratamentos da Dívida (doravante denominado Quadro Comum), acrescentou um processo de coordenação de credores mais estruturado, modelado em aspectos do Clube de Paris. Em setembro de 2022, os países de baixa renda vinham solicitando alívio desde o lançamento da iniciativa em novembro de 2020.¹²

Enquanto isso, países de renda média e até mesmo alguns de renda alta enfrentaram sérios desafios econômicos. Grande parte do progresso recente na arquitetura de reestruturação da dívida relevante para eles concentrou-se nas reformas de contratos de títulos. Embora evidências circunstanciais sugiram que essas reformas ajudam a reduzir problemas persistentes de reestruturação, elas deixaram sem solução desafios significativos (ver FMI, 2020).

Este capítulo analisa a evolução da reestruturação da dívida com foco nos países de renda média da América Latina e Caribe. Destaca o papel proeminente que a região tem desempenhado na evolução dos instrumentos de reestruturação da dívida soberana, sendo pioneira em muitas das inovações transacionais e institucionais nessa área.¹³ A região tem sido fundamental para o desenvolvimento da arquitetura de reestruturação da dívida soberana desde o início da década de 1980. Dada a importância das instituições, um mecanismo regional para aumentar a coordenação seria benéfico. Esse mecanismo poderia aproveitar a rica história da região, a infraestrutura institucional existente e a experiência em coordenação regional.

Reestruturação da dívida soberana: uma revisão sucinta

Ao longo do tempo, os países soberanos quase sempre têm pagado suas dívidas como prometido.¹⁴ Essa revisão enfoca os casos raros em que um país não paga integralmente e no prazo, e quando a necessidade provoca

¹¹ Quatro países do Caribe participaram da DSSI: República Dominicana, Granada, Santa Lúcia e São Vicente e Granadinas. Os países elegíveis que optaram por não participar incluíram Guiana, Haiti, Honduras e Nicarágua.

¹² Esses países foram Chade, Etiópia e Zâmbia. Até outubro de 2022, nenhum deles havia concluído o processo de tratamento da dívida. Mais ou menos ao mesmo tempo, na América Latina e Caribe, Argentina, Barbados, Belize, Equador e Suriname reestruturaram a dívida.

¹³ Em uma pesquisa recente sobre inadimplência de títulos soberanos, que remonta a 1815, a região apresentou o recorde nada invejável de maior número de eventos de crédito (Meyer, Reinhart e Trebesch, 2022).

¹⁴ Desde 2000, o número de países inadimplentes tem sido, em média, de cerca de 1,2% ao ano para países com uma classificação de crédito da Standard and Poor's (ver Standard and Poor's, 2021).

mudanças nos prazos de pagamento da dívida. Essas reestruturações da dívida têm sido parte do cenário da dívida soberana ao longo da história (ver Reinhart e Rogoff, 2011). A literatura econômica tende a se referir a qualquer reestruturação que resulte em um valor presente mais baixo para os credores como inadimplência, independentemente de um país ter realmente deixado de fazer um pagamento ou não.¹⁵

De bancos para títulos

Na década de 1970, os bancos comerciais concederam empréstimos às economias em desenvolvimento junto de credores oficiais bilaterais e multilaterais. A crise da dívida da década de 1980 foi um caso prolongado, com a resposta inicial limitada a extensões de pagamento negociadas sem desconto (*haircut*) de principal. Embora isso tenha permitido aos bancos credores tempo para acumular capital para enfrentar perdas, contribuiu para uma década perdida de crescimento e desenvolvimento para América Latina e Caribe. A resolução dessa crise no final dos anos 1980 e início dos anos 1990 significou a substituição de empréstimos bancários por títulos negociáveis com desconto, acelerando, assim, o ressurgimento do mercado de títulos de economias emergentes. Embora muitos bancos participassem do mercado na década de 1980, o crescente mercado de títulos implicou um conjunto de credores ainda mais amplo, diversificado, disperso e dinâmico, trazendo à tona os desafios de coordenação de credores (ver Cavallo, Fernández-Arias e Powell, 2014; e Mitchener e Trebesch, 2021).

Um grande conjunto de pesquisas econômicas tem se dedicado a compreender como um mercado de dívida soberana pode existir, quando a reestruturação da dívida pode ocorrer e, em caso afirmativo, como pode ser resolvido.¹⁶ A literatura recente tem se concentrado principalmente na dívida sob a forma de títulos. Grande parte desse trabalho tenta explicar certas regularidades empíricas. Menos atenção tem sido dedicada a saber se os mecanismos existentes para reestruturar a dívida resultam em custos desnecessários (peso morto) significativos e se novas técnicas ou mecanismos podem ser benéficos.

Custos e atrasos

Ainda assim, vários autores sugerem que reestruturações de dívida são demasiadamente demoradas e podem ser onerosas.¹⁷ Benjamin e Wright

¹⁵ Ver Abbas, Pienkowski e Rogoff (2019) e Capítulo 7.

¹⁶ Muitos desses artigos se baseiam em Eaton e Gersovitz (1981), Arellano (2008) e Aguiar e Gopinath (2006).

¹⁷ Ver, por exemplo, FMI (2013), Benjamin e Wright (2009), Ghosal e Miller (2015).

(2009) afirmam que o atraso médio (o tempo entre o momento em que um país entra em inadimplência e sai dessa classificação) é superior a oito anos. O diabo está nos detalhes para esses tipos de estimativas que dependem criticamente das definições e da amostra considerada. Empregando a base de dados Cruces e Trebesch (2013) e as definições nela contidas e excluindo as reestruturações HIPC/MDRI, o atraso estimado é inferior a três anos, com alguns pontos fora da curva significativos, que impactam a média.¹⁸

Aproximadamente metade de todas as reestruturações de dívida são preventivas — concluídas sem qualquer falta de pagamento (ver Asonuma e Trebesch, 2016). As organizações internacionais tendem a recomendar esse caminho, uma vez que reestruturações preventivas estão associadas a custos mais baixos (peso morto). No entanto, é difícil dizer se isso se deve à celeridade da negociação *per se* ou a uma maior certeza (em circunstâncias econômicas, políticas ou legais), que então permite às partes chegar a um acordo preventivo rápido (ver FMI, 2013; e Pitchford e Wright, 2012).

Atrasos podem ocorrer por vários motivos. Se as condições econômicas futuras de um país forem altamente incertas e lançarem dúvidas sobre seu compromisso de honrar qualquer novo acordo de dívida, então um novo acordo que possa ser sustentado ao longo do tempo poderá não ser possível sem informações adicionais (Bi, 2008; Benjamin e Wright, 2009). A crise da Covid-19 suspendeu algumas renegociações de dívida, dada a incerteza em torno da pandemia. As renegociações da dívida no Equador e no Suriname são dois exemplos (Clark et al., 2021). Se as eleições gerais ocorrerem em um cenário de polarização política, os credores podem optar por esperar para negociar com o novo governo. Isso também pode se aplicar se houver expectativas de informações sobre o valor de reservas de recursos naturais recém-descobertas.

Um governo também pode atrasar por outras razões. Pode adiar uma reestruturação política ou economicamente dispendiosa, na esperança de um golpe de sorte; ao mesmo tempo, pode contrair empréstimos a taxas progressivamente mais altas, tomando, assim, decisões políticas cada vez mais arriscadas. Isso é conhecido na literatura econômica como “*gambling for resurrection*” (“jogar pelo tudo ou nada”) e é um conceito famoso no âmbito do setor bancário. Se a sorte ajudar e a reestruturação for evitada, essa estratégia pode ser vista como um sucesso, mas pode muito bem acabar sobrecarregando a população com custos econômicos mais altos

¹⁸ HIPC/MDRI refere-se à Iniciativa em favor dos Países Pobres Altamente Endividados e à Iniciativa Multilateral de Alívio da Dívida (MDRI), que proporcionaram alívio da dívida a 36 países de baixa renda (ver FMI, 2019).

e os governos sucessores com desafios políticos, de mercado e da política de reestruturação.¹⁹

Problemas de coordenação

Falhas de coordenação entre credores podem dificultar a resolução da crise da dívida. Conforme discutido abaixo, o prolongado calote da Argentina em 2001-2002 foi o maior e mais complexo da história à época, com muitos instrumentos detidos por diversos credores em todo o mundo. Os temores de interrupções de litígios de “resistência” pareciam exacerbar os problemas de coordenação.²⁰ A teoria sugere que um credor relativamente pequeno e paciente pode esperar até que as demais partes cheguem a um acordo com o país para processá-lo em busca de melhores condições (Pitchford e Wright, 2012; Ghosal e Miller, 2015). Essa estratégia é particularmente atraente se os credores resistentes (*holdouts*) puderem ameaçar impor grandes custos ao país soberano, tais como impedir o pagamento de dívida a novos credores ou a credores que optem por participar da reestruturação.

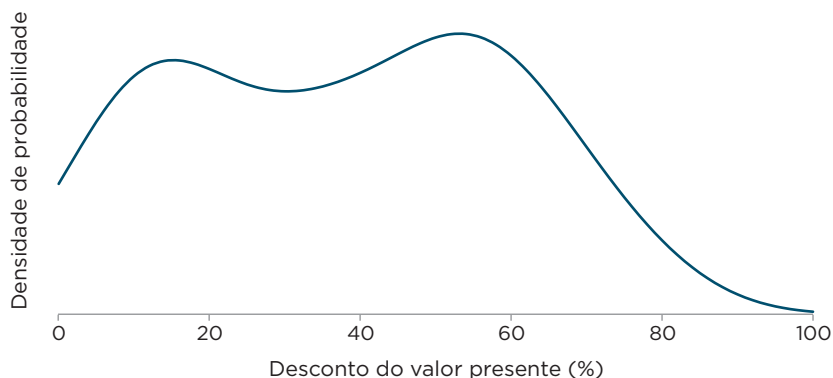
Ainda assim, Bi, Chamon e Zettelmeyer (2016) argumentam que a maioria das reestruturações, especialmente na era pós-plano Brady, foram relativamente rápidas e que, no geral, a coordenação de credores era “o problema que não existiu”. Um olhar minucioso mostra que a maioria das reestruturações (e quase todas as preventivas) são o que se chama de reperfilamento — em outras palavras, elas estendem os vencimentos da dívida, proporcionando alívio de liquidez, mas têm um desconto nominal zero. Podem, então, reduzir o valor presente, mas não o valor nominal (em dólares) da dívida. De forma mais geral, Mariscal et al. (2015) sugerem que os credores enfrentam uma escolha: podem optar por um reperfilamento relativamente rápido e menos dispendioso (com apenas um pequeno desconto do valor presente) ou tentar negociar um desconto mais profundo e, em seguida, enfrentar negociações mais longas e mais caras, com potenciais litígios e maiores divisões entre os credores.

É revelador que a distribuição de descontos apresente uma inclinação para a esquerda e pareça ser bimodal (ver Figura 10.1, que ilustra a distribuição de probabilidade para reestruturações de títulos). Em outras

¹⁹ No contexto soberano, ver, por exemplo, a discussão em Powell (2002) sobre a Argentina e em Schmid (2016) sobre a Jamaica. No contexto bancário ver, por exemplo, Dewatripont e Tirole (2012), que argumentam que um papel da regulação bancária é prevenir esse comportamento.

²⁰ Ver Schumacher, Trebesch e Enderlein (2021) e Alfaro (2014).

Figura 10.1 Distribuição da probabilidade de descontos do valor presente em reestruturações de títulos



Fonte: Estimativas próprias empregando dados da atualização de 2014 do conjunto de dados publicado por Cruces e Trebesch (2013).

Nota: A medida de valor presente baseia-se na metodologia de Sturzenegger e Zettelmeyer (2008). A distribuição é apresentada usando uma densidade de kernel baseada em um kernel gaussiano e uma largura de banda de 0,1.

palavras, mais reestruturações têm descontos relativamente baixos (valor presente), e relativamente poucos casos têm descontos mais profundos do que, digamos, 60%.²¹ Aproximadamente dois terços de todas as reestruturações têm um desconto zero do principal e um desconto médio do valor presente de 22%.

Reperfilamentos relativamente rápidos podem proporcionar um benéfico alívio temporário de liquidez. A desvantagem é que podem não resolver o problema subjacente. Mariscal et al. (2015) destacam o número de reestruturações (uma segunda reestruturação que rapidamente se segue à primeira) e sugerem que uma nova reestruturação é mais provável após um reperfilamento do que após uma reestruturação com um corte de valor presente mais profundo. Isso levanta uma pergunta mais geral: será que as reestruturações da dívida são bem-sucedidas não apenas no sentido estrito de realizar um acordo, mas também na redução dos índices de dívida, na restauração do crescimento ou na recuperação do acesso ao financiamento?

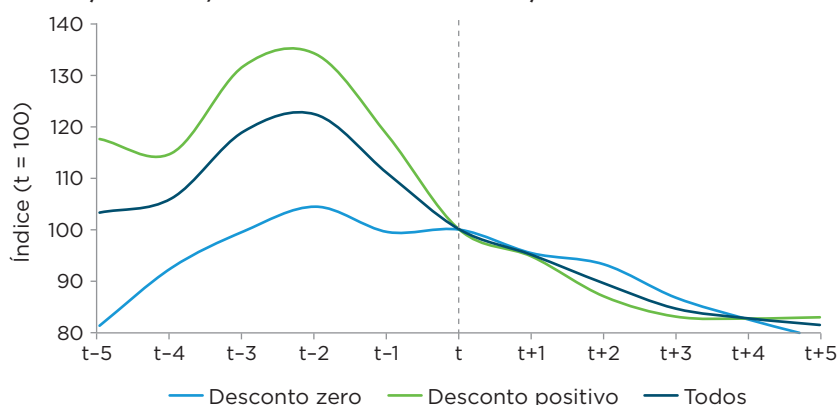
O Capítulo 9 constatou que relativamente poucos episódios significativos (10º ou 20º percentil) de redução da dívida estavam associados

²¹ Parece razoável supor que a dificuldade econômica teria uma distribuição normal entre casos de países independentes; assim, se a distribuição de descontos tender para zero, isso pode refletir algo sobre o processo de reestruturação ou custos, em vez da extensão do problema a ser resolvido (Powell, 2011).

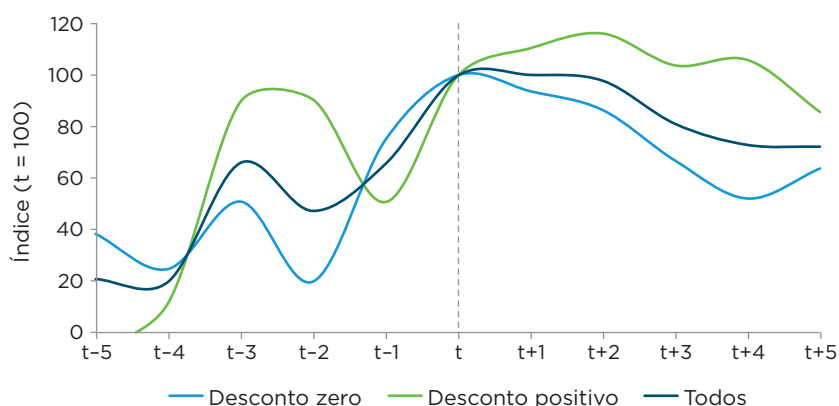
a reestruturações da dívida, e as reestruturações da dívida raramente foram um dos principais propulsores da redução do endividamento. A Figura 10.2, Painel A ilustra que, não surpreendentemente, os índices de endividamento aumentam antes de uma reestruturação e diminuem significativamente depois, quando há um desconto nominal. Mas a maioria das reestruturações são reperfilamentos nos quais, novamente sem surpresas, o aumento da dívida é mais brando e, em seguida, os índices de endividamento, em média, voltam ao nível de alguns anos antes de o reperfilamento ser finalizado.

Figura 10.2 As reestruturações da dívida são bem-sucedidas?

A. Relações dívida/PIB em torno das reestruturações



B. Crescimento em torno de reestruturações da dívida



Fonte: Cálculos próprios com base em Perspectivas Econômicas Mundiais, do FMI, e Cruces e Trebesch (2013).

Nota: As reestruturações financiadas por doadores (HIPC) foram excluídas. “Descontos zero e positivos referem-se ao desconto nominal ou de face. O eixo x é exibido em anos, e t é definido como o ano em que a reestruturação foi finalizada.

O sucesso das reestruturações com descontos nominais na redução dos índices de endividamento pode também ser devido a um maior crescimento (ver Figura 10.2, Painel B). No caso de reperfilamentos, o crescimento aumenta à medida que a reestruturação é finalizada, mas depois o crescimento cai consideravelmente.

Tomados em conjunto, embora as evidências *prima facie* possam sugerir que a coordenação era o “problema que não existia”, esses fatos estilizados sugerem uma visão alternativa: indiretamente, os problemas de coordenação, associados à ameaça de disputas legais prolongadas e longos atrasos, podem pressionar os países soberanos, ansiosos por manter suas reputações, a buscar reperfilamentos relativamente rápidos, que proporcionem um alívio temporário, mas que podem não criar condições para um crescimento sustentado, devendo ser seguidos de novas reestruturações. Dados o pequeno tamanho das amostras e as características particulares de cada evento, o desafio é classificar essas perspectivas concorrentes.

A discussão sobre a coordenação de detentores de títulos se intensificou durante as dificuldades legais da Argentina. Embora várias propostas tenham sido desenvolvidas, o resultado em termos da inovação arquitetônica resumiu-se à adoção de cláusulas contratuais que facilitam a alteração majoritária, conhecidas como Cláusulas de Ação Coletiva (CACs). As CACs estabelecem um processo para que uma fração de credores acima de um limite especificado altere os termos financeiros de um contrato de títulos e vincule os demais credores. As versões mais recentes permitem o agrupamento de votos dos detentores de títulos em várias emissões de títulos. As cláusulas reduzem os riscos de litígios de resistência e permitem descontos na dívida vinculada para se aproximar mais do alívio necessário para restaurar o crescimento.²² Ainda assim, a forma como vêm sendo usadas tem sido polêmica e não aborda questões mais amplas de coordenação de credores. À medida que a base de credores se tornou mais diversificada (ver Figura 10.3),²³ os desafios de coordenação de credores foram muito além de garantir maiorias de detentores de títulos para atingir um determinado limite de CACs.

O problema do oportunismo não se limita aos detentores de títulos. Uma discussão em curso é a inclusão de cláusulas de voto majoritário nos contratos de empréstimo. Dados os incentivos ao oportunista, as inovações contratuais podem aparecer continuamente, de modo que os acordos

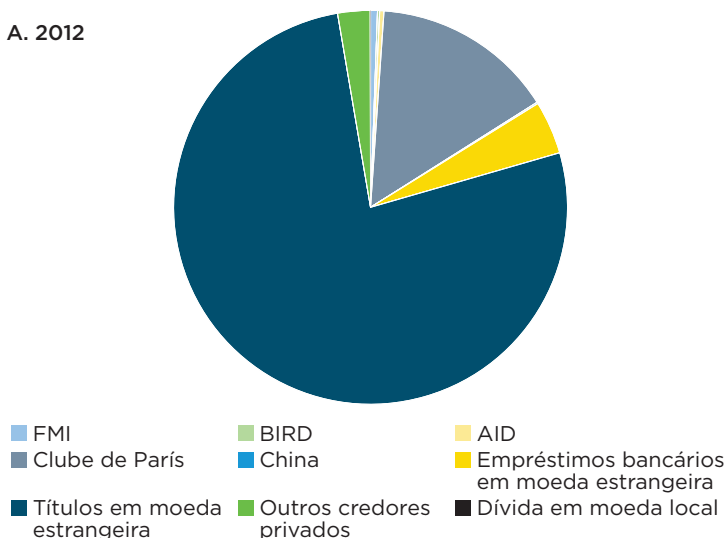
²² Yue (2010) sugere que o tamanho do desconto deve aumentar com o tamanho da dívida inadimplente.

²³ O banco de dados conjunto de dívida soberana do Banco do Canadá-Banco da Inglaterra tem uma ampla definição de inadimplência e, por exemplo, inclui dívida em atraso com instituições financeiras internacionais como inadimplência (ver Capítulo 7 para mais detalhes sobre o papel dos credores oficiais).

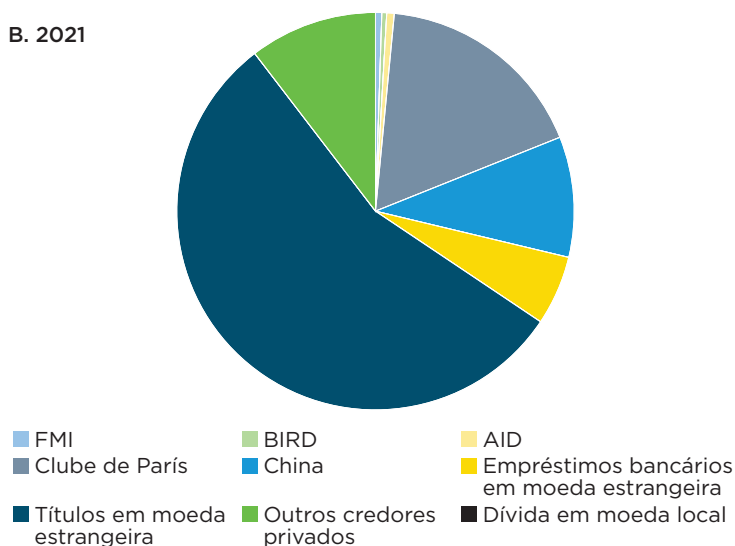
subsequentes sobre cláusulas-padrão dentro dos contratos para melhorar a coordenação podem sempre parecer um passo atrás. Assim, a coordenação em um nível mais elevado entre as partes interessadas seria útil para, pelo menos, monitorar esses desenvolvimentos à medida que ocorrem.

Figura 10.3 Diversidade crescente da dívida inadimplente

A. 2012



B. 2021



Fonte: Dados sobre inadimplência da dívida soberana do Banco do Canadá-Banco da Inglaterra (edição de 2022).

Nota: Essas duas figuras ilustram os volumes de dívida inadimplente de 2012 e 2021 por credor definidos nessa base de dados. A categoria "outros credores oficiais" foi excluída. BIRD é o Banco Internacional para Reconstrução e Desenvolvimento, e AID é a Associação Internacional para o Desenvolvimento.

Reestruturação da dívida: América Latina e Caribe como pioneiros

Pode-se argumentar enfaticamente que a arquitetura institucional da reestruturação da dívida soberana hoje deve mais à América Latina e Caribe do que a qualquer outra região. A maioria das principais inovações nos processos de reestruturação foi experimentada e testada na região, conforme examinado nesta seção. A pandemia levantou novos desafios para todos os países, mas as necessidades mais urgentes concentraram a maior parte da atenção em países vulneráveis de baixa renda. Enquanto isso, América Latina e Caribe continuaram a inovar. Um fórum regional para complementar as iniciativas existentes alavancaria esses conhecimento e experiência e melhoraria a coordenação.

Anos 1980: uma década perdida, mas uma nova arquitetura encontrada

No início da década de 1980, dezenas de países ao redor do mundo mergulharam em dificuldades de endividamento à medida que as taxas de juros globais disparavam, o dólar subia e os preços das commodities caíam. Em agosto de 1982, o México tentou rolar seus empréstimos sindicados de centenas de bancos comerciais (Kraft, 1984), representando a primeira de uma cascata de crises, com a América Latina no epicentro. Quase uma década mais tarde, a região liderou a saída da crise e provocou o renascimento do mercado de títulos de economias emergentes. Os principais desenvolvimentos na década de 1980 incluem:

- Clube de Paris: alívio de Valor Presente Líquido (VPL), elaborando condicionalidade e princípios de comparabilidade.
- Clube de Londres: comitês de consultoria bancária, VPL e redução do principal.
- Plano Baker.
- FMI assume um papel central de coordenação.
- Litígio de estabelecimento de precedentes.
- Títulos Brady e além.
- Dívida contingente do estado e instrumentos de recuperação de valor.
- FMI adota a prática de *lending into arrears* (o Fundo empresta a países com atrasos em seus pagamentos, mas que estejam empenhando esforços na direção correta).

Na década de 1980, o Clube de Paris emergiu de três décadas de relativa inatividade. Os países latino-americanos representavam mais de 40%

da dívida tratada na década de 1980. Apesar de uma parcela relativamente pequena do total de créditos, o Clube de Paris desempenhou um papel importante na resolução da dívida da região (Cheng, Díaz-Cassou e Erce, 2016).

O processo do Clube de Londres surgiu para enfrentar o formidável desafio da coordenação de credores bancários. Brasil e México tinham, cada um, centenas de credores de bancos comerciais. Os bancos, como um grupo, não tinham capital suficiente ou reservas para perdas com empréstimos para absorver perdas e dependiam de tolerância regulatória. Isso alimentou temores de contágio, limitou as opções de reestruturação dos bancos e deu aos governos de economias avançadas (principalmente ao G7) um papel no processo (Cline, 1995).

Os Comitês Consultivos Bancários (BACs) foram usados na década de 1970, inclusive na Jamaica e no Peru (Devlin e Ffrench-Davis, 1995), e se tornaram o principal mecanismo de coordenação entre os bancos comerciais. O Clube de Londres era um termo um tanto enganoso para o processo do comitê, porque não havia organização de membros. Em vez disso, a prática era replicar a organização do comitê em todos os países mutuários. Os BACs foram eficazes graças à homogeneidade de credores.

O Plano Baker (de outubro de 1985) previa pagamentos de juros mais baixos vinculados ao ajuste estrutural para 15 nações altamente endividadas, incluindo 10 na América Latina, em troca de US\$ 9 bilhões em empréstimos adicionais do Banco Mundial e US\$ 20 bilhões de bancos comerciais ao longo de três anos. Os governos da América Latina argumentaram que isso era muito pouco, dada a profundidade da crise. Devedores e credores trabalharam num repertório crescente de técnicas inovadoras de reestruturação, incluindo recompras de dívida com desconto, troca de dívida por capital, troca de dívida por natureza e conversões de dívida.²⁴

No início da crise, o BIS mobilizou apoio de liquidez de curto prazo para países soberanos em dificuldade, esperando uma rápida recuperação (Truman, 2021), mas à medida que a magnitude dos problemas se tornou aparente, o papel do FMI cresceu (Boughton, 2012). Credores dos clubes de Paris e Londres vincularam as concessões a programas de ajuste macroeconômico. Ao mesmo tempo, a insistência do FMI em financiar garantias e sua recusa inicial em tolerar atrasos empoderaram os credores. Em meados da década de 1980, os credores haviam se reunido em grupos relativamente coesos, permitindo ao FMI buscar garantias de financiamento de maneira relativamente eficiente.

²⁴ As recompras de dívida tornaram-se polêmicas e provocaram um debate fascinante. Focando na América Latina, Bulow e Rogoff (1989) argumentaram que normalmente havia melhores maneiras para o mutuário aplicar recursos valiosos.

A crise gerou litígios de dívida que criaram precedentes. Para os governos da América Latina e Caribe, que contraíam empréstimos principalmente no mercado de Nova York, uma sucessão de decisões de tribunais federais dos EUA completou o marco jurídico para empréstimos soberanos, esclarecendo e, às vezes, alterando as regras. A jurisprudência emanada de processos judiciais de credores contra Argentina, Brasil, Costa Rica, Nicarágua e Peru, entre outros países, estabeleceu que: i) o empréstimo soberano estrangeiro era uma atividade comercial que colocava os países soberanos sob a jurisdição dos tribunais dos EUA; ii) investidores que compravam com desconto podiam se recuperar integralmente em pé de igualdade com os credores originais; iii) a cortesia internacional não protegeu os soberanos de ações judiciais de cobrança de dívidas; e iv) os credores minoritários dissidentes não poderiam contestar um voto de reestruturação com base em princípios gerais como a boa-fé entre credores.²⁵ Em meados da década de 1990, tornou-se relativamente fácil processar um país soberano em um tribunal estrangeiro, mas não cobrar uma sentença.

A maioria dos ativos soberanos que poderiam ser usados para cumprir uma sentença estava dentro das fronteiras do mutuário ou atrás de um muro de imunidade que protegia os ativos do banco central, propriedades diplomáticas e instalações militares. Credores resistentes com sentenças vasculharam o mundo em busca de ativos soberanos para transferir ou tentaram manter o devedor fora dos mercados globais. No início da crise, a maior parte da dívida soberana estrangeira era presumivelmente não garantida, não subordinada e classificada igualmente — ou *pari passu* — com dívida em situação semelhante. Os contratos de empréstimo com bancos comerciais normalmente explicitavam isso. Os devedores geralmente prometiam aos credores públicos e privados não assumir novas dívidas seniores ou garantidas.²⁶

²⁵ Ver, por exemplo, *Argentina v. Weltover, Inc.*, 504 U.S. 607 (1992) (os tribunais dos EUA têm jurisdição sobre títulos de direito doméstico pagáveis em Nova York; a emissão de dívida é uma atividade comercial fora do escopo da imunidade soberana); *Allied Bank Int'l v. Banco Crédito Agrícola de Cartago*, 733 F.2d 23, 1984 U.S. App. LEXIS 23237 (2d Cir. 1984) (disponível no LEXIS mas removido do Federal Reporter 2d), revogado, 757 F.2d 516 (2d Cir. 1985) (rejeição de doutrinas de cortesia e ato de estado como defesas contra inadimplência de pagamento soberano); *Elliott Assocs. v. Banco de la Nación*, 194 F.3d 363 (2d Cir. 1999) (elimina efetivamente a defesa champerty na dívida soberana); *CIBC Bank and Trust Co. (Cayman) v. Banco Central do Brasil*, 886 F. Supp. 1105 (S.D.N.Y. 1995) (limita os deveres intercredores e rejeita o argumento de que as entidades do setor público detentoras de dívida do governo brasileiro devem ser privadas de direitos em um voto de credor com base em princípios de boa-fé).

²⁶ Conforme discutido no Capítulo 7, o FMI e os bancos multilaterais de desenvolvimento mais estabelecidos foram tratados como credores preferenciais e não participaram de reestruturações de dívida; eles eram normalmente excluídos dessas promessas.

Depois de quase uma década de tolerância regulatória e persuasão moral para construir capital e reservas, as condições estavam maduras para buscar uma solução mais sustentável. O Plano Brady foi anunciado em março de 1989, inaugurando uma nova era para o mercado emergente de títulos. Começando com o México, os bancos trocaram empréstimos problemáticos com taxas flutuantes por títulos de longo prazo com taxas fixas. As trocas de dívida do Brady propiciavam alívio de principal e de juros caso a caso, usando um cardápio de estruturas de transação personalizáveis, geralmente uma mistura de títulos nominais e de desconto. Títulos do Tesouro dos EUA com cupom zero garantiam pagamentos de principal devidos cerca de 20 anos mais tarde; títulos de curto prazo de alto grau garantiam parcialmente de dois a três pagamentos de juros. Os mutuários financiaram contas de garantia com o FMI e outros apoios oficiais.

Também em 1989, o FMI começou a considerar atrasos na dívida de bancos comerciais como parte do pacote de financiamento de seus programas. A prática de *“lending into arrears”* tirou a capacidade dos bancos de atrasar os programas dos países. No entanto, a política excluía atrasos para credores oficiais, onde o FMI poderia, em teoria, obter garantias de financiamento do Clube de Paris, e atrasos em títulos, que eram considerados muito problemáticos (ou, no caso dos Brady, simplesmente errados) para serem reestruturados.

Os Brady Bonds ajudaram a catalisar a reentrada no mercado, mas rapidamente perderam popularidade. Sua concepção complicada e acordos de garantia dificultavam sua avaliação, pesavam sobre a liquidez do mercado e não eram propícios ao desenvolvimento de uma curva de rendimento limpa. À medida que as taxas de juros caíam, os mutuários se apressavam em aposentar os Brady Bonds em favor de títulos de dívida simples, sem garantia e de taxa fixa.

Ainda assim, os Brady Bonds deixaram um impacto duradouro. Também introduziram instrumentos contingentes de recuperação de dívida e de valor, como garantias de preços do petróleo no México e na Venezuela, pagamentos vinculados a uma cesta de receitas de exportação no Uruguai e reembolsos vinculados ao PIB na Costa Rica (Buchheit et al., 2019).

Década de 1990: arquitetura tequila

A década de 1990 marcou o lançamento do moderno mercado de títulos de mercados emergentes e, apenas alguns anos depois, uma nova era de reestruturação de títulos. Os principais desenvolvimentos foram:

- Reestruturação de títulos amplamente negociados.
- Propostas de Cláusulas de Ação Coletiva (CACs).

- Duas reformas significativas do Clube de Paris (redução da dívida e comparabilidade para títulos).
- Extensão da prática de “lending into arrears” do FMI.
- Novas ferramentas de aplicação legal.
- Experimentação adicional com trocas de dívida por natureza.

O Plano Brady reforçou ativamente a percepção de que a reestruturação de títulos amplamente negociados seria difícil, especialmente porque os credores eram muitos, pouco regulados e extremamente dispersos. O consentimento unânime geralmente era necessário para alterar as condições de pagamento de títulos emitidos em Nova York, tornando a reestruturação potencialmente mais onerosa. A Crise Tequila no México em 1994-1995 centrou-se nos *tesobonos* domésticos indexados ao dólar — não em títulos internacionais. No entanto, temores generalizados de inadimplências desordenadas de títulos e de contágio do mercado ajudaram a mobilizar um pacote de resgate multilateral, sem precedentes à época.

A reação política contra os “resgates” e a favor do “envolvimento do setor privado” motivou a inovação. Os formuladores de políticas rapidamente se uniram em torno de duas abordagens: falência soberana baseada em tratados e reforma contratual (Eichengreen e Portes, 1995; Grupo dos 10, 1996). Ambos suscitaram objeções com base no risco moral do devedor.²⁷ Das duas abordagens, a falência baseada em tratado foi considerada menos favorável ao mercado, com potenciais problemas de implementação,²⁸ e lutou para obter apoio dos governos dos mercados emergentes e dos Estados Unidos (Setser, 2010; Hagan, 2005). Iniciativas de reforma contratual com foco em propostas de Cláusulas de Ação Coletiva (CACs) em Nova York eram a norma em Londres desde o século 19.

Duas reformas significativas do Clube de Paris na década de 1990 incluíram a permissão de reduções reais da dívida: a comparabilidade de tratamento foi estendida aos títulos em 1999 (anteriormente considerados demasiadamente complicados para manusear), e o Clube aprovou a iniciativa HIPC para países de baixa renda.²⁹ Uma declaração da cúpula do G7

²⁷ Por outro lado, o risco moral do credor diminuiria se os resgates fossem desconsiderados com credibilidade.

²⁸ A proposta do Mecanismo de Reestruturação da Dívida Soberana do FMI atraiu críticas particularmente severas devido a potenciais conflitos entre os interesses do Fundo como credor preferencial, árbitro da sustentabilidade da dívida e centro administrativo de um regime de falências – mesmo depois de a proposta ter sido modificada para minimizar seu papel.

²⁹ Anteriormente, em 1999, o Clube de Paris condicionou seu alívio ao Paquistão e à Ucrânia à reestruturação de títulos.

esclareceu que a comparabilidade deve ser aplicada a toda dívida soberana, com exceção de credores multilaterais preferenciais. A comparabilidade surgiu como um princípio importante para promover a equidade entre credores.

O FMI também ampliou sua prática de “*lending into arrears*” para incluir obrigações representadas por títulos de crédito em 1998 e depurou ainda mais sua abordagem em 1999 e 2002, quando começou a exigir o envolvimento de boa-fé de devedores com credores (FMI, 2003). Assim, enquanto o Clube de Paris poderia desfazer o alívio oficial da dívida bilateral se os detentores de títulos não cooperassem,³⁰ o FMI aliviou a pressão sobre os mutuários para que continuassem a pagar obrigações representadas por títulos de crédito. Os atrasos poderiam substituir as garantias de financiamento, desde que devedores e credores estivessem envolvidos em negociações de boa-fé.

Em 2000, o Equador foi o primeiro país a reestruturar os Brady Bonds. A operação foi pioneira em uma nova ferramenta de aplicação, importando consentimentos de saída de empresas para bolsas de títulos soberanos (Buchheit e Gulati, 2000). Os consentimentos de saída aproveitaram o fato de que os requisitos de consentimento unânime dos credores no mercado de Nova York se aplicavam apenas à alteração das condições de pagamento das obrigações; mudar o resto exigiu maioria simples.³¹ A lei aplicável, a submissão à jurisdição, renúncias à imunidade, listagem na bolsa e outros termos essenciais para a execução do contrato e a liquidez dos títulos poderiam ser retirados dos títulos antigos pelos detentores de títulos cooperantes à medida que ofereciam seus títulos antigos em uma troca em dificuldades. Os potenciais resistentes arriscavam-se a ficar com títulos ilíquidos e praticamente inexecutáveis. Essas e outras inovações transacionais, como limites mínimos de participação, incentivo à participação de credores e reestruturação facilitada de títulos tornaram-se onipresentes (Bi et al., 2016).³²

³⁰ A ameaça permaneceu teórica. Nenhuma reestruturação foi desfeita por esses motivos.

³¹ Os títulos soberanos regidos pela legislação inglesa incluíam disposições de emenda majoritária desde o final do século 19 (Buchheit e Gulati, 2002).

³² Quando um devedor soberano anuncia que só procederá a uma reestruturação de títulos se atingir um limiar mínimo de participação (por exemplo, 90% do principal pendente), garante aos detentores de títulos participantes que a operação produziria um certo nível de alívio da dívida, com margem limitada para o oportunismo. Esses limiares mínimos de participação são específicos para operações de reestruturação e anunciados em conjunto com as mesmas; não exigem que quaisquer termos específicos sejam incluídos no contrato de dívida ex ante. Em contraste, os CACs – cláusulas que permitem à maioria dos credores modificar os termos de pagamento dos títulos sobre objeções minoritárias – devem constar do contrato de dívida antes da reestruturação.

A década de 1990 marcou o início de uma nova era no contencioso da dívida soberana centrada em instrumentos de execução. Processos contra a Nicarágua e o Peru movidos pela Elliott Associates em 1998 e 1999 usaram a promessa de classificação igual (*pari passu*) em seus contratos de empréstimos bancários para exigir a recuperação total do valor nominal e bloquear pagamentos de dívidas recém-reestruturadas. Ao contrário dos casos da década de 1980 que estabeleceram a responsabilidade do governo e o direito dos credores de mover processos em tribunais estrangeiros, esses casos se concentraram diretamente na execução. Com poucos ativos disponíveis para satisfazer as decisões em favor dos credores, a execução era indireta: implicava encontrar maneiras criativas de pressionar o governo a fazer um acordo para preservar o acesso ao mercado (tanto o Peru como a Nicarágua fizeram acordos). Depois que um tribunal comercial em Bruxelas bloqueou os pagamentos do Peru na Euroclear com base na teoria da execução *pari passu*, observadores e alguns participantes do mercado criticaram publicamente as táticas dos credores. No entanto, os incentivos aos devedores para fazer acordos atrasaram qualquer resolução judicial significativa do assunto.

A década de 1990 também trouxe novos experimentos com trocas de dívida por natureza, principalmente na América Latina e Caribe (ver Sheikh, 2018). Essas transações geralmente assumiam uma de duas formas. Primeiro, uma ONG de conservação — às vezes com o apoio do governo dos EUA — compraria dívida soberana privada ou oficial com desconto e a cancelaria com a condição de que o devedor destinasse recursos em moeda local superiores ao preço de compra da ONG a grupos e projetos locais de conservação. Em segundo lugar, os Estados Unidos ou outro país credor substituiriam a dívida oficial bilateral existente por um novo acordo, que exigisse do devedor fazer pagamentos de juros a um fundo para fins de conservação.³³ Uma revisão de 2018 estimou que as trocas de dívida por natureza geraram mais de US\$ 500 milhões para conservação desde 1987, e que o segundo modelo proporcionou ainda mais alívio da dívida com maior impacto ambiental.

Crise da Argentina e desenvolvimentos antes da pandemia

O calote da Argentina em 2001-2002 foi o maior registrado à época. As prolongadas negociações de reestruturação com credores estrangeiros foram extraordinariamente polêmicas, com muitas ações judiciais e novas reflexões sobre contratos de títulos. Embora a proposta da equipe do FMI

³³ Por exemplo, a Iniciativa de Conservação de Florestas Tropicais.

de um Mecanismo de Reestruturação de Dívida Soberana (SDRM) tenha sido rejeitada, novas CACs foram implantadas, e os desenvolvimentos institucionais no Iraque e na Europa provocaram uma discussão mais ampla. As reestruturações da dívida interna levaram a novos pensamentos sobre a globalização dos mercados e, à medida que o debate climático esquentou, os instrumentos climáticos contingentes do Estado cresceram em popularidade. Os desenvolvimentos de 2000 até a pandemia de Covid-19 incluíram:

- Crise e reestruturação da Argentina em 2001–2002.
- Uma proposta concreta de SDRM.
- CACs como o novo modismo amigável ao mercado.
- Litígio contra a Argentina: cláusula *pari passu* e juros legais.
- CACs com mecanismo de votação única agregada da ICMA.
- Reestruturação e blindagem de ativos do Iraque.
- Reestruturação da dívida interna.
- Dívida contingente do Estado (clima).

Na Argentina, a crise de 2001–2002, o calote, a saída do conselho monetário, a desvalorização e a “pesificação” assimétrica forçada resultaram em uma profunda recessão e uma crise financeira.³⁴ O último acordo do FMI (de agosto de 2001) antes do calote reconheceu que uma reestruturação da dívida era necessária, mas deu pouca indicação de como isso deveria ser feito.³⁵ A Argentina levou mais de três anos para produzir sua primeira oferta aos credores, em 2005, e outros cinco anos para que o país formulasse uma segunda oferta, que elevou as taxas de participação dos credores para mais de 90%. Alguns credores que rejeitaram as ofertas da Argentina ingressaram com milhares de ações judiciais e buscaram ativos em todo o mundo.

O debate de dois anos sobre a proposta de um SDRM baseado em tratado (Krueger, 2001, 2002; FMI, 2003; Hagan, 2005) também começou em 2001 e resultou em uma proposta institucional específica e detalhada. O então secretário do Tesouro dos EUA, Paul O'Neill, pediu falência soberana da Argentina imediatamente após a aprovação do programa do FMI em 2001, em um esforço para reduzir os grandes pacotes de resgate do Fundo. Dada a resistência política e do mercado, as sucessivas propostas foram reduzidas a pouco mais do que um voto agregado majoritário atualizado de detentores de títulos, até que o projeto foi engavetado.

³⁴ Sobre a crise argentina, ver, por exemplo, Cline (2003), Powell (2002) e FMI (2004).

³⁵ Sobre esse ponto, ver Mussa (2002).

As CACs ganharam popularidade como uma ferramenta para obter uma reestruturação eficiente e ordenada e, para alguns, para minimizar a necessidade de grandes resgates. Em fevereiro de 2003, o México tornou-se o primeiro emissor soberano em Nova York a adotar CACs, com um limite de emenda de 75%. Enquanto isso, a crise na Argentina se espalhou para o Uruguai e levou o governo a lançar um reperfilamento de títulos em conjunto com um programa do FMI. O Uruguai introduziu CACs com votação agregada em várias séries em toda a sua nova dívida. De acordo com os novos contratos, se os detentores de 85% do principal de todos os títulos afetados e os detentores de dois terços do principal de uma única série de títulos afetados votassem para alterar suas condições de pagamento, a emenda seria efetiva para essa série, em detrimento das objeções do terço restante. A população geral de detentores de títulos poderia efetivamente superar os votos de uma grande minoria de detentores de títulos de emissão única.

A enxurrada de ações judiciais contra a Argentina contou com um elenco diversificado de autores, que iam de grandes fundos dos EUA a aposentados italianos, bem como fundos de hedge especializados em ativos problemáticos. Em março de 2005, os credores da Argentina estavam processando o país para bloquear sua troca de títulos, e as previsões de ruptura generalizada não pareciam mais exageradas (Schumacher, Trebesch e Enderlein, 2021; Makoff e Weidemaier, no prelo). Dois aspectos merecem menção especial: o uso bem-sucedido da cláusula *pari passu* pelos credores como ferramenta de execução e o uso estratégico de juros legais antes do julgamento em Nova York, para aumentar as recuperações por um subconjunto de credores.

Os tribunais federais dos EUA concordaram com os credores que a cláusula *pari passu* nos títulos inadimplentes da Argentina prometia pagamento proporcional — um conceito de fluxo — em vez de distribuição proporcional em uma liquidação hipotética de ativos. Para fazer cumprir suas ordens, os tribunais impediram a Argentina de pagar seus credores participantes e novos até que pagasse integralmente os resistentes.³⁶ As liminares de pagamento proporcional (tarifável) devem parte de seu impacto nas políticas e no mercado à onipresença da cláusula *pari passu* nos contratos de dívida soberana. Apesar dos protestos dos autores de ações judiciais e dos tribunais de que a Argentina era singular, a maioria dos soberanos ativos nos mercados financeiros internacionais tinha os mesmos contratos e poderia correr risco com esse recurso em caso de inadimplência. A exposição de administradores, agentes fiscais, bancos

³⁶ O tribunal de recurso observou que a adoção generalizada de CACs impediria o uso semelhante da cláusula *pari passu* no futuro, talvez presumindo (incorretamente) que as CACs garantiram o sucesso de uma votação de reestruturação.

custodiantes e infraestrutura de pagamentos internacionais a ações judiciais em Nova York limitou progressivamente a capacidade da Argentina de contrair empréstimos em mercados internacionais (Levine, 2015). As decisões judiciais dos EUA restringiram substancialmente a aplicação da cláusula *pari passu*, mas somente depois que a Argentina e seus credores resistentes chegaram a um acordo.³⁷

Além disso, alguns credores esperaram para processar uma parte de seus títulos até o último momento possível, aproveitando as taxas de juros legais anteriores ao julgamento de Nova York, de 9%, estabelecidas no início da década de 1980. Em alguns casos, isso multiplicou as recuperações dos credores e ajudou a financiar grandes despesas de litígio (Makoff e Weidemaier, no prelo). A troca de dívida da Argentina em 2016 pagou aos credores resistentes (2005 e 2010) mais de US\$ 10 bilhões para resolver todos os processos de execução.

As questões suscitadas pelo “caso do século” da Argentina geraram discussões sobre como alterar contratos de títulos. Enquanto as batalhas *pari passu* assolavam os tribunais e a Grécia oscilava à beira da inadimplência, a Associação Internacional de Mercados de Capitais (ICMA) uniu forças com autoridades bilaterais e multilaterais para encomendar uma versão mais robusta das CACs, que permitiria aos devedores soberanos agrupar várias séries de títulos com CACs de agregação simples, desde que observassem salvaguardas para proteger de abusos as minorias credoras.³⁸ O pacote de reformas contratuais incluía uma nova versão da cláusula *pari passu*, que rejeitava a interpretação de pagamento proporcional. Esses desenvolvimentos coincidiram com a crise da dívida da Zona do Euro (ver Quadro 10.1), que enfatizou a necessidade de agregação simples.

Mais uma vez, o México foi um dos primeiros países a adotar o novo modelo de CACs e cláusulas *pari passu*, em novembro de 2014, passando a adotar uma estrutura de fiduciário de títulos para reforçar a coordenação.³⁹ As CACs modelo ICMA, publicadas em 2015, fortaleceram o mecanismo de votação agregada (*two-limb*) iniciado pelo Uruguai em 2003, de modo que uma única série que não recebesse mais de 50% dos

³⁷ Embora o escopo para o uso futuro da cláusula *pari passu* para a cobrança de dívida soberana tenha diminuído, a ferramenta permanece teoricamente disponível para credores em casos excepcionais (vagamente definidos).

³⁸ As salvaguardas incluíam divulgação adicional, um limite de supermaioria de 75% e a exigência de que qualquer votação única agregada (*single limb*) fosse “uniformemente aplicável” (oferecer os mesmos termos de reestruturação do menu de termos) a todos os detentores de títulos afetados.

³⁹ A ICMA emitiu duas versões de suas CACs para contratos regidos pelo direito inglês (2014) e pelo direito de Nova York (2015).

Quadro 10.1 A arquitetura de reestruturação da dívida grega e europeia

Em 2010, os crescentes problemas fiscais da Grécia lançaram dúvidas sobre a capacidade do governo de pagar suas dívidas. Como outros soberanos da Zona do Euro, a Grécia havia contraído empréstimos quase que inteiramente em euros, de acordo com seu próprio direito, mas também tinha um punhado de títulos regidos pelos direitos inglês, suíço e japonês. Os títulos vinculados à lei inglesa já tinham CACs “série a série” de primeira geração, mas careciam de capacidade de agregação.

A perspectiva de uma reestruturação da dívida levou os formuladores de políticas europeus a adotar CACs com um mecanismo de votação agregada (*two-limb*), modificadas ao estilo uruguaio, em seus títulos de dívida interna, mas já era muito tarde para a Grécia. Quando o país lançou a sua reestruturação em 2012, usou a legislação nacional retroativamente para inserir um mecanismo de votação única agregada (*single-limb*) em seus títulos regidos pelo direito grego, alcançando efetivamente a participação total entre os detentores de títulos domésticos (Zettelmeyer et al., 2013). No entanto, os detentores de US\$ 5 bilhões em seus títulos regidos pelo direito inglês mobilizaram votos suficientes para bloquear a reestruturação de suas séries e foram pagos integralmente. O sucesso da resistência demonstrou as falhas das CACs “série a série” contra determinados credores resistentes, juntamente com as virtudes relativas da agregação simples (*single-limb*) e subsidiou a próxima rodada de reformas da arquitetura da dívida.

votos dos detentores de títulos bloquearia a reestruturação de todas as séries no *pool*.⁴⁰ Quando a Argentina emergiu de 14 anos de inadimplência, em 2016, adotou a versão mais recente das CACs da ICMA, juntamente com o mecanismo de votação agregada (*two-limb*) em seus instrumentos de saída (*exit bonds*).

Embora o foco aqui tenham sido as mudanças na arquitetura de reestruturação da dívida impulsionadas por eventos na América Latina e Caribe, crises em outras partes do mundo sugeriram novas possibilidades. Um exemplo interessante é o caso do Iraque, que procurou reestruturar um estoque de dívida aproximadamente do mesmo tamanho do da Argentina após a queda de Saddam Hussein (ver Quadro 10.2).⁴¹ Embora tenha atraído pouca atenção da mídia à época, a blindagem de ativos do Iraque foi o mais próximo

⁴⁰ No Uruguai, em 2003, e na versão das CACs da ICMA sob o direito inglês, em 2014, uma série dissidente poderia desistir e deixar o restante prosseguir com a reestruturação. Isso se tornou um desafio para Argentina e Equador em 2020.

⁴¹ Um segundo exemplo foi o marco jurídico aprovado nos Estados Unidos para lidar com a dívida dos territórios ultramarinos dos EUA, como Porto Rico.

Quadro 10.2 Blindagem de ativos do Iraque pela ONU

A reestruturação da dívida do Iraque se desenrolou aproximadamente em paralelo com o caso do século da Argentina e o debate sobre CACs contra SDRM, e introduziu uma ferramenta qualitativamente diferente no kit de ferramentas de reestruturação: uma blindagem do direito internacional público para os ativos dos devedores. Em 22 de maio de 2003, o Conselho de Segurança da ONU votou a favor do bloqueio do acesso ao petróleo do Iraque e ao produto de sua venda, e principalmente os Estados Unidos e o Reino Unido adotaram medidas internas para implementar a Resolução do Conselho de Segurança. Posteriormente, os dois países estenderam essas medidas para além da expiração da resolução (Bolton et al., 2020; Buchheit e Gulati, 2019). Ao contrário das CACs, a blindagem de ativos foi além da facilitação de um processo de reestruturação suave. À medida que a tática de cobrança *pari passu* ganhou força, a medida da ONU dificultou ainda mais a cobrança pelos credores resistentes. Afastando-se das iniciativas de reforma contratual, a Resolução do Conselho de Segurança não ajustou os contratos, mas simplesmente os ignorou.

que a comunidade internacional havia chegado de uma proteção contra a falência soberana no âmbito de uma estrutura de direito internacional público.⁴² A experiência do Iraque destaca o potencial de uma abordagem legislativa quando há vontade política de avançar nessa direção.

Reestruturação em tempos de Covid-19

A região da América Latina e Caribe continuou a inovar com as reestruturações da dívida na era da Covid, na presença de novas Cláusulas de Ação Coletiva (CACs) e está buscando novas maneiras de vincular o alívio da dívida com as mudanças climáticas e a proteção ambiental. Além disso, novos credores fora dos membros tradicionais do Clube de Paris e técnicas de coordenação de detentores de títulos introduziram novos desafios.

Experiência com CACs de nova geração

Argentina e Equador tornaram-se os primeiros países a testar as CACs da ICMA mais recentes, em 2020.⁴³ As reestruturações de ambos os países

⁴² Seu perfil discreto no mainstream da dívida soberana pode ser devido à associação a conflitos militares e mudança de regime (Gelpern, 2005).

⁴³ Fang, Schumacher e Trebesch (2021) encontraram 16 reestruturações de títulos internacionais entre 1994 e o início da pandemia de Covid-19 que usaram CACs, incluindo três na América Latina e Caribe. Nenhuma das 16 usou a CAC de 2014-2015 da ICMA.

foram concluídas meses depois do anúncio e da garantia de mais de 90% de participação dos credores (98% para o Equador e 94% para a Argentina). Surpreendendo analistas e observadores de políticas, nenhum dos dois governos optou por usar suas cláusulas de agregação simples, supostamente porque criar instrumentos de saída “uniformemente aplicáveis” para atrair 75% dos credores que detêm uma variedade de títulos em todo o espectro de vencimentos era mais difícil do que atingir os limites de votação por série mais baixos de 50%, no procedimento de votação agregada.

Ambos os países introduziram novas técnicas transacionais para evitar que uma série dissidente bloqueasse uma votação agregada, mas isso se mostrou polêmico com seus credores.⁴⁴ As novas CACs proporcionaram aos mutuários flexibilidade para adequar as ofertas às diversas preferências dos credores e deixaram espaço para os credores exigirem novas salvaguardas como condição de participação. Contratos foram adaptados dinamicamente. No entanto, alguns credores queixaram-se de que a flexibilidade era totalmente unilateral e usada contra eles. Se as CACs de nova geração e as salvaguardas adotadas na Argentina e no Equador seriam aceitas, ignoradas ou depuradas em novas emissões continua sendo uma questão em aberto. A experiência com a reforma de contratos até o momento aponta para ciclos repetidos de inovação em resposta a choques.

Empréstimos da China: o caso do Equador

Quando o Equador se reestruturou em 2020, sua dívida era de 64% do PIB. Os títulos eram pouco menos da metade do estoque da dívida externa do governo. Os empréstimos chineses, em grande parte de bancos públicos e vinculados a projetos de petróleo, infraestrutura e outros empreendimentos comerciais, totalizaram cerca de 16%. Após a reestruturação dos títulos, o Equador garantiu um Mecanismo de Fundo Estendido do FMI e chegou a um acordo para reprogramar mais de US\$ 800 milhões em pagamentos de dívidas de empréstimos com vencimento em 2020 e 2021 ao Banco de Desenvolvimento da China e ao Export-Import Bank of China. Cerca de dois anos mais tarde, em setembro de 2022, um outro acordo reduziu as taxas de juros e reprogramou os pagamentos aos mesmos credores.⁴⁵

A experiência destaca a crescente complexidade da reestruturação da dívida soberana em países de renda média, onde algumas dívidas podem

⁴⁴ Ações polêmicas incluíram a reorganização de títulos em diferentes pools após os votos terem sido registrados (redesignação) e votações repetidas de investidores para absorver mais séries de títulos dissidentes (De La Cruz e Lagos, 2021; Clark et al., 2021).

⁴⁵ Ver FMI (2022) e Financial Times (2022).

ser garantidas e, além do âmbito do Clube de Paris (mesmo que formalmente sujeitas a comparabilidade de tratamento), nem sempre totalmente transparentes para todos os credores, além de prontamente suscetíveis a ferramentas contratuais de última geração, como as CACs.

Vinculando dívida e mudanças climáticas

Uma maior consciencialização das vulnerabilidades da dívida e do clima motivou os governos, o mercado e as partes interessadas da sociedade civil a procurarem formas de lidar com ambas. A região estava na vanguarda das trocas de dívida por natureza no final dos anos 1980 e 1990 e, portanto, tem uma experiência considerável nesses tipos de transações. Não é de surpreender que a região da América Latina e Caribe tenha permanecido na vanguarda da inovação nessa área, como refletido nos recentes desenvolvimentos em Barbados e Belize.

Barbados reestruturou US\$ 5,95 bilhões em dívida doméstica e mais de US\$ 800 milhões em dívida externa soberana e com garantia soberana entre junho de 2018 e dezembro de 2019, em conjunto com um Mecanismo de Fundo Estendido do FMI. A legislação para adaptar mecanismos de emenda majoritária à dívida regida pelo direito doméstico, semelhante à reestruturação grega em 2012, mas atingindo um conjunto mais amplo de instrumentos com limites de votação mais elevados, ajudou o governo a garantir uma participação de 97% entre o lançamento da troca em setembro e seu fechamento em novembro. Os credores eram predominantemente pessoas físicas e jurídicas regidas pelo direito doméstico em Barbados, e o tratamento foi adaptado às suas circunstâncias, com uma redução estimada no valor presente dos créditos entre 28%, 76% e 43%, respectivamente, em média. A inclusão de títulos do Tesouro de curto prazo e participações do banco central era incomum, mas pareceu não ter um impacto adverso relevante na estabilidade financeira doméstica (Myrvin, Impavido e Van Selm, 2020). Além da reestruturação doméstica, foi alcançada uma participação de mais de 93% para a dívida denominada em dólares americanos, regida pelo direito inglês, com um alívio estimado de 44% do valor atual da dívida, usando CACs de primeira geração e consentimentos de saída.⁴⁶

⁴⁶ O uso de consentimentos de saída fora do contexto da dívida vinculada em um empréstimo sindicado do CSFB foi novidade e levou à plena participação na reestruturação. O valor do alívio do VPL para a dívida externa pressupõe um fator de desconto de 12% usado pelas partes. Um fator de desconto de 7% foi usado na dívida interna. Barbados não reestruturou a dívida multilateral ou bilateral oficial, que era de cerca de 2% do PIB. A dívida vinculada ao projeto com o governo chinês também foi excluída da reestruturação geral.

A nova dívida emitida como parte dessas trocas incluía uma cláusula relativa a catástrofes naturais que abrange uma vasta gama de eventos, incluindo furacões, inundações e terremotos e permite ao governo adiar os pagamentos dos instrumentos de saída por até dois anos.⁴⁷ Os valores adiados seriam distribuídos proporcionalmente ao longo do período de pagamento restante, evitando picos acentuados de pagamento. A nova cláusula emprega gatilhos definidos na cobertura do *Mecanismo de Seguro contra Riscos de Catástrofes* no Caribe. A cláusula de desastres naturais de Barbados introduziu um novo mecanismo de exceção, que permitiria aos detentores de 50% da dívida pendente bloquear um diferimento de pagamento (Ho e Crane, 2020). Nessa estrutura, a iniciativa é do soberano, mas os credores mantêm o potencial de bloquear a invocação da cláusula de desastre.⁴⁸

Em novembro de 2021, Belize recomprou integralmente seu chamado “supertítulo” pendente de US\$ 553 milhões, ou cerca de 25% de sua dívida externa. O supertítulo em si foi o produto de trocas problemáticas anteriores. A recompra foi executada com um desconto de 45% com os recursos de um “Blue Loan” no valor de US\$ 364 milhões da Nature Conservancy.⁴⁹ A Nature Conservancy, uma ONG ambiental estabelecida, financiou, por sua vez, o empréstimo com um “Blue Bond” emitido por uma subsidiária de propósito específico. O empréstimo tinha reforços de crédito adicionais na forma de seguro contra riscos políticos da Corporação Financeira de Desenvolvimento dos EUA e uma apólice de seguro comercial paramétrico que cobria o pagamento do principal e dos juros em caso de certos desastres naturais.

A transação resultou em um alívio da dívida estimado em 12% do PIB de Belize, com parte da economia destinada a suprir um fundo de conservação marinha de US\$ 23,5 milhões. O papel central da The Nature Conservancy reforça a credibilidade dos compromissos de conservação do governo, colocando cerca de 30% da área oceânica de Belize sob proteção (The Nature Conservancy, 2022).

⁴⁷ Baseados nas cláusulas de títulos de 2015 de Granada e nos termos sugeridos pela ICMA, 2018.

⁴⁸ Desde então, Barbados lançou uma operação de recompra usando os recursos de uma emissão de títulos de cerca de US\$ 150 milhões lastreados por uma garantia parcial do Banco Interamericano de Desenvolvimento e da The Nature Conservancy. As economias dessa operação serão destinadas à conservação marinha.

⁴⁹ O preço do mercado secundário para o título saltou de US\$ 0,40 para cerca de US\$ 0,50 em agosto de 2021, remontando à análise de Bulow e Rogoff (1989) de recompras de dívida. Uma diferença nesse caso é que o empréstimo usado para recomprar a dívida foi concedido a taxas iniciais concessionais, embora com aumentos ao longo do tempo.

A recompra da dívida de Belize adapta inovações latino-americanas anteriores, que remontam à década de 1980. Conforme argumentado em Chamon et al. (2022), como uma parte dos benefícios da recompra de dívida reverte para outros credores, a atratividade desse tipo de operação para o mutuário pode desaparecer, e outros mecanismos de alívio da dívida combinados com novos recursos podem prevalecer. Mas isso pressupõe que esses mecanismos sejam viáveis. Vincular recompras a metas climáticas e ambientais pode atrair novos investidores, permitindo uma operação mais ambiciosa. Além disso, as alternativas podem não aumentar a transparência e o monitoramento das metas ambientais da mesma forma. Vincular a operação da dívida a metas climáticas e ambientais poderá, então, resultar em um pacote atraente, que seria reforçado por mecanismos destinados a aumentar a credibilidade de metas fiscais futuras.

As reestruturações de Barbados e Belize adaptaram inovações anteriores para enfrentar os desafios contemporâneos de endividamento e resiliência e conservação ambiental. É muito cedo para avaliar os impactos de médio prazo dessas transações. Ambos os países tinham um estoque de dívida relativamente grande, com obrigações de serviço da dívida altas, o que implicava um empecilho para as finanças públicas e o crescimento. Em ambos os casos, os governos estavam dispostos a se comprometer com ações verificáveis de conservação e clima. Se a crise climática não diminuir, mais países poderão optar por explorar esses mecanismos para lidar com os altos níveis de endividamento e a necessidade de enfrentar os desafios climáticos e ambientais.

Os papéis das instituições oficiais e privadas

A região da América Latina e Caribe tem sido o cenário de muitas das principais inovações na reestruturação da dívida ao longo dos anos, com instituições oficiais e do setor privado como membros importantes do elenco. Esta seção descreve os papéis de instituições selecionadas, mas argumenta que uma maior coordenação seria benéfica.

Primeira parada: o FMI

Os países que enfrentam dificuldades potenciais no serviço da dívida são enfaticamente aconselhados a consultar o FMI. O Quadro de Sustentabilidade do Risco Soberano e da Dívida (*Sovereign Risk and Debt Sustainability Framework*), do FMI, destina-se a atuar como um sistema de alerta precoce para os riscos relacionados à dívida, identificar recomendações de políticas, evitar a materialização de estresse potencial e a avaliar

a sustentabilidade da dívida pública.⁵⁰ Nos casos em que a dívida pública é considerada insustentável, o quadro também fornece uma metodologia para o estabelecimento de metas que visem orientar as reestruturações da dívida realizadas no contexto de programas apoiados pelo Fundo. Como os programas do FMI devem ser integralmente financiados para que sejam eficazes e garantam o pagamento, o Fundo exige "garantias de financiamento" dos principais credores antes de aprovar um programa de desembolso. A partir de 1989, o FMI permitiu aos membros atrasar seus pagamentos a um leque crescente de credores privados e oficiais, em substituição a garantias de financiamento.⁵¹ Entre as pré-condições para invocar suas políticas de atraso, o FMI exige que os governos mantivessem discussões de boa-fé com seus credores privados e oficiais. Em geral, o FMI não entra nos detalhes das negociações de reestruturação, deixando-as para o país e seus consultores financeiros.⁵²

BMDs: dívida e desenvolvimento

Os bancos multilaterais de desenvolvimento (BMDs) também desempenham um papel importante no caso de um país que pode estar entrando em um período de dificuldades com a dívida. Se um país soberano perder o acesso ao mercado, normalmente a demanda por empréstimos dos BMDs aumentará. Mas enquanto os BMDs tendem a se concentrar em empréstimos orientados para o desenvolvimento de prazo mais longo, o FMI normalmente assume a liderança no balanço de pagamentos de prazo mais curto ou na resolução de dificuldades da dívida. Ainda assim, os BMDs também concedem empréstimos mais curtos com base em um conjunto de reformas acordadas, designadas por empréstimos de política. Mas se as condições macroeconômicas não forem propícias, os BMDs podem determinar que esses empréstimos são inadequados; em condições de estresse, a probabilidade de os programas de reforma pretendidos serem realizados é menor. Isso, por vezes, atua como um gatilho para um país aprofundar seu diálogo e buscar a assistência do FMI. Assim, uma vez que um programa do FMI tenha sido acordado, normalmente o Fundo empresta para

⁵⁰ O quadro foi revisado recentemente; ver FMI (2022) para orientação.

⁵¹ As políticas de atraso do FMI não se estendem aos bancos multilaterais de desenvolvimento (BMDs) estabelecidos com ampla adesão global, enfatizando o tratamento de credor preferencial (PCT) dos BMDs. Fora essa exceção, as políticas LIA, do FMI, complementam o princípio da comparabilidade. Ver <https://www.imf.org/en/News/Articles/2022/05/17/pr22156-imf-completes-review-of-the-fund-policies-on-sovereign-arrears-and-related-perimeter-issues>.

⁵² Ver a discussão em Buchheit et al. (2019).

apoiar o balanço de pagamentos de um país, e os principais BMDs concedem financiamento às autoridades fiscais.⁵³

O Clube de Paris

Conforme analisado, o Clube de Paris desempenhou um papel relevante. Seus seis princípios mais importantes incluem a comparabilidade do tratamento entre credores.⁵⁴ Após as chamadas reformas de Evian, de 2003, o Clube de Paris passou a agir com maior flexibilidade para criar fluxos de dívida e tratamentos de estoques, evoluindo de uma agência amplamente preocupada com a cobrança de dívidas para uma mais centrada na sustentabilidade geral. Acordos com os credores do Clube de Paris às vezes precederam aqueles dos credores comerciais com o tratamento da dívida por etapas, por exemplo, de acordo com as metas de um programa do FMI. O Clube de Paris interage com outras instituições financeiras internacionais, transcendendo sua configuração informal original. A influência potencial do Clube de Paris poderia ir muito além dos termos específicos de uma reestruturação. Uma resolução antecipada com os membros do Clube de Paris, com tratamentos em etapas, poderia emitir um sinal forte para liderar reestruturações com membros comerciais e membros externos ao Clube de Paris.

Instituições privadas

Os credores privados também são representados por um conjunto de instituições que têm desempenhado um papel significativo nas discussões da arquitetura financeira internacional e influenciado as resoluções em casos específicos. O Instituto de Finanças Internacionais, com mais de 400 membros em mais de 60 países, afirma ser a associação global do setor financeiro. Além de fornecer pesquisas e dados sobre vários temas, o Instituto de Finanças Internacionais visa apoiar o setor financeiro na

⁵³ Ver G20 (2022) sobre os papéis do FMI e dos BMDs. O FMI também pode conceder empréstimos para apoio fiscal, ver FMI (2020).

⁵⁴ Os outros cinco princípios são: i) Solidariedade (os membros concordam em agir como um grupo); ii) Consenso (entre os países credores participantes); iii) Compartilhamento de informações (entre os membros, as deliberações permanecem confidenciais para maximizar sua produtividade); iv) Caso a caso (para adequar as ações à situação individual de cada país; e v) Condicionalidade (países que precisam de alívio e estão comprometidos com a implementação de reformas, o que, na prática, significa um programa do FMI), ver <https://clubdeparis.org/en/communications/page/the-six-principles>.

gestão prudente dos riscos e defender políticas que promovam a estabilidade financeira global e o crescimento econômico sustentável. Na área de reestruturação de dívida, desenvolveu um conjunto de princípios bem conhecidos para Fluxos de Capitais Estáveis e Reestruturação Justa de Dívidas e monitora sua implementação.⁵⁵ Entre outros temas, os Princípios exigem transparência de informações, tratamento justo e equitativo e diálogo construtivo e significativo para a solução de casos de reestruturação de dívidas.

Outros grupos privados, incluindo a Associação Internacional de Mercados de Capitais (ICMA, na sigla em inglês), também fizeram contribuições substanciais. Trabalhando por meio de comitês compostos por indivíduos de empresas-membro, a ICMA desenvolveu diretrizes sobre muitos aspectos da prática de mercado e questões regulatórias, com foco em três áreas centrais do mercado de renda fixa: primária; secundária; e recompra e garantia. Na área de reestruturação de dívidas, a ICMA elaborou propostas sobre a ação coletiva de nova geração e as cláusulas *pari passu*. Ainda assim, embora essas cláusulas tenham sido amplamente adotadas, não são de maneira algumas universais, e a forma como influenciaram os eventos nas reestruturações argentina e equatoriana provocou novas discussões.

De um modo mais geral, em cada caso de reestruturação, os comitês de credores do setor privado desempenharam um papel significativo nas negociações. Os detalhes sobre a formação dos comitês e o seu papel e funcionamento podem variar, mas alguma forma de estrutura de comitê geralmente ajudou o processo de negociação.⁵⁶

Negócios inacabados

Todas essas instituições desempenham papéis importantes, mas ainda falta coordenação geral, especialmente tendo em conta a diversidade de credores e instrumentos. Velhas questões que persistem incluem como definir o perímetro da dívida a ser considerado em uma reestruturação e como garantir que todos os principais credores participem e se sintam bem representados; novas questões também surgiram, sobre se e como melhor vincular metas climáticas e ambientais a reestruturações de dívida. Um fórum regional centrado na América Latina e Caribe poderia desempenhar um papel útil nesse sentido, complementando as instituições

⁵⁵ Ver Instituto de Finanças Internacionais (2022).

⁵⁶ Ver Instituto de Finanças Internacionais (2022) para uma revisão recente e recomendações sobre o papel dos comitês de credores.

existentes e proporcionando um local neutro para melhorar a coordenação entre esses e outros atores.

A ideia não seria suplantando o Clube de Paris ou o Quadro Comum, mas tentar melhorar seu funcionamento, tendo em conta as características singulares dos países da região. Em vista do histórico e da experiência com reestruturações de dívida, um organismo regional poderia:

- facilitar o caminho para as reestruturações onde estas forem consideradas necessárias como último recurso;
- atuar como um repositório de informações sobre experiências de reestruturação, permitindo um diálogo mais ágil e construtivo;
- aproveitar as plataformas regionais existentes para aumentar a capacidade em negociações de contratos *ex ante* e de renegociações de contratos *ex post*, desenvolvendo, assim, práticas e normas geralmente aceitas;
- trabalhar com FMI, BMDs, Clube de Paris e credores externos ao Clube de Paris para elaborar e divulgar a aplicação de conceitos básicos, incluindo sustentabilidade e comparabilidade em casos regionais e ajudar a solidificar as normas sobre a classificação de credores;
- auxiliar na concepção e supervisão de termos contratuais com contingente climático e até mesmo fornecer informações sobre o desenho do gatilho e seu uso em dívidas contingentes;
- e ajudar na elaboração de padrões para lidar com empréstimos garantidos e lastreados em recursos nas reestruturações.

Nada disso colocaria o fórum proposto efetivamente no meio das negociações devedor-credor. Em vez disso, alavancaria as instituições existentes na região e o histórico profundo de abordagem de crises de dívida para preencher lacunas na arquitetura atual, com base nas experiências das instituições existentes.

Preenchendo as lacunas

A região da América Latina e Caribe está na vanguarda das inovações em reestruturação de dívida há 40 anos. As técnicas e reestruturação têm sido influenciadas por decisões tomadas nos principais organismos internacionais de formulação de políticas de arquitetura financeira, como o G7, o Clube de Paris e o FMI, adaptadas às mudanças nos mercados de capitais internacionais e sintonizadas com fatores locais ou específicos de cada país. Da década perdida em 1982 à pandemia de Covid-19,

países da América Latina e Caribe lançaram e testaram uma sucessão de ferramentas de reestruturação da dívida soberana. Ainda assim, lacunas na arquitetura permanecem, e entre os problemas não resolvidos destacam-se:

- Pressões domésticas, políticas e de mercado para adiar o reconhecimento dos problemas da dívida e incentivos para que o governo continue a financiar a taxas de juros altas e crescentes.
- Atrasos na reestruturação da dívida, mesmo após o reconhecimento do problema, ou opção por reperfilamentos relativamente rápidos, que podem não restaurar o crescimento sustentável.
- Transparência limitada de processos e dados, o que prejudica a confiança entre credores e devedores-credores e macula a legitimidade de uma reestruturação.
- Ferramentas limitadas para obrigar a participação abrangente dos credores na reestruturação da dívida, maior incerteza e incentivos ao oportunismo.
- Maior diversidade de credores e instrumentos, incluindo credores externos ao Clube de Paris, empréstimos comerciais de atores oficiais e empréstimos garantidos, que complicam os processos de reestruturação.

Os métodos de reestruturação de credores oficiais e privados desenvolveram-se de forma reiterada. A tolerância regulatória para os bancos, aliada aos empréstimos-ponte de instituições financeiras internacionais, sustentaram reprogramações dos clubes de Paris e Londres no início da década de 1980. Melhorias proporcionadas por credores oficiais e tratamento contábil favorável criaram uma abertura para os Brady Bonds, resultando no rápido crescimento subsequente do mercado de títulos. O ressurgimento dos títulos como instrumento de escolha para a maioria dos países de renda média levou o FMI e o Clube de Paris a estender as políticas de compartilhamento de ônus a títulos sujeitos a certas salvaguardas. A rejeição oficial do Mecanismo de Reestruturação da Dívida Soberana e o incentivo à adoção de Cláusulas de Ação Coletiva (CACs), com subsequentes melhorias oficialmente sancionadas, moldaram o ambiente atual de financiamento de títulos comerciais. Ao mesmo tempo, o financiamento do Clube de Paris diminuiu, mas os empréstimos não oficiais da instituição dispararam, criando novos desafios.

O recente lançamento do Quadro Comum atesta a centralidade da ampliação do escopo da coordenação intercredores. Com base na experiência do Clube de Paris, o Quadro Comum reconhece que algum tipo de

coordenação do setor oficial é extremamente valioso para assegurar uma abordagem abrangente, com participação privada e oficial. As principais características dessa abordagem incluem: i) cobertura abrangente dos créditos oficiais e elegibilidade geral do devedor; ii) compartilhamento robusto de informações entre credores e coordenação interna; iii) ligação credível de alívio de credores oficiais e privados e com o FMI e outros financiamentos de instituições financeiras internacionais; e iv) impulso proporcionado pela coordenação externa, bem como pela participação de países pares e do G7. Ainda assim, três anos após o seu lançamento, o Quadro Comum obteve um sucesso apenas limitado. Uma plataforma regional de coordenação de devedores e credores para América Latina e Caribe complementaria a arquitetura financeira internacional existente.

Essa plataforma preencheria três lacunas principais: primeiro, se concentraria em facilitar a cooperação entre devedores e credores comuns aos países da região. Em segundo lugar, se tornaria o repositório de conhecimentos sobre os temas mais relevantes para países de renda média com necessidades de financiamento comercial em grande escala, bem como empréstimos do setor oficial. Por exemplo, a plataforma poderia trabalhar com instituições multilaterais para desenvolver mecanismos de produção de relatórios, compartilhamento de dados e tratamento de dívida para credores híbridos, identificando e contabilizando transações equivalentes a dívidas, dívidas garantidas e vinculadas a projetos, garantias, gatilhos contingentes de dívidas, padrões de comparabilidade, experiências com diferentes tipos de CACs e com a reestruturação da dívida interna, entre outras questões. Em terceiro lugar, a plataforma se beneficiaria das estruturas de cooperação regional existentes. Finalmente, o grupo poderia aproveitar e aprofundar a experiência e a criatividade na região.

Possíveis objeções a tal plataforma podem incluir o risco de fragmentação, a duplicação de esforços e o risco moral do devedor. As duas primeiras preocupações poderiam ser abordadas especificando que o órgão regional deveria coordenar seu trabalho de definição de padrões com o trabalho global, como o Quadro Comum ou um sucessor, expandido para incluir países de renda média e instituições de adesão universal, como o FMI. As reestruturações continuariam a ser negociadas caso a caso. As preocupações com o risco moral do devedor em um mecanismo de coordenação dominado pelo devedor são provavelmente equivocadas. A história recente sugere que devedores soberanos — particularmente aqueles com acesso ao mercado — geralmente relutam em iniciar uma reestruturação e desconfiam de mandatos de reestruturação. Estabelecer um processo de coordenação com interesses de reputação compartilhados poderia ajudar a ancorar expectativas e disciplinar pontos fora da curva.

De uma perspectiva de arquitetura de endividamento global, o resultado pode ser um arranjo *hub-and-spoke* ou de rede, dependendo do apetite das partes interessadas por centralização. Em ambos os casos, um mecanismo regional garantiria que os desafios únicos enfrentados pela América Latina e Caribe recebessem a devida atenção.

Os estoques de dívida soberana não apenas cresceram nos últimos anos, mas também se tornaram mais complexos. Choques financeiros, econômicos, de segurança, ambientais e de saúde pública ameaçam mais pessoas agora do que nunca. Enquanto isso, instituições de reestruturação de dívida com raízes nas décadas de 1980 e 1990 lutam para permanecer relevantes. A arquitetura internacional existente continua sendo um trabalho em andamento. A região faria bem em buscar avanços para aumentar a transparência, compartilhar experiências e melhorar a coordenação.

Gestão da dívida privada

O acesso a recursos financeiros é vital para o desempenho de uma empresa. O empréstimo permite que a companhia que não tem recursos internos possa investir, crescer, tornar-se mais produtiva e criar empregos bem remunerados e estáveis. O acesso ao crédito é particularmente importante em setores nos quais os custos de entrada são altos — como o de manufatura intensiva em capital — e nos quais a inovação é fundamental. Todas essas atividades contribuem significativamente para o crescimento econômico e criam empregos de alta qualidade. O acesso ao crédito também permite às empresas sobreviver a choques negativos, incluindo tanto crises em toda a economia — caso da Covid-19 — como eventos específicos de uma empresa, como queda na demanda por produtos ou aumento de custos. Nessas situações, as empresas podem enfrentar demandas imprevisíveis de liquidez ou, caso esperem um aumento de demanda, podem optar por contrair empréstimos para construir *buffers* (amortecedores) precaucionários.¹

O acesso ao crédito é um benefício significativo, mas as empresas com excesso de endividamento (*overhang*) podem ter problemas. A teoria de hierarquização de fontes de financiamento das finanças corporativas indica que os incentivos para investir podem diminuir com níveis mais altos de dívida, porque os benefícios do investimento são revertidos para os detentores de dívida existentes, não para acionistas. Essa situação pode levar a um endividamento excessivo, em que as empresas, talvez devido a choques negativos, acumulam dívida em um nível tão alto que afeta negativamente o investimento e o crescimento.²

¹ Buera, Kaboski e Shin (2015) defendem que o acesso ao crédito é particularmente importante para setores de alta produtividade. Ver Holmström e Tirole (1998), Acharya, Drechsler e Schnabl (2014), Ivashina e Scharfstein (2010), Montoriol-Garriga e Garcia-Apendini (2013), e Huang e Wang (2010) sobre a importância do crédito para a liquidez preventiva ou choques reais de liquidez.

² Ver Myers (1977).

Muitas empresas da região, particularmente pequenas e médias empresas (PMEs), relatam baixo acesso a crédito ou acesso financeiro muito caro ou oneroso. Assim, um eventual problema de excesso de endividamento após a Covid-19 provavelmente estará concentrado entre as grandes empresas que desfrutaram de bom acesso ao crédito. Esse é o foco do Capítulo 12, que reúne dados de empresas listadas nas bolsas de valores da região (maiores empresas nas maiores economias) para explorar a hipótese de excesso de endividamento.

Este capítulo se concentra em problemas relacionados ao acesso ao crédito, como empresas de diferentes portes se saíram durante o enorme choque da pandemia e como estão se saindo na fase de recuperação. O capítulo emprega várias fontes de dados de diferentes países e sub-regiões.

O capítulo primeiramente estabelece que o acesso ao crédito é de fato percebido como uma séria restrição, especialmente por pequenas empresas. O setor bancário continua sendo a fonte mais importante de financiamento externo, mas os níveis de crédito na região permanecem baixos para os padrões internacionais. Esse crédito limitado pode decorrer de questões relacionadas à oferta (falta de poupança, o que encarece o crédito) ou à demanda (escassez de projetos rentáveis, o que reduz a demanda por empréstimos). Os novos instrumentos financeiros disponibilizados pelas fintechs têm crescido em importância, sugerindo que o custo do empréstimo do setor bancário pode ser um fator contribuinte. O capítulo argumenta que as restrições de crédito são particularmente importantes para empresas lideradas por mulheres, devido à discriminação contínua.

O capítulo apresenta evidências, aproveitando métodos econométricos e dados de vários países, de que empresas com acesso a recursos financeiros tinham maior probabilidade de sobreviver à pandemia. Uma análise complementar, usando dados detalhados de comércio e balanço patrimonial da Colômbia, constata que o acesso ao crédito melhorou o desempenho das empresas nas exportações durante a crise. Ao mesmo tempo, no entanto, níveis mais altos de dívida no período anterior à pandemia impactaram negativamente os resultados para os exportadores.

A análise até aqui se concentra em empresas e financiamento corporativo. No entanto, o financiamento de projetos, particularmente para desenvolver grandes projetos de infraestrutura, havia aumentado significativamente na região. O capítulo descreve como esse financiamento se comportou durante a pandemia e na fase de recuperação.

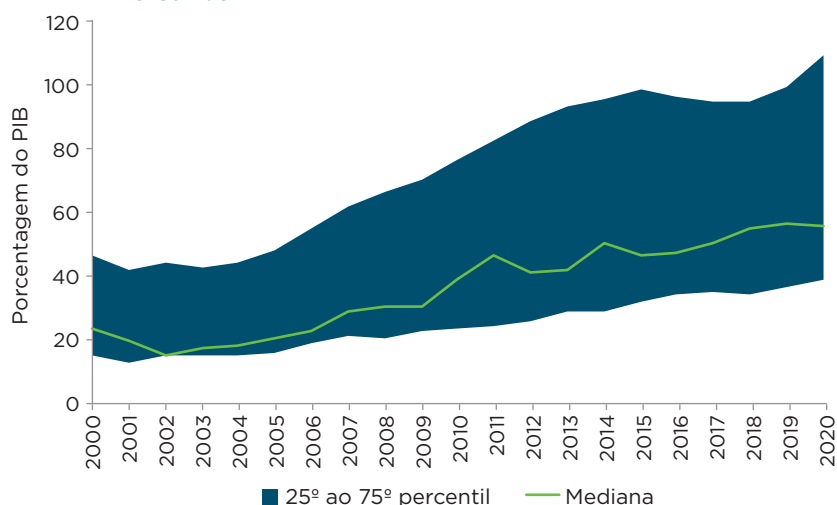
Por fim, o capítulo apresenta recomendações de políticas destinadas a aumentar o acesso ao crédito por PMEs para impulsionar investimentos, permitir que as empresas sobrevivam a choques negativos futuros

e expandir o financiamento não governamental e público-privado para infraestrutura na região.

Crédito na região: correndo atrás do prejuízo

O crédito doméstico ao setor privado não financeiro cresceu significativamente na região nas últimas duas décadas, mas permanece baixo para os padrões internacionais.³ A Figura 11.1 traça a faixa mediana ponderada e o intervalo interquartis entre os países, como porcentagem do PIB.⁴

Figura 11.1 Crédito doméstico para o setor privado na América Latina e Caribe



Fonte: Cálculos próprios com base em dados dos Indicadores de Desenvolvimento Mundial do Banco Mundial.

Nota: A figura traça a mediana ponderada do crédito doméstico ao setor privado como uma porcentagem do PIB.

³ Crédito doméstico para o setor privado é definido como o montante de recursos financeiros fornecidos ao setor privado por corporações financeiras, como, por exemplo, por meio de empréstimos, compras de títulos não patrimoniais, créditos comerciais e outras contas a receber, que estabelecem um pedido de reembolso (Indicadores de Desenvolvimento Mundial).

⁴ A amostra no início do período (2000) inclui: Argentina, Bahamas, Belize, Brasil, Barbados, Colômbia, Guiana, Haiti, Jamaica, Peru, Paraguai, Suriname, Trinidad e Tobago, Uruguai e Venezuela. A amostra em 2020 inclui: Belize, Brasil, Chile, Colômbia, Costa Rica, Equador, El Salvador, Guatemala, Guiana, Haiti, Jamaica, México, Panamá, Peru, Paraguai, República Dominicana, Suriname, Trinidad e Tobago e Uruguai. O crédito doméstico ao setor privado como porcentagem do PIB para uma amostra constante de países com dados completos (17) mostra uma tendência semelhante e estava próximo de 70% em 2020.

O crédito no país médio da OCDE é de cerca de 160% do PIB, em comparação com menos de 60% na região. Ainda assim, a relação crédito/PIB varia muito entre os países — de mais de 100% no Chile e no Panamá para menos de 30% no Haiti e no Suriname.⁵ O crédito não caiu mais do que a produção econômica durante o choque de Covid-19, uma vez que a relação crédito-PIB permaneceu estável, o que pode ser explicado pelo apoio dos governos em toda a região (ver López et al. [2022] para uma análise da América Central).

Os níveis de crédito podem ser baixos por várias razões. Do lado da oferta, uma carência de poupança pode implicar um baixo nível de depósitos, o que restringe a disponibilidade de empréstimos e aumenta seu custo. A alta volatilidade econômica pode exigir que os bancos mantenham altos níveis de capital e liquidez, o que restringe novamente a oferta de empréstimos. Regulamentações rígidas decorrentes de alta volatilidade ou fraca governança podem aumentar o custo do crédito, assim como a falta de concorrência, informações ruins ou um sistema jurídico ineficaz, que dificulta a aplicação dos direitos dos credores. Se as empresas não têm oportunidades de lucro devido a um ambiente de negócios ruim, altos níveis de tributação ou outras formas de apropriação, então baixos retornos sobre o investimento esperado podem limitar a demanda por empréstimos, particularmente porque as taxas de juros de empréstimos permanecem mais altas do que em outras áreas do mundo.⁶

Acesso a financiamento: uma importante restrição para as empresas

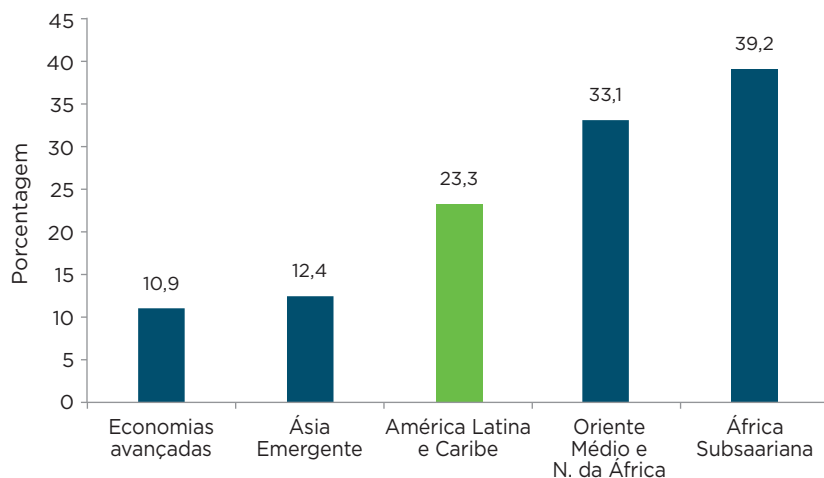
Antes da pandemia, quase um quarto de todas as empresas (de grande e pequeno portes) na América Latina e Caribe identificaram o acesso a financiamento como uma grande restrição, mais do que em qualquer outra região, exceto África Subsaariana, Oriente Médio e Norte da África (ver Figura 11.2). Depois dos fundos internos, os bancos são a fonte mais importante de financiamento para investimentos na América Latina e Caribe. Cerca de um quarto das empresas da região aponta os bancos como sua principal fonte de financiamento, contra 14% na Ásia Emergente e apenas 10% na África (ver Figura 11.3).

Outro tipo de dívida, o crédito de fornecedor é relativamente mais importante na região do que em outras partes do mundo. Quase 7% das empresas informam usar crédito de fornecedor para financiar investimentos, potencialmente sinalizando restrições de crédito (ver Figura 11.3). O vencimento do crédito mais baixo tende a ser menor do que o retorno

⁵ Todos os números correspondem a 2020.

⁶ Ver Cavallo e Serebrisky (2016) para mais discussão sobre esses pontos.

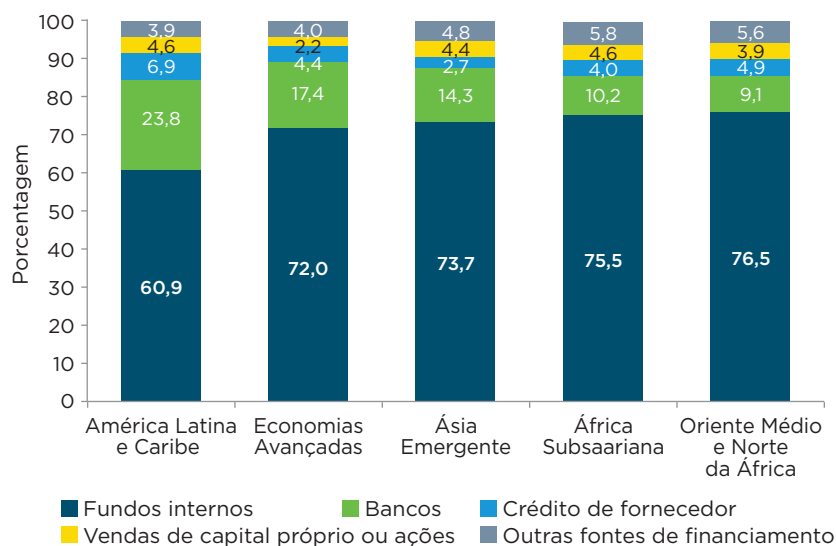
Figura 11.2 Parcela de empresas que identificam o acesso a financiamento como uma grande restrição



Fonte: Cálculos próprios com base nos dados mais recentes disponíveis nas Pesquisas Empresariais do Banco Mundial.

Nota: Últimos dados disponíveis.

Figura 11.3 Fontes de financiamento de investimentos por região



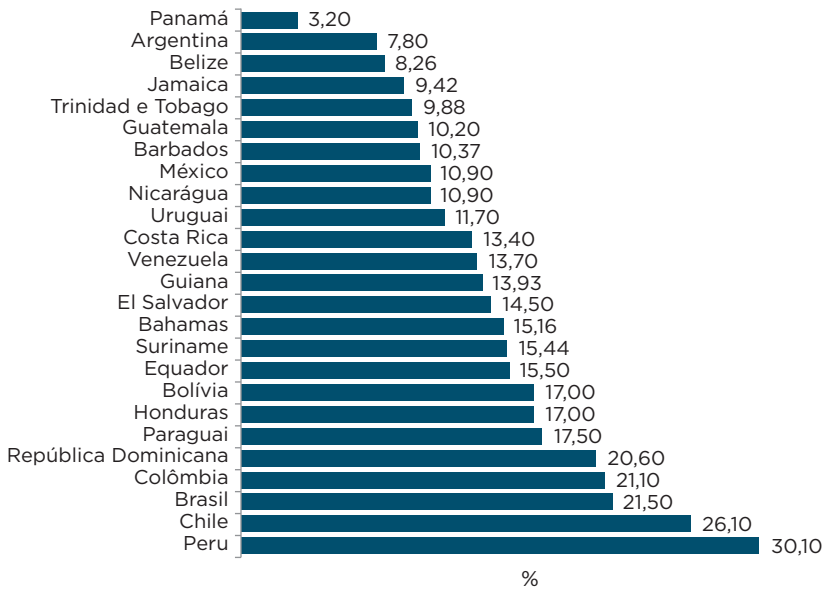
Fonte: Cálculos próprios com base nas Pesquisas Empresariais do Banco Mundial. Dados mais recentes disponíveis.

Nota: Últimos dados disponíveis.

dos investimentos, que ocorre no médio prazo. O capital de risco e o financiamento de capital privado permanecem relativamente baixos na região, apesar do seu potencial para estimular a inovação. A forte dependência das empresas de fundos internos para investimento, por outro lado, pode deixá-las expostas à volatilidade econômica, criando um padrão que afeta o desempenho econômico e o investimento futuro. Em tempos bons, então, receitas maiores podem fornecer recursos para a aquisição de ativos fixos e outros investimentos produtivos. Durante as contrações econômicas, se as receitas e os lucros forem duramente atingidos, possibilidades menores de investir no nível da empresa podem aprofundar recessões.

A região também depende mais de bancos para financiar capital de giro do que a maioria das outras regiões; os bancos financiam 16% do capital de giro na América Latina e Caribe, em comparação com 13% na Ásia Emergente e 9% no Oriente Médio e Norte da África. No entanto, a participação dos bancos como provedores de capital de giro varia muito — de um mínimo de 3,2% no Panamá a 30,1% no Peru (Figura 11.4).⁷

Figura 11.4 Proporção de capital de giro financiado por bancos



Fonte: Cálculos próprios com base nos dados mais recentes disponíveis nas Pesquisas Empresariais do Banco Mundial e na Pesquisa de Desempenho de Empresas de Inovação e Gênero (IFPG) do BID.
Nota: Últimos dados disponíveis.

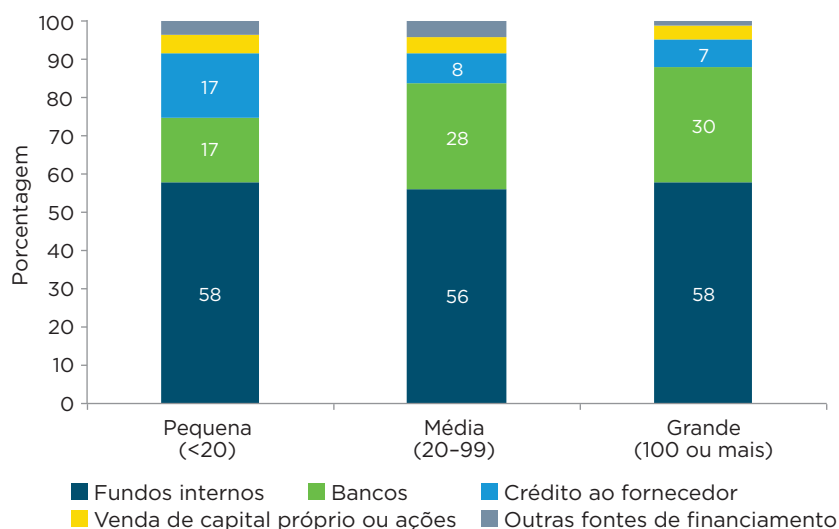
⁷ A fonte de financiamento também varia muito entre setores. O financiamento bancário é a fonte preferida de financiamento para 27% das empresas de manufatura e para somente 17% das empresas de varejo.

A dependência de bancos que financiem investimentos e capital de giro aponta para os fortes elos entre a saúde do sistema financeiro e a do setor produtivo. Choques no sistema financeiro provavelmente afetarão as empresas e vice-versa. A redução dos custos de intermediação ou a expansão da liquidez bancária também pode ajudar empresas com restrição de crédito.

PMEs: desafiadas na busca por empréstimos bancários

A importância do financiamento bancário tende a aumentar de acordo com o porte da empresa (17% para pequenas empresas, em comparação com 28% e 30% para empresas de médio e grande portes, respectivamente); o oposto ocorre com crédito de fornecedores (Figura 11.5). PMEs tendem a enfrentar mais desafios do que empresas maiores ao solicitar um empréstimo bancário. As assimetrias de informação (por exemplo, informações conhecidas pela empresa, mas de difícil comprovação junto a uma instituição financeira) podem ser mais sérias para empresas menores. Quando os intermediários financeiros não possuem informações de qualidade sobre potenciais mutuários, eles respondem cobrando mais para cobrir o risco (ou não fornecendo crédito, de acordo com suas políticas de gestão de riscos).

Figura 11.5 Fontes de financiamento de investimentos por porte da empresa (número de funcionários)



Fonte: Cálculos próprios com base nas Pesquisas Empresariais do Banco Mundial. Inclui os dados mais recentes disponíveis.

Nota: Últimos dados disponíveis.

Outros desafios incluem custos de transação mais altos, particularmente em relação a empréstimos de menor valor e à falta de habilidades financeiras, preparação de projetos e outros conhecimentos relacionados ao negócio. Por essa razão, as empresas menores dependem mais de fundos internos para financiar investimentos e, em alguns países, de empréstimos pessoais fornecidos fora do sistema financeiro, que são mais caros e têm prazos de vencimento mais curtos (López et al., 2022).

Dado o grande número de pequenas empresas na região, a lacuna financeira agregada é grande. Algumas estimativas apontam para uma diferença de US\$ 1,8 trilhão entre demanda e oferta de fundos disponíveis para PMEs na América Latina e Caribe, equivalente a 41,7% do PIB regional. Ou seja, a lacuna financeira para as micro, pequenas e médias empresas (MPMEs) na região é 5,2 vezes superior à oferta atual (Herrera, 2020).

Em teoria, uma alternativa para o financiamento de PMEs podem ser os mercados de capitais, que ajudam a mitigar choques macroeconômicos ou choques originários do setor bancário. No entanto, embora alguns países tenham tentado criar bolsas ou mercados juniores, estes não floresceram na região (Herrera, 2020).⁸ Os mercados de ações têm sido dominados por relativamente poucas empresas maiores e os IPOs têm desempenhado apenas um papel menor no financiamento de empresas; de 2012 a 2019, os fluxos médios de investimento canalizados por meio de bolsas domésticas de IPOs representaram apenas 2,3% dos fluxos globais, para uma região que responde por 4,4% do PIB mundial (OCDE, 2019).

Fontes alternativas de financiamento muitas vezes rotuladas como fintechs estavam crescendo antes da pandemia, e a crise parece ter impulsionado ainda mais essas plataformas. Aproximadamente 65% do financiamento total originário de plataformas de financiamento alternativas na região foram para as MPMEs (ver Finnovista, BID e BID Invest, 2022).

Cerca de 56% das empresas que obtiveram financiamento por meio dessas plataformas na região se tornaram mais eficientes.⁹ Da mesma forma, 53% das empresas que obtiveram financiamento por meio de plataformas fintech relataram aumento de receita. Além disso, em 70% desses casos, as empresas beneficiárias mantiveram o número de empregados, e, em 21%, a força de trabalho cresceu (Finnovista, BID e BID Invest,

⁸ Tentativas significativas foram feitas no Brasil, na Colômbia, na Jamaica e no Peru.

⁹ Isso pode se dever ao fato de que essas plataformas identificaram com sucesso aquelas empresas que foram menos atingidas e, além disso, que o financiamento ajudou essas empresas durante a crise. As fontes de financiamento alternativas cresceram 15 vezes na região, atingindo US\$ 5,27 bilhões em 2020 (Universidade de Cambridge, 2021).

2022). Cerca de 95% das empresas pesquisadas (de uma amostra de 550), disseram que as fintechs reagiram rapidamente para fornecer recursos financeiros, e 90% relataram um atendimento ao cliente melhor do que em instituições financeiras tradicionais, apesar da interação em grande parte digital com as fintechs (Universidade de Cambridge, 2021).

Um estudo do BID Invest realizado durante a pandemia analisou mais de mil MPMEs com pontuação média de crédito abaixo do limite que os bancos comerciais normalmente exigem para empréstimos para esse segmento. Constatou-se que as empresas que receberam crédito de uma fintech que concede empréstimos ao consumidor e capital de giro a MPMEs e, depois disso, vendem por meio de sua plataforma de e-commerce, aumentaram suas vendas trimestrais nesse canal em 34% no primeiro trimestre de 2020 e 26% no trimestre seguinte (Figal-Garone et al., 2021).

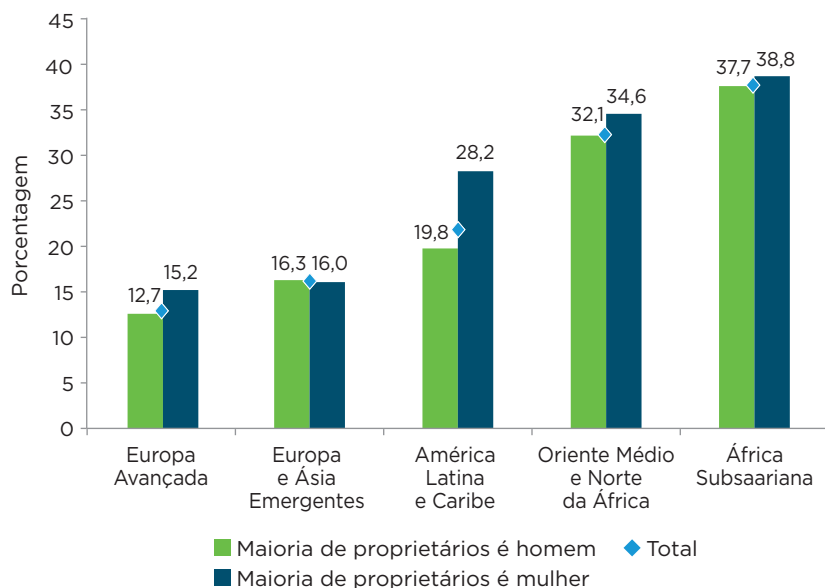
As fintechs coletam mais e novos tipos de dados sobre empresas, incluindo informações não financeiras. Isso lhes permite usar técnicas de inteligência artificial e aprendizagem de máquina para analisar riscos de crédito. Novas técnicas também podem reduzir os custos para encontrar clientes e distribuir recursos por meio de plataformas digitais e dispositivos móveis (Boot et al., 2021). Supondo que as assimetrias e os custos das informações sejam reduzidos e os riscos calculados com mais precisão, a fintech pode expandir o crédito para empresas que não têm acesso ao financiamento bancário tradicional ou o considera proibitivamente caro.

Discriminação de gênero em empréstimos

Empresas latino-americanas de propriedade majoritária de mulheres identificam o acesso a financiamento como um dos maiores obstáculos ao crescimento. Elas também relatam esse fato com mais frequência do que empresas que são predominantemente de propriedade de homens: as empresas de propriedade de mulheres são cerca de 10 pontos percentuais (p.p.) mais propensas a identificar o acesso a financiamento como uma grande restrição em comparação com as empresas de propriedade de homens (Figura 11.6). Além disso, embora em todas as regiões da amostra as empresas de propriedade de mulheres percebam o acesso a financiamento como uma grande restrição em maior medida do que as empresas de propriedade de homens, a maior lacuna de propriedade por gênero é relatada na América Latina e Caribe.

Muitos fatores podem explicar por que mais empresas de propriedade de mulheres e lideradas por elas relatam o acesso a financiamento como uma grande restrição, ou enfrentam barreiras maiores de acesso ao crédito (ou acesso a recursos financeiros em condições piores do que as empresas de propriedade de homens ou lideradas por homens). Análises

Figura 11.6 Parcela de empresas que identificam o acesso a financiamento como uma grande restrição



Fonte: Elaboração própria com base nos últimos dados disponíveis das Pesquisas Empresariais do Banco Mundial.

Nota: Últimos dados disponíveis.

recentes do Banco Interamericano de Desenvolvimento sugerem que um fator primordial na América Latina e Caribe é a discriminação de gênero.¹⁰

Um estudo recente sobre o mercado de empréstimos chileno, por exemplo, teve como objetivo identificar como os agentes de empréstimos respondem a pedidos de empréstimos idênticos de homens e mulheres (Montoya et al., 2020). Se havia diferenças nas aprovações de empréstimos, os autores queriam determinar qual parcela dessas diferenças se devia a uma avaliação objetiva da capacidade do candidato de pagar o empréstimo e qual parcela era preconceito de gênero puro e simples. Os autores recrutaram mais de 400 potenciais mutuários e combinaram perfis masculinos e

¹⁰ A discriminação de gênero no empréstimo bancário foi estudada pela primeira vez por Gary Becker, vencedor do Prêmio Nobel de Economia de 1992. Há evidências esmagadoras de discriminação de gênero no mercado de crédito em todo o mundo em desenvolvimento, e de que essa discriminação produz níveis mais baixos de crédito para as mulheres, bem como piores condições de crédito. Ver, por exemplo, Carter et al. (2007), Muravyev, Talavera e Schafer (2009), Barasinska e Schafer (2010), Bellucci, Borisov e Zazzaro (2010), Agier e Szafarz (2013), Alesina, Lotti e Mistrulli (2013), Stefani e Vacca (2013), Mascia e Rossi (2017) e Beck, Behr e Madestam (2018).

femininos em termos de demografia, renda, situação de emprego e histórico de crédito, e pediram a cada um deles para apresentar quatro pedidos de empréstimo aleatoriamente atribuídos em valores que variavam de US\$ 1.500 a US\$ 13.500. Todos enviaram seus formulários de solicitação a quatro agentes de empréstimo escolhidos aleatoriamente, cujas identidades e crenças de gênero poderiam ser rastreadas por meio da Comissão do Mercado Financeiro chileno. Os autores descobriram que os pedidos de empréstimos apresentados por mulheres tinham 18,3% menos chances de serem aprovados, com a maior parte do efeito de gênero proveniente de agentes com preconceito de gênero (ou seja, discriminação baseada em gosto), particularmente homens.¹¹ Os resultados não melhoravam quando se mostravam aos agentes estatísticas nacionais sobre taxas de pagamento mais altas entre as mulheres, sugerindo o viés de excesso de confiança como um mecanismo potencial por trás da discriminação baseada no gosto. Os autores estimaram que o lucro médio perdido associado aos pedidos rejeitados por discriminação de gênero foi de US\$ 1.785, ou 23% do tamanho médio do empréstimo (aproximadamente US\$ 7.500). Os autores confirmaram, por meio de um conjunto de diferentes metodologias, que a raiz desse resultado foi a animosidade em relação às mulheres, ou discriminação baseada no gosto, não uma maior vulnerabilidade financeira das mulheres.

Novas evidências de mais de 1.153 empresas no Caribe com base na Pesquisa de Desempenho de Empresas de Inovação e Gênero (IFPG) para o Caribe, sugerem que o racionamento de crédito é mais prevalente em empresas onde as mulheres desempenham um papel fundamental nas decisões estratégicas da empresa. A análise baseada nesses dados, coletados durante a pandemia em 13 países do Caribe, revela que as empresas gerenciadas por mulheres têm 5 p.p. a mais de chances de identificar o acesso a financiamento como uma grande restrição para os negócios do que as empresas gerenciadas por homens, mesmo quando levados em conta o porte, a idade, a atividade econômica e a localização da empresa.¹² O Quadro 11.1 apresenta informações sobre esse levantamento e as necessidades de financiamento identificadas entre empresas caribenhas.

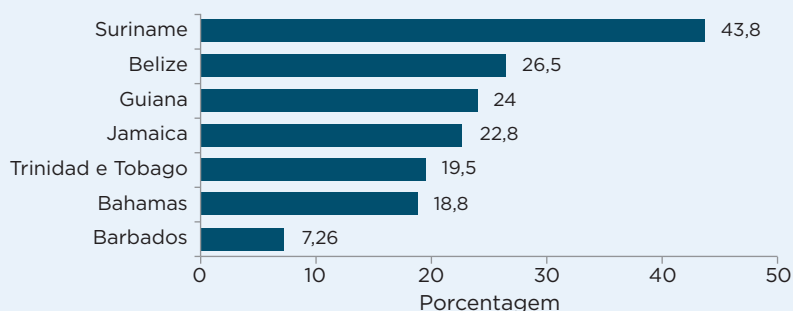
¹¹ Observe-se que estudos sobre América Latina e Caribe também concluem que empresas lideradas por mulheres e homens não apresentam diferenças notáveis em termos de produtividade (Amin e Muzi, 2014).

¹² A amostra é formada por quase 2.000 empresas, e as variáveis de controle incluem porte da empresa, idade da empresa e efeitos fixos de setor e país. Cerca de 71% das empresas, gerenciadas tanto por mulheres como por homens, relatam o acesso ao financiamento como uma grande restrição nessa amostra. Para obter mais informações sobre a pesquisa e os impactos da pandemia nas empresas do Caribe, consulte Acevedo et al. (2021). Essa evidência está em consonância com estudos anteriores no Caribe (Piras, Presbitero e Rabellotti, 2014), bem como em países europeus em desenvolvimento (Stefani e Vacca, 2013).

Quadro 11.1. Empresas caribenhas com necessidade de financiamento

A Pesquisa de Desempenho de Empresas de Inovação e Gênero para o Caribe coletou informações de mais de 1.153 empresas em sete países; a amostra incluiu muitas PMEs e é representativa a nível nacional.^a A análise dos dados indica que as PMEs e as empresas de propriedade/lideradas por mulheres sofreram impactos negativos mais profundos provocados pela crise da Covid do que outras empresas. Além disso, as empresas que adotaram medidas para evitar interrupções na cadeia de suprimentos se saíram melhor do que as que não o fizeram. As prioridades das empresas mudaram por causa da pandemia, com uma ênfase muito maior no acesso a pagamentos digitais e telecomunicações. A pesquisa também sugere que as empresas do Caribe necessitam de maior acesso a recursos financeiros adicionais para intensificar as operações após a pandemia (Acevedo et al., 2021). Houve uma variação considerável entre os países, com quase 50% das empresas no Suriname indicando a necessidade de mais acesso a financiamento, em comparação com menos de 10% das empresas em Barbados (ver Figura 11.1.1).

Figura 11.1.1 Proporção de empresas que necessitam de recursos de financiamento adicionais



Fonte: Cálculos próprios com base na Pesquisa de Desempenho de Empresas de Inovação e Gênero (IFPG) do BID para o Caribe, coletados durante 2020.

^a Essa pesquisa foi realizada de março a novembro de 2020 pelo Grupo BID, por meio do Compete Caribbean Partnership Facility.

Acesso ao crédito durante a pandemia

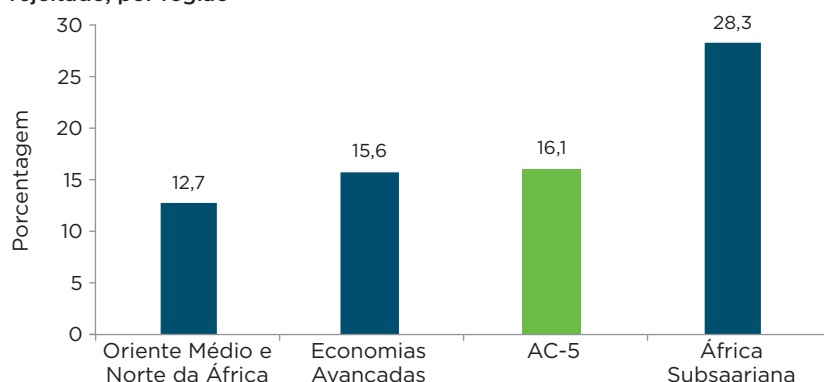
As empresas podiam ter acesso a crédito durante a pandemia? Enquanto a maioria das análises se concentra em empresas maiores em economias maiores, esta seção destaca a América Central, aproveitando informações de amostras que incluem empresas menores. Os países da amostra geral são Nicarágua, Honduras, Guatemala, El Salvador e Panamá (doravante denominados AC-5).

Durante a pandemia de Covid, as receitas corporativas despencaram, os fluxos de caixa diminuíram e o capital de giro tornou-se cada vez mais

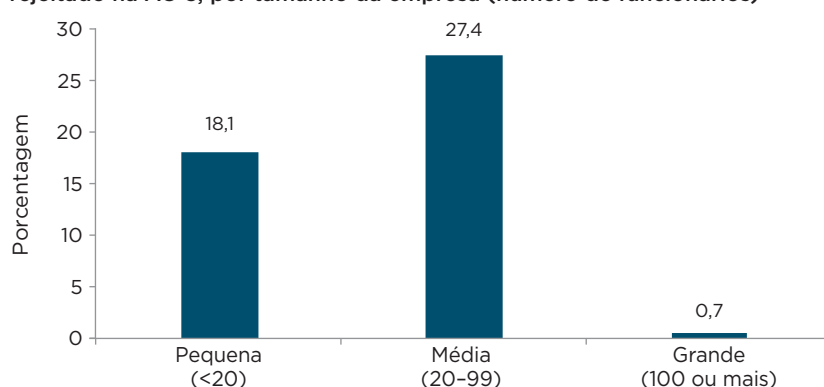
escasso. Embora o fluxo de caixa e as vendas das empresas tenham se contraído substancialmente, os custos operacionais fixos, como aluguéis e pagamentos de juros, ainda precisavam ser pagos. Mais de 80% das empresas em AC-5 relataram diminuição da liquidez ou da disponibilidade de fluxo de caixa durante a pandemia.¹³ Muitas tentaram aumentar a liquidez contraindo empréstimos junto a instituições financeiras (23% e 40% para pequenas e grandes empresas, respectivamente). No entanto, 16,1% dos pedidos de empréstimo durante a pandemia foram negados (Figura 11.7);

Figura 11.7 Proporção de empresas com pedidos de empréstimo rejeitados

A. Porcentagem de empresas cujo pedido de empréstimo mais recente foi rejeitado, por região



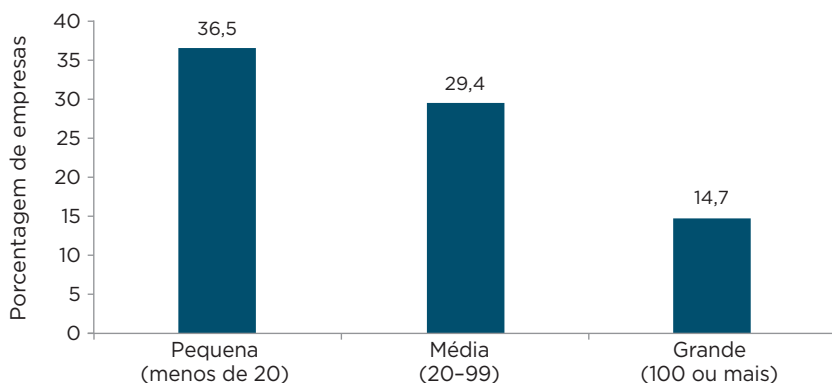
B. Porcentagem de empresas cujo pedido de empréstimo mais recente foi rejeitado na AC-5, por tamanho da empresa (número de funcionários)



Fonte: Cálculos próprios com base no Acompanhamento de Pesquisas Corporativas do Banco Mundial.
Nota: AC-5 inclui Nicarágua, Honduras, Guatemala, El Salvador e Panamá.

¹³ A fonte dos dados para esta seção são o Acompanhamento de Pesquisas Corporativas e as Pesquisas de Pulso de Negócios.

Figura 11.8 Proporção de empresas que declaram estar com obrigações vencidas (por número de funcionários)



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

a maioria dos pedidos negados foi de PMEs (apenas 0,7% das grandes empresas enfrentaram rejeição de empréstimo). Esse resultado é consistente com evidências de outras economias emergentes, indicando que empresas menores enfrentaram restrições financeiras mais severas durante a Covid-19, mesmo em economias avançadas (Apedo-Amah et al., 2020).

Muitas empresas lutaram para pagar suas dívidas durante a pandemia. Das empresas sobreviventes em AC-5, 30% entraram em mora com instituições financeiras, em comparação com 19% das empresas de outras economias emergentes em todo o mundo. As empresas menores representam uma proporção maior de empresas com dívidas vencidas do que as grandes (Figura 11.8).

Análises econométricas baseadas em informações em nível de empresas sugerem uma relação negativa entre o porte da empresa e a probabilidade de esta entrar em mora com instituições financeiras, comparando empresas com outras características semelhantes. As pequenas empresas em AC-5 tinham 20 p.p. a mais de probabilidade de entrar em mora com instituições financeiras do que as grandes empresas.¹⁴ Curiosamente, as PMEs em AC-5 tinham a maior probabilidade de entrar em mora entre as PMEs de todas as regiões, enquanto entre as grandes empresas em AC-5 essa probabilidade era menor do que entre empresas similares na maioria das outras regiões.¹⁵ Os resultados sugerem que as restrições

¹⁴ Considerando empresas em todos os países do mundo, esse número cai para 6 p.p., indicando que as restrições de crédito na América Central podem ser mais significativas do que em outras economias.

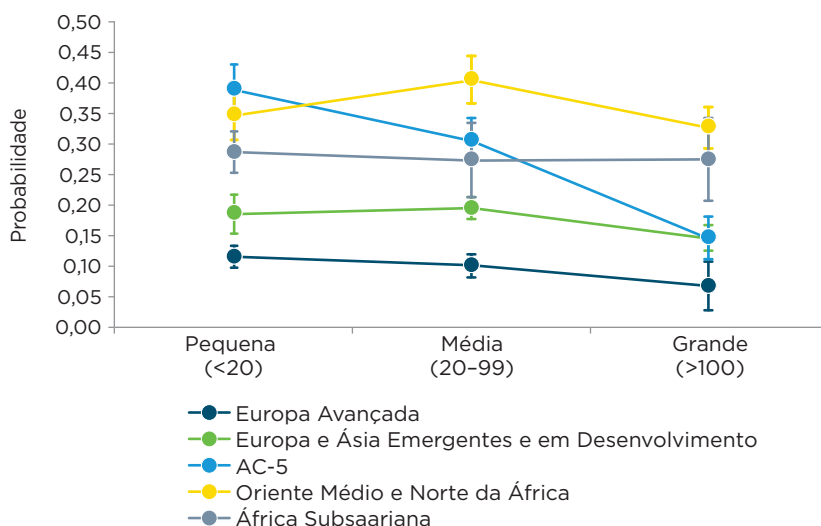
¹⁵ As exceções são grandes empresas em economias europeias avançadas.

financeiras foram mais severas para as PMEs na região do que em outras localidades do mundo.

Outras variáveis também explicam a resiliência das empresas e a capacidade de honrar suas dívidas de forma tempestiva. Empresas em AC-5 com mais de 10% de propriedade estrangeira têm uma probabilidade 26 p.p. menor de entrar em mora com instituições financeiras do que as empresas locais, que podem sofrer mais restrições financeiras. Esse resultado corrobora as evidências existentes (Hyun, Kim e Shin, 2020), que sugerem que empresas com maior conectividade global e poder de mercado foram mais resilientes após a pandemia.

Além disso, as empresas em AC-5 que lançaram um novo produto ou serviço (uma forma de inovação) durante a pandemia, tiveram uma probabilidade 6,3 p.p. menor de entrar em mora com as instituições financeiras do que aquelas que não inovaram. Esse resultado destaca a relação positiva entre sobrevivência da empresa, inovação e presença digital (Muzi et al., 2021). Essa associação positiva pode ser decorrente de condições pré-existent das empresas. Empresas mais produtivas, capazes de introduzir inovações mesmo durante choques econômicos agregados, são mais propensas a cumprir as obrigações financeiras existentes.

Figura 11.9 Probabilidade de entrar em mora durante a pandemia (por número de funcionários)



Fonte: Cálculos próprios com base no Acompanhamento de Pesquisas Corporativas e nas Pesquisas de Pulso de Negócios do Banco Mundial.

Nota: A figura ilustra a probabilidade de a empresa entrar em mora com instituições financeiras, de acordo com o número de empregados: menos de 20 empregados, entre 20 e 100 empregados e mais de 100 empregados. Os intervalos de confiança de 95% são mostrados para cada estimativa de ponto.

Muitas empresas não conseguiram encontrar a liquidez necessária para sobreviver à crise. Informações de quatro dos cinco países da América Central estudados (Honduras, Nicarágua, Guatemala e El Salvador) sugerem que mais de 25% das empresas foram — confirmada ou presumivelmente — fechadas permanentemente durante a pandemia, uma porcentagem maior do que na África Subsaariana (24%) e no Oriente Médio e no Norte da África (20%). Nesses quatro países da América Central, as vendas mensais caíram um terço, em média, durante a pandemia. Para combater o efeito de receitas mais baixas, as empresas reduziram seus custos de mão de obra. No entanto, as pequenas empresas enfrentaram as maiores quedas nas vendas e as piores restrições de liquidez, apesar de terem reduzido mais os seus custos de mão de obra e terem adotado o trabalho remoto quando tecnologicamente possível.

Os governos da região formularam e implementaram políticas que ajudaram as empresas a enfrentar severas restrições fiscais e outras existentes. López et al. (2022) estudaram o efeito do apoio dos governos às empresas durante a crise, com base em dados da Costa Rica, El Salvador, Guatemala, Honduras, Nicarágua, República Dominicana e Panamá, explorando dados mensais de 2008 a 2020. Os autores afirmam que a moratória e a flexibilidade regulatória permitiram fluxos de crédito maiores e sugerem que, na ausência dessas medidas, a redução do crédito para o setor privado poderia ter chegado a 4% em 2020, em vez dos 2% observados. Em outras palavras, sem essas medidas, o crédito teria contraído o dobro do que contraiu.¹⁶

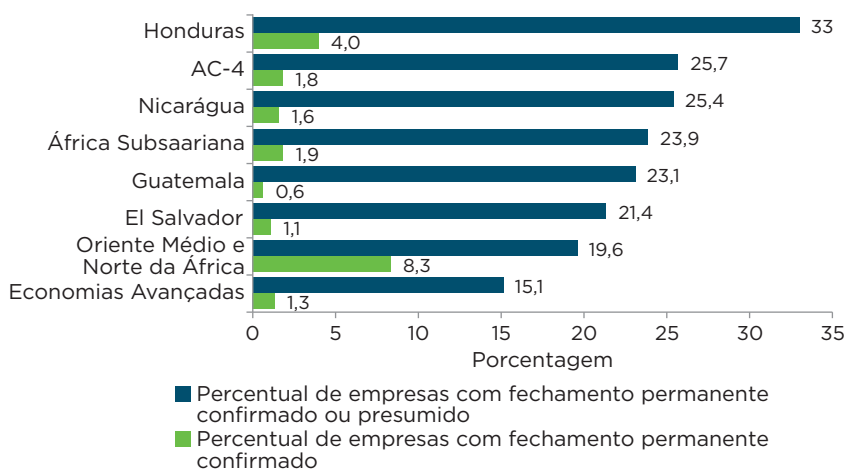
Uma tábua de salvação para as empresas durante a pandemia

As restrições financeiras no período anterior à pandemia impactaram o fechamento de empresas durante a pandemia? Uma análise de dados em nível de empresa de 40 países sugere que a resposta a essa pergunta é sim: as empresas que enfrentaram restrições financeiras tiveram maior probabilidade de fechar durante a pandemia.

O indicador de restrição financeira assume o valor 1 se a empresa informou que não solicitou um empréstimo porque tinha fundos internos suficientes ou se a empresa solicitou um empréstimo que foi aprovado integralmente; caso contrário, o indicador é zero.¹⁷ A primeira situação

¹⁶ Ainda assim, relativamente poucas empresas formais receberam assistência dos governos na forma de transferências, particularmente as PMEs e as empresas lideradas por mulheres (Aterido et al., 2021).

¹⁷ Isso segue a literatura existente como Kuntchev et al. (2013), Amin e Soh (2020), Distinguin, Rugemintwari e Tacneng (2016), e Amin e Viganola (2021).

Figura 11.10 Fração de empresas que fecharam

Fonte: Cálculos próprios com base no Acompanhamento de Pesquisas Corporativas e nas Pesquisas de Pulso de Negócios do Banco Mundial.

Nota: O número ilustra a porcentagem de empresas que – confirmada ou presumivelmente – fecharam durante a pandemia, seja por não poderem ser contatadas diretamente ou para as quais as informações coletadas durante o trabalho de campo sugerem a probabilidade de terem fechado permanentemente. AC-4: El Salvador, Guatemala, Honduras e Nicarágua.

reflete uma empresa com acesso a financiamento, enquanto a segunda corresponde a uma empresa que enfrenta restrições financeiras.¹⁸ A probabilidade de fechamento da empresa foi então estimada em função desse indicador e de um conjunto de características da empresa (como porte, idade, crescimento do emprego e outras – todas medidas antes da pandemia). Também foram incluídas variáveis dummy de setor, país ou região.

A conclusão é que ter acesso a recursos financeiros reduz a probabilidade de fechamento em 3,4 p.p. em média. Esse efeito é economicamente significativo, uma vez que na amostra completa, 17% das empresas foram – confirmada ou presumivelmente – permanentemente fechadas durante a pandemia. Esse resultado é consistente com observações de outros trabalhos. Amin e Viganola (2021), usando o mesmo indicador de restrição financeira, constatam que a probabilidade de queda nas vendas durante a

¹⁸ Outros resultados possíveis para a empresa também são contemplados, como i) ter recebido aprovação parcial ou rejeição do pedido de empréstimo; ou ii) não ter pedido um empréstimo por outras razões que não a necessidade do mesmo. As outras razões possíveis para não ter solicitado um empréstimo são o tamanho/vencimento do empréstimo insuficiente; garantia alta; taxa de juros desfavorável; procedimento de solicitação complexos; não acha que seria aprovado.

pandemia para uma empresa com acesso a financiamento é 25 p.p. menor do que para uma empresa com restrições financeiras.¹⁹

Quando a amostra é restrita a quatro países da América Central — Guatemala, Honduras, El Salvador e Nicarágua, doravante AC-4 — o efeito do acesso às finanças na sobrevivência da empresa é maior. Nesse caso, um maior acesso ao crédito reduz a probabilidade de fechamento durante a pandemia em 5 p.p.²⁰ Curiosamente, o efeito estimado do acesso ao crédito no fechamento de empresas em AC-4 é maior (mais negativo) do que o resultado encontrado em outras regiões em desenvolvimento do mundo, como Oriente Médio, Norte da África e África Subsaariana.²¹

Esse exercício também esclarece as diferenças no papel do acesso ao crédito na sobrevivência das empresas, por porte da empresa. O efeito do acesso tempestivo ao crédito na sobrevivência das empresas é ainda maior para pequenas empresas em AC-4, uma vez que as empresas desse segmento com acesso ao crédito têm uma probabilidade 6,8 p.p. menor de fechar.²² As pequenas empresas, portanto, poderiam obter os maiores ganhos (em termos de probabilidade de sobrevivência) garantindo acesso a financiamento.²³

Dívida corporativa e resiliência do exportador durante a pandemia

O acesso ao crédito durante a pandemia ajudou os exportadores a evitar uma grande queda nas exportações? Isso os impediu de sair dos mercados de exportação ou romper relações comerciais? O desempenho da exportação durante a pandemia dependeu do nível de dívida no início da pandemia?

¹⁹ Uma ressalva a essa conclusão é que ter acesso a recursos financeiros, em primeiro lugar, pode refletir características da empresa que não foram capturadas corretamente no exercício estatístico; por exemplo, variáveis correlacionadas com melhores perspectivas de negócios ou outros fatores de sucesso dos negócios podem ter desempenhado um papel.

²⁰ 25% das empresas em AC-4 foram, confirmada ou presumivelmente, permanentemente fechadas devido à pandemia.

²¹ Essas diferenças regionais são estatisticamente significativas nos níveis de confiança padrão.

²² 32% das pequenas empresas em AC-4 foram, confirmada ou presumivelmente, permanentemente fechadas devido à pandemia.

²³ Esse resultado é consistente com a crescente literatura sobre o tema. Por exemplo, tomando a introdução de birôs de crédito em uma amostra de 70 economias em desenvolvimento como um choque de crédito positivo, Ayyagari et al. (2016) constatam que a melhoria do acesso ao financiamento aumentou o crescimento do emprego em cerca de 3,5 p.p. entre PMEs, em comparação com apenas 1,2% entre empresas maiores. Por outro lado, Chodorow-Reich (2014) e Popov e Rocholl (2018) mostram que o aumento das restrições de financiamento durante recessões pressionou mais para baixo o emprego entre PMEs do que entre grandes empresas.

Esta seção aborda essas questões ao analisar a relação entre dívida corporativa e desempenho do exportador durante a crise da Covid-19.

Os fabricantes frequentemente precisam arcar com custos iniciais antes de produzir e vender mercadorias, e os exportadores podem cobrir esses custos com adiantamentos de dinheiro de compradores (importadores de outros países). No entanto, em um momento de crise e incerteza mundial, os clientes estrangeiros podem não ter condições de pagar antecipadamente pelos bens importados e perder o acesso a cartas de crédito ou outros recursos.²⁴ Com acesso a financiamento, o exportador pode continuar a negociar e preservar sua rede de clientes. Em contrapartida, uma empresa sem acesso ao crédito pode ser forçada a reduzir sua produção e suas exportações.

Os dados usados nesta seção são para empresas na Colômbia, com uma cesta de exportação relativamente diversificada, que abrange mineração, agricultura e produtos manufaturados, bem como uma carteira diversificada de parceiros comerciais, tanto de dentro como de fora da região. A Colômbia tem excelentes dados disponíveis em nível de empresa tanto para dívida corporativa quanto para transações de comércio internacional, que tornam o país um estudo de caso ideal.

A mudança nas exportações em 2020 é modelada em função de: i) alavancagem de empresas em 2019 (medida como a relação dívida total/ativos); ii) acesso ao crédito em 2020 (se a empresa contraiu nova dívida); e iii) interação entre essas duas variáveis, para entender os efeitos heterogêneos do acesso ao crédito no desempenho da exportação para diferentes níveis de alavancagem herdada (ver a equação abaixo).

$$gr_{f,2020}^{exp} = \beta_1 lev_{f,2019}^h + \beta_2 credit_{f,2020} access + \beta_3 (lev_{f,2019}^h \times credit_{f,2020}) + Z_{f,2019} + \alpha_f + \alpha_s + \epsilon_{fn}$$

O modelo inclui controles para características em nível de empresa em 2019, $Z_{f,2019}$ como, por exemplo, o nível total de ativos e liquidez da empresa, seja ela uma importadora ou não, o número de anos que a empresa tem sido uma exportadora e a relação crédito comercial/total

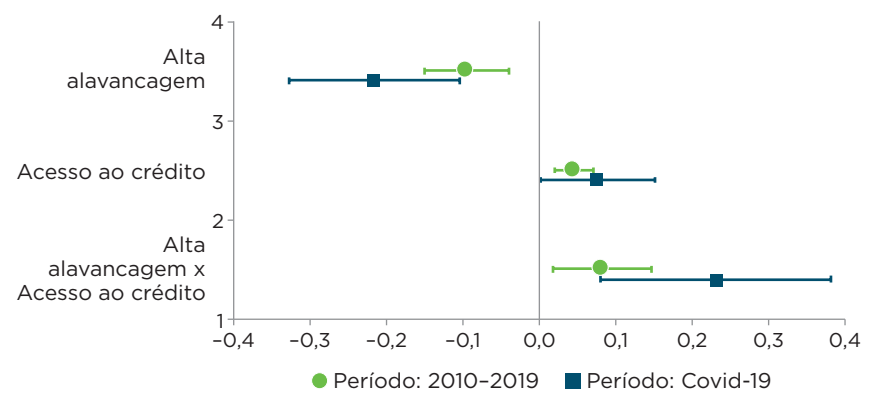
²⁴ Transações internacionais são mais sensíveis ao acesso ao crédito do que suas contrapartes domésticas, uma vez que há um substancial atraso entre o tempo em que os exportadores incorrem em custos e o tempo em que eles obtêm receitas de vendas para mercados externos. Os exportadores necessitam em média de dois meses a mais para receber receitas de vendas do que os fabricantes que produzem unicamente para o mercado local, devido a questões de alfândega, transporte de longa distância e distribuição local no mercado final.

de ativos. Finalmente, ao incluir efeitos fixos de empresa e setor, α_f e α_{st} , o modelo leva em conta quaisquer efeitos fixos no desempenho das exportações, bem como quaisquer choques de demanda setorial. A Figura 11.11 apresenta as estimativas das principais variáveis de interesse, bem como os resultados do modelo para o período anterior à pandemia.

Os resultados revelam que as empresas que entraram na pandemia com níveis altos de alavancagem apresentam quedas mais acentuadas nas exportações. Além disso, as empresas com acesso aos mercados de crédito sofreram quedas mais leves (o crescimento das exportações foi menos negativo ou mais positivo). Por fim, os resultados sugerem complementaridades entre acesso ao crédito e dívida. As empresas com dívidas altas se beneficiam mais do financiamento externo do que aquelas com dívidas mais baixas, especialmente durante a pandemia.

Os altos níveis de dívida anteriores à pandemia também parecem diminuir o número de transações de exportação durante a crise e reduzir o

Figura 11.11 Desempenho do exportador e dívida corporativa



Fonte: Estimativas do BID com base em dados da Superintendência de Sociedades e dados alfandegários do Departamento Administrativo Nacional de Estatísticas da Colômbia (DANE).

Nota: O círculo e o quadrado rotulados Covid-19 referem-se aos resultados do modelo para o ano 2020, enquanto o círculo e o quadrado rotulados Período: 2010-2019 mostram os resultados estimando o modelo para esse período. O círculo é a estimativa de ponto para a variável indicada no eixo Y, enquanto o quadrado ilustra o intervalo de confiança de 95%. A figura relata estimativas de uma regressão em que a variável dependente é o crescimento das exportações da empresa, calculado utilizando o método de ponto médio,

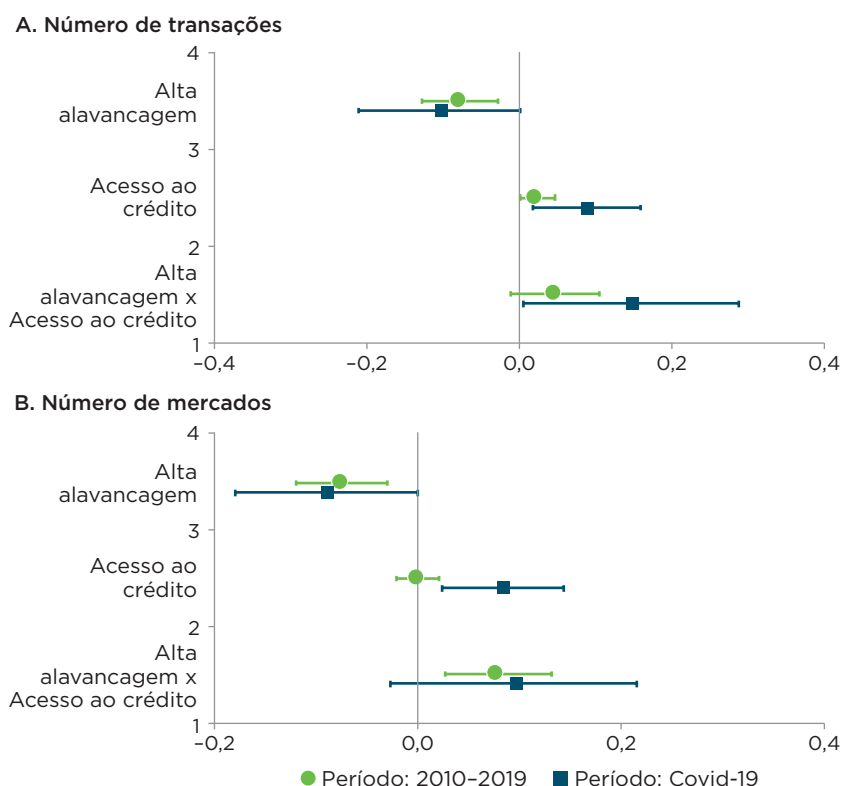
$$g_{ft} = 2(x_{ft} - x_{ft-1}) / (x_{ft} + x_{ft-1}),$$

e as três principais variáveis explicativas são: i) "alta alavancagem", variável que assume o valor 1 para empresas com alavancagem acima da média da amostra em 2019 e zero caso contrário; ii) "acesso ao crédito", variável que assume o valor 1 se a empresa aumentar seu nível total de dívida no ano corrente, e zero caso contrário; iii) o termo de interação entre "alta alavancagem" e "acesso ao crédito". As regressões incluem os seguintes controles de nível de empresa: registro de ativos totais no período anterior, registro de liquidez no período anterior, situação da empresa como importadora, número de anos que a empresa tem sido uma exportadora e a relação crédito comercial/ativos totais. Efeitos fixos de empresa e efeitos fixos de setor-tempo estão incluídos na regressão do painel, e efeitos fixos de setor estão incluídos na regressão transversal.

número de mercados (ou seja, de países) que os exportadores alcançaram, enquanto o acesso ao crédito durante a pandemia pareceu ajudar as empresas a manter mercados e transações (ver Figura 11.12). Esses resultados estão em consonância com as constatações que usam valores de exportação. Empresas com poucas dívidas e acesso ao crédito durante a pandemia conseguiram continuar exportando para mais mercados (a perda de mercados foi menor) e manter um maior número de transações de exportação (menos transações perdidas), em comparação com empresas com dívidas mais altas ou aquelas que não podiam tomar empréstimos.

Os resultados destacam que o acesso ao crédito durante um choque negativo, como a crise da Covid-19, ajuda as empresas exportadoras

Figura 11.12 Declínio nas transações de exportação, mercados e dívida



Fonte: Estimativas do BID com base em dados da Superintendência de Sociedades e dados alfandegários do Departamento Administrativo Nacional de Estatísticas da Colômbia (DANE).

Nota: A figura relata estimativas de uma regressão em que a variável dependente é a alteração no número de transações de exportação (Painel A) e a mudança no número de mercados (Painel B). As três principais variáveis explicativas são: i) dummy denominado "alta alavancagem, 2019", que equivale a 1 para empresas com alavancagem acima da média da amostra em 2019; ii) um dummy denominado "acesso ao crédito", que equivale a 1 se a empresa aumentar seu nível total de dívida em 2020; iii) o termo de interação entre "alta alavancagem" e "acesso ao crédito".

não apenas a suavizar o choque e a sobreviver, mas também a manter o valor das mercadorias exportadas, o número de transações comerciais e o número de mercados (países) atendidos. Políticas que apoiam os exportadores, garantindo seu acesso contínuo ao crédito em tempos difíceis, podem ter um impacto significativo no desempenho das exportações da empresa. Restabelecer relações comerciais internacionais depois de interrompidas é difícil, e perder clientes estrangeiros ou sair de determinados mercados de exportação impõe consequências de longo prazo ao crescimento das exportações das empresas. A capacidade de tomar empréstimos durante uma crise também proporciona aos exportadores a possibilidade de estender o crédito comercial a alguns de seus clientes estrangeiros, permitindo-lhes cobrir o tempo de defasagem entre produção e exportação e, quando o pagamento é recebido, manter clientes que também podem estar enfrentando restrições financeiras. Os resultados indicam, igualmente, que empresas com altos níveis de endividamento antes do choque podem sofrer mais em tempos de estresse do que empresas com níveis de endividamento mais baixos. A resposta de políticas também deve levar isso em conta ao criar mecanismos para ajudar as empresas em tempos difíceis.

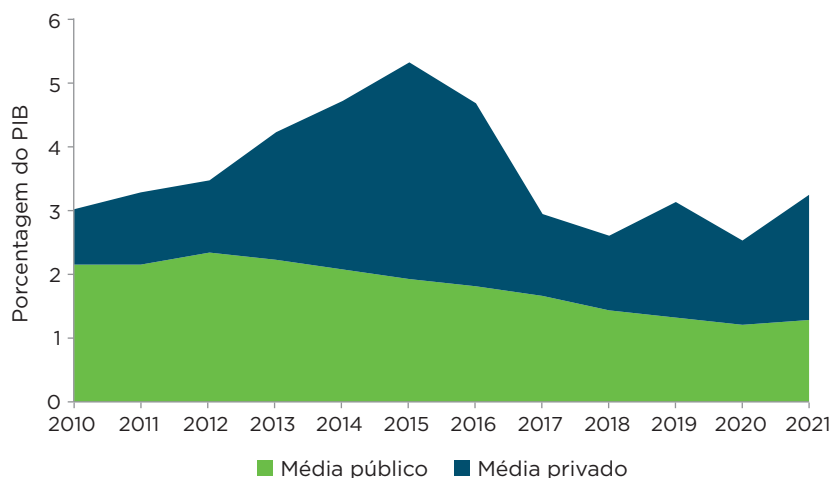
Financiamento de infraestrutura durante e após a pandemia

Até agora, este capítulo se concentrou em financiamento corporativo e restrições de crédito para empresas da região, especialmente entre PMEs e empresas lideradas por mulheres. Essas restrições de crédito levaram a taxas de sobrevivência menores e desempenho de exportação mais fraco durante a pandemia para empresas com restrições. Mas a região também enfrenta outras restrições de crédito. A região da América Latina e Caribe tem uma lacuna significativa no financiamento de infraestrutura e, no entanto, o financiamento público para infraestrutura é baixo e está em declínio constante desde 2012, devido a problemas fiscais crescentes, mesmo antes da pandemia (Cavallo, Powell e Serebrisky, 2020). Ao mesmo tempo, a região desfrutou de um aumento do financiamento não governamental de infraestrutura por meio do financiamento de projetos pelo menos até por volta de 2015, embora isso tenha se dissipado consideravelmente nos anos anteriores à pandemia. Esta seção analisa o que aconteceu com essa forma de financiamento durante a pandemia e na fase de recuperação.²⁵

O investimento total em infraestrutura (público e não público) caiu como porcentagem do PIB de 3,1% em 2019, para 2,5% em 2020.

²⁵ Ver Cavallo, Powell e Serebrisky (2020) para uma análise que culmina com a pandemia.

Figura 11.13 Investimento governamental e não governamental em infraestrutura



Fonte: Infralata, IJ Global e Banco de Dados PPI do Banco Mundial.

Nota: O investimento governamental é proveniente da Infralata. O investimento não governamental é proveniente principalmente do banco de dados IJ Global do Infrastructure Journal, complementado pela base de dados PPI do Banco Mundial. O investimento é um financiamento acordado no fechamento financeiro. Os refinanciamentos são excluídos, mas a infraestrutura usada exclusivamente para fins comerciais está incluída. Informações de 11 países são usadas para produzir essa figura.

É importante ressaltar que, uma vez que o PIB caiu cerca de 7%, o declínio do investimento em infraestrutura em termos nominais de moeda ou dólar foi realmente muito mais acentuado. Em 2021, essa forma de financiamento se recuperou para 3,2% do PIB (ver Figura 11.4). Os dados incluem investimentos governamentais (infraestrutura financiada por meio de contas fiscais registradas na Infralata) e financiamentos não governamentais, que incluem financiamento de entidades privadas (como bancos privados, empresas e fundos), bem como financiamentos de bancos multilaterais de desenvolvimento (que não passam por contas fiscais), entidades estatais de fora da América Latina e Caribe (como bancos públicos, agências de crédito de exportação e afins), e algumas entidades estatais de dentro da América Latina e Caribe (principalmente bancos públicos).

Estima-se que as necessidades de investimento anual na região estão entre 4% e 7% do PIB (ver Cavallo, Powell e Serebrisky, 2020, para mais discussões sobre necessidades de investimento em infraestrutura e o impacto de novas tecnologias e mudanças climáticas nesse investimento). Desse total, pelo menos 3,2% do PIB regional deve ser investido anualmente até 2030 para atender ao componente de infraestrutura dos Objetivos de Desenvolvimento Sustentável da ONU relacionados a água,

Tabela 11.1 Investimento adicional mínimo necessário para cumprir os ODSs de infraestrutura relacionados com serviços públicos

Setor	Nova infraestrutura (US\$ bilhões)	Manutenção e substituição de ativos (US\$ bilhões)	Como porcentagem do PIB regional
Água e saneamento	256,0	117,9	0,52%
Eletricidade	396,9	180,2	0,81%
Transporte	548,3	427,8	1,37%
Telecomunicações	109,4	184,3	0,41%
Total	1.310,5	910,2	3,12%

Fonte: Brichetti et al. (2021)
Nota: A tabela apresenta um limite menor do gasto adicional anual em investimentos em infraestrutura necessários na América Latina e Caribe até 2030 para que a região cumpra os Objetivos de Desenvolvimento Sustentável. O modelo de cálculo está disponível em <https://interactive-publications.iadb.org/La-brecha-de-infraestructura-en-America-Latina-y-el-Caribe>.

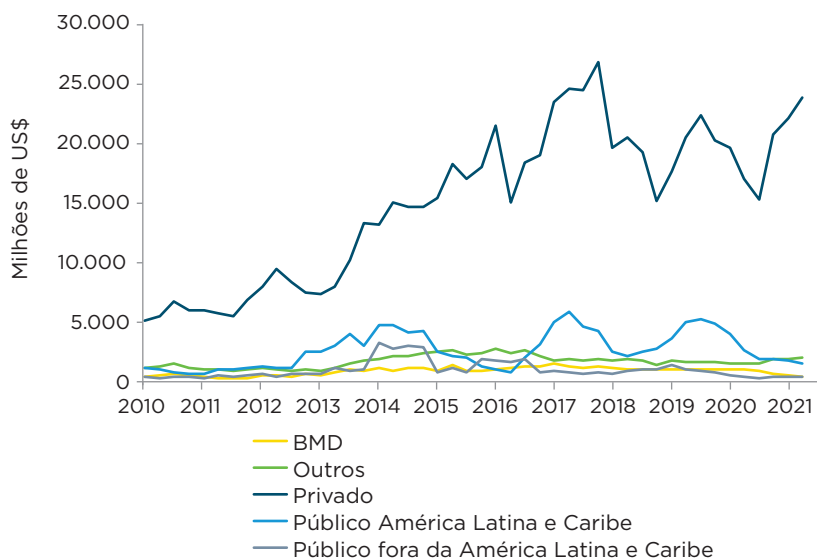
saneamento, eletricidade, transporte e telecomunicações, excluindo questões de acessibilidade financeira, resiliência e sustentabilidade (ver Tabela 11.1 e Brichetti et al., 2021).²⁶ Portanto, a lacuna de investimento em infraestrutura continua grande.

Em termos de dólar, os fluxos de financiamento não governamental de infraestrutura diminuíram de cerca de US\$ 28 bilhões para menos de US\$ 22 bilhões em 2020, uma queda de 21% (ver Figura 11.14). Todas as fontes de financiamento de infraestrutura caíram. Essa redução provavelmente refletiu mais uma queda de demanda e o impacto das tentativas de renegociação de contratos do que um aumento acentuado das restrições de crédito.²⁷

Curiosamente, o financiamento privado para infraestrutura se recuperou fortemente em 2021, aumentando 40% entre 2020 e 2021. O sistema bancário financia 64% dos investimentos em infraestrutura na região (Figura 11.15). Os instrumentos mais comuns usados pelos bancos comerciais são empréstimos a prazo e títulos comerciais. Os empréstimos a

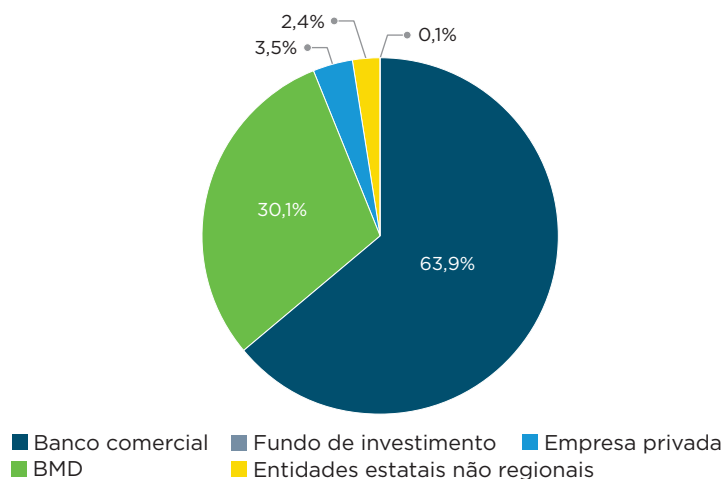
²⁶ Os 3,2% do PIB regional não implicam cumprimento total dos ODS relacionados com a prestação de serviços de infraestrutura. Os programas também precisarão considerar questões de acessibilidade financeira, resiliência e sustentabilidade, que exigirão, por exemplo, subsídios direcionados, gestão de demanda e um desenho de infraestrutura capaz de resistir aos riscos de desastres relacionados com mudanças climáticas.

²⁷ Essa declaração é corroborada pelos fortes fluxos de capital para a região durante o terceiro e quarto trimestres de 2020, com forte emissão de títulos por empresas e governos (Cavallo e Powell, 2021) e pelo comentário sobre renegociações de contratos em Banco Mundial (2020).

Figura 11.14 Financiamento não governamental de infraestrutura

Fonte: IJ Global.

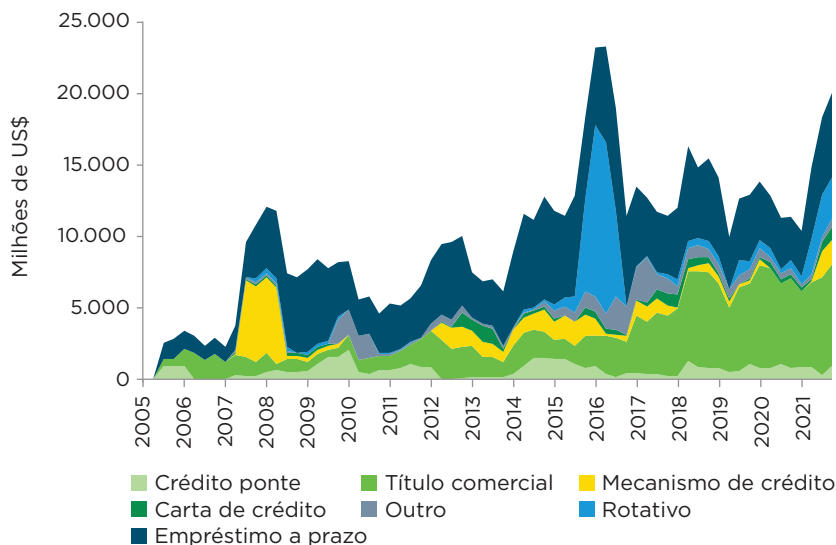
Nota: A categoria "Outros" refere-se a projetos não categorizados e, portanto, poderia estar nos grupos anteriores. O valor exclui refinanciamento. As transações na categoria refinanciamento atingiram uma média de US\$ 3.600 milhões por trimestre desde 2018 (Simon e Castillo Martinez, 2021).

Figura 11.15 Quem financia infraestrutura na região?

Fonte: IJ Global.

Nota: O total exclui a infraestrutura do setor público por meio de contas fiscais.

Figura 11.16 Financiamento de infraestrutura por meio de bancos comerciais, por instrumento



Fonte: IJ Global.

prazo têm apresentado uma tendência de queda, enquanto os títulos têm sido cada vez mais o instrumento de financiamento preferido dos bancos comerciais; essa tendência parece ter persistido durante a pandemia (ver Figura 11.16).

O sistema bancário privado enfrenta restrições crescentes para conceder empréstimos de longo prazo. Os bancos informam que a preocupação com a lacuna entre os vencimentos dos financiamentos e os prazos dos empréstimos tornou mais difícil a concessão de empréstimos a prazo, especialmente devido a mudanças regulatórias (ver Cavallo, Powell e Serebrisky, 2020). Essa situação afeta particularmente o financiamento estruturado, típico de projetos de infraestrutura por meio de parcerias público-privadas (PPPs), em que o projeto é financiado privadamente (principalmente por intermédio do sistema bancário) e pago com a receita gerada pelo projeto, tais como pedágios, tarifas ou outros, que são geralmente denominados em moeda local (Prats e Ketterer, 2019). O uso de financiamento de títulos (no qual o veículo de propósito específico do projeto emite um título que é inicialmente comprado por um banco) cresceu, e os bancos provavelmente estão preferindo essa abordagem, uma vez que é mais fácil vender esses títulos lastreados em infraestrutura para outros investidores após o fechamento financeiro (ver Ketterer e Powell,

2018, para uma discussão sobre compartilhamento de riscos no financiamento de infraestrutura e uso de títulos de infraestrutura). Como fontes de financiamento de infraestrutura, os bancos também podem ser limitados por tetos de exposição a um único setor em um determinado país (Simon et al., 2021).

Conclusões e recomendações de políticas

As restrições de crédito permanecem significativas para as empresas da região, particularmente para PMEs e empresas lideradas por mulheres. Isso ocorreu em detrimento de empresas que enfrentaram restrições durante a pandemia, que tinham menor probabilidade de sobreviver, maior probabilidade de entrar em mora com instituições financeiras e, se exportadoras, provavelmente veriam seu desempenho comercial sofrer. Esses resultados destacam o valor do crédito para enfrentar choques negativos, mas, sem dúvida, essas mesmas restrições impactam o investimento e o crescimento das empresas. De forma mais geral, a região continua a ter relativamente poucas empresas de grande porte, bem-sucedidas e altamente produtivas e uma grande cauda de empresas pequenas e menos produtivas. De fato, a pandemia aumentou ainda mais o número relativo de pequenas empresas.²⁸ A região também continua investindo muito pouco em infraestrutura e, como as finanças públicas serão restringidas nos próximos anos, é preciso impulsionar o investimento do setor privado em projetos produtivos.

A análise apresentada neste capítulo dá origem a uma série de recomendações de políticas que são adiantadas aqui. Cada uma deve ser formulada cuidadosamente e adaptada às peculiaridades de cada país.

As informações de crédito são fundamentais para garantir que os mercados de crédito funcionem de forma eficiente. Por sua vez, isso implica leis e regulamentos bem construídos para coletar e compartilhar informações de crédito que equilibrem preocupações válidas sobre armazenamento de dados e privacidade com os imperativos comerciais dos credores, que exigem boas informações para conceder empréstimos com confiança a pessoas físicas e jurídicas. Regulamentos que impedem o compartilhamento de informações positivas e negativas sobre os clientes tornarão o crédito menos disponível e mais caro. Regulamentos que impedem a inovação e a entrada de novos tipos de credores, como as fintechs, e lhes permitem usar novas tecnologias para coletar e processar informações, também podem ser contraproducentes, mas também devem ser

²⁸ Ver Powell e Rojas-Suarez (2022) para posterior discussão e análise.

equilibrados em relação às normas necessárias para a proteção do consumidor e a estabilidade financeira.

Ao mesmo tempo, deve-se considerar cuidadosamente o funcionamento do mercado para informações de crédito. Por um lado, esse mercado tem as características de um monopólio natural, mas, por outro, a disponibilidade de informações não deve ser uma barreira para a entrada de novas instituições financeiras. É evidente que o arcabouço legal e a regulação do mercado de informações de crédito são fundamentais. Esse arcabouço deve permitir que departamentos de crédito eficientes e de baixo custo aproveitem novas tecnologias, mas, ao mesmo tempo, garantam que indivíduos e empresas tenham confiança na qualidade das informações prestadas.

Outra área onde as reformas podem ajudar a impulsionar o acesso ao crédito diz respeito a garantias. A garantia é um recurso fundamental para que os mutuários possam obter empréstimos a juros baixos, especialmente se enfrentam dificuldades em fornecer e confirmar a credibilidade das informações sobre seu balanço patrimonial ou seu histórico de crédito. No entanto, taxas mais baixas só estarão disponíveis se houver confiança no valor da garantia e nos direitos do credor sobre a garantia em caso de inadimplência. Reformas que melhorem o funcionamento dos registros de garantias podem, então, proporcionar benefícios significativos aos mutuários. Essas reformas podem permitir diferentes tipos de garantias, incluindo garantias móveis (e não fixas), caso isso ainda não esteja sendo contemplado.

Os bancos continuam sendo a fonte mais importante de financiamento externo para as empresas da região. O crescimento dos mercados de capitais locais proporcionaria mais alternativas para as empresas obterem financiamento. O capítulo 3 deste relatório descreveu em alguns detalhes o crescimento desses mercados até o momento e sugeriu políticas que ajudariam a desenvolvê-los ainda mais. Até o momento, os mercados domésticos estão mais concentrados em questões soberanas do que corporativas, e os mercados de ações permanecem subdesenvolvidos. Melhorar os mercados financeiros locais para as empresas pressupõe melhorar práticas de governança corporativa e proteção de investidores terceiros, minoritários. A reforma dos sistemas previdenciários para que se tornem uma pedra angular do ecossistema para o financiamento de longo prazo na região seria de enorme ajuda.

O crédito também desempenha um papel significativo no comércio. Os exportadores que tiveram acesso ao crédito apresentaram um melhor desempenho comercial durante a pandemia; mantiveram os valores de exportação, o número de transações comerciais e o número de mercados de exportação (países para os quais exportam) de melhor forma. Embora

isso destaque o papel dos mercados de crédito na proteção do comércio durante um choque negativo, sem dúvida, o acesso ao crédito também permite um melhor desempenho comercial de forma mais geral. O acesso ao crédito para o comércio poderia ser aprimorado significativamente, garantindo o bom funcionamento dos mecanismos gerais de crédito comercial e da cadeia de suprimentos (incluindo arranjos de factoring reverso). As interrupções de exportação podem ser dispendiosas, pois as conexões com empresas importadoras (ou em países importadores, de forma mais geral) podem ser perdidas e difíceis de substituir ou restabelecer. Consequentemente, pode-se argumentar que o apoio público é necessário para manter o fluxo de crédito para exportadores (ou importadores que também podem enfrentar o espectro de perdas de conexões com empresas exportadoras em outros países), particularmente durante períodos de estresse.

A pandemia motivou a criação ou ampliação de regimes de garantia com apoio público para manter os fluxos de crédito. Eles parecem ter conseguido permitir às empresas que de outra forma não teriam acesso ao crédito, contrair empréstimos ou reduzir o custo do crédito, dada a incerteza durante a pandemia. À medida que os impactos econômicos da pandemia desaparecem e as contas fiscais ficam mais esticadas, os países vêm reduzindo esses esforços. Para empresas com dívidas pendentes altas, garantir mais dívidas pode não ser a melhor abordagem. Além disso, alguns setores têm se saído relativamente bem, particularmente aqueles que se beneficiaram de novas tecnologias digitais, e boas empresas nessas áreas não precisam desse apoio. A situação, então, exige uma abordagem mais direcionada, focando primeiro as PMEs que têm bom potencial, mas que podem ter sua evolução travada devido às sequelas da pandemia. Embora talvez tenha sido surpreendente que relativamente poucas empresas maiores tenham falido durante a pandemia, as empresas sobreviventes cortaram custos e reduziram o investimento. Os formuladores de políticas podem querer considerar medidas de políticas que apoiem o investimento para as empresas reconstruírem seu estoque de capital, incluindo garantias sobre novos empréstimos para empresas que tenham espaço para contrair mais dívidas ou por meio do uso de ações ou de instrumentos semelhantes a ações.²⁹

²⁹ Ver Powell e Rojas-Suarez (2022). Esses autores sugerem que, à medida que a recuperação econômica continua, novas formas de apoio são necessárias, incluindo uma instituição público-privada (como um fundo fiduciário), com um mandato de tempo limitado, que identificaria empresas viáveis e viabilizaria seu crescimento por meio de recursos adicionais de capital e melhorias nos arranjos de governança. Eles também defendem o apoio a redes de capital de risco de fora e de dentro da região, para ajudar a criar novas empresas de alta tecnologia com conexões internacionais fortes.

O financiamento privado de infraestrutura na América Latina e Caribe também deve ser ampliado para fechar as lacunas que persistem na região, particularmente em um ambiente de restrições fiscais. Organizações multilaterais orientadas para o setor privado, como o BID Invest, têm um papel importante no financiamento de infraestrutura, prestando serviços de consultoria que fortalecem as condições que viabilizam uma participação bem-sucedida da iniciativa privada no setor, sob o arranjo contratual ideal para a sociedade, seja PPP ou outros (ver Cavallo, Powell e Serebrisky, 2020). Os bancos multilaterais de desenvolvimento (BMDs) também podem atrair capital de credores privados e melhorar as condições de financiamento da dívida. De fato, os BMDs podem mobilizar cerca de US\$ 7 em crédito bancário durante um período de três anos para cada dólar investido (ver Broccolini et al., 2021).

Uma vez que os bancos comerciais podem estar cada vez mais limitados ao financiamento de infraestrutura, um maior apoio à ampliação de instrumentos de financiamento por meio dos mercados de capitais contribuirá para diversificar o perfil dos investidores e mobilizar recursos direcionados para áreas específicas de impacto (ou seja, clima, impacto social). Além disso, como muitas receitas de projetos são em moeda local, estruturas de projetos que incorporem instrumentos de mitigação de risco cambial podem ser fundamentais para atrair investidores internacionais (Simon et al., 2021). Os riscos de projetos de infraestrutura são muitos e variados. Alguns podem ser diversificados e outros podem ser protegidos por instrumentos de mercado. Os BMDs têm uma vantagem comparativa na mitigação de riscos políticos e regulatórios que podem ser sistêmicos e onde não existem instrumentos de mercado para a mitigação de riscos.³⁰

Uma engenharia financeira adequada (incluindo o uso de garantias, mecanismos de primeira perda e empréstimos subordinados e mezanino) pode, por um lado, explorar as vantagens comparativas desses diferentes instrumentos e, por outro, equiparar-se ao apetite de risco dos investidores.

À medida que a região se recupera da pandemia, outros riscos, incluindo riscos climáticos e ambientais, crescem, e os consumidores têm se tornado cada vez mais conscientes e interessados na origem dos produtos, bem como na sustentabilidade e na pegada ambiental da produção e de outros processos empregados pelas empresas. As empresas — e seus investidores — demonstraram interesse considerável em melhorar seus padrões ambientais, sociais e de governança (ESG, na sigla em inglês). Governos nacionais e instituições financeiras internacionais têm um papel significativo a desempenhar no apoio a essas tendências. Eles podem

³⁰ Ver Ketterer e Powell (2018) para uma discussão.

começar simplesmente fornecendo informações e conselhos para garantir que todas as partes estejam cientes dos problemas e saibam como melhor abordá-los, minimizando os riscos ESG e adotando melhores padrões. Por sua vez, isso exige um sistema confiável para classificações ESG. A convergência em um pequeno conjunto de padrões bem compreendidos e geralmente aceitos seria benéfica. À medida que o interesse e o volume de instrumentos de financiamento ESG crescem, torna-se cada vez mais importante garantir que os padrões sejam significativos e abordem adequadamente os riscos relevantes. Se alcançado, isso poderá ser uma força extremamente potente para melhorar os resultados ambientais nos próximos anos.

Vulnerabilidades do balanço patrimonial na esteira da pandemia

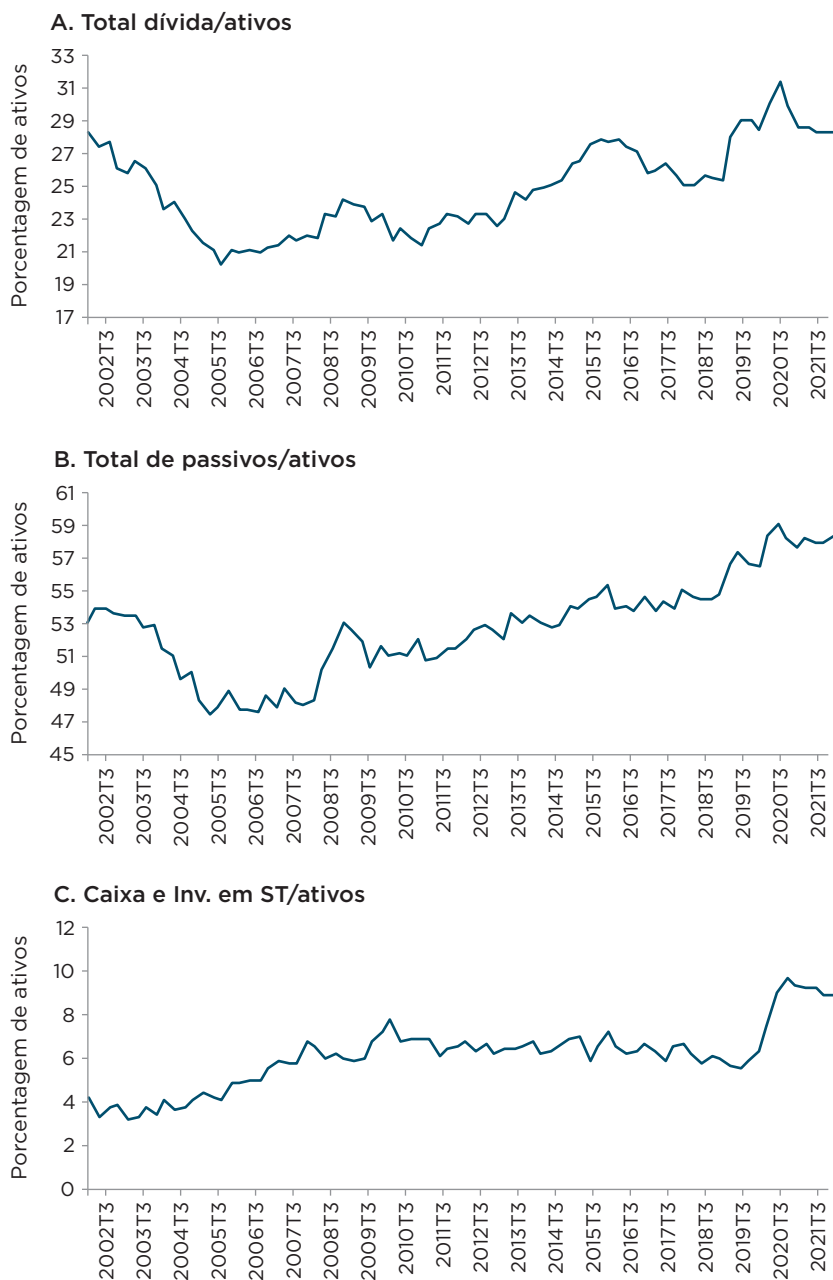
A recessão induzida pela pandemia de Covid-19 provocou uma queda acentuada nas despesas de capital das empresas em todo o mundo. América Latina e Caribe não foram exceção. As taxas de investimento caíram 42% na região, em comparação com 39% em outras economias emergentes e 36% em economias avançadas.¹ Ao mesmo tempo, a alavancagem corporativa aumentou à medida que as empresas aproveitaram as baixas taxas de juros e a assistência pública, onde disponíveis, para construir reservas de caixa para sobreviver à crise. Embora medidas extraordinárias de políticas tenham ajudado a mitigar as dificuldades financeiras e evitar falências generalizadas, o setor corporativo emergiu com mais vulnerabilidades nos balanços patrimoniais do que antes da crise.

A alavancagem corporativa aumentou na região desde o fim da crise financeira global, atingindo altas recordes durante a pandemia de Covid: uma mediana de 31% medida como dívida total sobre ativos totais e de 59% se considerado o total de passivos dividido pelos ativos (ver Figura 12.1, Painel A e Painel B). Embora a dívida (com juros) tenha retornado posteriormente a níveis próximos aos da pré-pandemia para a empresa média na América Latina e Caribe, no final de 2021 o total de passivos, que também inclui crédito comercial e outros tipos de obrigações das empresas, permaneceu em níveis historicamente elevados.

Níveis recordes de alavancagem e outras medidas de risco no primeiro semestre de 2020 suscitaram uma preocupação considerável sobre a possibilidade de um endividamento excessivo (*debt overhang*), em que altos níveis de dívida corporativa impedem uma empresa de acessar novos empréstimos e, assim, levam a um baixo investimento (ver Myers, 1977;

¹ O conjunto de dados usado neste capítulo inclui informações para cinco dos maiores países da América Latina e Caribe: Brasil, Chile, Colômbia, México e Peru. Ao longo do capítulo, o termo “economias emergentes” é usado para designar outras economias em desenvolvimento, exceto América Latina e Caribe.

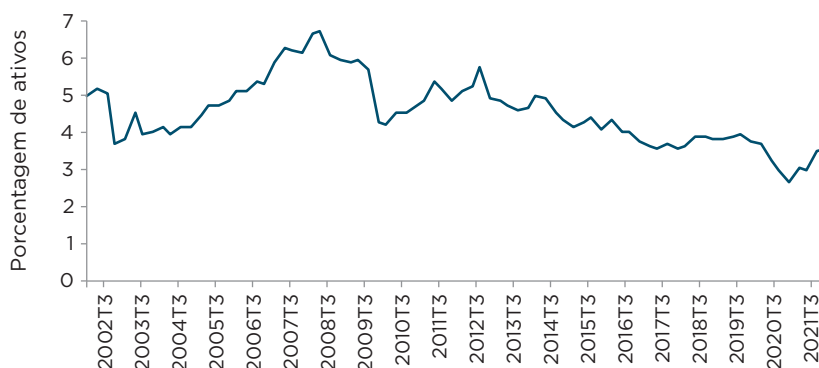
Figura 12.1 Dívida em disparada, investimento em queda livre: o acúmulo de vulnerabilidades do balanço patrimonial na América Latina



(continua na página seguinte)

Figura 12.1 Dívida em disparada, investimento em queda livre: o acúmulo de vulnerabilidades do balanço patrimonial na América Latina (continuação)

D. Investimento bruto



Fonte: Cálculos próprios com base em dados da Refinitiv (2022).

Nota: As figuras mostram o valor médio da respectiva variável entre empresas de cinco países da América Latina e Caribe: Brasil, Chile, Colômbia, México e Peru. Todos os números são em porcentagem do total de ativos. A dívida total no Painel A abrange apenas as obrigações de dívidas com pagamento de juros, enquanto o total de passivos no Painel B engloba todas as obrigações financeiras da empresa. Caixa no Painel C inclui dinheiro em caixa e investimentos de curto prazo. A taxa de investimento no Painel D é medida como despesas de capital brutas sobre o total de ativos. O período amostral é do 1º trimestre de 2002 ao 4º trimestre de 2021.

Brunnermeier e Krishnamurthy, 2020a; e Jordà et al., 2020). Durante a pandemia, muitos países introduziram moratórias de empréstimos e ofereceram garantias parciais para manter os fluxos de crédito dos bancos para as empresas e incentivar a recuperação econômica. No entanto, muitas empresas têm usado os recursos desses empréstimos para acumular reservas de caixa preventivas (Figura 12.1, Painel C) em vez de investir em capital físico (Figura 12.1, Painel D). Os níveis historicamente baixos de despesas de capital resultaram em níveis menores de ativos fixos, que muitas vezes são considerados o capital produtivo de uma empresa, indicando que quantidades maiores de investimento físico serão necessárias para sustentar o crescimento nos próximos meses (Powell e Rojas-Suarez, 2022).

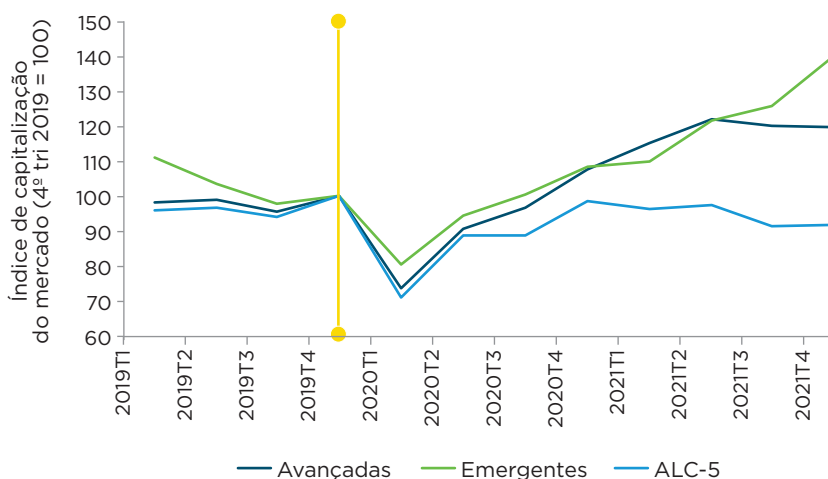
Os preços das ações se recuperaram agressivamente no final de 2020 em muitos países do mundo, embora essa recuperação nas avaliações das empresas tenha ficado defasada na América Latina e Caribe. As empresas da região tiveram as *valuations* mais baixas do mercado de ações e mais voláteis do que antes da pandemia, indicando que o risco aumentou (ver Figura 12.2). Por exemplo, no primeiro trimestre de 2020, a capitalização do mercado na região caiu 30% em relação ao último trimestre de 2019, enquanto em outras economias emergentes essa queda foi de apenas 20% no mesmo período, e

a recuperação, muito mais rápida. No final de 2020, as *valuations* do mercado de ações de empresas em economias avançadas e em economias emergentes em outras regiões já haviam se recuperado para níveis pré-pandemia, enquanto as *valuations* para a empresa mediana na região não atingiram níveis pré-pandemia, mesmo no final de 2021. A invasão russa da Ucrânia e os aumentos das taxas de juros nos Estados Unidos e em outras economias avançadas provocaram mais volatilidade nos mercados financeiros.

Este capítulo estuda o impacto da dívida corporativa e de outras medidas de risco no investimento corporativo, com base em 20 anos de dados que abrangem o universo de empresas listadas em 47 países em desenvolvimento e desenvolvidos. A análise sugere uma visão um pouco matizada de um potencial problema de dívida corporativa pós-Covid. Por um lado, para empresas de alto risco, o aumento da dívida resulta em um endividamento excessivo que induz a um menor investimento. Por outro, para empresas com grau de investimento com baixa probabilidade de inadimplência, o efeito do endividamento excessivo no investimento tende a desaparecer e, muitas vezes, níveis mais altos de endividamento estão associados a mais — e não a menos — investimento em capital físico.

Além disso, as crises econômicas tendem a provocar problemas mais sérios de endividamento excessivo, e o efeito dinâmico nas taxas de

Figura 12.2 Recuperação incompleta em *valuations* de mercados de ações



Fonte: Cálculos próprios com base em dados da Refinitiv (2022).

Nota: O valor de mercado da empresa é calculado multiplicando-se o número de ações pela cotação mais recente. Os valores de mercado das empresas em dólares são transformados em unidades de moeda local e indexados ao 4º trim. 2019 = 100. A figura mostra o valor médio do índice entre empresas dentro de cada região de análise. ALC-5: Brasil, Chile, Colômbia, México e Peru.

investimento pode persistir por dois a três anos após uma recessão. A região da América Latina e Caribe parece sofrer mais com os efeitos do endividamento excessivo do que outras regiões emergentes e economias avançadas. Os efeitos da pandemia no conjunto dívida-risco podem levar o baixo investimento a persistir nos próximos anos, particularmente em setores que exigem maior contato social e sofreram mais durante a crise da Covid-19.

Este capítulo revisa a literatura tradicional sobre o efeito do endividamento excessivo e detalha as principais estatísticas do balanço das empresas. Em seguida, considera a relação histórica entre alavancagem de empresas, risco corporativo e investimento e analisa o problema do endividamento excessivo durante grandes recessões econômicas, empregando dados recentes sobre balanços corporativos, o que sugere que o investimento pode ficar deprimido por algum tempo. O capítulo termina com uma discussão de potenciais opções de políticas para acelerar o investimento frente ao risco corporativo e aos níveis de dívida, para impulsionar a recuperação econômica após a pandemia.

Definição de endividamento corporativo excessivo

Um endividamento corporativo excessivo refere-se a uma situação em que empresas em dificuldades financeiras, definidas como empresas com dívidas relativamente altas ou encargos de juros, deixam passar oportunidades valiosas de investimento que aumentariam seu valor. A principal percepção é que empresas altamente alavancadas têm dificuldade para levantar novas dívidas porque os investidores, temendo que a empresa possa se tornar inadimplente, pedirão spreads mais altos ou racionarão o crédito à empresa. Nesse caso, os investidores podem recorrer a acionistas, relutantes em emitir novas ações, ou a detentores de dívidas subordinadas, que temem ser pagos por último em caso de inadimplência.² De qualquer forma, há um atrito ou uma falha de mercado devido a uma possível insolvência e à hierarquia de passivos, o que provoca uma falha do teorema da irrelevância de Modigliani-Miller de finanças corporativas.³

O problema de endividamento excessivo pode ser entendido como um conflito (atrito) entre detentores de capital e detentores de dívida (ou entre detentores de dívida com diferentes níveis de antiguidade). Em um quadro típico de finanças corporativas, a maximização do valor do acionista não está

² Há também teorias baseadas em conflitos de agência entre gestores e acionistas (ver Hart e Moore, 1995).

³ Em seu nível mais básico, o teorema de Modigliani e Miller argumenta que, de acordo com algumas suposições, é irrelevante se uma empresa financia suas operações contraindo empréstimos, emitindo ações ou reinvestindo sua carteira.

alinhada à maximização do valor da empresa, simplesmente porque o fluxo de caixa dos acionistas (dividendos) difere do fluxo de caixa da empresa (ver Brunnermeier e Krishnamurthy, 2020b). O espaço entre esses objetivos aumenta à medida que a empresa mergulha mais fundo em dificuldades financeiras. À medida que a empresa se aproxima da inadimplência, o valor dos direitos dos detentores de capital encolhe para próximo a zero e, aos detentores de dívida pode ser devido o valor restante da empresa, seja ele qual for. Intuitivamente, a fonte da ineficiência decorre do fato de os acionistas não considerarem (“internalizarem”) o valor de recuperação da empresa em caso de falência. Portanto, quanto maior a probabilidade de inadimplência, maior a diferença entre os interesses de detentores de capital e detentores de dívida, agravando, assim, o efeito do endividamento excessivo.⁴

Da mesma forma, em Myers (1977) o subinvestimento resulta da menor antiguidade da dívida não garantida em relação aos investidores mais acima na ordem hierárquica. Em um modelo teórico de empresa, Myers mostra que se a empresa for muito arriscada, a emissão de mais dívida subordinada pode realmente reduzir o valor de mercado atual da empresa, já que ela não investe de maneira ideal. De forma mais geral, as empresas enfrentam um *trade-off* entre os incentivos fiscais comumente encontrados para emitir dívida e os custos crescentes de emissão de dívida à medida que a alavancagem aumenta.

Myers (1977) enfatiza que o efeito da dívida não é simplesmente uma questão de investimento em instalações e equipamentos; em vez disso, uma ampla gama de gastos discricionários pode ser distorcida pelo endividamento excessivo: “Há publicidade, vendas, melhoria de eficiência, incorporação de novas tecnologias e recrutamento e treinamento de empregados. Todas essas atividades exigem gastos discricionários. São opções que a empresa pode ou não exercer; e a decisão de exercer ou não depende do tamanho dos pagamentos que foram prometidos aos credores da empresa” (Myers, 1977: 156). Da mesma forma, Brunnermeier e Krishnamurthy (2020a) argumentam que um endividamento excessivo pode criar uma distorção que leva empresas com problemas financeiros a demitir trabalhadores, renunciar a gastos que mantêm o valor da empresa e a atrasar o pedido de falência por mais tempo do que é socialmente eficiente.

⁴ A assimetria gerada na inadimplência também explica por que os acionistas de empresas à beira de declarar falência podem optar por distribuir dividendos ou fazer apostas ineficientes com as linhas de crédito restantes e talvez evitar a reestruturação. Jensen e Meckling (1976) propõem uma teoria de risk-shifting (ou substituição de ativos) na qual acionistas altamente alavancados são incentivados a investir em projetos arriscados com valor presente negativo, pois podem colher os benefícios se a aposta der certo, ao mesmo tempo que declaram falência, à custa dos debenturistas, se a aposta der errado.

A próxima seção apresenta estatísticas descritivas sobre taxas de investimento em nível de empresa e correlação com medidas de alavancagem e risco corporativo. O foco recai sobre empresas listadas por duas razões. Primeiramente, como Brunnermeier e Krishnamurthy (2020a) e Myers (1977) argumentam, os conflitos entre diferentes tipos de detentores de passivos são mais relevantes para empresas maiores do que para empresas menores administradas por seus proprietários, ou empresas familiares. Em segundo lugar, a questão é saber se o efeito do endividamento excessivo também depende do risco da empresa, que varia ao longo do tempo, como sugerido por Hennessy, Levy e Whited (2007). A análise abaixo se baseia em informações sobre empresas listadas, pois os dados diários sobre as cotações de bolsas de valores permitem estimar a empresa.

Determinantes de investimento corporativo

Com base no trabalho seminal de Myers (1977) e na rica agenda de pesquisas que se seguiu, o Quadro 12.1 descreve uma teoria dos problemas de endividamento excessivo que implica que os impactos seriam mais severos à medida que o nível de endividamento ou o risco de inadimplência corporativa aumenta. Isso, por sua vez, pode resultar de choques que impactam negativamente as *valuations* das empresas ou aumentam sua volatilidade. O problema do endividamento excessivo provavelmente se aprofundaria em recessões; quando os fluxos de caixa são baixos, as *valuations* das empresas tendem a sofrer e a volatilidade geral pode aumentar.

Para ilustrar a relação entre alavancagem corporativa e investimento, a Figura 12.3 mostra taxas medianas⁵ de investimento, definidas como despesas de capital reais como uma parcela do total de ativos, para diferentes níveis possíveis de alavancagem, definidos como a razão dívida/total de ativos.⁶ Os dados mostram que o investimento está aumentando

⁵ A mediana ou 50º percentil é a quantidade no ponto médio em uma lista classificada e ascendente de valores observados em uma amostra. A mediana é considerada mais ilustrativa do que a média na presença de valores fora da curva, que é tipicamente o caso quando são usados conjuntos de dados em nível de empresa.

⁶ Para uma comparação justa entre regiões geográficas, intervalos de alavancagem comuns são considerados em vez de um critério mais estatístico, como quintis de alavancagem específicos da região. Os compartimentos ou intervalos considerados são (0, 0,1], (0,1, 0,2], (0,2, 0,4], (0,4, 0,6] e (0,6, ∞) e são projetados de tal forma que o grupo central contém a alavancagem média de 0,27 (27% de ativos) e a alavancagem mediana de 0,22 (22% de ativos) sobre a amostra completa. Um parêntese indica que a variável está estritamente dentro do intervalo relevante, enquanto um colchete indica que a variável também pode ser igual ao limite do intervalo indicado. Por exemplo (0,1,1,0) indica que a variável é maior que 0,1, mas pode ser menor ou

Quadro 12.1 Teoria simples do endividamento excessivo

Considere uma empresa com a oportunidade de investir em um projeto com custo I e pagamento sabido V . Naturalmente, a empresa está disposta a investir se $V > I$. Presuma agora que a empresa carrega um nível predeterminado de dívida D , adquirida antes que a oportunidade de investimento seja revelada e vencida no período do investimento. Nesse caso, a empresa somente investirá se $V > I + D$, uma condição mais rigorosa do que sem a dívida “herdada”. Em outras palavras, se $I < V < I + D$, então a empresa se absteria de realizar um investimento rentável com base em uma razão completamente não relacionada ao projeto: grande dívida herdada.^a

Agora imagine um grau de incerteza no pagamento $V(s)$ do projeto, onde s em S indexa o “estado da natureza”, S é o conjunto de possíveis estados ordenados de estados ruins para bons, e $V(\cdot)$ está aumentando e côncavo. Haverá um estado crítico em S tal que $V(s^*) = I + D$: as empresas estão felizes em investir em bons tempos $s > s^*$ e decidirem, de forma ideal, não investir durante recessões $s < s^*$. Em alguns estados da natureza, uma empresa financiada com dívidas de risco descartará valiosas oportunidades de investimento. Essa é o clássico endividamento excessivo ilustrado em Myers (1977).

Por fim, suponha que muitas empresas na economia sejam indexadas por i , e o estado da natureza corresponda a um componente idiossincrático (específico da empresa) z_i (pense, por exemplo, em produtividade em nível da empresa). Para fins ilustrativos, suponha que não haja estados agregados. Suponha também que há dois tipos de empresas: i) empresas “seguras”, com nível de produtividade $z_i = 1$ e pagamento $V_{\text{safe}} = V(1)$ seguros, e ii) empresas “arriscadas” com produtividade aleatória z_i extraída da distribuição normal de média unitária com desvio padrão σ , para as quais $V_{\text{risky}} = E[V(z_i)] < V(E(z_i)) = V(1) = V$ (a desigualdade vem da Desigualdade de Jensen aplicada à função côncava $V(\cdot)$). Intuitivamente, agentes avessos ao risco prefeririam o valor certo pelo valor esperado do que^b apostar na obtenção do valor esperado de todos os estados possíveis. Para o mesmo nível de D (e I), as empresas de risco terão mais dificuldade em atender à condição de investimento $V_i > I + D$, i em {seguro, arriscado}, porque $\sigma > 0$ induz $V_{\text{risky}} < V_{\text{safe}}$. Hennessy Levy e Whited (2007) apresentam uma teoria formal que prevê que o endividamento excessivo é mais pronunciado para empresas com alta alavancagem e altas probabilidades de inadimplência.

Resumindo, esse modelo simples prevê um endividamento excessivo mais forte quando as empresas carregam uma grande dívida pré-existente D , em estados de natureza ruins, como a crise da pandemia de Covid $s < s^*$, e para empresas de maior risco com alto σ . O núcleo da análise no texto principal deste capítulo foi desenvolvido para testar empiricamente essas previsões do modelo, encontrando fortes evidências de sua validade.

^a Uma suposição implícita é que a empresa começa sem nenhum outro ativo, sem fluxos de caixa futuros, e assim por diante. Para capturar o efeito de endividamento excessivo, no modelo há uma obrigação de dívida pública pré-existente com um cupom b perpétuo. O valor

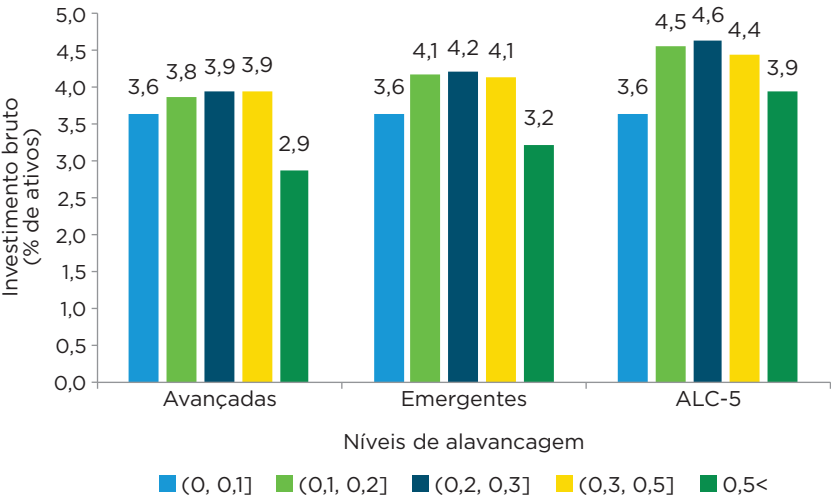
da dívida pública é denotado D: a dívida pública não pode ser renegociada. Essa suposição é feita por duas razões. Primeiro, o modelo deve capturar a distorção postulada por Myers (1977). A renegociação eliminaria a distorção. Em segundo lugar, a suposição é adotada no interesse do realismo. No mundo real, a dificuldade para renegociar dívida pública decorre dos custos de coordenação e dos problemas de free-riders (aproveitadores).

^b A Desigualdade de Jensen para uma função estritamente côncava $V(\cdot)$ afirma que $V(E[z]) > E[V(z)]$.

com a alavancagem para baixos níveis de alavancagem e, em seguida, diminuindo para altos níveis de alavancagem. Intuitivamente, ter um nível razoável de dívida corporativa é benéfico para financiar investimento e suavizar operações, mas alavancagem excessiva desloca a empresa para uma zona de vulnerabilidade, na qual a dificuldade financeira pode impedir o investimento.

A Figura 12.3 revela que o padrão de investimento por alavancagem é estável entre as regiões. As taxas de investimento atingem níveis

Figura 12.3 Taxas medianas de investimento em diferentes níveis de alavancagem



Fonte: Cálculos próprios com base em dados da Refinitiv (2022).

Nota: As taxas de investimento são medidas como despesas de capital brutas reais sobre o total de ativos, expressas em termos percentuais anuais. Os índices de alavancagem são medidos como a razão da dívida total sobre o total de ativos. A figura considera somente empresas com níveis de alavancagem estritamente positivos. O período amostral é do 1º trimestre de 2002 ao 4º trimestre de 2021. Um parêntese indica que a variável está estritamente dentro do intervalo, enquanto um colchete indica que a variável também pode ser igual ao limite do intervalo indicado. ALC-5: Brasil, Chile, Colômbia, México e Peru.

igual a 1,0, enquanto $[0,1,1,0)$ indica que a variável pode ser igual ou superior a 0,1, mas estritamente inferior a 1,0.

moderados de alavancagem entre 0,2 e 0,3 (20% e 30% dos ativos) em todas as regiões. Essas taxas de investimento máximas são de 3,9% dos ativos em economias avançadas, 4% em economias emergentes e 4,6% na América Latina e Caribe.

Por outro lado, taxas de investimento medianas tendem a cair significativamente no caso de níveis de alavancagem altos ou baixos. Por exemplo, para alavancagem inferior a 0,1, a taxa média de investimento está 22% abaixo do pico obtido para alavancagem entre 0,2 e 0,3 (3,6% contra 4,6% dos ativos) na América Latina e Caribe. Eventualmente, o endividamento excessivo tende a prejudicar o investimento e o crescimento. Por exemplo, as taxas de investimento caem de 3,9% para 2,9% dos ativos na comparação entre uma empresa típica com alavancagem no intervalo de 0,3 a 0,5 e uma empresa com alavancagem acima de 0,5 em economias avançadas; de 4,1% para 3,2% dos ativos em economias emergentes; e de 4,4% para 3,9% dos ativos na região.

A teoria, conforme delineada no Quadro 12.1, também sugere que um risco maior (maior probabilidade de inadimplência da empresa) deprimirá o investimento. A probabilidade de inadimplência de uma empresa pode ser estimada com base no trabalho de Merton (1974), conforme descrito no Quadro 12.2. O principal insight dessa metodologia é que o patrimônio de uma empresa pode ser visto como uma opção de compra sobre o valor de mercado subjacente da empresa (V), com um preço de exercício igual ao valor nominal da dívida da empresa (D). Merton então define a distância até a inadimplência (*distance-to-default*) como uma medida de risco corporativo: quanto maior essa distância, menor a probabilidade de inadimplência. Essa distância é o número de desvios padrão pelos quais a razão (log da razão) V/D deve se desviar de sua mediana para que a inadimplência ocorra.

A Figura 12.4 apresenta taxas medianas de investimento para diferentes níveis de distância até a inadimplência. Como previsto pela teoria, em geral, as taxas de investimento sobem à medida que a inadimplência aumenta ou à medida que o risco diminui. Essa relação positiva entre investimento e distância até a inadimplência torna-se menos acentuada à medida que a distância até a inadimplência aumenta, em grande parte porque algumas empresas com endividamento baixo também apresentam menor probabilidade de inadimplência e, portanto, investem pouco (ver Figura 12.3).

No outro extremo, à medida que o risco das empresas aumenta, as taxas medianas de investimento caem vertiginosamente conforme a probabilidade de inadimplência aumenta. Por exemplo, na região, empresas de maior risco — com distância até a inadimplência abaixo de 0,5 desvio padrão (empresas com aproximadamente 30% de probabilidade de

Quadro 12.2 Estimando a distância até a inadimplência em nível de empresa

As medidas de risco padrão em nível de empresa são construídas usando a estrutura distância até a inadimplência desenvolvida por Merton (1974). Esse método tem sido amplamente utilizado na literatura de finanças corporativas. A exposição aqui acompanha de perto a discussão em Gilchrist e Zakrajsek (2012).

A estrutura de Merton baseia-se em duas suposições simplificadoras. Primeiro, o valor de uma empresa (V) segue um movimento browniano geométrico (o tempo contínuo análogo a um discreto processo de caminhada de tempo aleatório):

$$\frac{dV}{V} = \mu_v dt + \sigma_v dW$$

onde μ_v representa o retorno esperado (continuamente composto) sobre V , σ_v rege a volatilidade do processo, e dW é um processo Wiener padrão. Em segundo lugar, para a rastreabilidade, supõe-se que a empresa emitiu apenas 1 título de desconto com vencimento em períodos T , ignorando, assim, cupons, dividendos, penalidades para vendas a descoberto e afins.

O principal insight é que, sob essas duas premissas, o patrimônio de uma empresa pode ser visto como uma opção de compra sobre o valor subjacente da empresa (V) com um preço de exercício igual ao valor nominal da dívida da empresa (D). De acordo com a teoria da precificação de opções de Black-Scholes-Merton, o valor do patrimônio líquido da empresa satisfaz:

$$E = V\Phi(\delta_1) - e^{-rT} D\Phi(\delta_2) \quad (1)$$

$$\text{onde } \delta_1 = \frac{\log\left(\frac{V}{D}\right) + (r + 0.5 \sigma_v^2) T}{\sigma_v \sqrt{T}}, \quad \delta_2 = \delta_1 - \sigma_v \sqrt{T},$$

r é a taxa diária livre de riscos (vencimento constante de um ano, rendimento do Tesouro), e Φ denota a CDF da distribuição normal padrão. A equação é resolvida para V e σ_v dadas as variáveis observáveis E (capitalização de mercado) e D . Depois de resolver iterativamente para V e σ_v , a distância até a inadimplência da empresa pode ser computada como: $V \sigma_v$

$$dd = \frac{\log\left(\frac{V}{D}\right) + (\mu_v - 0.5 \sigma_v^2) T}{\sigma_v \sqrt{T}} \quad (2)$$

O algoritmo iterativo é o seguinte:

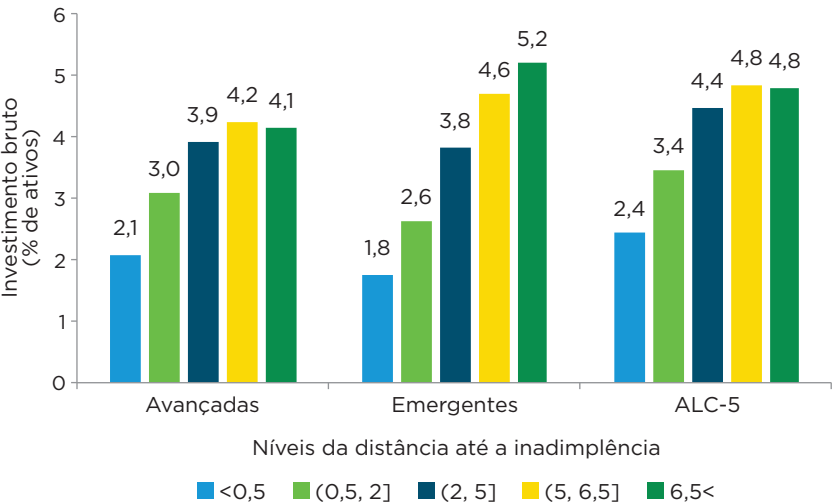
(continua na página seguinte)

- Presumir que o valor inicial $V = E + D$.
- Obter o retorno implícito da empresa como o log diário de retorno sobre os ativos, $dV = \Delta \log V$.
- Estimar a μ_v média e o desvio padrão σ_v do retorno da empresa ao longo de uma janela móvel de 250 dias.
- Obter uma nova estimativa usando V usando (1) para cada dia da janela móvel de 250 dias.
- Iterar até obter a convergência de V .
- Obte dd usando (2) e a probabilidade de inadimplência usando $pd = \Phi(-dd)$, onde $\Phi(\cdot)$ representa a função de distribuição cumulativa padrão normal.

Nessa estrutura, dd mede o número de desvios padrão que o log (V/D) deve desviar de sua média para que uma inadimplência ocorra.

O conjunto de dados neste capítulo segue a prática comum em agências de crédito de medir D como a soma da dívida de curto prazo da empresa e metade da dívida de longo prazo. O valor de mercado das empresas, V , é obtido por meio de sua capitalização de mercado, multiplicando-se o número de ações pela cotação diária da bolsa de valores.

Figura 12.4 Taxas medianas de investimento em diferentes níveis de distância até a inadimplência

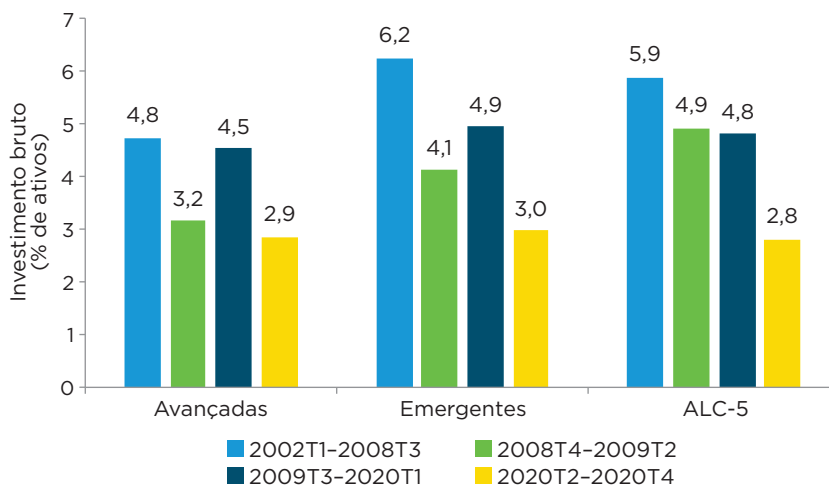


Fonte: Cálculos próprios com base em dados da Refinitiv (2022).
Nota: As taxas de investimento são medidas como despesas de capital brutas reais sobre o total de ativos, expressas em termos percentuais anuais. A medida da distância até a inadimplência é estimada usando-se a estrutura de Merton (1974) e medida em termos do número de desvios padrão pelos quais a razão (log da razão) valor de mercado/dívida total deve desviar-se de sua média histórica para que uma inadimplência ocorra; valores mais baixos significam que a empresa está mais próxima da inadimplência. O período amostral é do 1º trimestre de 2002 ao 4º trimestre de 2021. Um parêntese indica que a variável está estritamente dentro do intervalo relevante, enquanto um colchete indica que a variável também pode ser igual ao limite do intervalo indicado. ALC-5: Brasil, Chile, Colômbia, México e Peru.

inadimplir) — investem 2,4% dos ativos, metade da taxa de investimento observada para empresas mais seguras, com distância até a inadimplência acima de 6,5 (empresas com probabilidade praticamente zero de inadimplir). O desempenho diferente no investimento é mais acentuado em economias emergentes, onde a taxa média de investimento cai de 5,2% para 1,8% dos ativos, quando a empresa mais segura é comparada com empresas com menos de 0,5 desvio padrão de distância até a inadimplência (30% de probabilidade de inadimplência).

Em um nível mais macroeconômico, o investimento corporativo varia conforme o ciclo de negócios e choques sistêmicos, como a pandemia de Covid-19 e a crise financeira global. As taxas de investimento são em grande parte procíclicas e tendem a despencar durante crises e recessões (ver Lamont, 1995). Por exemplo, durante a crise financeira global, as taxas de investimento caíram de 4,8% para apenas 3,2% dos ativos em economias avançadas, e de 6,2% para 4,1% dos ativos em economias emergentes fora da América Latina e Caribe (um declínio de cerca de 3,3% em ambos os casos), embora tenham caído menos (17%) na América Latina e Caribe (ver Figura 12.5). Como resultado da pandemia, no entanto, as taxas de investimento caíram drasticamente em todas as regiões: 42% na América Latina, 39% em outras economias emergentes e 36% em economias avançadas.

Figura 12.5 O ciclo de negócios das taxas de investimento: tempos normais versus recessões



Fonte: Cálculos próprios com base em dados da Refinitiv (2022).

Nota: As taxas de investimento são medidas como despesas de capital brutas reais sobre o total de ativos, expressas em termos percentuais anuais. ALC-5: Brasil, Chile, Colômbia, México e Peru.

Dívida e risco: o impacto no investimento

Como o investimento pode se comportar depois da pandemia? Uma análise empírica do investimento simula os caminhos potenciais para futuros investimentos na região, dependendo das condições econômicas gerais. A metodologia consiste em estimar uma regressão de painel em que a variável dependente é o investimento, e as principais variáveis explicativas são alavancagem defasada (lev), risco corporativo defasado ou distância até a inadimplência (dd) e outras variáveis para capturar as características do balanço da empresa.⁷ Como se trata de uma regressão de painel e há muitas empresas em cada setor e país, as condições econômicas em cada setor e país podem ser levadas em conta com efeitos de setor, de país e de tempo. Em outras palavras, a análise de regressão tenta estimar os impactos da dívida e do risco no investimento, independentemente das condições econômicas gerais vigentes em cada período. Assim, o modelo empírico ou a equação estimado para empresa i no período t é o seguinte:

$$inv_{i,t} = \beta_1 lev_{i,t-j} + \beta_2 dd_{i,t-j} + \beta_3 (lev_{i,t-j} \cdot dd_{i,t-j}) + \gamma' Z_{i,t-j} + \alpha_{sct} + \alpha_i + \varepsilon_{i,t}$$

onde $inv_{i,t}$ é a taxa de investimento da empresa i no trimestre t (medida como a razão investimento bruto ou líquido/ativos), $lev_{i,t-j}$ é a razão de alavancagem (dívida/ativos) e $dd_{i,t}$ é a distância até a inadimplência. Z_{it} nessa equação representa uma série de variáveis das empresas, incluindo investimentos em dinheiro e de curto prazo, razão juros/cobertura e porte da empresa. Os efeitos fixos de setor, país e tempo são representados pela variável α_{sct} e os feitos fixos de empresa, α_i , também são incluídos para levar em conta as diferenças de produtividade entre empresas.

Se dívida maior resultar em investimento menor, o coeficiente β_1 deve ser menor que zero; no entanto, se maior risco resultar em menos investimento, o coeficiente β_2 deve ser maior que zero. Um coeficiente β_3 diferente de zero sugeriria uma interação entre o nível de endividamento e o nível de risco.

Os resultados indicam que maior alavancagem e maior risco impactam negativamente o investimento, especialmente em economias emergentes (ver Figura 12.6).⁸ Em outras palavras, os coeficientes β_1 y β_2 têm os sinais esperados e são estatisticamente significativos. O tamanho

⁷ O Quadro 12.2 descreve a metodologia usada para estimar medidas de distância até a inadimplência com variação no tempo em nível de empresa.

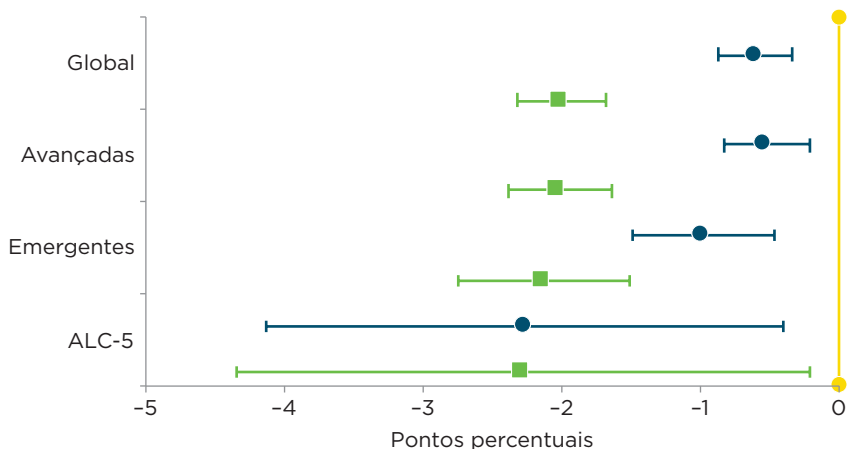
⁸ Economias avançadas: Alemanha, Austrália, Áustria, Bélgica, Canadá, Chipre, Cingapura, Dinamarca, Espanha, Estados Unidos, Finlândia, França, Grécia, Hong Kong, Holanda, Irlanda, Israel, Itália, Japão, Nova Zelândia, Noruega, Portugal, Coreia do Sul, Suécia, Suíça, Taiwan, Reino Unido e República Tcheca.

desses coeficientes também é quantitativamente importante. Por exemplo, a América Latina no Painel A apresenta um efeito negativo de -2,3 pontos percentuais (p.p.) de ativos, considerando-se taxas de investimento brutas ou líquidas. Isso significa que se a alavancagem aumentar de 20% para 50% dos ativos, mantidas inalteradas todas as outras coisas, a taxa bruta de investimento cairia da média de 5,6% para cerca de 4,9% para a empresa média latino-americana na amostra. Os resultados tendem a ser mais fortes para o investimento líquido do que para o bruto.⁹ Por exemplo, para o mesmo aumento de alavancagem acima, a taxa média de investimento líquido na região cairia de uma média próxima a zero por cento para -0,7% dos ativos. Por outro lado, o Painel B revela que, se o risco da empresa aumentar de tal forma que ela fique um desvio padrão mais próxima da inadimplência, novamente mantidas inalteradas todas as outras coisas, a taxa líquida de investimento cairia de zero por cento para -0,2% dos ativos.

Os resultados da Figura 12.6 revelam que o efeito negativo da alta alavancagem tende a ser uma ordem de magnitude maior do que o efeito

Figura 12.6 Impacto médio de dívida e risco no investimento corporativo

A. Alavancagem



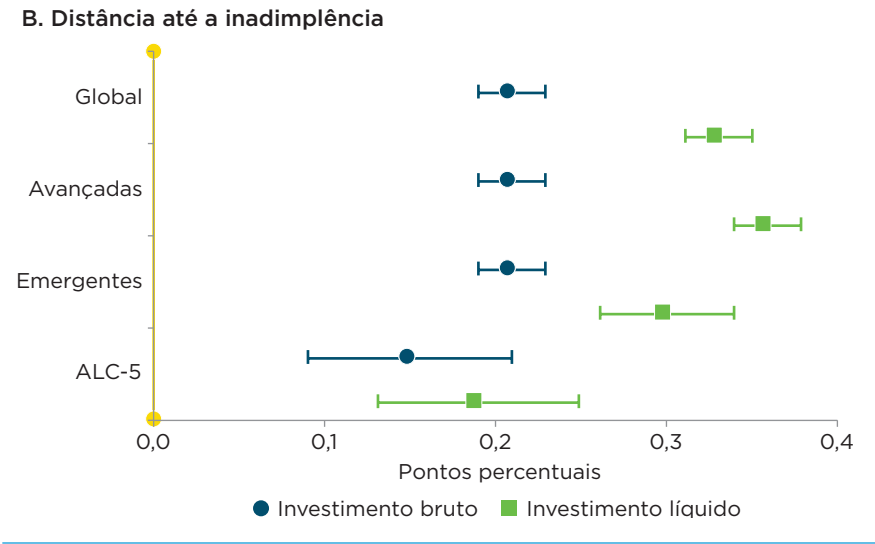
(continua na página seguinte)

Economias emergentes: África do Sul, Arábia Saudita, China, Colômbia, Emirados Árabes Unidos, Filipinas, Índia, Indonésia, Malásia, Paquistão, Polônia, Rússia, Tailândia, Turquia e Ucrânia.

América Latina e Caribe: Brasil, Chile, Colômbia, México e Peru.

⁹ Investimento líquido é o investimento bruto menos a depreciação. O investimento líquido pode ser positivo ou negativo, embora esse último implique uma queda no estoque de capital.

Figura 12.6 Impacto médio de dívida e risco no investimento corporativo *(continuação)*

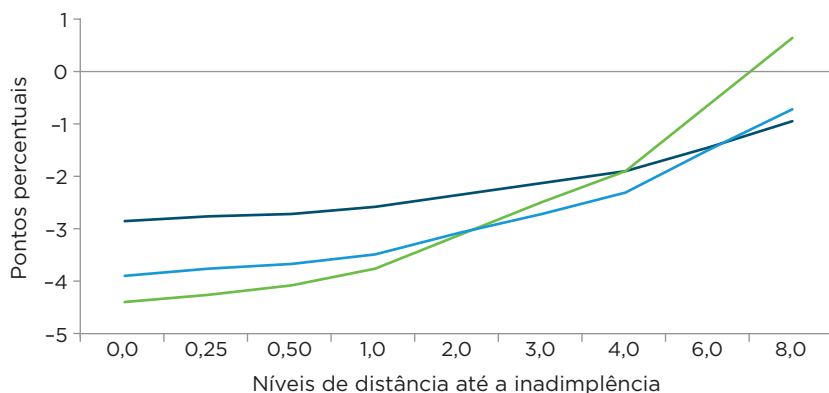
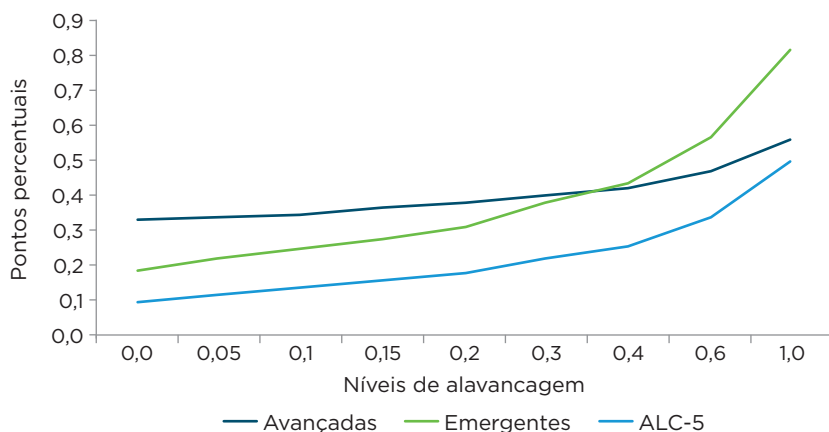


Fonte: Cálculos próprios com base em dados da Refinitiv (2022).
Nota: As figuras apresentam os efeitos totais da alavancagem (Painel A) e da distância até a inadimplência (Painel B) nas taxas de investimento. Os efeitos totais de alavancagem são avaliados pelo valor mediano da alavancagem e vice-versa. As taxas de investimento são medidas como despesas de capital líquidas sobre ativos totais (em termos percentuais anuais). A alavancagem é medida como a razão dívida total/total de ativos. A distância até a inadimplência é estimada usando-se a estrutura de Merton (1974). O período amostral é do 1º trimestre de 2002 ao 4º trimestre de 2021.

negativo do alto risco corporativo, quando se analisa a empresa média na América Latina ou em outras regiões do mundo. No entanto, a situação muda significativamente quando são avaliadas empresas fora da média. Como explicado acima, o impacto negativo do alto endividamento no investimento tende a ser amortecido para empresas seguras com grandes distâncias até a inadimplência (por meio de um coeficiente de interação positivo, β_3 na equação).

A Figura 12.7, Painel A mostra coeficientes de endividamento excessivo para empresas com diferentes valores de distância até a inadimplência, que variam de empresas de maior risco à beira da inadimplência (representadas pela distância até a inadimplência igual a 0, no Painel A) a empresas com grau de investimento sem risco de inadimplência (representadas por uma distância até a inadimplência igual a 8, no Painel A). Como referência, a empresa típica na amostra apresenta uma distância até a inadimplência igual a 4.

O efeito total do endividamento excessivo na região varia de cerca de -3,9 p.p. do total de ativos para empresas de maior risco (distância até a inadimplência igual a zero) a cerca de -1 p.p. para empresas

Figura 12.7 Complementaridade positiva entre alavancagem e risco**A. Alavancagem****B. Distância até a inadimplência**

Fonte: Cálculos próprios com base em dados da Refinitiv (2022).

Nota: As figuras mostram os efeitos totais da alta alavancagem (Painel A) e da distância até a inadimplência (Painel B) nas taxas de investimento. Os efeitos totais para alavancagem são avaliados em diferentes valores de distância até a inadimplência, enquanto os efeitos totais da distância até a inadimplência são avaliados em valores típicos de alavancagem de empresas. As taxas de investimento são medidas como despesas de capital líquidas sobre total de ativos (em termos percentuais anuais). A alavancagem é medida como a razão dívida total/ total de ativos. A distância até a inadimplência é estimada usando-se a estrutura de Merton (1974). O período amostral é do 1º trimestre de 2002 ao 4º trimestre de 2021.

mais seguras (distância até a inadimplência igual a 8). Cabe lembrar que o efeito da linha de base para a empresa mediana é de -2,3 p.p. (distância até a inadimplência igual a 4). Economias emergentes e avançadas mostram diferenças importantes. Por exemplo, empresas à beira da inadimplência em outras economias emergentes sofrem um efeito de endividamento excessivo maior (-4,5 p.p.) do que suas análogas em economias avançadas (-2,9 p.p.). Notavelmente, no outro extremo,

empresas mais seguras em economias avançadas ainda apresentam um endividamento excessivo negativo de -1 p.p., enquanto em economias emergentes fora da América Latina e Caribe essas empresas apresentam um efeito positivo da alavancagem sobre o investimento de 0,6 p.p. No geral, o efeito negativo da alta alavancagem sobre o investimento está diminuindo na distância até a inadimplência corporativa e pode até se tornar positivo para algumas empresas com probabilidade de inadimplência próxima a zero.

Para ilustrar a complementaridade positiva entre alavancagem e distância até a inadimplência, a Figura 12.7, Painel B mostra o efeito da distância até a inadimplência no investimento para empresas com valores selecionados de alavancagem, indo de empresas com dívida zero até empresas com alavancagem igual a 1 (ou seja, com uma relação dívida/ativos de 100%). Os países da América Latina e Caribe apresentam o menor efeito positivo da distância até a inadimplência no investimento, em comparação com outras economias em todo o mundo, para todos os níveis de alavancagem considerados. Por exemplo, uma empresa típica na América Latina e o Caribe com alavancagem mediana igual a 0,2 (20% dos ativos) apresenta um efeito positivo de 0,17 p.p. de ativos, ou seja, 43% ($100 \times (1 - 0,17/0,30)$) abaixo do efeito estimado para outras economias emergentes (54% abaixo do efeito estimado para economias avançadas). Empresas altamente alavancadas em outras economias emergentes fora da América Latina e Caribe têm a maior complementaridade positiva entre dívida e distância até a inadimplência. Por exemplo, uma empresa típica de economia emergente com uma relação dívida/ativos de 1 apresenta um efeito positivo de 0,81 p.p. em comparação com 0,55 p.p. em economias avançadas e 0,49 na América Latina.

Aprendendo com o passado: balanço empresarial e comportamento do investimento durante uma crise econômica

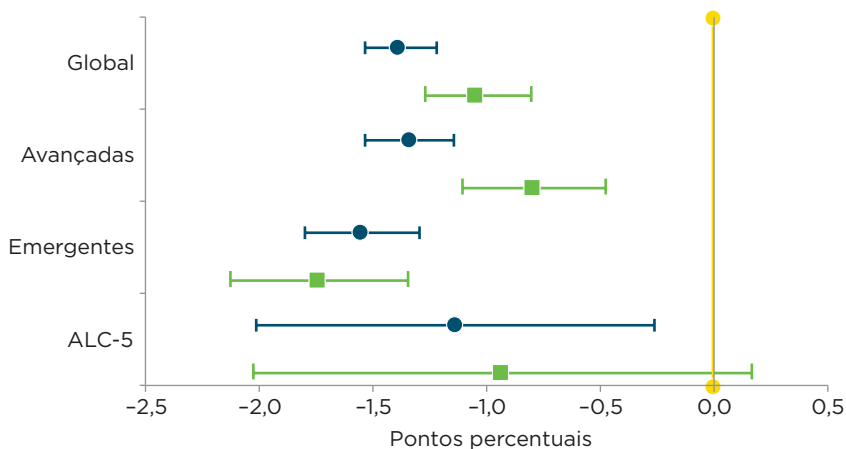
A crise da Covid-19 provocou a queda mais significativa do PIB na América Latina e Caribe em um único ano no registro da história (ver Cavallo e Powell, 2021). Não surpreende que o investimento corporativo tenha despencado. Mas o que acontecerá durante a fase de recuperação? Qual é o desempenho de empresas que entram na pandemia com dívidas relativamente altas durante a fase de recuperação, em comparação com empresas de baixa alavancagem? Como a recuperação da pandemia se compara com outras recessões mundiais, como a crise financeira global? Nesta seção, o comportamento do investimento em recessões anteriores é analisado para esclarecer essas perguntas.

Uma metodologia denominada diferença em diferenças é usada para comparar empresas com alta alavancagem com empresas com baixa alavancagem, antes e depois de um período de crise. Uma empresa com alta alavancagem é definida como tendo uma taxa de alavancagem acima da mediana da amostra no ano anterior à crise em análise. A técnica considera outras características das empresas que variam ao longo do tempo, como risco e porte, e inclui efeitos fixos de empresa para levar em conta diferenças persistentes entre empresas, como diferentes níveis de produtividade. Os resultados dessa análise apontam para um efeito negativo sistemático da alta alavancagem ex-ante no desempenho de investimento em nível de empresa durante/após uma recessão econômica. Isso significa que empresas que entram em uma recessão com alavancagem acima da mediana reduzem significativamente mais o investimento (em relação ao período pré-crise) do que empresas com baixa alavancagem — um efeito clássico do endividamento excessivo (ver Figura 12.8).

O impacto negativo da dívida no investimento é mais forte quando se analisam taxas de investimento líquidas (Painel A) em relação a taxas de investimento bruto (Painel B). Por exemplo, em economias avançadas e emergentes, empresas com alta alavancagem reduziram as taxas de investimento líquido em 0,8 p.p. e 1,7 p.p., respectivamente, mais do que empresas de baixa alavancagem, durante a crise financeira global, e em

Figura 12.8 Efeitos substanciais do endividamento excessivo após recessões econômicas

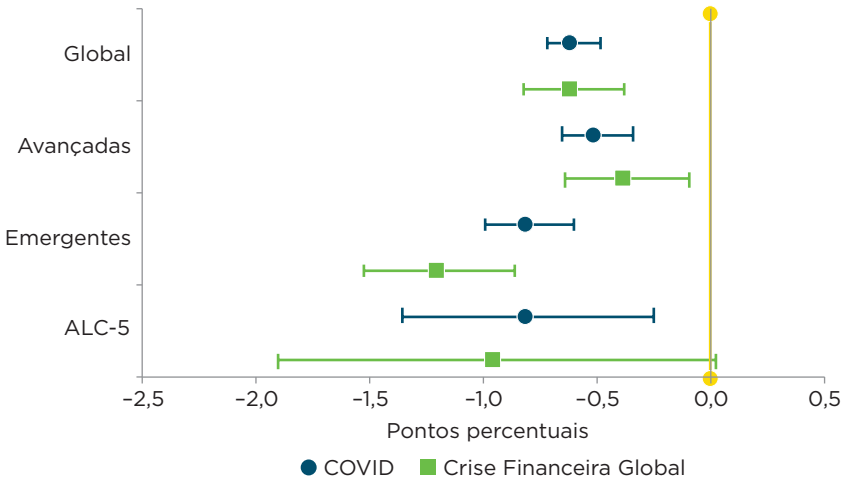
A. Investimento líquido



(continua na página seguinte)

Figura 12.8 Efeitos substanciais do endividamento excessivo após recessões econômicas (continuação)

B. Investimento bruto



Fonte: Cálculos próprios com base em dados da Refinitiv (2022).
Nota: As figuras mostram coeficientes de diferença em diferenças que medem o desempenho diferencial do investimento, após uma crise, de empresas com alta alavancagem em relação a empresas com baixa alavancagem. Para a crise financeira global, o primeiro período de crise é o 3º trimestre de 2008, enquanto para a Covid, o período de choque é o 1º trimestre de 2020. As taxas de investimento são medidas como despesas de capital líquidas (Painel A) ou investimento bruto (Painel B) sobre o total de ativos (em termos percentuais anuais). O valor corporativo é medido como a razão dívida total/total de ativos. O período amostral é do 1º trimestre de 2002 ao 4º trimestre de 2021.

1,3 p.p. e 1,5 p.p. durante toda a pandemia. Na América Latina e Caribe, os resultados são estimados em torno de -1 p.p. em ambas as crises, embora os resultados para a região não sejam estatisticamente significativos durante a Crise Financeira Global.

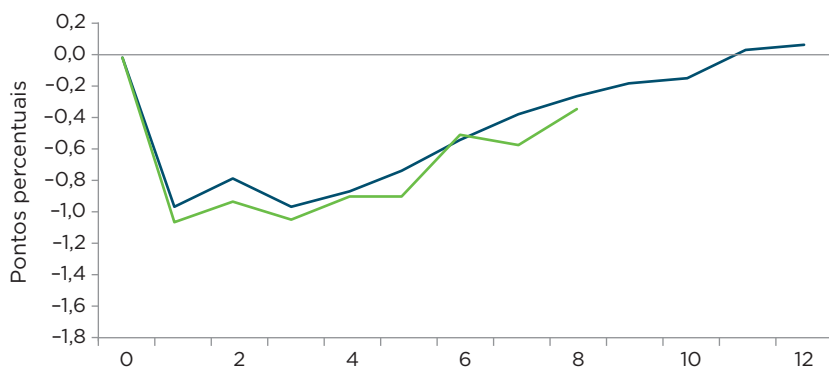
O perigo de um atraso: endividamento excessivo e recuperação econômica

Uma questão importante quando se olha para o futuro é quanto tempo o efeito do endividamento excessivo corporativo persiste após uma recessão mundial. A metodologia usada para abordar essa questão, conhecida como projeções locais, capta a resposta dinâmica do investimento corporativo após uma crise econômica. Mais uma vez, a comparação é entre empresas com alta alavancagem e empresas com baixa alavancagem, antes e depois da crise. Nesse caso, uma análise de painel de projeções locais permite que os efeitos fixos levem em conta diferenças persistentes entre empresas e considera outras características da empresa que variam no tempo.

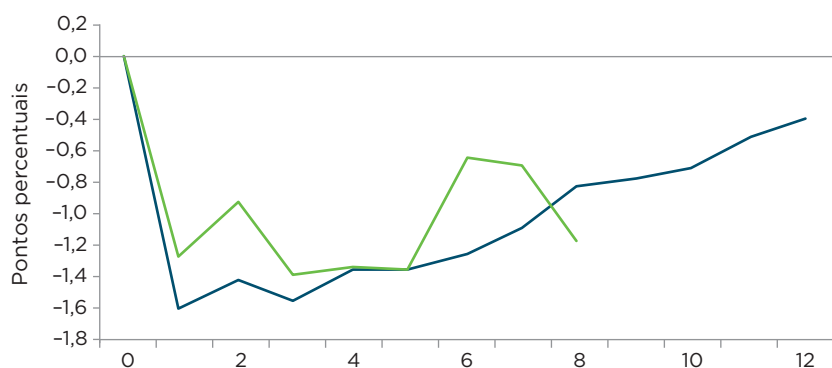
Os coeficientes na Figura 12.9 ilustram o desempenho diferencial do investimento na sequência de uma crise, de empresas com alta alavancagem em relação a empresas com baixa alavancagem, medida em pontos percentuais do total de ativos. A Figura 12.9, Painel A mostra os resultados para todos os países no conjunto de dados agrupado. Como na seção anterior, os resultados confirmam um efeito significativo do endividamento excessivo durante recessões econômicas, uma vez que empresas altamente alavancadas reduzem significativamente mais o investimento do que empresas com baixa alavancagem. Os resultados quantitativos são visivelmente robustos em todas as regiões, com efeito de impacto de cerca de 1 p.p. durante o primeiro ano (4 trimestres) após o choque. O efeito estimado parece persistir por de dois a três anos em economias tanto avançadas (Painel C) quanto emergentes (Painel B), enquanto na

Figura 12.9 Endividamento excessivo e recuperações lentas do investimento após grandes recessões

A. ALC-5



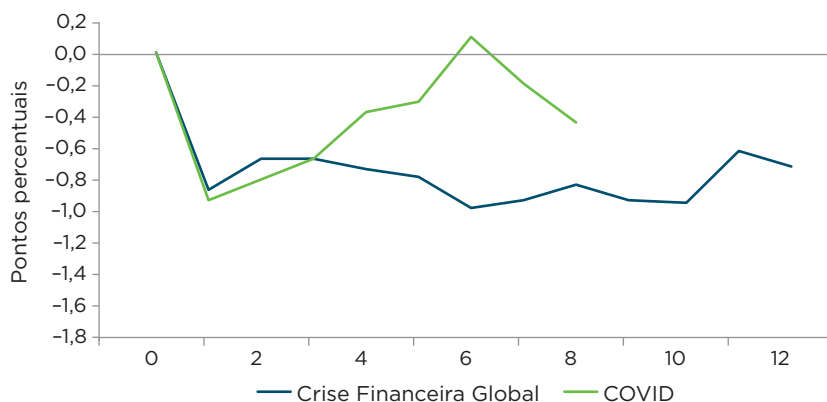
B. Economias emergentes



(continua na página seguinte)

Figura 12.9 Endividamento excessivo e recuperações lentas do investimento após grandes recessões (continuação)

C. Economias avançadas



Fonte: Cálculos próprios com base em dados da Refinitiv (2022).

Nota: As figuras mostram coeficientes dinâmicos baseados em Projeções Locais (Jordà, 2005), medindo o desempenho diferencial do investimento na sequência de uma crise, de empresas com alta alavancagem em relação a empresas com baixa alavancagem, em pontos percentuais do total de ativos. O eixo x representa trimestres após o choque da crise. Para a crise financeira global, o primeiro período é o 3º trimestre de 2008 e para a crise da Covid-19, 1º trimestre de 2020. As taxas de investimento são medidas como despesas de capital líquidas sobre total de ativos (em termos percentuais anuais). A alavancagem corporativa é medida como a razão dívida total/total de ativos. O período amostral é do 1º trimestre de 2002 ao 4º trimestre de 2021. ALC-5: Brasil, Chile, Colômbia, México e Peru.

América Latina (Painel A) a crise financeira global gerou um efeito de endividamento excessivo mais prolongado do que a pandemia em curso.

Desafios de políticas

A crise deixou as empresas da região com ativos fixos mais baixos, mas níveis de endividamento, em média, semelhantes aos anteriores à pandemia. No entanto, as empresas também enfrentam totais de passivos mais elevados, *valuations* mais baixas do mercado de ações e altos níveis de incerteza. As evidências apresentadas neste capítulo sugerem que a combinação entre maior risco e dívida pode afetar negativamente o investimento e que esse efeito é pior durante crises e pode ser persistente. Assim, há o perigo de que a recuperação econômica seja postergada por anos.

Os países apoiaram as empresas por meio de diferentes tipos de programas durante a pandemia, sendo os mais relevantes a moratória de empréstimos, normas de emissão de relatórios flexíveis para os bancos, e programas de garantia para dar continuidade aos fluxos de crédito, apesar da profunda recessão e da incerteza provocada pela pandemia.¹⁰

¹⁰ Ver Powell e Rojas-Suarez (2020) para uma discussão.

Esses programas parecem ter proporcionado um alívio muito necessário. Mas agora os países estão eliminando gradualmente a prorrogação do pagamento de empréstimos para recuperar a transparência e a disciplina regulatória nos sistemas financeiros e reduzindo os programas de garantia excepcional à medida que a economia se recupera. Nessa nova fase de recuperação após o pior da pandemia, a pergunta é: que políticas ajudariam mais as empresas a reconstruir o estoque de capital em níveis ao menos iguais aos anteriores à pandemia?

Infelizmente, qualquer subsídio para promover investimentos que não venha com monitoramento rígido pode ter consequências não intencionais. Os fundos são fungíveis e as empresas podem usar recursos adicionais conforme lhes convém. A eventual decisão da empresa de investir refletirá a negociação entre as diferentes partes interessadas: investidores em ações (que podem optar por correr mais risco, pois estão protegidos por responsabilidade limitada), detentores de dívidas existentes (que gostariam de desfrutar de quaisquer garantias adicionais) e gestores que podem ter outros incentivos (por exemplo, mais interesse em aumentar o porte da empresa do que em minimizar custos ou maximizar o valor dos acionistas). Como mostrado nas seções quantitativas deste capítulo, a combinação de dívida e risco pode agir para reduzir o investimento, e esses tipos de falha de coordenação tendem a aumentar durante crises econômicas e quando a incerteza é alta.

Além disso, a pandemia teve efeitos desastrosos em alguns setores, enquanto outros foram menos atingidos, e algumas empresas estão bem posicionadas para aproveitar novas formas de fazer negócios e novas tecnologias decorrentes da revolução digital. Políticas mais direcionadas, que fazem a distinção entre empresas e levam em conta suas características específicas, seriam altamente benéficas.

Para empresas com endividamento relativamente baixo e perspectivas econômicas razoavelmente boas, se a intervenção for absolutamente justificada, garantias sobre novas dívidas podem ser uma ferramenta de política útil. Mas para empresas cuja combinação de dívida e risco é alta, garantir mais empréstimos pode levar a uma alavancagem ainda maior com efeitos prejudiciais para investimentos subsequentes. Uma alternativa seria oferecer um instrumento do tipo participação no capital ou uma combinação de participação no capital e instrumento de dívida. Essa abordagem foi adotada em algumas economias avançadas durante a Crise Financeira Global com algum sucesso, pois ajudou a recapitalizar empresas em dificuldade e mitigar o endividamento excessivo. As injeções de capital também têm a vantagem de permitir aos investidores colher os benefícios quando a economia se recuperar. No entanto, na América

Latina e Caribe, as injeções de capital são frequentemente associadas a nacionalização e mudança de controle. Esse não seria o objetivo aqui. Ao contrário, a ideia seria que os investimentos fossem administrados por um fundo de investimento sob gestão profissional (por exemplo, um fundo fiduciário público-privado), com uma forte cultura do setor privado que buscasse lucrar com seus investimentos e fosse livre de influência política.¹¹ A governança e o profissionalismo da instituição seriam fundamentais para o seu sucesso. Instituições financeiras internacionais como o BID-Invest ou a Corporação Financeira Internacional (parte do Grupo Banco Mundial) estão bem posicionadas para fornecer aconselhamento e financiamento potencial, e até mesmo para participar da instituição, se apropriado.

Nos casos em que o endividamento é particularmente alto, pode ser preferível renegociar a estrutura financeira da empresa antes de considerar novos investimentos, seja por meio de dívida ou de capital próprio. Considere uma empresa com uma carga de dívida relativamente alta e uma oportunidade de investimento muito atraente. Se os lucros do projeto superarem os pagamentos já comprometidos junto aos credores, a renegociação do contrato de dívida pode ser do interesse de ambas as partes, se a alternativa for simplesmente perder a oportunidade.¹²

É importante que os procedimentos de recuperação judicial das dívidas dos países sejam considerados justos e eficientes. No entanto, ainda há muito trabalho a ser feito nessa área na região. Talvez seja surpreendente que relativamente poucas empresas buscaram proteção formal contra a falência dos credores durante a pandemia. Em parte, isso pode ser devido a políticas de apoio dos governos, mas também pode refletir a percepção de que esses processos são dispendiosos e muitas vezes imprevisíveis. Em vez disso, as empresas podem ter buscado rotas informais por meio de negociações diretas e bilaterais com as partes interessadas. Processos de insolvência dispendiosos e imprevisíveis também podem afetar o comportamento das empresas existentes, evitando a inovação e a assunção de riscos, e induzindo quantidades excessivas de liquidez preventiva para evitar esses procedimentos a todo custo.

Conforme discutido no Capítulo 11, empresas de pequeno e médio portes parecem ter sofrido mais na crise do que empresas maiores e listadas (o foco deste capítulo). Empresas de grande porte que sofrem menos com restrições de acesso ao crédito são mais propensas a ter alta alavancagem

¹¹ Ver Powell e Rojas-Suarez (2022) para uma proposta semelhante.

¹² Brunnermeier e Krishnamurthy (2020b) analisam esse tipo de situação e concluem que a reorganização é preferível, dependendo de um conjunto de suposições.

e a sofrer um problema de endividamento excessivo à la Myers (1977). Empresas menores são mais propensas a enfrentar restrições de empréstimos e, portanto, podem ser salvas de um endividamento excessivo. Assim, a assistência a essas entidades menores pode assumir a forma de facilitação do acesso ao crédito. Mas essas empresas já eram alvo de programas de garantia em larga escala em vários países, e algumas podem ter acumulado dívidas mais altas e estar em setores que sofreram efeitos persistentes como resultado da pandemia. Para que as políticas de garantia sejam mantidas, é importante assegurar que apenas sejam empregadas garantias parciais para que esses bancos mantenham investimento próprio suficiente para evitar conceder empréstimos a empresas inviáveis na fase de recuperação.

Existe um certo paralelo entre reestruturação de dívida para empresas e para soberanos, como discutido no Capítulo 10. Assim como pode ser do interesse de credores comerciais reestruturar as dívidas de uma empresa para que ela possa continuar a investir em oportunidades rentáveis, pode ser do interesse de credores comerciais reestruturar a dívida soberana em caso de dívida soberana excessiva, conforme discutido no Capítulo 8.¹³ Uma dívida soberana excessiva pode reduzir o investimento (público e privado) bem como o crescimento, o que diminuiria o tamanho do bolo para todos os credores. Da mesma forma, pode ser do interesse dos credores de uma empresa reestruturar a dívida, caso isso permita à empresa sobreviver, escapar de um endividamento excessivo, contrair mais empréstimos, investir mais e aumentar lucros para pagar todos os passivos restantes.

Os formuladores de políticas enfrentam um ambiente extremamente desafiador após a pandemia de Covid-19, e agora a normalização monetária em economias avançadas e a guerra russa na Ucrânia somam-se à incerteza econômica. Políticas de apoio ideais para empresas precisam, em última análise, equilibrar o *trade-off* entre permitir um processo de realocação saudável e deixar, de forma ineficiente, que empresas viáveis venham a falir.¹⁴ As políticas precisarão passar cada vez mais de programas não diferenciados em larga escala para um apoio mais direcionado. Os formuladores de políticas na região devem permanecer atentos a níveis de dívida e riscos no setor corporativo, dado seus potenciais impactos negativos no investimento. A escala e o tipo de apoio devem ser ajustados cuidadosamente a muitos fatores, incluindo ritmo de investimento, espaço fiscal e capacidade institucional.

¹³ Ver Krugman (1988) para uma discussão sobre o alívio da dívida soberana sob essa luz.

¹⁴ Ver Powell e Rojas-Suarez (2022) para um conjunto de recomendações para apoiar empresas da região na recuperação pós-pandemia.

A conclusão sobre a dívida

A dívida aumentou em todo o mundo, e a região da América Latina e Caribe não é exceção. A dívida total subiu para cerca de 140% do PIB, ou US\$ 5,2 trilhões, para as cinco maiores economias, e para 117% do PIB, ou US\$ 5,8 trilhões, para a região.¹

Os índices da dívida pública na região subiram para 57% do PIB em 2019 e saltaram para 71% do PIB durante a pandemia, impulsionados pela recessão, por receitas menores e por pacotes de apoio fiscal. A dívida serviu para financiar gastos maiores com saúde, transferências e isenções fiscais para famílias e empresas, enquanto o investimento público diminuiu. As projeções de linha de base sugerem que os índices da dívida podem aumentar nos próximos um ou dois anos, dadas as baixas taxas de crescimento e a consolidação apenas gradual, antes de começarem a cair à medida que o crescimento retomar as tendências de longo prazo.

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

Ainda assim, as medidas-padrão de liquidez aumentaram, e ambos os lados dos balanços dos setores público e privado — não apenas os passivos — devem ser considerados. A integração financeira global elevou tanto ativos quanto passivos externos. Enquanto os passivos externos da região subiram para cerca de 125% do PIB, os ativos externos também cresceram durante a pandemia, para mais de 75% do PIB. Esses ativos incluem as reservas internacionais dos bancos centrais, bem como o investimento

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

privado em empresas estrangeiras, contas bancárias e outros ativos financeiros. Trabalhos empíricos sugerem que níveis mais elevados de reservas podem reduzir significativamente as vulnerabilidades, incluindo aquelas provocadas por níveis mais altos de endividamento.

Além de reservas internacionais, os países mantêm reservas fiscais, fundos soberanos e de estabilização de commodities, linhas de swap com autoridades de outros países e linhas contingentes com FMI e bancos multilaterais de desenvolvimento (BMDs). Embora este livro se concentre principalmente em questões de dívida em toda a região, uma análise mais detalhada dos riscos de cada país deve levar em conta os ativos líquidos (no mínimo) e outras fontes de liquidez. Linhas contingentes de contrapartes confiáveis podem desempenhar um papel importante na redução de vulnerabilidades e podem ganhar tempo na implementação de políticas para corrigir problemas mais estruturais.

Ao mesmo tempo, o contexto econômico global tornou-se altamente incerto. Juntos, os impactos da pandemia e a possibilidade de novas variantes de Covid, a invasão russa da Ucrânia e seu impacto no crescimento global, a desaceleração da China, a inflação nos preços particularmente da energia e dos alimentos, o aumento das taxas de juros globais e a volatilidade do mercado de ações criaram um ambiente econômico altamente desafiador. Este livro revisa estudos anteriores e apresenta novas pesquisas sobre a dívida na América Latina e Caribe. Este capítulo resume suas conclusões e apresenta recomendações gerais de políticas.

Dívida pública: hora de agir

A dívida pública desempenha um papel crítico para que os países busquem projetos de investimento público, implementem políticas anticíclicas e forneçam apoio às economias diante de choques negativos. No entanto, se a dívida pública se tornar demasiadamente alta ou não for administrada com cautela suficiente, os custos dos juros podem aumentar, as perspectivas de crescimento podem ser prejudicadas e, no limite, uma onerosa crise de dívida pode ser deflagrada.

Um padrão de aceleração da dívida

A dívida pública ultrapassou 70% do PIB para América Latina e Caribe em 2020. A dívida pública havia subido antes da pandemia, com picos de dívida repentinos respondendo por grande parte do aumento. Os picos ocorreram principalmente durante períodos de estresse, alimentados por uma combinação de baixo crescimento, altos déficits fiscais, pagamentos de juros crescentes, depreciações cambiais e significativos passivos

extraorçamentários e não financiados. Em tempos bons, padrões simétricos para reduzir a dívida foram muito menos comuns.

Esse padrão de aumentos da dívida na região aponta para a necessidade de instituições fiscais mais fortes para definir objetivos de médio prazo confiáveis e sustentáveis para limitar os picos de endividamento e, quando necessário, promover períodos de redução da dívida. As regras fiscais podem ajudar. Menos da metade dos países da região tinha regras fiscais em vigor antes da pandemia. Onde existiam, as regras foram suspensas durante a emergência sanitária, e os países lutaram para retornar aos resultados dentro das regras. A presença de uma regra não é suficiente para melhorar o desempenho fiscal; a qualidade dessa regra também é importante. Os ingredientes fundamentais são bases jurídicas sólidas, mecanismos de execução confiáveis, um conselho fiscal independente, flexibilidade para lidar com choques e cláusulas de escape bem definidas.

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

Melhorar as instituições fiscais não implica gastos fiscais antecipados ou corte de benefícios, mas pode aumentar significativamente a credibilidade da política fiscal, reduzir a percepção de risco e, assim, baixar o nível das taxas de juros e o custo do financiamento. Por exemplo, o fortalecimento de conselhos fiscais independentes promoveria uma política fiscal responsável e eficaz e aumentaria a credibilidade da política fiscal no médio prazo, contribuindo para reduzir os níveis de endividamento. A complementaridade das instituições fiscais também é essencial. De um modo mais geral, uma combinação de reformas e melhores instituições ajudaria a promover estabilizadores automáticos, que eliminam a necessidade de aumentos de difícil reversão nas despesas discricionárias, a atenuar o comportamento procíclico de déficits e taxas de juros, a monitorar as fontes potenciais de passivos não financiados para limitar aumentos imprevistos nos índices de endividamento e a promover o crescimento dos mercados de capitais domésticos.

Sustentabilidade da dívida

A pandemia criou a necessidade de gastos acentuadamente mais altos, ao mesmo tempo em que reduziu as receitas fiscais, aumentando, assim,

ainda mais a dívida pública. Naturalmente, a preocupação é se esse aumento da dívida provocará problemas de sustentabilidade, uma nova crise da dívida e mais uma década perdida para a região. A sustentabilidade da dívida é complexa: está relacionada com o conceito de solvência, mas também incorpora elementos de fluxo de caixa, para garantir que não ocorra uma crise de dívida devido a uma falta temporária de recurso. Além disso, a sustentabilidade hoje depende crucialmente da ação esperada no futuro. Onde houver confiança de que os países agirão para reduzir déficits e obter superávits primários para reduzir a dívida em tempos melhores, níveis de dívida mais altos poderão ser sustentados. No entanto, as dúvidas de que os países reagirão adequadamente elevam as taxas de juros e reduzem o investimento e o crescimento, aumentando não apenas a quantidade de consolidação necessária, mas, em última análise, também os riscos. Esses riscos podem empurrar os países — mesmo aqueles com fundamentos mais sólidos — para uma zona de perigo, na qual uma crise de liquidez ou autorrealizável pode ocorrer.

Estimativas baseadas em dados históricos sugerem que, no passado, a resposta fiscal média a níveis de dívida mais elevados em toda a região teria sido suficiente para manter a sustentabilidade, mas insuficiente para reduzir o endividamento a níveis prudentes. Reduzir a dívida o suficiente para reduzir riscos de forma mais agressiva exigiria um esforço fiscal adicional.

Além da sustentabilidade: níveis prudentes de endividamento

Níveis prudentes de endividamento são estimados significativamente abaixo da trajetória atual da linha de base. As estimativas de cada país dependem de um amplo conjunto de características. Um nível prudente de endividamento limita os custos dos juros, reduzindo a quantidade de consolidação necessária, proporciona espaço para investimentos de alta qualidade, permite maior financiamento na presença de choques negativos adicionais e reduz o risco de uma crise da dívida. Níveis cautelosos dependem criticamente da qualidade das instituições fiscais. Instituições como regras fiscais ancoradas na dívida, consistentes com agregados macrofiscais, podem reforçar uma estratégia fiscal de médio prazo confiável e aumentar a confiança de que déficits mais altos em tempos ruins serão acompanhados por superávits mais altos quando o crescimento for forte. Em conjunto, esses fatores levam a índices de dívida sustentáveis mais elevados. Como resultado, essas regras fiscais também podem ajudar a reduzir os custos de financiamento e a diminuir a probabilidade de paradas bruscas de fluxos de capitais. Melhorar as instituições, portanto, é

tão importante quanto reduzir a dívida. Um esforço conjunto para melhorar as instituições fiscais e reduzir os níveis de endividamento público para níveis mais prudentes aumentaria a credibilidade e combateria os riscos crescentes oriundos de taxas de juros mais altas, do dólar forte e dos preços voláteis das commodities.

Excesso de endividamento público: uma ameaça ao crescimento

Os altos níveis atuais de endividamento em muitos países também reduzem o crescimento. A dívida mais alta impulsiona o crescimento em níveis de dívida mais baixos, principalmente se os gastos adicionais estiverem centrados no investimento, não no consumo. No entanto, em níveis elevados de endividamento, o crescimento diminui à medida que a dívida aumenta. O investimento público cai, os custos de financiamento aumentam e o investimento privado diminui conforme os níveis de endividamento disparam. O excesso de endividamento público tende a se estabelecer em níveis de dívida acima de 60% do PIB, em média, para a região, embora os níveis para cada país individualmente dependam dos fatores específicos de cada país.

Mais uma vez, as instituições são fundamentais. As regras fiscais ajudam a salvaguardar o crescimento econômico e proteger o investimento público. Estruturas de investimento público aperfeiçoadas contribuem para aumentar a eficiência do gasto público, impulsionando os multiplicadores de crescimento. Não se trata apenas de investir mais, mas de investir com sabedoria. Instituições fiscais fortalecidas — que melhorem a credibilidade da política de médio prazo, diminuam os riscos percebidos e reduzam as taxas de juros — tendem a aumentar o ponto no qual dívidas mais altas reduzem o crescimento e a diminuir o impacto negativo da dívida no crescimento para além desse limiar.

Redução da dívida

Há muitas razões pelas quais os níveis de endividamento público devem ser mais baixos do que os níveis atuais, bem como várias maneiras de reduzir essa dívida. Uma análise de episódios anteriores de redução da dívida em todo o mundo aponta para países que diminuíram a relação dívida/PIB ao aumentar o crescimento e melhorar os resultados fiscais. Na América Latina e Caribe, Brasil (2002–2013), Colômbia (2002–2008), Jamaica (2010–2020), Peru (2002–2013) e Trinidad e Tobago (1993–2008) são exemplos. Ainda assim, a região tem mais casos em que reduções significativas da dívida foram alcançadas por meio de taxas de juros reais

baixas ou inflação mais alta, embora normalmente não tenham sido tão suaves ou resultado em um desempenho de crescimento tão bom. Uma exceção parece ser onde uma inflação moderada, aliada à independência do banco central, manteve as expectativas de inflação sob controle. Ainda assim, no ambiente atual, com a inflação alimentada pelos altos preços da energia, os subsídios aos combustíveis podem subtrair alguns dos ganhos.

Política fiscal para reduzir a dívida: não existe um “tamanho único”

A melhor forma de um país reduzir os níveis de endividamento por meio da consolidação fiscal depende fundamentalmente das características específicas de cada país. Não existe um conjunto de recomendações de “tamanho único”.

Todos os países devem se concentrar em melhorar a eficiência tanto dos gastos quanto da arrecadação de impostos. Em especial, a qualidade do investimento público pode ser melhorada em todas as fases dos ciclos dos projetos, assim como a eficiência e o direcionamento dos pagamentos de transferências. Antes da pandemia, mesmo nos níveis mais baixos de gastos, o BID estimava que simplesmente melhorar a eficiência dos gastos poderia resultar em economia de mais de 4% do PIB. Essas medidas são particularmente importantes para países em que tanto as receitas quanto os gastos públicos são altos como porcentagem do PIB. Nesse grupo de países, é provável que o aumento de impostos seja contraproducente, e economias adicionais provavelmente terão de vir de cortes nos gastos.

Nos países em que as receitas e as despesas representam uma porcentagem menor da renda nacional, ampliar a base tributária e aumentar as receitas do setor público pode permitir taxas mais altas de investimento público que tenham um impacto positivo no crescimento. Se bem planejadas, essas reformas podem ser progressivas; famílias mais pobres se beneficiam de maior acesso aos serviços públicos com pouco ou nenhum custo adicional.

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

A informalidade continua alta em muitos países e, após a pandemia, está mais alta do que nunca. Reduzir a informalidade requer um conjunto de ações, incluindo a redução de incentivos fiscais para as empresas

contratarem mão de obra informal, por meio da transferência do financiamento dos benefícios decorrentes de impostos trabalhistas para uma tributação mais geral. Ao mesmo tempo, novas tecnologias para melhorar o monitoramento e a arrecadação oferecem muitas oportunidades para aumentar as receitas tributárias.

A tempestividade é primordial

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

Questões de composição da dívida

A composição da dívida é tão importante quanto o seu nível. A gestão da dívida melhorou consideravelmente na região nos últimos anos. Muitos países criaram unidades específicas para a gestão da dívida, com pessoal técnico bem treinado e uma certa independência para buscar uma estratégia de dívida de médio prazo. Durante as décadas de 1990 e 2000, a composição da dívida melhorou; o foco foi a redução da dívida em dólares e a extensão dos vencimentos em moeda local e estrangeira. Essas tendências foram sustentadas pelo crescimento dos mercados financeiros domésticos, por ampla liquidez nos mercados internacionais e por baixas taxas de juros internacionais.

No entanto, na sequência do declínio dos preços das commodities após 2012 e da pandemia de Covid-19, esses avanços estagnaram, a dolarização da dívida aumentou e os vencimentos encurtaram. Vários países

enfrentam custos relativamente altos do serviço da dívida, de mais de 5% do PIB e mais de 15% das receitas públicas. Os países enfrentam o desafio de melhorar a composição da dívida enquanto buscam a consolidação fiscal e de aproveitar ao máximo os bancos multilaterais de desenvolvimento e outros credores oficiais que fornecem financiamento de longo prazo a taxas competitivas. Também devem buscar estratégias ativas de gestão de passivos para suavizar as amortizações e reduzir os riscos de rolagem.

Embora muitos países tenham criado unidades exclusivas de gestão da dívida, a composição da dívida não pode ser considerada isoladamente da política fiscal atual e dos planos fiscais futuros. Os planos fiscais devem ter em conta a composição da dívida atual e os custos e riscos potenciais das ações fiscais. Isso requer uma estreita coordenação entre as funções de gestão da dívida e de planejamento fiscal. Ambas as funções são críticas para desenvolver planos fiscais robustos, que possam produzir resultados previsíveis e sustentáveis, que sejam consistentes com as estratégias de gestão da dívida e que possam ser comunicados de forma eficaz, para criar confiança e reduzir os custos de financiamento.

Reestruturação da dívida com foco regional

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

A região da América Latina e Caribe tem estado na frente e no centro do desenvolvimento de técnicas inovadoras de reestruturação da dívida nos últimos anos. Cinco países da região reestruturaram suas dívidas desde o início da pandemia, em 2020. As inovações incluem reestruturações de títulos com Cláusulas de Ação Coletiva (CACs) de nova geração, cláusulas de suspensão do pagamento de dívidas relacionadas a desastres, dívidas para recompras ambientais e reestruturações que empregam uma série de instrumentos para lidar com uma mistura diversificada de credores — de empresas não financeiras a instituições oficiais do Clube

de Paris e não pertencentes a ele. Embora os esforços internacionais continuem centrados na situação difícil dos países de baixa renda, muitos desafios persistem para os países da região. Uma das questões mais salientes é saber se e como melhor vincular renegociações da dívida com metas climáticas e ambientais. Um fórum regional seria um complemento valioso para a arquitetura financeira global. A ideia não seria substituir o Quadro Comum ou outras iniciativas, mas sim aumentar a coordenação e a dinâmica previstas. O fórum não interferiria em qualquer negociação real entre um país e seus credores. Em vez disso, atuaria como um mecanismo abrangente para coordenar as muitas instituições envolvidas em reestruturações de dívida na América Latina e Caribe, incluindo instituições multilaterais, o Clube de Paris e outros credores bilaterais, instituições privadas que representam credores e grupos industriais, bem como países mutuários. O fórum também poderia apoiar o desenvolvimento de novas abordagens (por exemplo, relacionadas ao financiamento ESG e como vincular objetivos climáticos e de dívida), depurar os padrões existentes quando necessário e estabelecer normas para definir o perímetro de reestruturações e o tratamento de dívidas garantidas, empréstimos comerciais de atores oficiais e outras inovações de mercado atuais ou futuras.

Dívida do setor privado: famílias e empresas

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

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

Endividamento familiar crescendo na região

As famílias obtiveram maior acesso ao crédito antes da Covid e contraíram mais empréstimos durante a pandemia. Ainda assim, os níveis globais de endividamento das famílias na região permanecem relativamente baixos para os padrões internacionais. Embora possa haver famílias altamente endividadas em determinados países, especialmente se forem consideradas outras fontes de crédito fora do sistema bancário formal, os riscos

para a estabilidade financeira sistêmica desse setor parecem limitados no momento atual.

Pequenas empresas: acesso ao crédito é fundamental

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

Grandes empresas: colchões de alta liquidez

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

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

o risco funcionam de forma complementar para dissuadir o investimento. Em outras palavras, em níveis de endividamento elevados, um aumento da volatilidade tem um impacto negativo no investimento, e o mesmo ocorre no caso de um aumento da dívida em níveis mais altos de volatilidade.

Próximo passos: governança forte

Muitos países implementaram programas para ajudar as empresas durante a crise, incluindo moratórias de empréstimos e esquemas de garantia em larga escala, que forneceram aos bancos incentivos e liquidez para continuar a emprestar. O número de grandes empresas que faliram foi pequeno graças a essas políticas e ao acesso ao crédito a taxas razoáveis. Empresas menores e lideradas por mulheres se saíram pior e muitas fecharam as portas. À medida que as economias se recuperam da pandemia, os países vêm reduzindo essas medidas de incentivo. Nessa fase, programas mais seletivos, que avaliem cuidadosamente as empresas e forneçam capital, bem como financiamento de dívida, podem ser extremamente valiosos, uma vez que as empresas já têm níveis de dívida relativamente altos, mas os ativos fixos (produtivos) diminuíram. Uma entidade público-privada que ofereça uma variedade de opções de financiamento pode ser considerada. A chave seria garantir uma estrutura de governança forte, com um mandato robusto, para fornecer financiamento a empresas promissoras, que tenham planos lucrativos, mas careçam de acesso ao crédito. Envolver o braço do setor privado dos BMDs (BID Invest ou Corporação Financeira Internacional - IFC) aumentaria a credibilidade dessas entidades para resistir a pressões políticas, lhes permitiria melhorar a governança corporativa de forma mais geral e forneceria recursos financeiros iniciais.

Desafios competitivos

À medida que a região emerge da pandemia, ela enfrenta uma série de desafios: desaceleração do crescimento global, altos preços de energia e alimentos, inflação e inúmeros problemas estruturais com consequências sociais e políticas, bem como econômicas. Altos níveis de endividamento complicam o quadro e reduzem o espaço de manobra. Os formuladores de políticas enfrentam escolhas difíceis, em especial para melhorar as instituições e administrar e reduzir níveis altos de endividamento público. Este livro tem como objetivo oferecer recomendações úteis para subsidiar as decisões dos formuladores de políticas, ponderando, ao mesmo tempo, os difíceis *trade-offs* inerentes ao tratamento da dívida.

Referências bibliográficas

- Abbas, S. Ali, Alex Pienkowski e Kenneth Rogoff, eds. 2019. *Sovereign Debt: A Guide for Economists and Practitioners*. 1ª ed. Oxford: Oxford University Press. <https://doi.org/10.1093/oso/9780198850823.001.0001>.
- Abraham, Facundo, Juan J. Cortina e Sergio L. Schmukler. 2020. "Growth of Global Corporate Debt: Main Facts and Policy Challenges." Documento de Trabalho de Pesquisa de Políticas nº 9394, Banco Mundial, Washington, DC. <https://doi.org/10.1596/1813-9450-9394>.
- Acevedo, Maria, Joaquin Lenon, Estefano Pereira e Patricia Yañez-Pagans. 2021. "The Impacts of the COVID-19 Pandemic on Firms in the Caribbean." Banco Interamericano de Desenvolvimento, Washington, DC. <https://idbinvest.org/en/publications/impacts-covid-19-pandemic-firms-caribbean>.
- Acharya, Viral, Itamar Drechsler e Philipp Schnabl. 2014. "A Pyrrhic Victory? Bank Bailouts and Sovereign Credit Risk: Bank Bailouts and Sovereign Credit Risk." *The Journal of Finance* 69 (6): 2689-739. <https://doi.org/10.1111/jofi.12206>.
- ADB (Banco Asiático de Desenvolvimento). 2017. *The Asian Bond Markets Initiative: Policy Maker Achievements and Challenges*. Manila, Philippines: Banco Asiático de Desenvolvimento. <https://www.adb.org/publications/asian-bond-markets-initiative>.
- . 2020. *Asia's Journey to Prosperity: Policy, Market, and Technology over 50 Years*. Manila, Filipinas: Banco Asiático de Desenvolvimento. <https://doi.org/10.22617/TCS190290>.
- Afonso, António e João Tovar Jalles. 2013. "Growth and Productivity: The Role of Government Debt." *International Review of Economics & Finance* 25 (janeiro): 384-407. <https://doi.org/10.1016/j.iref.2012.07.004>.
- . 2020. "Stock Flow Adjustments in Sovereign Debt Dynamics: The Role of Fiscal Frameworks." *International Review of Economics & Finance* 65 (janeiro): 1-16. <https://doi.org/10.1016/j.iref.2019.09.007>.
- Afonso, Antonio e Joss Ricardo Alves. 2014. "The Role of Government Debt in Economic Growth." Documento de Trabalho do Departamento

- Econômico do ISEG-UTL nº 16/2014/DE/UECE, Escola de Economia e Gestão de Lisboa. <https://doi.org/10.2139/ssrn.2468805>.
- Agier, Isabelle e Ariane Szafarz. 2013. "Microfinance and Gender: Is There a Glass Ceiling on Loan Size?" *Desenvolvimento Mundial* 42 (fevereiro): 165–81. <https://doi.org/10.1016/j.worlddev.2012.06.016>.
- Aguiar, Mark e Gita Gopinath. 2006. "Defaultable Debt, Interest Rates and the Current Account." *Journal of International Economics* 69 (1): 64–83. <https://doi.org/10.1016/j.jinteco.2005.05.005>.
- Aizenman, Joshua e Andrew Powell. 1998. "The Political Economy of Public Savings and the Role of Capital Mobility." *Journal of Development Economics* 57 (1): 67–95. [https://doi.org/10.1016/S0304-3878\(98\)00078-9](https://doi.org/10.1016/S0304-3878(98)00078-9).
- Alesina, Alberto, Carlo Favero e Francesco Giavazzi. 2019. "Effects of Austerity: Expenditure- and Tax-Based Approaches." *Journal of Economic Perspectives* 33 (2): 141–62. <https://doi.org/10.1257/jep.33.2.141>.
- Alesina, Alberto, Francesca Lotti e Paolo Emilio Mistrulli. 2013. "Do Women Pay More for Credit? Evidence from Italy." *Journal of the European Economic Association* 11 (janeiro): 45–66. <https://doi.org/10.1111/j.1542-4774.2012.01100.x>.
- Alfaro, Laura. 2014. "Sovereign Debt Restructuring: Evaluating the Impact of the Argentina Ruling." https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2451144%20.
- Alfaro, Laura, Andrew Charlton e Fabio Kanczuk. 2008. "Plant-Size Distribution and Cross-Country Income Differences." Documento de Trabalho do NBER nº 14060. Escritório Nacional de Pesquisa Econômica, Cambridge, MA. <https://doi.org/10.3386/w14060>.
- Allen, Franklin e Douglas Gale. 1994. "Limited Market Participation and Volatility of Asset Prices." *American Economic Review* 84 (4): 933–55.
- Amin, Mohammad e Silvia Muzi. 2014. "Women in the Private Sector in Latin America and the Caribbean." Banco Mundial, Washington, DC. <https://documents.worldbank.org/en/publication/documents-reports/documentdetail/776071468015022178/Women-in-the-private-sector-in-Latin-America-and-the-Caribbean>.
- Amin, Mohammad e Yew Chong Soh. 2020. "Does Corruption Hurt Employment Growth of Financially Constrained Firms More?" Documento de Trabalho de Pesquisa de Políticas nº 9286, Banco Mundial, Washington, DC. <https://doi.org/10.1596/1813-9450-9286>.
- Amin, Mohammad e Domenico Viganola. 2021. "Does Better Access to Finance Help Firms Deal with the COVID-19 Pandemic? Evidence from Firm-Level Survey Data." Documento de Trabalho de Pesquisa de Políticas nº 9697, Banco Mundial, Washington, DC. <https://doi.org/10.1596/1813-9450-9697>.

- Anderson, Ronald W., Christopher L. Gilbert e Andrew Powell. 1989. "Securitization and Commodity Contingency in International Lending." *American Journal of Agricultural Economics* 71 (2): 523-30. <https://doi.org/10.2307/1241626>.
- Andreolli, Michele. 2021. "Monetary Policy and the Maturity Structure of Public Debt." Documento de Trabalho, London Business School, Londres, RU. <https://doi.org/10.2139/ssrn.3921429>.
- Andrián, Leandro, Jorge Hris, I. Urrea e Oscar Valencia. 2022. "Quality of Fiscal Rules and Their Impact over Debt Sustainability." Documento de Trabalho, Banco Interamericano de Desenvolvimento, Washington, DC.
- Apedo-Amah, Marie Christine, Besart Avdiu, Xavier Cirera, Marcio Cruz, Elwyn Davies, Arti Grover, Leonardo Iacovone, Umut Kilinc, Denis Medvedev, Franklin Okechukwu Maduko, Stavros Poupakis, Jesica Torres e Trang Thu Tran. 2020. "Unmasking the Impact of COVID-19 on Businesses: Firm Level Evidence from across the World." Documento de Trabalho de Pesquisa de Políticas nº 9434, Banco Mundial, Washington, DC. <https://doi.org/10.1596/1813-9450-9434>.
- Apley, Daniel W. e Jingyu Zhu. 2020. "Visualizing the Effects of Predictor Variables in Black Box Supervised Learning Models." *Journal of the Royal Statistical Society, Series B: Statistical Methodology* 82 (4): 1059-86. <https://doi.org/10.48550/ARXIV.1612.08468>.
- Ardanaz, Martín, Eduardo Cavallo, Alejandro Izquierdo e Jorge Puig. 2021. "Growth-Friendly Fiscal Rules? Safeguarding Public Investment from Budget Cuts through Fiscal Rule Design." *Journal of International Money and Finance* 111 (março): 102319. <https://doi.org/10.1016/j.jimonfin.2020.102319>.
- Arellano, Cristina. 2008. "Default Risk and Income Fluctuations in Emerging Economies." *American Economic Review* 98 (3): 690-712. <https://doi.org/10.1257/aer.98.3.690>.
- Armendáriz, Edna, Leandro Andrián, Eduardo Contreras e Jorge Hirs. 2021. "Planificación y Priorización Ex Ante de La Inversión Pública En Los Países Andinos." Nota Técnica nº 2171 do BID, Banco Interamericano de Desenvolvimento, Washington, DC. <https://doi.org/10.18235/0003320>.
- Armendáriz, Edna, Eduardo Contreras Villablanca, Sebastián Orozco e Giorgiogiulio Parra. 2016. "La Eficiencia del Gasto de Inversión Pública en América Latina." XXI Congreso Internacional del CLAD sobre la Reforma del Estado y de la Administración Pública, Santiago, Chile. [https://www2.congreso.gob.pe/sicr/cendocbib/con4_uibds.nsf/3B0BFEE130669F58052580B200813641/\\$FILE/armendar.pdf](https://www2.congreso.gob.pe/sicr/cendocbib/con4_uibds.nsf/3B0BFEE130669F58052580B200813641/$FILE/armendar.pdf).

- Arslanalp, Serkan e Takahiro Tsuda. 2014. "Tracking Global Demand for Emerging Market Sovereign Debt." Documento de Trabalho nº 14/39 do FMI, Fundo Monetário Internacional, Washington, DC. <https://elibrary.imf.org/view/journals/001/2014/039/001.2014.issue-039-en.xml>.
- Ash, Michael, Deepankar Basu e Arindrajit Dube. 2017. "Public Debt and Growth: An Assessment of Key Findings on Causality and Thresholds." Documento de Trabalho nº 433, Instituto de Pesquisa de Economia Política, Amherst, MA. <https://peri.umass.edu/publication/item/980-public-debt-and-growth-an-assessment-of-key-findings-on-causality-and-thresholds>.
- Asonuma, Tamon e Christoph Trebesch. 2016. "Sovereign Debt Restructurings: Preemptive or Post-Default: Sovereign Debt Restructurings." *Journal of the European Economic Association* 14 (1): 175-214. <https://doi.org/10.1111/jeea.12156>.
- Aterido, Reyes, Giselle Del Carmen Hasbun, Marta Ruiz-Arranz e Rodolfo Stucchi. 2021. "The Effect of COVID-19 on Firms and Employment in Central America." Banco Interamericano de Desenvolvimento, Washington, DC. <https://doi.org/10.18235/0003576>.
- Avellán, Leopoldo, Claudia Calderón, Giulia Lotti e Z'leste Wanner. 2021. "Knowledge for Development: The IDB's Impact in the Region." Banco Interamericano de Desenvolvimento, Washington, DC. <https://doi.org/10.18235/0003387>.
- Avellán, Leopoldo, Arturo J. Galindo e Giulia Lotti. 2021. "Sovereign External Borrowing and Multilateral Lending in Crises." *International Review of Economics & Finance* 74 (julho): 206-38. <https://doi.org/10.1016/j.iref.2021.01.010>.
- . 2022. "Following Public Finances: The Mirage of MDBs Countercyclicality." *The Quarterly Review of Economics and Finance* 84 (maio): 372-85. <https://doi.org/10.1016/j.qref.2020.08.001>.
- . Forthcoming. "The Cyclicity of Official Bilateral Lending." Banco Interamericano de Desenvolvimento, Washington, DC. https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=4214701.
- Avellán, Leopoldo, Arturo J. Galindo, Giulia Lotti, e Juan Pablo Rodríguez Bonilla. 2022. "Bridging the Gap: Mobilization of Multilateral Development Banks in Infrastructure." Banco Interamericano de Desenvolvimento, Washington, DC. <https://doi.org/10.18235/0004006>.
- Ayres, João, Márcio Garcia, Diogo Guillen e Patrick Kehoe. 2019. "The Monetary and Fiscal History of Brazil, 1960-2016." Banco Interamericano de Desenvolvimento, Washington, DC. <https://doi.org/10.18235/0001672>.

- Ayres, João, Gastón Navarro, Juan Pablo Nicolini e Pedro Teles. 2018. "Sovereign Default: The Role of Expectations." *Journal of Economic Theory* 175 (maio): 803-12. <https://doi.org/10.1016/j.jet.2018.02.006>.
- Ayyagari, Meghana, Pedro Juarros, Maria Soledad Martinez Peria e Sandeep Singh. 2016. "Access to Finance and Job Growth: Firm-Level Evidence across Developing Countries." Documento de Trabalho de Pesquisa de Políticas nº 7604, Banco Mundial, Washington, DC. <https://doi.org/10.1596/1813-9450-7604>.
- Baldacci, Emanuele, Sanjeev Gupta e Amine Mati. 2011. "Political and Fiscal Risk Determinants of Sovereign Spreads in Emerging Markets: Sovereign Spreads in Emerging Markets." *Review of Development Economics* 15 (2): 251-63. <https://doi.org/10.1111/j.1467-9361.2011.00606.x>.
- Balibek, Emre, Tobias Haque, Diego Rivetti e Miriam Tamene. 2019. "Medium-Term Debt Management Strategy: Analytical Tool Manual." 2019/002, Notas e Manuais Técnicos do FMI, Fundo Monetário Internacional, Washington, DC. <https://ideas.repec.org/p/imf/imftnm/2019-002.html>.
- Balima, Hippolyte e Nicolas Amadou. 2019. "The Impact of Bailouts on the Probability of Sovereign Debt Crises: Evidence from IMF-Supported Programs." Documento de Trabalho nº 19/2 do FMI, Fundo Monetário Internacional, Washington, DC. <https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2019/01/11/The-Impact-of-Bailouts-on-the-Probability-of-Sovereign-Debt-Crises-Evidence-from-IMF-46297>.
- Banco Mundial. 2018. "MDB Methodology for Private Investment Mobilization: Reference Guide." Banco Mundial, Washington, DC. <https://documents1.worldbank.org/curated/en/495061492543870701/pdf/114403-REVISED-June25-DocumentsPrivInvestMob-Draft-Ref-Guide-Master-June2018-v4.pdf>.
- . 2020. *Private Participation in Infrastructure (PPI): 2020 Half year report*. Washington, DC: Banco Mundial. https://ppi.worldbank.org/content/dam/PPI/documents/PPI_2020_Half-Year_Update.pdf.
- . 2021. *Debt Transparency in Developing Economies*. Washington DC: Banco Mundial. <https://documents.worldbank.org/en/publication/documents-reports/documentdetail/743881635526394087/debt-transparency-in-developing-economies>.
- . ed. 2022. *Relatório de Desenvolvimento Mundial 2022: Finanças a Serviço de uma Recuperação Equitativa*. Washington, DC: Banco Mundial.
- Banco Mundial, Comitê de Desenvolvimento. 2015. *From Billions to Trillions: Transforming Development Finance Post-2015 Financing for Development: Multilateral Development Finance*. Washington, DC:

- Banco Mundial. <https://thedocs.worldbank.org/en/doc/622841485963735448-0270022017/original/DC20150002EFinancingforDevelopment.pdf>.
- Banco Mundial e FMI. 2001. "IMF and Banco Mundial's Joint Guidelines for Public Debt Management." <https://www.imf.org/external/np/mae/pdebt/2000/eng/guide.pdf>.
- Banco Mundial, FMI e OCDE. 2015. *Capital Market Instruments to Mobilize Institutional Investors to Infrastructure and SME Financing in Emerging Market Economies: Report for the G20*. Washington, DC: Banco Mundial, Fundo Monetário Internacional; Paris: Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico. <https://openknowledge.worldbank.org/handle/10986/23326>.
- Barasinska, Nataliya e Dorothea Schäfer. 2010. "Are Women More Credit-Constrained than Men? Evidence from a Rising Credit Market." Documento de Trabalho nº D.6.3, Documento de Trabalho do FINESSE, Deutsches Institut für Wirtschaftsforschung (DIW), Berlim, Alemanha. <https://www.econstor.eu/handle/10419/119508>.
- Baumann Fonay, Iván. 2022. "The Effects of Foreign Investors' Holdings on the Local Currency Sovereign Bond Markets in Latin America." Nota Técnica do BID 2451, Banco Interamericano de Desenvolvimento, Washington, DC. <https://doi.org/10.18235/0004240>.
- Beaugrand, Philippe, Boileau Loko e Montfort Mlachila. 2002. "The Choice between External and Domestic Debt in Financing Budget Deficits: The Case of Central and West African Countries." Documento de Trabalho nº 02/79 do FMI, Fundo Monetário Internacional, Washington, DC. <https://digitallibrary.un.org/record/473594>.
- Beck, Thorsten, Patrick Behr e Andreas Madestam. 2018. "Sex and Credit: Do Gender Interactions Matter for Credit Market Outcomes?" *Journal of Banking & Finance* 87 (fevereiro): 380-96. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2017.10.018>.
- Beers, David e Patrisha de Leon-Manlagnit. 2019. "The BoC-BoE Sovereign Default Database: What's New in 2019?" Documento de Trabalho nº 2019-39. <https://doi.org/10.34989/SWP-2019-39>.
- Bellucci, Andrea, Alexander Borisov e Alberto Zazzaro. 2010. "Does Gender Matter in Bank-Firm Relationships? Evidence from Small Business Lending." *Journal of Banking & Finance*, International Financial Integration 34 (12): 2968-84. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2010.07.008>.
- Ben-Bassat, Avraham e Daniel Gottlieb. 1992. "Optimal International Reserves and Sovereign Risk." *Journal of International Economics* 33 (3-4): 345-62. [https://doi.org/10.1016/0022-1996\(92\)90008-8](https://doi.org/10.1016/0022-1996(92)90008-8).

- Benford, James, Thomas Best, Mark Joy e Mark Kruger. 2016. "Sovereign GDP-Linked Bonds." Documento de Estabilidade Financeira do Banco da Inglaterra nº 39. <https://doi.org/10.2139/ssrn.2852435>.
- Benjamin, David e Mark L. J. Wright. 2009. "Recovery before Redemption: A Theory of Delays in Sovereign Debt Renegotiations." <https://doi.org/10.2139/ssrn.1392539>.
- Bernardini, Marco e Lorenzo Forni. 2020. "Private and Public Debt Interlinkages in Bad Times." *Journal of International Money and Finance* 109 (dezembro): 102239. <https://doi.org/10.1016/j.jimonfin.2020.102239>.
- Bi, Ran. 2008. "'Beneficial' Delays in Debt Restructuring Negotiations." Documentos de Reunião nº 766 de 2008, Society for Economic Dynamics. <https://ideas.repec.org/p/red/sed008/766.html>.
- Bi, Ran, Marcos Chamon e Jeromin Zettelmeyer. 2016. "The Problem That Wasn't: Coordination Failures in Sovereign Debt Restructurings." *IMF Economic Review* 64 (3): 471-501. <https://doi.org/10.1057/imfer.2016.13>.
- Bianchi, Javier, Juan Carlos Hatchondo e Leonardo Martínez. 2018. "International Reserves and Rollover Risk." *American Economic Review* 108 (9): 2629-70. <https://doi.org/10.1257/aer.20140443>.
- BID (Banco Interamericano de Desenvolvimento), ed. 2007. *Living with Debt: How to Limit the Risks of Sovereign Finance*. Relatório de 2007 sobre progresso econômico e social na América Latina. Cambridge, MA: Harvard University Press.
- BIS (Banco de Compensações Internacionais). 2019. "Establishing Viable Capital Markets." Documentos nº 62 do CGFS, Documentos do Comitê do Sistema Financeiro Global. Basileia: Banco de Compensações Internacionais. <https://www.bis.org/publ/cgfs62.pdf>.
- . 2022. "Credit to the Non-financial Sector." Banco de Compensações Internacionais, Basileia. <https://www.bis.org/statistics/totcredit.htm>.
- Blanchard, Olivier. 1990. "Suggestions for a New Set of Fiscal Indicators." Documento de Trabalho do Departamento Econômico da OCDE nº 79, Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico, Paris. <https://doi.org/10.1787/435618162862>.
- . 2022. *Fiscal Policy under Low Interest Rates*. Cambridge, MA: MIT Press.
- Blanchard, Olivier, Jean-Claude Chouraqui, Robert Hagemann e Nicola Sartor. 1991. "The Sustainability of Fiscal Policy: New Answers to an Old Question." Documento de Trabalho nº R1547 do NBER, Escritório Nacional de Pesquisa Econômica, Cambridge, MA. <https://papers.ssrn.com/abstract=227461>.

- Blanchard, Olivier, Paolo Mauro e Julien Acalin. 2016. "The Case for Growth-Indexed Bonds in Advanced Economies Today." Informações de Políticas PB16-2, Instituto Peterson de Economia Internacional. <https://ideas.repec.org/p/iie/pbrief/pb16-2.html>.
- Blancher, Nicolas, Maximiliano Appendino, Aidyn Bibolov, Armand Fouejieu, Jiawei Li, Anta Ndoeye, Alexandra Panagiotakopoulou, Wei Shi e Tetyana Sydorenko. 2019. *Financial Inclusion of Small and Medium-Sized Enterprises in the Middle East and Central Asia*. Washington, DC: Fundo Monetário Internacional.
- Bobba, Matteo e Andrew Powell. 2006. "Multilateral Intermediation of Foreign Aid: What Is the Trade-Off for Donor Countries?" Documento de Trabalho nº 594 do BID, Banco Interamericano de Desenvolvimento, Washington, DC. <https://publications.iadb.org/en/publication/multilateral-intermediation-foreign-aid-what-trade-donor-countries>.
- Bobba, Matteo e Andrew Powell. 2007. "Aid Effectiveness: Politics Matters." Documento de Trabalho do BID nº 601, Banco Interamericano de Desenvolvimento, Washington, DC. <https://publications.iadb.org/publications/english/document/Aid-Effectiveness-Politics-Matters.pdf>.
- Bohn, Henning. 1998. "The Behavior of U.S. Public Debt and Deficits." *The Quarterly Journal of Economics* 113 (3): 949-63. <https://doi.org/10.1162/003355398555793>.
- Bohn, Henning. 1995. "The Sustainability of Budget Deficits in a Stochastic Economy." *Journal of Money, Credit and Banking* 27 (1): 257-71. <https://doi.org/10.2307/2077862>.
- Bohn, Henning. 2007. "Are Stationarity and Cointegration Restrictions Really Necessary for the Intertemporal Budget Constraint?" *Journal of Monetary Economics* 54 (7): 1837-47. <https://doi.org/10.1016/j.jmoneco.2006.12.012>.
- Bohn, Henning. 2008. "The Sustainability of Fiscal Policy in the United States." In *Sustainability of Public Debt*, edited by Reinhard Neck and Jan-Egbert Sturm, 14-49. Cambridge, MA: MIT Press. <https://doi.org/10.7551/mitpress/9780262140980.003.0002>.
- Bolton, Patrick, Lee Buchheit, Beatrice Weder Di Mauro, Pierre-Olivier Gourinchas, Mitu Gulati, Chang-Tai Hsieh e Hugo Panizza. 2020. "The Necessity of a Global Debt Standstill that Works." Project Syndicate, Abril 23, 2020. <https://www.project-syndicate.org/commentary/covid19-debt-standstill-must-include-all-private-creditors-by-patrick-bolton-et-al-2020-04>.
- Bolzico, Javier e Joan Oriol Prats Cabrera. 2022. *Esquemas de Garantía Pública Para Créditos Bancarios En Tiempos de COVID-19 En América*

- Latina y El Caribe*. Washington, DC: Banco Interamericano de Desenvolvimento. <https://doi.org/10.18235/0004193>.
- Boot, Arnoud, Peter Hoffmann, Luc Laeven e Lev Ratnovski. 2021. "Fintech: What's Old, What's New?" *Journal of Financial Stability* 53 (abril): 100836. <https://doi.org/10.1016/j.jfs.2020.100836>.
- Borensztein, Eduardo, Barry Eichengreen e Ugo Panizza. 2006. "Debt Instruments and Policies in the New Millennium: New Markets and New Opportunities." Documento de Trabalho nº 558 do BID, Banco Interamericano de Desenvolvimento. <https://doi.org/10.2139/ssrn.1820038>.
- Borensztein, Eduardo e Paolo Mauro. 2004. "The Case for GDP-Indexed Bonds." *Economic Policy* 19 (38): 167-216.
- Boughton, James M. 2012. *Tearing Down Walls: The International Monetary Fund, 1990-1999*. Washington, DC: Fundo Monetário Internacional.
- Bova, Elva, Robert Dippelsman, Kara C. Rideout e Andrea Schaechter. 2013. *Another Look at Governments' Balance Sheets: The Role of Nonfinancial Assets*. Washington, DC: Fundo Monetário Internacional.
- Bova, Elva, Marta Ruiz-Arranz, Frederick Toscani e H. Elif Ture. 2016. *The Fiscal Costs of Contingent Liabilities: A New Dataset*. Washington, DC: Fundo Monetário Internacional.
- Brichetti, Juan Pablo, Leonardo Mastronardi, María Eugenia Rivas, Tomás Serebrisky e Ben Solís. 2021. *La Brecha de Infraestructura En América Latina y El Caribe: Estimación de Las Necesidades de Inversión Hasta 2030 Para Progresar Hacia El Cumplimiento de Los Objetivos de Desarrollo Sostenible*. Washington, DC: Banco Interamericano de Desenvolvimento. <https://doi.org/10.18235/0003759>.
- Broccolini, Chiara, Giulia Lotti, Alessandro Maffioli, Andrea F. Presbitero e Rodolfo Stucchi. 2021. "Mobilization Effects of Multilateral Development Banks." *The World Bank Economic Review* 35 (2): 521-43. <https://doi.org/10.1093/wber/lhz049>.
- Brooke, Martin, Rhys R. Mendes, Alex Pienkowsk e Eric Santor. 2013. "Sovereign Default and State-Contingent Debt." <https://doi.org/10.34989/SDP-2013-3>.
- Brunnermeier, Markus e Arvind Krishnamurthy. 2020a. "Corporate Debt Overhang and Credit Policy." *Documentos do Brookings sobre Atividade Econômica* 2020 (2): 447-502. <https://doi.org/10.1353/eca.2020.0014>.
- . 2020b. "The Macroeconomics of Corporate Debt." *The Review of Corporate Finance Studies* 9 (3): 656-65. <https://doi.org/10.1093/rcfs/cfaa015>.
- Buchheit, Lee C. 2013. "Sovereign Debt Restructurings: The Legal Context." Documento nº 72 do BIS, Banco de Compensações Internacionais,

- Basileia. https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2473986.
- Buchheit, Lee C. e G. Mitu Gulati. 2000. "Exit Consents in Sovereign Bond Exchanges." *Jornal Eletrônico da SSRN*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.231511>.
- . 2002. "Sovereign Bonds and the Collective Will." *Emory Law Journal* 51 (4): 1317–63. https://scholarship.law.duke.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=6108&context=faculty_scholarship.
- . 2019. "Sovereign Debt Restructuring and US Executive Power." *Capital Markets Law Journal* 14 (1): 114–130. <https://doi.org/10.1093/cmlj/kmy030>.
- Buchheit, Lee, Guillaume Chabert, Chanda DeLong e Jeromin Zettelmeyer. 2019. "The Restructuring Process." In *Sovereign Debt: A Guide for Economists and Practitioners*, editado por S. Ali Abbas, Alex Pienkowski e Kenneth Rogoff, 328–64. Oxford: Oxford University Press. <https://doi.org/10.1093/oso/9780198850823.003.0009>.
- Buera, Francisco J., Joseph P. Kaboski e Yongseok Shin. 2015. "Entrepreneurship and Financial Frictions: A Macroeconomic Perspective." *Annual Review of Economics* 7 (1): 409–36. <https://doi.org/10.1146/annurev-economics-080614-115348>.
- Buiter, Willem H. e Steven Fries. 2002. "What Should the Multilateral Development Banks Do?" Documento de Trabalho nº 74 do BERD, Banco Europeu de Reconstrução e Desenvolvimento, Londres. <https://www.ebrd.com/downloads/research/economics/workingpapers/wp0074.pdf>.
- Buiter, Willem H., Torsten Persson e Patrick Minford. 1985. "A Guide to Public Sector Debt and Deficits." *Economic Policy* 1 (1): 13. <https://doi.org/10.2307/1344612>.
- Buiter, Willem H. e Anne Sibert. 1999. "UDROP: A Small Contribution to the New International Financial Architecture." Documento de Discussão nº 2138 do CEPR, Centro de Pesquisa de Política Econômica, Londres. <https://ideas.repec.org/p/cpr/ceprdp/2138.html>.
- Bulow, Jeremy e Kenneth Rogoff. 1989. "Sovereign Debt: Is to Forgive to Forget?" *The American Economic Review* 79 (1): 43–50.
- . 2015. "Why Sovereigns Repay Debts to External Creditors and Why It Matters." Centro de Pesquisa de Política Econômica, 20 de junho de 2015. <https://cepr.org/voxeu/columns/why-sovereigns-repay-debts-external-creditors-and-why-it-matters>.
- Butkus, Mindaugas, Diana Cibulskiene, Lina Garsviene e Janina Seputiene. 2021. "The Heterogeneous Public Debt–Growth Relationship: The Role

- of the Expenditure Multiplier.” *Sustainability* 13 (9): 4602. <https://doi.org/10.3390/su13094602>.
- Calderón, César e J. Rodrigo Fuentes. 2013. “Government Debt and Economic Growth.” Documento de Trabalho nº 424 do BID, Banco Interamericano de Desenvolvimento, Washington, DC. <https://publications.iadb.org/en/government-debt-and-economic-growth>.
- Calvo, Guillermo A. 1988. “Servicing the Public Debt: The Role of Expectations.” *The American Economic Review* 78 (4): 647–61.
- . 2004. “Comments to: Role of Regional Development Banks in Rebuilding the International Financial Architecture by Manuel Hinds.” In *Financing Development: The Power of Regionalism*, editado por Nancy Birdsall e Liliana Rojas Suarez, 213–15. Washington, DC: Centro de Desenvolvimento Global. <https://www.cgdev.org/sites/default/files/9780881323535-FinDev5.pdf>.
- Calvo, Guillermo A., Alejandro Izquierdo e Rudy Loo-Kung. 2012. “Optimal Holdings of International Reserves: Self-Insurance against Sudden Stop.” Documento de Trabalho nº 18219 do NBER, Escritório Nacional de Pesquisa Econômica, Cambridge, MA. <https://doi.org/10.3386/w18219>.
- Campos, Camila F. S., Dany Jaimovich e Ugo Panizza. 2006. “The Unexplained Part of Public Debt.” *Emerging Markets Review* 7 (3): 228–43. <https://doi.org/10.1016/j.ememar.2006.06.001>.
- Canuto, Otaviano e Lili Liu. 2013. “Subnational Debt, Insolvency, and Market Development.” Banco Mundial, Washington, DC. <https://openknowledge.worldbank.org/handle/10986/17023>.
- Carstens, Agustín e Hyun Song Shin. 2019. “Emerging Markets Aren’t Out of the Woods Yet.” *Foreign Affairs*, 15 de março de 2019. <https://www.foreignaffairs.com/articles/2019-03-15/emerging-markets-arent-out-woods-yet>.
- Carter, Patrick, Nicolas Van de Sijpe e Raphael Cael. 2021. “The Elusive Quest for Additionality.” *World Development* 141 (maio): 105393. <https://doi.org/10.1016/j.worlddev.2021.105393>.
- Carter, Sara, Eleanor Shaw, Wing Lam e Fiona Wilson. 2007. “Gender, Entrepreneurship, and Bank Lending: The Criteria and Processes Used by Bank Loan Officers in Assessing Applications.” *Entrepreneurship Theory and Practice* 31(3): 427–44. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6520.2007.00181.x>.
- Caselli, Francesca, Matilde Faralli, Paolo Manasse e Ugo Panizza. 2021. “On the Benefits of Repaying.” Documento de Trabalho Quaderni nº DSE 1163. <https://doi.org/10.2139/ssrn.3922715>.
- Castellani, Francesca, Marcelo Olarreaga, Ugo Panizza e Yue Zhou. 2019. “Investment Gaps in Latin America and the Caribbean.” *Revue*

- Internationale de Politique de Développement* 11.1 (março). <https://doi.org/10.4000/poldev.2894>.
- Catão, Luis e Bennett Sutton. 2002. *Sovereign Defaults: The Role of Volatility*. Washington, DC: Fundo Monetário Internacional.
- Cavallo, Eduardo A., Eduardo Fernández-Arias e Matías Marzani. 2017. "Making International Financial Integration Work for Low-Saving Countries." Documento de Trabalho do BID nº IDB-WP-823, Banco Interamericano de Desenvolvimento, Washington, DC. <https://doi.org/10.2139/ssrn.3103798>.
- Cavallo, Eduardo A., Eduardo Fernández-Arias e Andrew Powell. 2014. "Is the Euro-Zone on the Mend? Latin American Examples to Analyze the Euro Question." *Journal of Banking & Finance* 47 (outubro): 243-57. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2014.07.010>.
- Cavallo, Eduardo A., Eduardo Fernández Arias e Juan Martín Rinaldi. Forthcoming. "The Risk of External Financial Crisis." Documento de Trabalho do BID, Banco Interamericano de Desenvolvimento, Washington, DC.
- Cavallo, Eduardo A., Arturo Galindo, Victoria Nuguer e Andrew Powell. 2022. *Open Configuration Options 2022 Latin American and Caribbean Macroeconomic Report: From Recovery to Renaissance: Turning Crisis into Opportunity*. Washington, DC: Banco Interamericano de Desenvolvimento. <https://doi.org/10.18235/0004180>.
- Cavallo, Eduardo A. e Andrew Powell. 2021. *2021 Latin American and Caribbean Macroeconomic Report: Opportunities for Stronger and Sustainable Postpandemic Growth*. Washington, DC: Banco Interamericano de Desenvolvimento. <https://doi.org/10.18235/0003107>.
- Cavallo, Eduardo A., Andrew Powell e Tomás Serebrisky, eds. 2020. *From Structures to Services: The Path to Better Infrastructure in Latin America and the Caribbean*. Série Desenvolvimento nas Américas. Washington, DC: Banco Interamericano de Desenvolvimento. <https://doi.org/10.18235/0002506>.
- Cavallo, Eduardo A. e Tomás Serebrisky, eds. 2016. *Saving for Development: How Latin America and the Caribbean Can Save More and Better*. Série Desenvolvimento nas Américas. Nova York e Washington, DC: Palgrave Macmillan e Banco Interamericano de Desenvolvimento.
- Cecchetti, Stephen G., Madhusudan S. Mohanty e Fabrizio Zampolli. 2011. "The Real Effects of Debt." Documento de Trabalho nº 352 do BIS, Banco de Compensações Internacionais, Basileia. https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1946170.
- Cecchetti, Stephen G. e Kermit L. Schoenholtz. 2017. "Regulatory Reform: A Scorecard." Documento de Discussão nº DP12465 do CEPR, Centro

- de Pesquisa de Política Econômica, Londres. <https://papers.ssrn.com/abstract=3082291>.
- Cerra, Valerie e Sweta Chaman Saxena. 2008. "Growth Dynamics: The Myth of Economic Recovery." *American Economic Review* 98 (1): 439–57.
- Chalk, Nigel Andrew e Richard Hemming. 2000. *Assessing Fiscal Sustainability in Theory and Practice*. Washington, DC: Fundo Monetário Internacional.
- Chamon, Marcos, Vimal Thakoor, Erik Klok e Jeromin Zettelmeyer. 2022. "Debt-for-Climate Swaps: Analysis, Design, and Implementation." Documento de Trabalho nº 22/162 do FMI. Fundo Monetário Internacional, Washington, DC. <https://doi.org/10.5089/9798400215872.001>.
- Checherita-Westphal, Cristina D., Andrew Hughes Hallett e Philipp Rother. 2012. "Fiscal Sustainability Using Growth-Maximising Debt Targets." Documento de Trabalho nº 1472 do ECB, Banco Central Europeu, Alemanha. <https://doi.org/10.2139/ssrn.2145281>.
- Cheng, Gong, Javier Díaz-Cassou e Aitor Erce. 2016. "From Debt Collection to Relief Provision: 60 Years of Official Debt Restructurings through the Paris Club." Série Documentos de Trabalho nº 21 do ESM, Mecanismo Europeu de Estabilidade, Luxemburgo. <https://www.esm.europa.eu/publications/debt-collection-relief-provision-60-years-of-official-debt-restructurings-through-paris>.
- Chinn, Menzie D. e Hiro Ito. 2006. "What Matters for Financial Development? Capital Controls, Institutions, and Interactions." *Journal of Development Economics* 81 (1): 163–92. <https://doi.org/10.1016/j.jdeveco.2005.05.010>.
- Chodorow-Reich, Gabriel. 2014. "The Employment Effects of Credit Market Disruptions: Firm-Level Evidence from the 2008–9 Financial Crisis*." *The Quarterly Journal of Economics* 129 (1): 1–59. <https://doi.org/10.1093/qje/qjt031>.
- Chudik, Alexander, Kamiar Mohaddes, M. Hashem Pesaran e Mehdi Raissi. 2017. "Is There a Debt-Threshold Effect on Output Growth?" *Review of Economics and Statistics* 99 (1): 135–50. https://doi.org/10.1162/REST_a_00593.
- Clark, Ian, Thomas MacWright, Brian Pfeiffer, Dimitrios Lyratzakis e Amanda Parra Criste. 2021. "Sovereign Debt Restructurings in Latin America: A New Chapter." White & Case LLP, Insight, 25 de outubro de 2021. Acesso em 16 de setembro de 2022. <https://www.whitecase.com/insight-our-thinking/sovereign-debt-restructurings-latin-america-new-chapter>.
- Clevy, Jean François, Guilherme Pedras e Esther Pérez Ruiz. 2021. "Financing for the Post-Pandemic Recovery: Developing Domestic Sovereign

- Debt Markets in Central America.” Documento de Trabalho nº 21/283 do FMI, Fundo Monetário Internacional, Washington, DC. <https://elibrary.imf.org/view/journals/001/2021/283/001.2021.issue-283-en.xml>.
- Climate Bonds Initiative. 2021. *Latin America & Caribbean: Sustainable Finance: State of the Market 2021*. Londres: Iniciativa Títulos Climáticos. https://www.climatebonds.net/files/reports/cbi_lac_2020_04e.pdf.
- Cline, William R. 1995. *International Debt Reexamined*. Washington, DC: Instituto de Economia Internacional.
- Cline, William R. 2003. “Restoring Economic Growth in Argentina.” Documento de Trabalho de Pesquisa Econômica nº 3158, Banco Mundial, Washington, DC. <https://openknowledge.worldbank.org/handle/10986/18043>.
- Cochrane, John H. 2011. “Inflation and Debt.” *National Affairs* 9 (2): 56-78.
- Cohen, Daniel. 1993. “Low Investment and Large LDC Debt in the 1980’s.” *The American Economic Review* 83 (3): 437-49.
- Cole, Harold L. e Timothy Kehoe. 2000. “Self-Fulfilling Debt Crises.” *Review of Economic Studies* 67 (1): 91-116. <https://doi.org/10.1111/1467-937X.00123>.
- Combes, Jean-Louis, Alexandru Minea e Moussé Sow. 2017. “Is Fiscal Policy Always Counter- (pro-) Cyclical? The Role of Public Debt and Fiscal Rules.” *Economic Modelling* 65 (setembro): 138-46. <https://doi.org/10.1016/j.econmod.2017.05.017>.
- Corbacho, Ana, Vicente Fretes Cibils e Eduardo Lora. 2013. *More than Revenue: Taxation as a Development Tool*. Banco Interamericano de Desenvolvimento. Nova York: Palgrave Macmillan.
- Cordella, Tito e Andrew Powell. 2021. “Preferred and Non-Preferred Creditors.” *Journal of International Economics* 132 (setembro): 103491. <https://doi.org/10.1016/j.jinteco.2021.103491>.
- Corsetti, Giancarlo, Bernardo Guimarães e Nouriel Roubini. 2006. “International Lending of Last Resort and Moral Hazard: A Model of IMF’s Catalytic Finance.” *Journal of Monetary Economics* 53 (3): 441-71. <https://doi.org/10.1016/j.jmoneco.2005.03.008>.
- Costa, Alejo, Marcos Chamon e Luca A. Ricci. 2008. “Is There a Novelty Premium on New Financial Instruments? The Argentine Experience with GDP-Indexed Warrants.” Documento de Trabalho nº 08/109 do FMI, Fundo Monetário Internacional, Washington, DC. <https://papers.ssrn.com/abstract=1153730>.
- Cottarelli, Carlo. 2012. “The Austerity Debate: Festina Lente!” VoxEU.Org (blog), 20 de abril de 2012. <https://voxeu.org/article/austerity-debate-make-haste-slowly>.

- Croi, Kacou Firmin e Adama Diaw. 2020. "Debt and Growth in West African Economic and Monetary Union Countries (WAEMU): The Role of Institutional Quality." *Modern Economy* 11 (9): 1505-21. <https://doi.org/10.4236/me.2020.119107>.
- Cruces, Juan José e Eduardo Levy Yeyati. 2016. "What the World Can Learn from Argentina's Holdout Saga." CEPR, 20 de maio de 2016. Acesso em 9 de setembro de 2022. <https://cepr.org/voxeu/columns/what-world-can-learn-argentinas-holdout-saga>.
- Cruces, Juan José e Christoph Trebesch. 2013. "Sovereign Defaults: The Price of Haircuts." *American Economic Journal: Macroeconomics* 5 (3): 85-117. <https://doi.org/10.1257/mac.5.3.85>.
- Cueva, Simón e Julian P. Diaz. 2018. "The Fiscal and Monetary History of Ecuador: 1950-2015." Documento de Trabalho nº 2018-65 do Instituto de Economia Becker Friedman, Universidade de Chicago. <https://doi.org/10.2139/ssrn.3238175>.
- Custer, Samantha, Tanya Sethi, Rodney Knight, Amber Hutchinson, Vera Choo e Mengfan Cheng. 2021. *Listening to Leaders 2021: A Report Card for Development Partners in an Era of Contested Cooperation*. Williamsburg, VA: AidData at the College of William & Mary. https://www.researchgate.net/profile/Samantha-Custer/publication/353274298_Listening_to_Leaders_2021_A_report_card_for_development_partners_in_an_era_of_contested_cooperation/links/60f0c0a30859317dbde5fea2/Listening-to-Leaders-2021-A-report-card-for-development-partners-in-an-era-of-contested-cooperation.pdf.
- D'Amato, Laura, Elena Grubisic e Andrew Powell. 1997. "Contagion, Banks Fundamentals or Macroeconomic Shock? An Empirical Analysis of the Argentine 1995 Banking Problems." Documento de Trabalho nº 2, Banco Central de La República Argentina, Buenos Aires, Argentina. <https://www.bcra.gob.ar/Pdfs/Publicaciones/trabajo2.pdf>.
- Das, Udaibir S., Michael G. Papaioannou e Christoph Trebesch. 2012. "Sovereign Debt Restructurings 1950-2010: Literature Survey, Data, and Stylized Facts." Documento de Trabalho nº 12/203 do FMI, Fundo Monetário Internacional, Washington, DC. <https://ideas.repec.org/p/imf/imfwpa/2012-203.html>.
- Das, Udaibir S., Yinqiu Lu, Michael G. Papaioannou e Iva Petrova. 2012. "Sovereign Risk and Asset and Liability Management: Conceptual Issues." Documento de Trabalho nº 12/24 do FMI, Fundo Monetário Internacional, Washington, DC. <https://ideas.repec.org/p/imf/imfwpa/2012-241.html>.

- David, Antonio, Takuji Komatsuzaki e Samuel Pienknagura. 2020. "The Macroeconomic Effects of Structural Reforms in Latin America and the Caribbean." Documento de Trabalho nº 20/195 do FMI, Fundo Monetário Internacional, Washington, DC. <https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2020/09/25/The-Macroeconomic-Effects-of-Structural-Reforms-in-Latin-America-and-the-Caribbean-49760>.
- Davoodi, Hamid, Paul Elger, Alexandra Fotiou, Daniel Garcia-Macia, Xuehui Han, Andresa Lagerborn, W. Raphael Lam e Paulo A. Medas. 2022. *Fiscal Rules and Fiscal Councils: Recent Trends and Performance during the COVID-19 Pandemic*. Washington, DC: Fundo Monetário Internacional.
- Debrun, Xavier, Jonathan D. Ostry, Tim Willems e Charles Wyplosz. 2019. "Debt Sustainability." In *Sovereign Debt: A Guide for Economists and Practitioners*, editado por S. Ali Abbas, Alex Pienkowski e Kenneth Rogoff, 151-91. Oxford: Oxford University Press. <https://doi.org/10.1093/oso/9780198850823.003.0005>.
- De la Cruz, Andrés e Ignacio Lagos. 2021. "CACs at Work: What next? Lessons from the Argentine and Ecuadorian 2020 Debt Restructurings." *Capital Markets Law Journal* 16 (2): 226-48. <https://doi.org/10.1093/cmlj/kmab006>.
- D'Erasmus, P., E. G. Mendoza e J. Zhang. 2016. "What Is a Sustainable Public Debt?" In *Handbook of Macroeconomics*, Vol. 2, editado por John B. Taylor e Harald Uhlig, 2493-597. <https://doi.org/10.1016/bs.hesmac.2016.03.013>.
- DeLong, J. Bradford, Lawrence H. Summers, Martin Feldstein e Valerie A. Ramey. 2012. "Fiscal Policy in a Depressed Economy [with Comments and Discussion]." *Brookings Papers on Economic Activity* 2012 (1): 233-97.
- Dembiermont, Christian, Mathias Drehmann e Siriporn Muksakunratana. 2013. "How Much Does the Private Sector Really Borrow? A New Database for Total Credit to the Private Non-Financial Sector." Relatório Trimestral do BIS, março de 2013. https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1303h.htm.
- Denizer, Cevdet, Daniel Kaufmann e Aart Kraay. 2013. "Good Countries or Good Projects? Macro and Micro Correlates of World Bank Project Performance." *Journal of Development Economics* 105 (novembro): 288-302. <https://doi.org/10.1016/j.jdeveco.2013.06.003>.
- De Pascale, Gianluigi e Antonio Scrocco. 2022. "How Does Institutional Quality Shape the Impact of Public Debt on Economic Growth? A Threshold Panel Analysis Over EU-28." <https://doi.org/10.2139/ssrn.4145370>.

- Devlin, Robert e Ricardo Ffrench-Davis. 1995. "The Great Latin American Debt Crisis: Ten Years of Asymmetric Adjustment." In *Poverty, Prosperity and the World Economy*, editado por Gerry Helleiner, Shahen Abrahamian, Edmar Bacha, Roger Lawrence e Pedro Malan, 43-80. Londres: Palgrave Macmillan RU. https://doi.org/10.1007/978-1-349-13658-2_3.
- Dewatripont, Mathias e Jean Tirole. 2012. "Macroeconomic Shocks and Banking Regulation." *Journal of Money, Credit and Banking* 44 (dezembro): 237-54. <https://doi.org/10.1111/j.1538-4616.2012.00559.x>.
- Diamond, Peter A. 1965. "National Debt in a Neoclassical Growth Model." *The American Economic Review* 55 (5): 1126-50.
- Distinguin, Isabelle, Clovis Rugemintwari e Ruth Tacheng. 2016. "Can Informal Firms Hurt Registered SMEs' Access to Credit?" *World Development* 84 (agosto): 18-40. <https://doi.org/10.1016/j.worlddev.2016.04.006>.
- Dollar, David e Aart Kraay. 2002. "Growth Is Good for the Poor." *Journal of Economic Growth* 7 (3): 195-225.
- Dooley, Michael P., Eduardo Fernández-Arias e Kenneth Kletzer. 1996. "Is the Debt Crisis History? Recent Private Capital Inflows to Developing Countries." *The World Bank Economic Review* 10 (1): 27-50. <https://doi.org/10.1093/wber/10.1.27>.
- Eaton, Jonathan e Mark Gersovitz. 1981. "Debt with Potential Repudiation: Theoretical and Empirical Analysis." *The Review of Economic Studies* 48 (2): 289-309. <https://doi.org/10.2307/2296886>.
- Eberhardt, Markus e Andrea F. Presbitero. 2015. "Public Debt and Growth: Heterogeneity and Non-Linearity." *Journal of International Economics* 97 (1): 45-58. <https://doi.org/10.1016/j.jinteco.2015.04.005>.
- Economia do Consenso. 2022. "Economic Forecasts and Indicators." Latin American Consensus Forecasts. <https://www.consensuseconomics.com/publications/latin-american-consensus-forecasts/>.
- Eichengreen, Barry, Asmaa El-Ganainy, Rui Pedro Esteves e Kris James Mitchener. 2019. "Public Debt through the Ages." In *Debt: A Guide for Economists and Practitioners*, editado por S. Ali Abbas, Alex Pienkowski e Kenneth Rogoff, 7-55. Oxford: Oxford University Press. <https://doi.org/10.1093/oso/9780198850823.003.0002>.
- Eichengreen, Barry, Robert Feldman, Jeffrey B. Liebman, Jürgen Hagen e Charles Wyplosz. 2011. *Public Debts: Nuts, Bolts and Worries*. Relatórios de Genebra sobre a Economia Mundial 13. Londres: Centro de Pesquisa de Política Econômica. <https://www.semanticscholar.org/paper/Public-debts-%3A-nuts%2C-bolts-and-worries-Eichengreen-Feldman/cd34f770f460197a94b3cec493dcf2822c870b46>.
- Eichengreen, Barry e Ricardo Hausmann. 1999. "Exchange Rates and Financial Fragility." Documento de Trabalho nº 7418 do NBER, Escritório

- Nacional de Pesquisa Econômica, Cambridge, MA. https://www.nber.org/system/files/working_papers/w7418/w7418.pdf.
- Eichengreen, Barry e Ugo Panizza. 2016. "A Surplus of Ambition: Can Europe Rely on Large Primary Surpluses to Solve Its Debt Problem?" *Economic Policy* 31 (85): 5–49. <https://doi.org/10.1093/epolic/eiv016>.
- Eichengreen, Barry e Richard Portes, eds. 1995. *Crisis? What Crisis? Orderly Workouts for Sovereign Debtors*. London: Centro de Pesquisa de Política Econômica.
- Elmendorf, Douglas W. e N. Gregory Mankiw. 1999. "Government Debt." In *Handbook of Macroeconomics*, Vol. 1, Part C, editado por John B. Taylor e Michael Woodford, 1615–69. Elsevier. [https://doi.org/10.1016/S1574-0048\(99\)10038-7](https://doi.org/10.1016/S1574-0048(99)10038-7).
- Erosa, Andres e Gustavo Ventura. 2002. "On Inflation as a Regressive Consumption Tax." *Journal of Monetary Economics* 49 (4): 761–95.
- Escolano, Julio. 2010. *A Practical Guide to Public Debt Dynamics, Fiscal Sustainability, and Cyclical Adjustment of Budgetary Aggregates*. Washington, DC: Fundo Monetário Internacional.
- Fang, Chuck, Julian Schumacher e Christoph Trebesch. 2021. "Restructuring Sovereign Bonds: Holdouts, Haircuts and the Effectiveness of CACs." *IMF Economic Review* 69 (1), 155–96. <https://link.springer.com/article/10.1057/s41308-020-00127-z>.
- Farhi, Emmanuel e Jean Tirole. 2018. "Deadly Embrace: Sovereign and Financial Balance Sheets Doom Loops." *The Review of Economic Studies* 85 (3): 1781–823. <https://doi.org/10.1093/restud/rdx059>.
- Farhi, Emmanuel e Iván Werning. 2016. "A Theory of Macroprudential Policies in the Presence of Nominal Rigidities." *Econometrica* 84 (5): 1645–704. <https://doi.org/10.3982/ECTA11883>.
- Fazzari, Steven M., Piero Ferri e Anna Maria Variato. 2020. "Demand-Led Growth and Accommodating Supply." *Cambridge Journal of Economics* 44 (3): 583–605. <https://doi.org/10.1093/cje/bez055>.
- Feldstein, Martin e Charles Horioka. 1980. "Domestic Saving and International Capital Flows." *The Economic Journal* 90 (358): 314–29. <https://doi.org/10.2307/2231790>.
- Fernández-Arias, Eduardo e Ricardo Hausmann. 2001. "Foreign Direct Investment: Good Cholesterol?" In *Foreign Direct Investment Versus Other Flows to Latin America*, editado por Jorge Braga de Macedo e Enrique V. Iglesias. Paris: Banco Interamericano de Desenvolvimento e Organização para Cooperação Econômica e Desenvolvimento.
- FIAP (Federación Internacional de Administradoras de Fondos de Pensiones). 2020. "Investment Portfolios of the Latin American Pension Funds." Nota de Pensão nº 46, Federacion Internacional de

- Administradoras de Fondos de Pensiones, Santiago, Chile. <https://www.fiapinternacional.org/wp-content/uploads/2020/06/np-46-junio-eng.pdf>.
- Figal-Garone, L., D. Giuliadori, M. L. Lanzalot, A. Rodriguez e R. Stucchi. 2021. "Can Digital Credit Boost E-Commerce among MSMEs?" <https://idbinvest.org/en/blog/development-impact/can-digital-credit-boost-e-commerce-among-msmes>.
- Filippini, Federico e Guido Sandleris. 2022. "Austerity Intolerance." Documento de Trabalho, Universidad Torcuato di Tella.
- Financial Times. 2012. "Argentina Seeks To Free Bond-Row Ship." 16 de dezembro de 2012.
- Financial Times. 2022. "Ecuador Reaches \$1.4bn Debt Restructuring Deal with China." 20 de setembro de 2022.
- Finnovista, BID (Banco Interamericano de Desenvolvimento), e BID Invest. 2022. "Fintech En América Latina y El Caribe: Un Ecosistema Consolidado Para La Recuperación." <https://doi.org/10.18235/0004202>.
- Flandreau, M. 2013. "Sovereign States, Bondholders Committees, and the London Stock Exchange in the Nineteenth Century (1827-68): New Facts and Old Fictions." *Oxford Review of Economic Policy* 29 (4): 668-96. <https://doi.org/10.1093/oxrep/grt031>.
- Fleiss, Pablo. 2021. *Multilateral Development Banks in Latin America: Recent Trends, the Response to the Pandemic, and the Forthcoming Role*. Série Estudos e Perspectivas 21. Santiago: Comissão Econômica para a América Latina e o Caribe. https://repositorio.cepal.org/bitstream/handle/11362/46916/S2100262_en.pdf?sequence=1&isAllowed=y.
- FMI (Fundo Monetário Internacional). 2003. *Public Debt in Emerging Markets*. World Economic Outlook. Washington, DC: Fundo Monetário Internacional.
- . 2004. *Report on the Evaluation of the Role of the IMF in Argentina, 1991-2001*. Série Relatórios do Escritório de Avaliação Independente, Fundo Monetário Internacional, Washington, DC. <https://www.imf.org/en/Publications/Independent-Evaluation-Office-Reports/Issues/2016/12/31/Report-on-the-Evaluation-of-the-Role-of-the-IMF-in-Argentina-1991-2001-30041>.
- . 2013. *Sovereign Debt Restructuring—Recent Developments and Implications for The Fund's Legal and Policy Framework*. Washington, DC: Fundo Monetário Internacional. <https://www.imf.org/en/Publications/Policy-Papers/Issues/2016/12/31/Sovereign-Debt-Restructuring-Recent-Developments-and-Implications-for-the-Fund's-Legal-and-PP4772>.

- . 2019. “Heavily Indebted Poor Countries (HIPC) Initiative and Multilateral Debt Relief Initiative (MDRI) – Statistical Update.” Documento de Política FMI nº 2019/028, Fundo Monetário Internacional, Washington, DC. <https://www.imf.org/en/Publications/Policy-Papers/Issues/2019/08/06/Heavily-Indebted-Poor-Countries-HIPC-Initiative-and-Multilateral-Debt-Relief-Initiative-MDRI-48566>.
- . 2020. “Ecuador: First Review Under the Extended Arrangement Under the Extended Fund Facility and Request for Modification of Quantitative Performance Criteria-Press Release; Relatório da Equipe; e Declaração do Diretor Executivo para o Equador.” Relatório de País 2020/325 do FMI, Fundo Monetário Internacional, Washington, DC. <https://www.imf.org/en/Publications/CR/Issues/2020/12/23/Ecuador-First-Review-Under-the-Extended-Arrangement-Under-the-Extended-Fund-Facility-and-49980>.
- . ed. 2021. *Recovery during a Pandemic: Health Concerns, Supply Disruptions, and Price Pressures*. Perspectiva Econômica Global 2021, outubro. Washington, DC: Fundo Monetário Internacional.
- . 2022. *World Economic Outlook, April 2022: War Sets Back the Global Recovery*. Washington, DC: Fundo Monetário Internacional. <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2022/04/19/world-economic-outlook-april-2022>.
- Fofack, Achille Dargaud, Ahmet Aker e Husam Rjoub. 2020. “Assessing the Post-Quantitative Easing Surge in Financial Flows to Developing and Emerging Market Economies.” *Journal of Applied Economics* 23 (1): 89–105. <https://doi.org/10.1080/15140326.2019.1710421>.
- FOMC (Comitê Federal de Mercado Aberto). 2022. “Summary of Economic Projections.” Meeting on 20–21 de setembro de 2022. <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/fomcprojtabl20220921.pdf>.
- Frankel, Jeffrey A e David Romer. 1999. “Does Trade Cause Growth?” *American Economic Review* 89 (3): 379–99. <https://doi.org/10.1257/aer.89.3.379>.
- Friedman, Benjamin. 1978. “Crowding Out or Crowding In? The Economic Consequences of Financing Government Deficits.” Documento de Trabalho nº w0284 do NBER, Escritório Nacional de Pesquisa Econômica, Cambridge, MA. <https://doi.org/10.3386/w0284>.
- G20. 2019. *Multilateral Development Banks’ Final Report on Value for Money*. https://www.mof.go.jp/english/policy/international_policy/convention/g20/annex4-4.pdf.
- . 2020. “Extraordinary G20 Finance Ministers and Central Bank Governors’ Meeting Statement.” <https://www.imf.org/-/media/Files/>

News/news-articles/english-extraordinary-G20-fmcbg-statement-november-13.ashx.

- . 2022. *Boosting MDBs' Investing Capacity: An Independent Review of Multilateral Development Banks' Capital Adequacy Frameworks*. <https://www.dirittobancario.it/wp-content/uploads/2022/07/Boosting-MDBs-investing-capacity.pdf>.
- G20 e Clube de Paris. 2020. "Common Framework for Debt Treatments beyond the DSSI." https://clubdeparis.org/sites/default/files/annex_common_framework_for_debt_treatments_beyond_the_dssi.pdf.
- Gale, William G. e Peter R. Orszag. 2003. "The Economic Effects of Long-Term Fiscal Discipline." Documento de Discussão nº 8, Centro de Política Tributária Urban-Brookings, Instituto Urban, Washington, DC. <https://www.urban.org/sites/default/files/publication/58901/310669-The-Economic-Effects-of-Long-Term-Fiscal-Discipline.PDF>.
- Galindo, Arturo J. e Ugo Panizza. 2018. "The Cyclicity of International Public Sector Borrowing in Developing Countries: Does the Lender Matter?" *World Development* 112 (dezembro): 119-35. <https://doi.org/10.1016/j.worlddev.2018.08.007>.
- Galizia, Federico, William Perraudin, Andrew Powell e Timothy Turner. 2021. "Risk Transfer for Multilateral Development Banks: Obstacles and Potential." Documento de Trabalho nº 1292 doo BID, Banco Interamericano de Desenvolvimento, Washington, DC. <https://doi.org/10.18235/0003751>.
- Gautam, Deepali, Rohit Goel e Fabio Natalucci. 2022. "Sustainable Finance in Emerging Markets Is Enjoying Rapid Growth, But May Bring Risks." Blog do FMI 1º de março de 2022. <https://blogs.imf.org/2022/03/01/sustainable-finance-in-emerging-markets-is-enjoying-rapid-growth-but-may-bring-risks/>.
- Gelpern, Anna. 2005. "What Iraq and Argentina Might Learn from Each Other." *Chicago Journal of International Law* 6(1): 391-414. Disponível em: <https://chicagounbound.uchicago.edu/cjil/vol6/iss1/23>.
- Gelpern, Anna e Ugo Panizza. 2022, no prelo. "Enough Potential Reputation: Economic and Legal Aspects of Sovereign Debt in the Pandemic Era." *Annual Review of Economics*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.4095719>.
- Gennaioli, Nicola, Alberto Martin e Stefano Rossi. 2014. "Sovereign Default, Domestic Banks, and Financial Institutions." *Journal of Finance* 69 (2): 819-66. <https://doi.org/10.1111/jofi.12124>.
- Gerling, Kerstin, Paulo A. Medas, Tigran Poghosyan, Juan Farah-Yacoub e Yizhi Xu. 2017. *Fiscal Crises*. Washington, DC: Fundo Monetário Internacional.

- Ghosal, Sayantan e Marcus Miller. 2015. "Writing-Down Debt with Heterogeneous Creditors: Lock Laws and Late Swaps." *Journal of Globalization and Development* 6 (2): 239-55. <https://doi.org/10.1515/jgd-2015-0017>.
- Ghosh, Atish R., Jun I. Kim, Enrique G. Mendoza, Jonathan D. Ostry e Mahvash S. Qureshi. 2013. "Fiscal Fatigue, Fiscal Space and Debt Sustainability in Advanced Economies." *The Economic Journal* 123 (566): F4-F30. <https://doi.org/10.1111/ecoj.12010>.
- Gilbert, Christopher, Andrew Powell e David Vines. 1999. "Positioning the Banco Mundial." *The Economic Journal* 109 (459): 598-633. <https://doi.org/10.1111/1468-0297.00474>.
- Gilchrist, Simon e Egon Zakrajšek. 2012. "Credit Spreads and Business Cycle Fluctuations." *American Economic Review* 102 (4): 1692-720. <https://doi.org/10.1257/aer.102.4.1692>.
- Gómez-González, Jose E., Oscar M. Valencia e Gustavo A. Sánchez. 2022. "How Fiscal Rules Can Reduce Sovereign Debt Default Risk." *Emerging Markets Review* 50 (março): 100839. <https://doi.org/10.1016/j.ememar.2021.100839>.
- Gómez-González, Jose E., Oscar M. Valencia e Jorge M. Uribe. 2022. "Risk Spillovers between Global Corporations and Latin American Sovereigns: Global Factors Matter." *Applied Economics*. <https://doi.org/10.1080/00036846.2022.2097193>.
- Gómez-Puig, Marta, Simón Sosvilla-Rivero e Inmaculada Martínez-Zarzoso. 2022. "On the Heterogeneous Link between Public Debt and Economic Growth." *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money* 77 (março): 101528. <https://doi.org/10.1016/j.intfin.2022.101528>.
- González, M. e J. Hernández. 2022, Forthcoming. "Estimating Fiscal Reaction Functions for LAC." Documento de Trabalho do BID, Banco Interamericano de Desenvolvimento, Washington, DC.
- Gourinchas, Pierre-Olivier, Philippe Martin e Todd Messer. 2020. "The Economics of Sovereign Debt, Bailouts and the Eurozone Crisis." Documento de Trabalho nº 27403 o NBER, Escritório Nacional de Pesquisa Econômica, Cambridge, MA. <https://doi.org/10.3386/w27403>.
- Greenspan, Alan. 1999. "New Challenges for Monetary Policy." Conselho do Federal Reserve, 27 de agosto de 1999. <https://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/1999/19990827.htm>.
- Greenspan, Alan. 2007. *The Age of Turbulence: Adventures in a New World*. New York: Penguin Press.
- Griffiths, Jesse, Ugo Panizza e Filippo Taddei. 2020. "Reducing Low-Income Country Debt Risks." Nota Informativa do nº 9 do ODI, Instituto de Desenvolvimento Internacional, Londres. https://cdn.odi.org/media/documents/reducing_low-income_country_debt_risks_v4.pdf.

- Group dos Dez. 1996. *The Resolution of Sovereign Liquidity Crises: A Report to the Ministers and Governors*. Basileia: Banco de Compensações Internacionais. <https://www.bis.org/publ/gten03.pdf>.
- Gunter, Samara, Daniel Riera-Crichton, Carlos A. Vegh e Guillermo Vuletin. 2021. "Non-Linear Effects of Tax Changes on Output: The Role of the Initial Level of Taxation." *Journal of International Economics* 131 (July): 103450. <https://doi.org/10.1016/j.jinteco.2021.103450>.
- Hagan, Sean. 2005. "Designing a Legal Framework to Restructure Sovereign Debt." *Georgetown Journal of International Law* 26: 299-402.
- Halac, Marina e Sergio L. Schmukler. 2004. "Distributional Effects of Crises: The Financial Channel." *Economía* 5 (1): 1-67.
- Hansen, Bruce E. 1999. "Threshold Effects in Non-Dynamic Panels: Estimation, Testing, and Inference." *Journal of Econometrics* 93 (2): 345-68. [https://doi.org/10.1016/S0304-4076\(99\)00025-1](https://doi.org/10.1016/S0304-4076(99)00025-1).
- Harrison, Caroline e Lea Muething. 2021. *Sovereign Green, Social, and Sustainability Bond Survey*. Londres: Iniciativa Títulos Climáticos. <https://greenfinancelac.org/resources/publications/2021-sovereign-green-social-and-sustainability-bond-survey/>.
- Hart, O. e J. Moore. 1994. "A Theory of Debt Based on the Inalienability of Human Capital." *The Quarterly Journal of Economics* 109 (4): 841-79. <https://doi.org/10.2307/2118350>.
- Hashimoto, Hideo, Yen Mooi, Guilherme Pedras, Arindam Roy, Kay Chung, Tadeusz Galeza, Michael G. Papaioannou, Peter Katz, Zsolt Bango, Jose Antonio Gragnani, Bryan Gurhy e Cindy Paladines. 2021. *Guidance Note for Developing Government Local Currency Bond Markets*. Washington, DC: Fundo Monetário Internacional e Banco Mundial. <https://openknowledge.worldbank.org/handle/10986/37787>.
- Hennessy, Christopher A., Amnon Levy e Toni M. Whited. 2007. "Testing Q Theory with Financing Frictions." *Journal of Financial Economics* 83 (3): 691-717. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2005.12.008>.
- Hernández, Juan. 2018. "How International Reserves Reduce the Probability of Debt Crises." Documento de Discussão nº 579 do BID, Banco Interamericano de Desenvolvimento, Washington, DC. <https://doi.org/10.18235/0001235>.
- Hernández de Cos, Pablo, Enrique Moral-Benito, Gerrit B. Koester e Christiane Nickel. 2014. "Signalling Fiscal Stress in the Euro Area: A Country-Specific Early Warning System." Documento de Trabalho nº 1418, Banco da Espanha, Madri, Espanha. <https://doi.org/10.2139/ssrn.2471464>.

- Herrera, Diego. 2020. "MSME Financing Instruments in Latin America and the Caribbean during COVID-19." Banco Interamericano de Desenvolvimento, Washington, DC. <https://doi.org/10.18235/0002361>.
- Ho, Edmund. 2019. "The Double-Edged Sword of Foreign Participation in Local Currency Government Bond Markets." Research Memorandum 14/2019, Hong Kong Monetary Authority, Hong Kong. <https://www.hkma.gov.hk/media/eng/publication-and-research/research/research-memorandums/2019/RM14-2019.pdf>.
- Ho, Sui-Jim, e Edward Crane. 2020. "Building climate resilient debt portfolio". *International Financial Law Review* 1: 24-26.
- Holmström, Bengt e Jean Tirole. 1998. "Private and Public Supply of Liquidity." *Journal of Political Economy* 106 (1): 1-40. <https://doi.org/10.1086/250001>.
- Horn, Sebastian, Carmen Reinhart e Christoph Trebesch. 2020. "Coping with Disasters: Two Centuries of International Official Lending." Documento de Trabalho nº 27343 do NBER, Escritório Nacional de Pesquisa Econômica, Cambridge, MA. <https://doi.org/10.3386/w27343>.
- Horn, Sebastian, Carmen Reinhart e Christoph Trebesch. 2021. "China's Overseas Lending." *Journal of International Economics* 133 (novembro): 103539. <https://doi.org/10.1016/j.jinteco.2021.103539>.
- Huang, Jennifer e Jiang Wang. 2010. "Market Liquidity, Asset Prices, and Welfare." *Journal of Financial Economics* 95 (1): 107-27. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2008.08.008>.
- Humphrey, Chris. 2015. "Are Credit Rating Agencies Limiting the Operational Capacity of Multilateral Development Banks?" Documento de Políticas do G24, Washington, DC. <http://www.g24.org/wp-content/uploads/2014/03/G24-CRA-October30.pdf>.
- . Chris. 2017. "He Who Pays the Piper Calls the Tune: Credit Rating Agencies and Multilateral Development Banks." *The Review of International Organizations* 12 (2): 281-306. <https://doi.org/10.1007/s11558-017-9271-6>.
- Humphrey, Chris e Katharina Michaelowa. 2013. "Shopping for Development: Multilateral Lending, Shareholder Composition and Borrower Preferences." *World Development* 44 (abril): 142-55. <https://doi.org/10.1016/j.worlddev.2012.12.007>.
- Hyun, Jay, Daisoon Kim e Seung-Ryong Shin. 2020. "Global Connectedness and Market Power Make Firms More Resilient to Domestic COVID-19 Shocks." VoxEU.Org (blog), 10 de outubro de 2020. https://voxeu.org/article/global-connectedness-market-power-and-firms-resilience-domestic-covid-19-shocks?qt-quicktabs_cepr_policy_research=1.

- IIF (Instituto de Finanças Internacionais). 2022. *The Principles for Stable Capital Flows and Fair Debt Restructuring, April 2022 Update*. Washington, DC: Instituto de Finanças Internacionais. https://www.iif.com/portals/0/Files/content/2_Updated%20Debt%20Principles_vf.pdf.
- Ika, Lavagnon A. 2015. "Opening the Black Box of Project Management: Does Banco Mundial Project Supervision Influence Project Impact?" *International Journal of Project Management* 33 (5): 1111-23. <https://doi.org/10.1016/j.ijproman.2015.01.005>.
- Ilzetzki, Ethan, Enrique G. Mendoza, e Carlos A. Végh. 2013. "How Big (Small?) Are Fiscal Multipliers?" *Journal of Monetary Economics* 60 (2): 239-54. <https://doi.org/10.1016/j.jmoneco.2012.10.011>.
- Ivashina, Victoria e David Scharfstein. 2010. "Loan Syndication and Credit Cycles." *American Economic Review* 100 (2): 57-61. <https://doi.org/10.1257/aer.100.2.57>.
- Izquierdo, Alejandro, Carola Pessino e Guillermo Vuletin, eds. 2018. *Better Spending for Better Lives: How Latin America and the Caribbean Can Do More with Less*. Desenvolvimento nas Américas. Washington, DC: Banco Interamericano de Desenvolvimento. <https://doi.org/10.18235/0001217-en>.
- Jafarov, Etibar, Rodolfo Maino e Marco Pani. 2019. "Financial Repression Is Knocking at the Door, Again." Documento de Trabalho nº 19/211 do FMI, Fundo Monetário Internacional, Washington, DC. <https://doi.org/10.5089/9781513512488.001>.
- Jahan, Sarwat. 2012. "Inflation Targeting: Holding the Line." Finance & Development, Back to Basics Compilation, Fundo Monetário Internacional, Washington, DC. <https://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/basics/pdf/jahpan-inflation-targeting.pdf>.
- Jandhyala, Srividya. 2016. "International Organizations and Political Risk—The Case of Multilateral Development Banks in Infrastructure Projects." https://ppi.worldbank.org/content/dam/PPI/resources/ppi_publication/global/The-case-of-multilateral-development-banks-by-Jandhyala2016.pdf.
- Jaramillo, Laura, Carlos Mulas-Granados e Elijah Kimani. 2017. "Debt Spikes and Stock Flow Adjustments: Emerging Economies in Perspective." *Journal of Economics and Business* 94 (November): 1-14. <https://doi.org/10.1016/j.jeconbus.2017.08.003>.
- Jeanne, Olivier e Anton Korinek. 2010. "Excessive Volatility in Capital Flows: A Pigouvian Taxation Approach." *American Economic Review* 100 (2): 403-07. <https://doi.org/10.1257/aer.100.2.403>.

- Jensen, M. C e W. H. Meckling. 1976. "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure." *Journal of Financial Economics* 3 (4): 305-60.
- Jiang, Zhengyang, Hanno Lustig, Stijn Van Nieuwerburgh e Mindy Xiaolan. 2019. "The U.S. Public Debt Valuation Puzzle." Documento de Trabalho nº w26583 do NBER, Escritório Nacional de Pesquisa Econômica, Cambridge, MA. <https://doi.org/10.3386/w26583>.
- Jonasson, Thordur, Michael G. Papaioannou e Mike Williams. 2019. "Debt Management." In *Sovereign Debt: A Guide for Economists and Practitioners*, editado por S. Ali Abbas, Alex Pienkowski e Kenneth Rogoff, 192-224. Oxford: Oxford University Press. <https://doi.org/10.1093/oso/9780198850823.003.0006>.
- Jordà, Òscar. 2005. "Estimation and Inference of Impulse Responses by Local Projections." *American Economic Review* 95 (1): 161-82. <https://doi.org/10.1257/0002828053828518>.
- Jordà, Òscar, Martin Kornejew, Moritz Schularick e Alan Taylor. 2020. "Zombies at Large? Corporate Debt Overhang and the Macroeconomy." Documento de Trabalho nº w28197 do NBER, Escritório Nacional de Pesquisa Econômica, Cambridge, MA. <https://doi.org/10.3386/w28197>.
- Jorra, Markus. 2012. "The Effect of IMF Lending on the Probability of Sovereign Debt Crises." *Journal of International Money and Finance* 31 (4): 709-25. <https://doi.org/10.1016/j.jimonfin.2012.01.010>.
- J.P. Morgan. 2021. "J.P. Morgan ESG EMBI Global Diversified Index: Methodology and Factsheet." J.P. Morgan Global Index Research, May 26, 2021.
- Kaminsky, Graciela, Saul Lizondo e Carmen M. Reinhart. 1998. "Leading Indicators of Currency Crises." *Documentos de Equipe do FMI* 45 (1): 1-48. <https://doi.org/10.2307/3867328>.
- Kawai, Masahiro, Richard Newfarmer e Sergio L. Schmukler. 2005. "Financial Crises: Nine Lessons from East Asia." *Eastern Economic Journal* 31 (2): 185-207.
- Kehoe, Timothy J. e Juan Pablo Nicolini, eds. 2021. *A Monetary and Fiscal History of Latin America, 1960-2017*. Minneapolis: University of Minnesota Press. <https://manifesto.bfi.uchicago.edu/projects/monetary-fiscal-history-latin-america-1960-2017>.
- Ketterer, Juan e Andrew Powell. 2018. "Financing Infrastructure: On the Quest for an Asset Class." Banco Interamericano de Desenvolvimento, Washington, DC. <https://doi.org/10.18235/0001323>.

- Kilby, Christopher. 2000. "Supervision and Performance: The Case of Banco Mundial Projects." *Journal of Development Economics* 62 (1): 233-59. [https://doi.org/10.1016/S0304-3878\(00\)00082-1](https://doi.org/10.1016/S0304-3878(00)00082-1).
- Kose, M. Ayhan, Peter Nagle, Franziska L. Ohnsorge e Naotaka Sugawara. 2021. "Benefits and Costs of Debt: The Dose Makes the Poison." In *Global Waves of Debt: Causes and Consequences*, 45-77. Washington, DC: Banco Mundial. https://doi.org/10.1596/978-1-4648-1544-7_ch2.
- Kose, M. Ayhan, Franziska L. Ohnsorge, Carmen M. Reinharte e Kenneth S. Rogoff. 2022. "The Aftermath of Debt Surges." *Annual Review of Economics* 14. <https://doi.org/10.1146/annurev-economics-051420-015343>.
- Kourtellos, Andros, Thanasis Stengos e Chih Ming Tan. 2013. "The Effect of Public Debt on Growth in Multiple Regimes." *Journal of Macroeconomics* 38 Parte A (dezembro): 35-43. <https://doi.org/10.1016/j.jmacro.2013.08.023>.
- Kraft, Joseph. 1984. *The Mexican Rescue*. Nova York: Grupo dos Trinta. <https://group30.org/publications/detail/31>.
- Krugman, Paul. 1988. "Financing vs. Forgiving a Debt Overhang." *Journal of Development Economics* 29 (3): 253-68. [https://doi.org/10.1016/0304-3878\(88\)90044-2](https://doi.org/10.1016/0304-3878(88)90044-2).
- Krueger, Anne O. 2001. "International Financial Architecture for 2002: New Approach to Sovereign Debt Restructuring." Fundo Monetário Internacional, 26 de novembro de 2001. <http://www.imf.org/external/np/speeches/2001/112601.htm>.
- Krueger, Anne O. 2002. "A new approach to sovereign debt restructuring." In *A New Approach to Sovereign Debt Restructuring*, editado por Anne O. Krueger, 1-3. Washington, DC: Fundo Monetário Internacional. <https://www.imf.org/external/pubs/ft/exrp/sdrm/eng/sdrm.pdf>.
- Kumar, Manmohan S. e Emanuele Baldacci. 2010. *Fiscal Deficits, Public Debt, and Sovereign Bond Yields*. Washington, DC: Fundo Monetário Internacional.
- Kumar, Manmohan e Jaejoon Woo. 2010. "Public Debt and Growth." Documento de Trabalho nº 10/174 d FMI, Fundo Monetário Internacional, Washington, DC.
- Kuntchev, Veselin, Rita Ramalho, Jorge Rodriguez-Meza e Judy S. Yang. 2013. "What Have We Learned from the Enterprise Surveys Regarding Access to Credit by SMEs?" Documento de Trabalho de Pesquisa de Políticas nº 6670, Banco Mundial, Washington, DC. <https://doi.org/10.1596/1813-9450-6670>.
- Laeven, Luc e Fabian Valencia. 2018. *Systemic Banking Crises Revisited*. Washington, DC: Fundo Monetário Internacional.

- Lamont, Owen. 1995. "Corporate-Debt Overhang and Macroeconomic Expectations." *The American Economic Review* 85 (5): 1106-17.
- Lane, Philip R. e Gian Maria Milesi-Ferretti. 2007. "The External Wealth of Nations Mark II: Revised and Extended Estimates of Foreign Assets and Liabilities, 1970-2004." *Journal of International Economics* 73 (2): 223-50. <https://doi.org/10.1016/j.jinteco.2007.02.003>.
- . 2018. "The External Wealth of Nations Revisited: International Financial Integration in the Aftermath of the Global Financial Crisis." *IMF Economic Review* 66 (1): 189-222. <https://doi.org/10.1057/s41308-017-0048-y>.
- Lang, Valentin, David Mihalyi e Andrea Presbitero. 2021. "Borrowing Costs after Sovereign Debt Relief." CEPR Documento de Discussão nº 15832 do CEPR, Centro de Pesquisa de Política Econômica, Londres. https://cepr.org/active/publications/discussion_papers/dp.php?dpno=15832.
- Law, Siong Hook, Chee Hung Ng, Ali M. Kutan e Zhi Kei Law. 2021. "Public Debt and Economic Growth in Developing Countries: Nonlinearity and Threshold Analysis." *Economic Modelling* 98 (May): 26-40. <https://doi.org/10.1016/j.econmod.2021.02.004>.
- Leith, Campbell e Simon Wren-Lewis. 2013. "Fiscal Sustainability in a New Keynesian Model." *Journal of Money, Credit and Banking* 45 (8): 1477-516. <https://doi.org/10.1111/jmcb.12060>.
- Levine, Matt. 2015. "Now Argentina Can't Even Pay Bonds in Argentina." Bloomberg, 13 de março de 2015. <https://www.bloomberg.com/opinion/articles/2015-03-13/now-argentina-can-t-even-pay-bonds-in-argentina>.
- Levine, Ross e David Renelt. 1992. "A Sensitivity Analysis of Cross-Country Growth Regressions." *The American Economic Review* 82 (4): 942-63. <https://www.jstor.org/stable/2117352>.
- Levy Yeyati, E. 2008. "The Cost of Reserves." *Economics Letters* 100 (1): 39-42.
- Levy Yeyati, E. e F. Sturzenegger. 2021. "A Balance-Sheet Approach to Fiscal Sustainability." Documento de Trabalho da Escola de Negócios, Universidad Torcuato Di Tella. <https://ideas.repec.org/p/udt/wpbsdt/balancesheet.html>.
- López Marmolejo, Arnoldo, María Cecilia Deza, Marta Ruiz-Arranz, Carlos Eggers Prieto, Daniel Ventosa-Santaulària, Sonia Di Giannatale e Muchin Bazan. 2022. *En Búsqueda de Mejores Condiciones de Endeudamiento Para Empresas y Hogares: Informe Económico Sobre Centroamérica, México, Panamá y República Dominicana*. Washington, DC: Banco Interamericano de Desenvolvimento. <https://doi.org/10.18235/0003974>.

- Lozano-Espitia, Ignacio e J. Manuel Julio-Román. 2020. "Debt Limits and Fiscal Space for Some Latin American Economies." *Latin American Journal of Central Banking* 1 (1-4): 100006. <https://doi.org/10.1016/j.latcb.2020.100006>.
- Magud, Nicolas e Samuel Pienknagura. 2022. "The Return of Expansionary Austerity: Firms' Investment Response to Fiscal Adjustments in Emerging Markets." Documento de Trabalho nº 22/70 do FMI, Fundo Monetário Internacional, Washington, DC. <https://doi.org/10.5089/9798400204845.001>.
- Makoff, Gregory e Mark C. Weidemaier. Forthcoming. "Mass Sovereign Debt Litigation: A Computer-Assisted Analysis of the Argentina Bond Litigation in the U.S. Federal Courts 2002-2016." *UC Davis Law Review*. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.4157688>.
- Manzano, Osmel, Fernando Navajas e Andrew Powell. 2018. *The Economics of Natural Resources in Latin America: Taxation and Regulation of the Extractive Industries*. Londres: Routledge.
- Mariscal, Rodrigo, Andrew Powell, Guido Sandleris e Pilar Tavella. 2015. "Sovereign Defaults: Has the Current System Resulted in Lasting (Re) Solutions?" Documento de Trabalho nº 2015-03 da Escola de Negócios, Universidad Torcuato Di Tella. <https://ideas.repec.org/p/udt/wpbsdt/2015-03.html>.
- Mascia, Danilo V. e Stefania P. S. Rossi. 2017. "Is There a Gender Effect on the Cost of Bank Financing?" *Journal of Financial Stability* 31 (agosto): 136-53. <https://doi.org/10.1016/j.jfs.2017.07.002>.
- Mauro, Paolo, Rafael Romeu, Ariel Binder e Asad Zaman. 2013. "A Modern History of Fiscal Prudence and Profligacy." Documento de Trabalho nº 13/5 do FMI, Fundo Monetário Internacional, Washington, DC. <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2013/wp1305.pdf>.
- Mauro, Paolo e Jing Zhou. 2020. "R-G<0: Can We Sleep More Soundly?" Documento de Trabalho nº 20/25 do FMI, Fundo Monetário Internacional, Washington, DC. <https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2020/03/13/r-minus-g-negative-Can-We-Sleep-More-Soundly-49068>.
- Mbaye, Samba, Marialuz Moreno Badia, e Kyungla Chae. 2018. "Bailing Out the People?: When Private Debt Becomes Public." Documento de Trabalho nº 18/141 do FMI, Fundo Monetário Internacional, Washington, DC.
- MDB Task Force on Mobilization. 2021. *Mobilization of Private Finance by Multilateral Development Banks and Development Finance Institutions 2019*. Washington, DC: Banco Mundial. <https://openknowledge.worldbank.org/handle/10986/35616>.

- Merton, Robert C. 1974. "On the Pricing of Corporate Debt: The Risk Structure of Interest Rates." *The Journal of Finance* 29 (2): 449-70. <https://doi.org/10.2307/2978814>.
- Meyer, Josefin, Carmen M. Reinhart e Christoph Trebesch. 2022. "Sovereign Bonds Since Waterloo." *The Quarterly Journal of Economics* 137 (3): 1615-80. <https://doi.org/10.1093/qje/qjac007>.
- MinHacienda. 2018. "Estrategia de Gestión de Deuda de Mediano Plazo: 2018-2022." Ministério da Fazenda da Colômbia.
- Ministério das Finanças da Ucrânia. 2015. "Fact Sheet on Agreement with Ad Hoc Committee of Creditors." Ministério das Finanças da Ucrânia, 27 de agosto de 2015.
- Mitchener, Kris James e Christoph Trebesch. 2021. "Sovereign Debt in the 21st Century: Looking Backward, Looking Forward." Documento de Trabalho nº 8959 do CESifo, CESifo, Munique, Alemanha. <https://doi.org/10.2139/ssrn.3812076>.
- Miyamoto, Kaori e Emilio Chiofalo. 2015. "Official Development Finance for Infrastructure: Support by Multilateral and Bilateral Development Partners." Documento de Trabalho de Cooperação para o Desenvolvimento nº 25 da OCDE, Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico, Paris. <https://doi.org/10.1787/5jrs3sbcrvzx-en>.
- Montoriol-Garriga, Judit e Emilia Garcia-Appendini. 2013. "Firms as Liquidity Providers: Evidence from the 2007-2008 Financial Crisis." *Journal of Financial Economics* 109 (1): 272-91. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2013.02.010>.
- Montoya, Ana María, Eric Parrado, Alex Solís e Raimundo Undurraga. 2020. "Bad Taste: Gender Discrimination in the Consumer Credit Market." Documento de Trabalho nº 1053 do BID, Banco Interamericano de Desenvolvimento, Washington, DC. <https://doi.org/10.18235/0001921>.
- MOPAN (Rede de Avaliação de Desempenho das Organizações Multilaterais). 2021. *Pulling Together: The Multilateral Response to Climate Change*. Série Lições em Efetividade Multilateral. Paris: MOPAN. https://www.mopanonline.org/analysis/items/MOPAN_Climate_VOLI_Overview_web.pdf.
- Moreno Badia, Marialuz, Yuan Xiang e Juliana Gamboa-Arbelaes. 2021. *Debt Dynamics in Emerging and Developing Economies Is R-G a Red Herring?* Washington, DC: Fundo Monetário Internacional.
- Morris, Stephen e Hyun Song Shin. 2003. "Global Games: Theory and Applications." In *Advances in Economics and Econometrics*, editado por Mathias Dewatripont, Lars Peter Hansen e Stephen J. Turnovsky, 56-114. Cambridge: Cambridge University Press. <https://doi.org/10.1017/CBO9780511610240.004>.

- Muravyev, Alexander, Oleksandr Talavera e Dorothea Schäfer. 2009. "Entrepreneurs' Gender and Financial Constraints: Evidence from International Data." *Journal of Comparative Economics*, Simpósio Especial em Honra de Padma Desai 37 (2): 270-86. <https://doi.org/10.1016/j.jce.2008.12.001>.
- Mussa, Michael. 2002. *Argentina and the Fund: From Triumph to Tragedy*. Policy Analyses in International Economics 67. Washington, DC: Instituto Peterson de Economia Internacional.
- Muzi, Silvia, Filip Jolevski, Kohei Ueda e Domenico Viganola. 2021. "Productivity and Firm Exit during the COVID-19 Crisis: Cross-Country Evidence." Documento de Trabalho de Pesquisa de Políticas nº 9671, Banco Mundial, Washington, DC. <https://doi.org/10.1596/1813-9450-9671>.
- Myers, Stewart C. 1977. "Determinants of Corporate Borrowing." *Journal of Financial Economics* 5 (2): 147-75. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(77\)90015-0](https://doi.org/10.1016/0304-405X(77)90015-0).
- Myrvin, Anthony, Bert Van Selm e Gregorio Impavido. 2020. "Barbados' 2018-19 Sovereign Debt Restructuring-A Sea Change?" Documento de Trabalho nº 20/34 do FMI, Fundo Monetário Internacional, Washington, DC. <https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2020/02/21/Barbados-201819-Sovereign-Debt-Restructuring-A-Sea-Change-49044>.
- Nagle, Peter. 2022. "Resolving High Debt after the Pandemic: Lessons from Past Episodes of Debt Relief." In *Global Economic Prospects, January 2022*, 47-62. Washington, DC: Banco Mundial. <https://openknowledge.worldbank.org/handle/10986/36519>.
- Neck, Reinhard e Jan-Egbert Sturm. 2008. "Sustainability of Public Debt: Introduction and Overview." In *Sustainability of Public Debt*, editado por Reinhard Neck e Jan-Egbert Sturm, 1-13. Cambridge, MA: MIT Press. <https://doi.org/10.7551/mitpress/9780262140980.003.0001>.
- ODI (Overseas Development Institute). 2021. "What Do Countries Value about Multilateral Development Banks?" ODI Blog (blog), June 16, 2021. <https://odi.org/en/about/our-work/what-do-countries-value-about-multilateral-development-banks/>.
- OCDE (Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico). 2017. *Accrual Practices and Reform Experiences in OECD Countries*. Paris: Editora OCDE. <https://www.oecd.org/publications/accrual-practices-and-reform-experiences-in-oecd-countries-9789264270572-en.htm>.
- . 2019. *Equity Market Development in Latin America: Enhancing Access to Corporate Finance*. Paris: Editora OCDE. <https://www.oecd.org/corporate/ca/equity-markets-latin-america.htm>.

- . 2020. *Multilateral Development Finance 2020*. Paris: Editora OCDE. <https://doi.org/10.1787/e61fdf00-en>.
- Ostry, Jonathan David, Atish R. Ghosh, Karl F. Habermeier, Luc Laeven, Marcos Chamon, Mahvash Saeed Qureshi e Annamaria Kokenyne. 2011. “Managing Capital Inflows: What Tools to Use?” Nota de Discussão de Equipe do FMI nº SDN/11/06, Fundo Monetário Internacional, Washington, DC. <https://doi.org/10.5089/9781463926540.006>.
- Ostry, Jonathan David, Mahvash Saeed Qureshi, Jun I. Kim e Atish R. Ghosh. 2010. “Fiscal Space.” Staff Position Note SPN/10/11, Fundo Monetário Internacional, Washington, DC. <https://www.imf.org/external/pubs/ft/spn/2010/spn1011.pdf>.
- Panizza, Ugo e Filippo Taddei. 2020. “Local Currency Denominated Sovereign Loans: A Portfolio Approach to Tackle Moral Hazard and Provide Insurance.” Documento de Trabalho nº HEIDWP09-2020, Instituto de Pós-Graduação de Estudos Internacionais e Desenvolvimento, Genebra. http://repec.graduateinstitute.ch/pdfs/Working_papers/HEIDWP09-2020.pdf.
- Perez-Reyna, David e Daniel Osorio. 2018. “The Monetary and Fiscal History of Colombia: 1960–2017.” Documento de Trabalho nº 2018-61 do Instituto de Economia Becker Friedman, Universidade de Chicago. <https://doi.org/10.2139/ssrn.3238183>.
- Perraudin, William, Andrew Powell e Peng Yang. 2016. “Multilateral Development Bank Ratings and Preferred Creditor Status.” Documento de Trabalho nº 7686 do BID, Banco Interamericano de Desenvolvimento, Washington, DC. <https://publications.iadb.org/en/multilateral-development-bank-ratings-and-preferred-creditor-status>.
- Picarelli, Mattia Osvaldo, Willem Vanlaer e Wim Marneffe. 2019. “Does Public Debt Produce a Crowding Out Effect for Public Investment in the EU?” European Stability Mechanism Documento de Trabalho nº 36 (2019) do Instituto Europeu de Estabilidade. <https://doi.org/10.2139/ssrn.3376471>.
- Piras, Claudia, Andrea F. Presbitero, e Roberta Rabellotti. 2014. “Barking up the Wrong Tree? Measuring Gender Gaps in Firm’s Access to Finance.” *The Journal of Development Studies* 50 (10): 1430–44. <https://doi.org/10.1080/00220388.2014.940914>.
- Pitchford, Rohan e Mark L. J. Wright. 2012. “Holdouts in Sovereign Debt Restructuring: A Theory of Negotiation in a Weak Contractual Environment.” *The Review of Economic Studies* 79 (2): 812–37.
- Popov, Alexandere Jörg Rocholl. 2018. “Do Credit Shocks Affect Labor Demand? Evidence for Employment and Wages during the Financial

- Crisis." *Journal of Financial Intermediation* 36 (outubro): 16-27. <https://doi.org/10.1016/j.jfi.2016.10.002>.
- Powell, Andrew. 1989. "The Management of Risk in Developing Country Finance." *Oxford Review of Economic Policy* 5 (4): 69-87. <https://doi.org/10.1093/oxrep/5.4.69>.
- . 2002. "Argentina's Avoidable Crisis: Bad Luck, Bad Economics, Bad Politics, Bad Advice." *Brookings Trade Forum*, 1-58. <https://www.jstor.org/stable/25063167>.
- . 2011. "Bipolar Debt Restructuring: Lessons from LAC." VoxLACEA, 24 de fevereiro de 2011. <https://vox.lacea.org/?q=debt-lessons-LAC>.
- . 2015. "Commodity Prices: Over a Hundred Years of Booms and Busts." VoxEU, 28 de abril de 2015. <https://cepr.org/voxeu/columns/commodity-prices-over-hundred-years-booms-and-busts>.
- . 2016. *Time to Act: Latin America and the Caribbean Facing Strong Challenges*. 2016 Latin American and Caribbean Macroeconomic Report. Washington, DC: Banco Interamericano de Desenvolvimento. <https://publications.iadb.org/en/2016-latin-american-and-caribbean-macroeconomic-report-time-act-latin-america-and-caribbean-facing>.
- . 2021. "Another Year of Living Dangerously?" Ideas Matter (blog), 22 de dezembro de 2021. <https://blogs.iadb.org/ideas-matter/en/another-year-of-living-dangerously/>.
- Powell, Andrew e Leandro Arozamena. 2003. "Liquidity Protection versus Moral Hazard: The Role of the IMF." *Journal of International Money and Finance* 22 (7): 1041-63. <https://doi.org/10.1016/j.jimonfin.2003.09.009>.
- 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: Banco Interamericano de Desenvolvimento. <https://doi.org/10.18235/0002636>.
- Powell, Andrew e Liliana Rojas-Suárez. 2022. *Healthier Firms for a Stronger Recovery: Policies to Support Business and Jobs in Latin America and the Caribbean*. Washington, DC: Centro de Desenvolvimento Global e Banco Interamericano de Desenvolvimento. <https://doi.org/10.18235/0004398>.
- Prasad, Eswar, Kenneth Rogoff, Eswar S. Prasad e Shang-Jin Wei, eds. 2003. "Effects of Financial Globalization on Developing Countries: Some Empirical Evidence." Documentos Eventuais nº 220, Fundo Monetário Internacional, Washington, DC. <https://www.imf.org/en/Publications/Occasional-Papers/Issues/2016/12/30/Effects-of-Financial-Globalization-on-Developing-Countries-Some-Empirical-Evidence-16428>.

- Prats, Joan Oriol e Jimena Chiara. 2021. "DMOs Institutional Capacities in the LAC Region." Banco Interamericano de Desenvolvimento, Washington, DC.
- Prats, Joan Oriol e Juan Antonio Ketterer. 2019. "El Rol de La Banca Pública de Desarrollo En El Financiamiento de Infraestructuras." Banco Interamericano de Desenvolvimento. <https://doi.org/10.18235/0001971>.
- Presbitero, Andrea F. 2012. "Total Public Debt and Growth in Developing Countries." *The European Journal of Development Research* 24 (4): 606–26. <https://doi.org/10.1057/ejdr.2011.62>.
- Prizzon, Annalisa. 2017. "Why Do Countries Want Multilateral Development Bank Assistance? Views from Recipient Countries." In *Six Recommendations for Reforming Multilateral Development Banks*, editado por Annalisa Prizzon, Chris Humphrey, Inge Kaul, Kiyoshi Kodera, Alastair McKechnie e Andrew Rogerson, 30–33. Londres: Instituto Internacional de Desenvolvimento. <https://cdn.odi.org/media/documents/11908.pdf#page=30>.
- Prizzon, Annalisa, Michael Josten e Hayk Gyuzalyan. 2022. *Country Perspectives on Multilateral Development Banks: A Survey Analysis*. Relatório do ODI. Londres: Instituto Internacional de Desenvolvimento. <https://odi.org/en/publications/country-perspectives-on-multilateral-development-banks-a-survey-analysis/>.
- Ravallion, Martin. 2016. "The World Bank: Why It Is Still Needed and Why It Still Disappoints." *Journal of Economic Perspectives* 30 (1): 77–94. <https://doi.org/10.1257/jep.30.1.77>.
- Reinhart, Carmen M. e Kenneth S. Rogoff. 2008. "This Time Is Different: A Panoramic View of Eight Centuries of Financial Crises." Documento de Trabalho nº 13882 do NBER, Escritório Nacional de Pesquisa Econômica, Cambridge, MA. <https://www.nber.org/papers/w13882>.
- . 2010. "Growth in a Time of Debt." *American Economic Review* 100 (2): 573–78. <https://doi.org/10.1257/aer.100.2.573>.
- . 2011. "From Financial Crash to Debt Crisis." *American Economic Review* 101 (5): 1676–706. <https://doi.org/10.1257/aer.101.5.1676>.
- Reinhart, Carmen, Kenneth Rogoff e Miguel Savastano. 2003. "Debt Intolerance." Documento de Trabalho nº w9908 do NBER. Escritório Nacional de Pesquisa Econômica, Cambridge, MA. <https://doi.org/10.3386/w9908>.
- Reinhart, Carmen M. e M. Belen Sbrancia. 2015. "The Liquidation of Government Debt." *Economic Policy* 30 (82): 291–333. <https://doi.org/10.1093/epolic/eiv003>.

- Ricketts, Lowell. 2011. "Quantitative Easing Explained." Liber8, Boletim de Informações Econômicas. <https://files.stlouisfed.org/files/htdocs/pageone-economics/uploads/newsletter/2011/201104.pdf>.
- Rivetti, Diego. 2021. *Debt Transparency in Developing Economies*. Washington, DC: Banco Mundial. <https://openknowledge.worldbank.org/handle/10986/36505>.
- Rodrik, Dani. 2008. "The Real Exchange Rate and Economic Growth." *Documento do Brookings sobre Atividade Econômica* 39 (2, Fall): 365-439.
- Roubini, Nouriel e Xavier Sala-i-Martin. 1992. "Financial Repression and Economic Growth." *Journal of Development Economics*, Número Especial Seminário Interamericano de Economia, 39 (1): 5-30. [https://doi.org/10.1016/0304-3878\(92\)90055-E](https://doi.org/10.1016/0304-3878(92)90055-E).
- Sachs, Jeffrey, Christian Kroll, Guillaume Lafortune, Grayson Fuller e Finn Woelm. 2021. *The Decade of Action for the Sustainable Development Goals*. Relatório de Desenvolvimento Sustentável 2021. Cambridge, Reino Unido: Cambridge University Press.
- Sargent, Thomas J. e Neil Wallace. 1984. "Some Unpleasant Monetarist Arithmetic." In *Monetarism in the United Kingdom*, editado por Brian Griffiths e Geoffrey E. Wood, 15-41. Londres: Palgrave Macmillan. https://doi.org/10.1007/978-1-349-06284-3_2.
- Schlegl, Matthias, Christoph Trebesch e Mark L. J. Wright. 2019. "The Seniority Structure of Sovereign Debt." Documento de Trabalho nº 25793 do NBER, Escritório Nacional de Pesquisa Econômica, Cambridge, MA. <https://doi.org/10.3386/w25793>.
- Schmid, Juan Pedro. 2016. "Addressing Debt Overhang: Experiences from Two Debt Operations in Jamaica." IDB Policy Brief Nº 259, Banco Interamericano de Desenvolvimento, Washington, DC. <https://publications.iadb.org/en/publication/12627/addressing-debt-overhang-experiences-two-debt-operations-jamaica>.
- Schumacher, Julian, Christoph Trebesch e Henrik Enderlein. 2021. "Sovereign Defaults in Court." *Journal of International Economics* 131 (julho): 103388. <https://doi.org/10.1016/j.jinteco.2020.103388>.
- Seo, Myung Hwan e Yongcheol Shin. 2016. "Dynamic Panels with Threshold Effect and Endogeneity." *Journal of Econometrics* 195 (2): 169-86. <https://doi.org/10.1016/j.jeconom.2016.03.005>.
- Setser, Brad. 2010. "The Political Economy of the SDRM." In *Overcoming Developing Country Debt Crises*, editado por Barry Herman, José Antonio Ocampo e Shari Spiegel, 317-46. Oxford: Oxford University Press. <https://doi.org/10.1093/acprof:oso/9780199578788.003.0012>.

- Sheikh, Pervaze A. 2018. "Debt-for-Nature Initiatives and the Tropical Forest Conservation Act (TFCA): Status and Implementation." Serviço de Pesquisa Congressional, Washington, DC. <https://sgp.fas.org/crs/misc/RL31286.pdf>.
- Shetty, Sudhir. 2020. "Accelerating Progress of Low-Income Countries towards the SDGs: Balancing Realism and Ambition in a Post-COVID-19 World." CGD Policy Paper Nº 194, Center for Global Development, Washington, DC. <https://www.cgdev.org/publication/accelerating-progress-low-income-countries-towards-sdgs-balancing-realism-and-ambition>.
- Silva, Anderson Caputo, Bryan O'Reilly Gurhy, Ana Fiorella Carvajal, Cindy Elizabeth Paladines, Thordur Jonasson, Charles Cohen, Yen Nian Mooi, Kay Chung e Michael G. Papaioannou. 2020. "Staff Note for the G20 International Financial Architecture Working Group (IFAWG): Recent Developments on Local Currency Bond Markets in Emerging Economies." Fundo Monetário Internacional e Banco Mundial, Washington, DC. <https://documents1.worldbank.org/curated/en/129961580334830825/pdf/Staff-Note-for-the-G20-International-Financial-Architecture-Working-Group-IFAWG-Recent-Developments-On-Local-Currency-Bond-Markets-In-Emerging-Economies.pdf>.
- Simón, Cristina, Paula Castillo Martinez, Sofia Carbonell, Rosane Lohbauer, Ricardo Carrión, Gracy Zapata, Johana Montalbán, Raúl Ortiz, Facundo Salinas, Francisco Cobo, Schafik Collazo e Cleyton Miranda Barros. 2021. "Financiamiento de Asociaciones Público-Privadas." Documento de Discussão nº 898 do BID, Banco Interamericano de Desenvolvimento, Washington, DC. <https://doi.org/10.18235/0003717>.
- Standard and Poor's. 2021. "Default, Transition, and Recovery: 2020 Annual Sovereign Default and Rating Transition Study." Standard and Poor's, 12 de abril de 2021. <https://www.spglobal.com/ratings/en/research/articles/210412-default-transition-and-recovery-2020-annual-sovereign-default-and-rating-transition-study-11888070>.
- Standard and Poor's – Classificações Globais. 2019. "What Our New Criteria Has Meant for Multilateral Lending Institutions." Comments (blog), 12 de abril de 2019. <https://www.spglobal.com/ratings/en/research/articles/190412-what-our-new-criteria-has-meant-for-multilateral-lending-institutions-10944829>.
- Stefani, Maria Lucia e Valerio Paolo Vacca. 2013. "Credit Access for Female Firms: Evidence from a Survey on European SMEs." Documento Eventual sobre Questões de Economia e Finanças nº 176, Banco da

- Itália, Roma. https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/qef/2013-0176/QEF_176.pdf?language_id=1.
- Sturzenegger, Federico e Jeromin Zettelmeyer. 2008. "Haircuts: Estimating Investor Losses in Sovereign Debt Restructurings, 1998-2005." *Journal of International Money and Finance* 27(5): 780-805.
- Swamy, Vighneswara. 2020. "Debt and Growth: Decomposing the Cause and Effect Relationship." *International Journal of Finance & Economics* 25 (2): 141-56. <https://doi.org/10.1002/ijfe.1729>.
- Tavares, Tiago. 2015. "The Role of International Reserves in Sovereign Debt Restructuring under Fiscal Adjustment." MPRA Documento nº 87441 do MPRA, University Library of Munich, Munique, Alemanha. <https://mpra.ub.uni-muenchen.de/87441/>.
- The Nature Conservancy. 2022. *Case Study: Belize Debt Conversion for Marine Conservation*. Arlington, VA: The Nature Conservancy. <https://www.nature.org/content/dam/tnc/nature/en/documents/TNC-Belize-Debt-Conversion-Case-Study.pdf>.
- Thinking Ahead Institute. 2021. *Global Top 300 Pension Funds: A Thinking Ahead Institute and Pensions & Investments Joint Study*. London: Thinking Ahead Institute at Willis Towers Watson. <https://www.thinkingaheadinstitute.org/content/uploads/2021/09/PI-300-2021.pdf>.
- Tirole, Jean. 2015. "Country Solidarity in Sovereign Crises." *American Economic Review* 105 (8): 2333-63. <https://doi.org/10.1257/aer.20121248>.
- Topuz, Seher Gulsah e Taner Sekmen. 2019. "Is There a Threshold Effect of Public Debt on Economic Growth?" In *Global Challenges in Public Finance and International Relations*, editado por Deniz Sahin Duran, Yusuf Temure Dogan Bozdogan, 49-64. Hershey, PA: IGI Global.
- Truman, Edwin M. 2021. "Sovereign Debt Relief in the Global Pandemic: Lessons from the 1980s." In *Building Back a Better Global Financial Safety Net*, editado por Kevin P. Gallagher e Haihong Gao. Boston, MA: Universidade de Boston.
- Turner, Philip. 2014. "The Global Long-Term Interest Rate, Financial Risks and Policy Choices in EMEs." Documento de Trabalho nº 441 do BIS, Banco de Compensações Internacionais, Basileia. <https://www.bis.org/publ/work441.htm>.
- UNCTAD (Conferência das Nações Unidas sobre Comércio e Desenvolvimento). 2014. *Investing in the SDGs: An Action Plan*. Relatório Mundial de Investimento 2014. Nova York e Genebra: Nações Unidas.
- . 2020. *International Production beyond the Pandemic*. Relatório Mundial de Investimento 2020. Nova York e Genebra: Nações Unidas.

- Universidade de Cambridge. 2021. *The 2nd Global Alternative Finance Market Benchmarking Report*. Cambridge, RU: Escola de Negócios Judge, Universidade de Cambridge. <https://www.jbs.cam.ac.uk/faculty-research/centres/alternative-finance/publications/the-2nd-global-alternative-finance-market-benchmarking-report/>.
- Valencia, Oscar M., Leandro Andrián, Adrián Garlati, Diego Parra e Gustavo Sánchez. No prelo a. “Behind the Spikes of Public Debt in Latin America and the Caribbean.” Nota Técnica do BID. Banco Interamericano de Desenvolvimento, Washington, DC.
- . No prelo b. “Is There a Debt Overhang in Latin America and the Caribbean?” Nota Técnica do BID. Banco Interamericano de Desenvolvimento, Washington, DC.
- Valencia, Oscar M., Matilde Angarita e Matheo Arellano. 2022. “Fiscal Adjustment towards the Post-Pandemic in LAC.” Documento de Trabalho do BID.
- Valencia, Oscar M., Juan Camilo Díaz e Diego Parra. 2022. “Assessing Macro-Fiscal Risk for Latin American and Caribbean Countries.” Documento de Trabalho nº IDB-WP-1346 do BID, Banco Interamericano de Desenvolvimento, Washington, DC. <https://publications.iadb.org/publications/english/document/Assessing-Macro-Fiscal-Risk-for-Latin-American-and-Caribbean-Countries.pdf>.
- Valencia, Oscar M., Jose E. Gómez-González e Gustavo A. Sánchez. 2022. “Debt Affordability in Developed and Emerging Market Economies: The Role of Fiscal Rules.” Documento de Trabalho nº IDB-WP-1344 do BID, Banco Interamericano de Desenvolvimento, Washington, DC. <https://doi.org/10.18235/0004267>.
- Velandia, Antonio e Leandro Secunho. 2020. “How to Attract Non-Resident Investors to Local Currency Bonds: The Cases of Ukraine, Panama, Colombia, and Brazil.” Macroeconomics Trade and Investment Insight, Banco Mundial, Washington, DC. <https://openknowledge.worldbank.org/bitstream/handle/10986/35664/How-to-Attract-Non-Resident-Investors-to-Local-Currency-Bonds-the-Cases-of-Ukraine-Panama-Colombia-and-Brazil.pdf?sequence=1&isAllowed=y>.
- Walsh, Carl E. 2017. *Monetary Theory and Policy*. 4ª ed. Londres, RU e Cambridge, MA: MIT Press.
- Weber, Anke. 2012. *Stock-Flow Adjustments and Fiscal Transparency: A Cross-Country Comparison*. Washington, DC: Fundo Monetário Internacional.
- Weber, Anke, Jens Ulbrich e Karsten Wendorff. 2011. “Safeguarding Financial Market Stability, Strengthening Investor Responsibility, Protecting

- Taxpayers: A Proposal to Reinforce the European Stability Mechanism through Supplementary Bond Issuance Terms.” Deutsche Bundesbank.
- Willems, Tom e Jeromin Zettelmeyer. 2022. “Sovereign Debt Sustainability and Central Bank Credibility.” Documento de Trabalho 22/016 do Fundo Monetário Internacional, Washington, DC. <https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2022/01/28/Sovereign-Debt-Sustainability-and-Central-Bank-Credibility-512335>.
- Williamson, Jhon. 2005. “The Washington Consensus as Policy Prescription for Development.” In *Development Challenges in the 1990s: Leading Policymakers Speak from Experience*, editado por Timothy Besley, Roberto Zaghera e Banco Mundial. Washington, DC: Banco Mundial; Nova York: Oxford University Press.
- Winkler, Max. 1999. *Foreign Bonds: An Autopsy*. Washington, DC: Beard Books.
- Woo, Jaejoon e Manmohan S. Kumar. 2015. “Public Debt and Growth.” *Economica* 82 (328): 705–39. <https://doi.org/10.1111/ecca.12138>.
- Ying, Cui. 2019. “BRI Cooperation: Functions and Selected Projects of Multilateral Development Banks.” Centro BRI Verde (blog), 10 de maio de 2019. <https://green-bri.org/bri-cooperation-functions-and-selected-projects-of-multilateral-development-banks/>.
- Yue, Vivian Z. 2010. “Sovereign Default and Debt Renegotiation.” *Journal of International Economics* 80 (2): 176–87. <https://doi.org/10.1016/j.jinteco.2009.11.004>.
- Zettelmeyer, Jeromin, Christoph Trebesch e Mitu Gulati. 2013. “The Greek Debt Restructuring: An Autopsy.” *Economic Policy* 28 (75): 513–63. <https://doi.org/10.1111/1468-0327.12014>.

Índice

- acessibilidade
 - ver viabilidade
- ajuste estoque-fluxo (*Stock Flow Adjustment* - SFA), 90-94
- Alemanha, 167
- Aliança do Pacífico, 61
- alocação de recursos, 166, 182, 185, 196, 225, 241, 338
- amortizações
 - BMDs e, 152, 338
 - gestão da dívida e, 156-59, 169
 - gestão de balanços e, 37
 - liquidez e, 25
 - MTDS e, 135-36
- análise da decomposição
 - picos da dívida, 92-93
 - redução da dívida, 211
 - uso de, 94
- Argentina
 - CACs e, 248, 261-62
 - credores externos líquidos, 6, 10n
 - crise da tequila e, 75-76
 - crise financeira de 2001, 76, 89n, 245, 256-61
 - dívida
 - famílias, 83, 86
 - litígios, 252
 - picos, 93
 - redução da, 219-20
 - reestruturação, 77, 260-61, 268
 - subnacional, 91
 - FMI e, 75
 - intolerância à austeridade, 219
 - mercados de títulos e, 41, 50-51, 164-65
 - passivos externos, 21
- Associação das Nações do Sudeste Asiático (ASEAN), 60-61
- Bahamas, 7n
- balanços patrimoniais externos
 - gestão de, 34-38
 - impacto da COVID, 16-20
 - integração financeira e, 11-13
 - mudanças na composição, 20-24
 - reservas internacionais e, 29-32
 - risco e, 24-28, 32-34
 - transformação de, 14-16
 - visão geral, 5-11
- Banco do Conhecimento, 179n
 - ver também Banco Mundial
- Banco Internacional de Compensações (BIS), 58, 64, 251
- Banco Mundial
 - classificações, 181n
 - como “Banco do Conhecimento”, 179n
 - contraciclicidade e, 183
 - Corporação Financeira Internacional e, 328
 - empréstimos bilaterais e, 188-89
 - empréstimos com garantia soberana e, 180
 - empréstimos oficiais e, 171, 178
 - gestão da dívida e, 160
 - mercados de títulos e, 49
 - Plano Baker e, 251
 - quadro de Estratégia da Dívida de Médio Prazo, 134-35
- bancos centrais

- Colômbia, 76n
- credibilidade, 222, 229
- crise da Covid-19 e, 331-32
- empréstimos bilaterais e, 189
- escritórios de gestão da dívida (DMOs) e, 159-60
- flexibilização quantitativa e, 78
- independência do, 231-32, 237
- liberalização do mercado e, 75
- México, 75n
- Plano Baker e, 252
- redução da dívida e, 221-22, 229, 230-31, 346
- taxas de juros e, 212
- tratamento da dívida, 137-39
- bancos multilaterais de
 - desenvolvimento (BMDs)
 - como provedores de financiamento para el desarrollo, 180-82
 - contraciclicidade e, 182-85
 - mobilização de recursos, 185-87
 - tratamento de credor preferencial, 176-78
 - vantagens dos, 175-80
- Barbados, 6n, 42, 83, 165, 263-65, 284
- Belize, 263-65
- Blue Loan/Blue Bond*, 264
- Bolívia, 77, 86, 112, 152n, 219-20
- boom das commodities, 77, 113, 116, 132
- Brasil
 - amortizações, 158
 - capital de carteira, 21
 - Clube de Londres e, 251
 - Clube de Paris e, 241
 - crise da tequila e, 76
 - Crise Financeira Global e, 77
 - dívida
 - desaceleração, 18n
 - gestão, 152-56
 - litígios, 252
 - picos, 89, 93
 - redução, 215-16, 218, 335
 - sustentabilidade, 112
 - dívida bilateral, 191
 - dívida subnacional, 91
 - gestão da dívida pública, 153-56
 - mercados de títulos e, 43, 50-51, 69
 - títulos de infraestrutura, 53-54, 61, 69
 - ver também* Secretaria do Tesouro Nacional
- Buchheit, Lee C., 240, 253, 255, 261
- Chile
 - austeridade e, 219
 - crédito e, 276
 - demonstrações financeiras e, 142n
 - dívida e, 83, 112, 219-20
 - inflação e, 77
 - investimento estrangeiro e, 22
 - mercado de empréstimos, 282-83
 - mercados de títulos e, 42-43, 50-51, 54, 64, 69, 167
 - SFA e, 93
- China
 - ASEAN e, 60
 - boom das commodities e, 77, 116
 - Clube de Paris e, 241
 - Crise Financeira de 2008 e, 78
 - desaceleração econômica, 332
 - empréstimos ao mundo em desenvolvimento, 189-91, 193
 - Equador e, 262-63
- Citibank, 64
- Cláusulas de Ação Coletiva (CACs), 248, 253-63, 270-71, 338
- cláusulas *pari passu*, 252, 256-59, 261, 268
 - ver também* Argentina
- clima, dívida e, 164, 257, 263-65, 268-69, 339
- Clube de Londres, 250-51, 254
- Clube de Paris
 - Covid e, 261
 - FMI e, 255
 - origem, 241n
 - papel na década de 1980, 250-51, 253
 - papel na década de 1990, 254-55
 - PCT e, 176

- reestruturação da dívida e, 242, 267, 269-70, 338-39
- CoCos (dívida conversível contingente soberana), 165
ver também mercados de títulos
- Colômbia
 - crédito e, 274
 - Crise Financeira Global e, 76-77
 - dívida
 - famílias, 83
 - gestão, 136
 - redução, 215, 335
 - subnacional, 91-92
 - sustentabilidade, 112
 - exportações, 291
 - Fundos de Índice (*Exchange Traded Funds* - ETFs), 61
 - inflação e, 77
 - intolerância à austeridade, 219
 - Linha de Crédito Flexível e, 152n
 - mercado de crédito
 - hipotecário, 76n
 - mercados de títulos e, 43, 51, 167
 - SFA e, 93
 - títulos CAT, 165
 - títulos de infraestrutura, 54
 - títulos GSS, 69
- Comitês Consultivos Bancários (BACs), 251
- conciliação estoque-fluxo, 91, 211, 223, 225, 227-28, 232-33
- condição não-Ponzi, 108-9
- Consenso de Washington, 74
- contraciclicidade
ver prociclicidade
- Coreia, 60-61, 76
- Costa Rica, 42, 112, 164, 219, 252-53, 288
- crédito
 - acesso a, 272-79
 - agências de classificação, 239-40
 - América Latina e, 275-76
 - Argentina, 256-61
 - CACs e, 248, 261-63
 - Clube de Paris e, 267
 - Comitês Consultivos Bancários (BACs) e, 250-51
 - crédito comercial, 80n
 - credores externos líquidos, 6
 - crise da Covid-19 e, 83, 155, 261, 284-98
 - dívida contingente e, 164-66
 - dívida corporativa e, 309-11
 - dívida pública e, 103, 138-39
 - FMI e, 265-67
 - gênero e, 281-83
 - gestão da dívida e, 132
 - Iraque, 261
 - liquidez e, 340-41
 - mercados de títulos e, 40, 54, 60, 75, 208-9
 - necessidade de coordenação do, 257
 - picos da dívida e, 93, 201
 - Plano Brady e, 253
 - PMEs e, 279-81, 340-41
 - preocupação climática e, 263-65
 - recomendações de políticas para, 299-303, 326-29, 341
 - reestruturação da dívida e, 239-45, 255-56, 270-71, 338-39
 - reservas e, 29, 36
 - risco soberano e, 208-9
 - setor privado e, 79, 267-68, 275, 339
 - taxas de juros e, 198
 - ver também* Linha de Crédito Flexível; crédito oficial
- crédito oficial
 - bancos multilaterais de desenvolvimento
 - como provedores de financiamento ao desenvolvimento, 180-82
 - contraciclicidade e, 182-85
 - mobilização de recursos, 185-87
 - tratamento de credor preferencial, 176-78
 - vantagens dos, 175-80
- empréstimos bilaterais, 187-94
- importância do, 194-95

- tendências no empréstimo, 172-75
- visão geral, 171-72
- ver também* crédito
- crescimento, dívida e
 - limiares, 202-03
 - picos de dívida, 200-01, 206-09
 - qualidade institucional e, 203-06
 - visão geral, 197-200
- criação de conhecimento, 176, 178
- criptomoedas, 67
- crise da Covid-19
 - Argentina e, 257
 - balanços patrimoniais e, 9, 16-20, 34, 305, 308-09, 312
 - BMDs e, 177, 182-87
 - Brasil e, 152, 155
 - CACs e, 261-62
 - crédito e, 3, 276, 284-90
 - dívida e, 71-73, 79-80, 98, 118, 122, 337
 - aumento da, 111
 - corporativa, 79-83, 290-94
 - endividamento excessivo, 273-74
 - famílias, 83-86, 339
 - gestão, 151, 157, 177
 - pública, 130, 211
 - renegociações, 244
 - setor privado, 175, 273-74
 - fluxos de capital e, 20n
 - investimento corporativo e, 317, 322
 - mercados de títulos e, 47-50, 53
 - economias dependentes de turismo e, 120n
 - estabilizadores fiscais e, 104-05
 - financiamento de infraestrutura durante, 294-99
 - indicador de restrição financeira e, 288-90
 - investidores estrangeiros e, 62, 65
 - resiliência do exportador durante a pandemia, 290-94
 - taxas de juros e, 114
- crise da Tequila
 - ver* crise no México
- crise financeira
 - 1997, 76
 - 2008-2009, 13-15, 22-23, 28, 65, 73, 98
 - alavancagem corporativa e, 305, 309, 317
 - Argentina e, 257
 - balanços patrimoniais externos e, 28, 34
 - BMDs e, 182, 184
 - boom dos preços das commodities e, 213
 - dívida e
 - endividamento excessivo, 322-23
 - gestão, 148, 174
 - ondas, 73, 77-81
 - redução, 213, 215, 217-18
 - estimar o risco, 5
 - sustentabilidade fiscal e, 104
 - taxas de juros e, 62
- crise financeira global, 13-15, 22-23, 28, 65, 73, 98
 - ver também* crise financeira
- crise no México, 73, 75, 97, 144, 252-53
 - ver também* México
- depreciação
 - ver* desvalorização
- desconto zero, 246
- desconto, 177, 243, 246-48
- Desigualdade de Jensen, 312
- desvalorização
 - cambial, 2, 63-65, 77, 78-79, 120, 144
 - gestão da dívida e, 168
 - inflação e, 146
 - investimentos internacionais e, 62, 64-66
 - taxa de câmbio, 56, 73, 91-92, 94
 - Uruguai e, 63-64
- Direitos Especiais de Saque (DES), 241, 338
- discriminação, 274, 281-83
 - ver também* empresas liderados por mulheres; gênero

- diversificação
 - capital estrangeiro e, 37
 - de ativos externos, 22
 - de exportação, 291
 - economias diversificadas, 106-07, 113, 116, 120, 123-25
 - ETFs e, 61
 - mercados de títulos e, 41, 49, 69, 167
 - riscos e, 11, 25, 106, 302
- dívida bilateral, 172-73, 189-91, 255, 263n
- dívida contingente, 140, 164-66, 253, 269, 271
- dívida corporativa
 - crédito e, 309-10
 - crise da Covid-19 e, 80-83, 290-94
 - efeito sobre o investimento, 1
 - endividamento excessivo e, 305, 308-13, 329
 - liquidez, 99, 331-32, 340-41
 - receitas fiscais e, 97
 - taxas de juros e, 99
- dívida das famílias
 - aumento da, 2, 71, 83-86, 339-40
 - como porcentagem do PIB, 83-86
 - crise da Covid-19 e, 72, 84
 - relação dívida das famílias/renda, 84
- dívida por natureza, 251, 254, 256, 263
 - ver também* Nature Conservancy
- dívida privada
 - acesso ao crédito, 276-79, 284-88
 - crédito doméstico, 275-76
 - crise da Covid-19 e, 284-99
 - acesso a crédito durante, 284-88
 - dívida corporativa e
 - resiliência do exportador, 290-94
 - financiamento de
 - infraestrutura, 294-99
 - indicador de restrição
 - financeira, 288-90
 - discriminação de gênero em empréstimos, 281-83
 - pequenas e médias empresas e, 279-81
 - recomendações de políticas, 299-303
 - visão geral, 273-75
- dívida pública, redução
 - altos e baixos da, 233-35
 - custos sociais de, 235-37
 - episódios e correlações, 214, 219-21
 - mudança na relação dívida/PIB, 223-33
 - rachas de reducción de la deuda, 212-19
 - redução da dívida suaves versus abruptos, 221-23
 - visão geral, 211-12
- dívida soberana, gestão
 - Brasil e, 153-56
 - composição da dívida, 133-37
 - dívida contingente, 164-66
 - dívida de órgãos públicos, 137-39
 - escritórios de gestão da dívida, 159-67
 - estrutura do balanço e, 142-44
 - evolução da composição da dívida, 144-52, 157
 - papel crescente da, 168-69
 - passivos não financiados e contingentes, 139-42
 - serviço da dívida e amortização, 157-59
 - títulos temáticos, 166-67
 - visão geral, 131-33
- dívida soberana, reestruturação da
 - América Latina e Caribe
 - década de 1980s, 250-53
 - década de 1990s, 253-56
 - Argentina, 256-61
 - bancos para títulos, 243
 - BMDs e, 266-67
 - CACs de nova geração e, 261-62
 - Clube de Paris e, 267
 - Covid e, 261

- custos e atrasos, 243–45
- Equador, 262–63
- FMI e, 265–66
- Grécia e Europa, 260
- instituições privadas e, 267–68
- Iraque e, 261
- mudanças climáticas e, 263–65
- problemas de coordenação, 245–49
- restrição, 268–72
- visão geral, 239–42
- dívida subnacional
 - passivos não financiados e, 139–41
 - picos de dívida e, 90, 93
 - redução de, 91–92
 - regulação e, 100
 - tratamento de, 139
- dívida, aumento da
 - aprendendo com o passado, 97–100
 - dívida corporativa, 80–83
 - dívida das famílias, 83–86
 - dívida pública, 86–90
 - dívida soberana
 - primeira onda (1989–1997), 73–76
 - segunda onda (1997–2008), 76–77
 - terceira onda (2008–o presente), 77–80
 - picos de dívida
 - decomposição, 90–94
 - determinantes, 94–97
 - visão geral, 71–72
- dolarização, 62–63, 132–34, 144, 148, 157, 168, 337
- economias dependentes de turismo, 106–07, 113, 116, 120–21, 123
- El Salvador, 152n, 284, 288, 290
- Elliott Associates, 256
 - ver também* litígios
- emissão dupla, 167
- empresas estatais, 93, 100, 139–43
- empresas *fintech*, 274, 280–81, 299
- empresas lideradas por mulheres, 3, 281–83, 294, 299, 340–41
- ver também* gênero
- empréstimos bilaterais
 - determinantes do, 191–92
 - empréstimos de BMDs versus, 192–94
 - visão geral, 187–91
- empréstimos com garantia soberana, 180
- endividamento excessivo
 - crescimento e, 199–201, 206–09
 - dívida corporativa e, 305, 308–12, 328–29
 - dívida privada e, 273–74
 - dívida pública e, 197–98, 209–10, 335
 - dívida subnacional e, 91
 - estimando um limiar, 202–03
 - falência e, 310
 - picos de dívida e, 200–03, 206–09
 - qualidade institucional e, 203–06
 - recuperação económica e, 324–26, 327
 - risco e, 320–21
 - teoria do, 312
- Equador
 - CACs e, 261–62
 - China e, 262–63
 - crise financeira de 2008, 76
 - dívida e
 - bilateral, 191
 - famílias, 83–84
 - redução, 219
 - reestruturação, 77, 242n, 244, 255, 268
 - intolerância à austeridade, 219
 - passivos externos, 20
 - SFA e, 93
- escritórios de gestão da dívida (DMOs), 159–68
- criação de, 132
 - importância de, 157
 - na América Latina e Caribe, 159–63
 - papel de, 168
 - passos para criar um DMO eficaz, 134–35

- tratamento de passivos, 140
- “estado da natureza”, 312
 - ver também* endividamento excessivo
- Estados Unidos
 - aumentos das taxas de juros, 308
 - China e, 78n
 - Crise Financeira Global de 2008 e, 77
 - dívida, 81
 - empréstimos soberanos bilaterais, 189
 - famílias, 84
 - Iraque e, 261
 - mercado de títulos lastreados em hipotecas, 67
 - Plano Brady e, 75, 254
- Estatísticas da Dívida Internacional, 189
 - ver também* Banco Mundial
- Euroclear, 63, 256
- fadiga fiscal, 109–11, 116–19, 122
- falência baseada em tratado, 254
 - ver também* falências
- falencias
 - Argentina e, 257
 - ausência de um sistema internacional de falência, 240, 261
 - baseada em tratado, 254
 - crise da Covid-19 e, 50, 305, 328
 - dívida subnacional e, 92
 - endividamento corporativo excessivo e, 310
 - reestruturação da dívida e, 240
- financiamento não governamental, 275, 294–96
- flexibilização quantitativa, 78
- função de reação fiscal (FRF), 108–10
- Fundo Monetário Internacional (FMI)
 - amortização e, 157
 - Argentina e, 75, 256–58
 - Barbados e, 263
 - BMDs e, 176–77, 194, 266
 - Clube de Paris e, 267
 - contraciclicidade e, 183
 - credores oficiais, 171, 172
 - DES, 338
 - dívida contingente e, 165
 - Equador e, 262
 - gestão da dívida pública, 160
 - intervenção, 75–76
 - Linha de Crédito Flexível, 28, 37, 152
 - Mecanismo de Financiamiento Rápido, 152
 - Mecanismo de Reestruturação da Dívida Soberana, 254n
 - mercados de títulos e, 49, 67, 270
 - picos de dívida e, 97
 - prática de “*lending into arrears*”, 253, 255
 - Quadro Comum e, 271
 - quadro de MTDS, 134
 - Quadro de Sustentabilidade do Risco Soberano e da Dívida (*Sovereign Risk and Debt Sustainability Framework*), 265
 - redução da dívida e, 233, 235–36, 241n
 - sistemas de alerta precoce (SAP) e, 120
 - solvencia e, 103n
 - surgimento na década de 1980, 250–51, 253
 - sustentabilidade da dívida e, 102
- Fundos de Índice (*Exchange Traded Funds* - ETFs), 61
- garantia de recebíveis, 54, 253, 268–69
- garantias, crédito y, 300
- gênero
 - BMDs e, 180, 194
 - discriminação de gênero em empréstimos e, 281–83
 - ver também* empresas liderados por mulheres
- gestão da dívida pública, 153–56
- Guatemala, 77, 284, 288, 290
- Guiana, 86, 191n, 220
- Harmonização do Mercado de Dívidas, 49, 68

Honduras, 112, 220, 284, 288, 290
impostos

balanço e, 142-43

Brasil, 53-54, 69, 153

COVID e, 333-34

crédito e, 276

dívida corporativa e, 99

dívida e, 72, 98, 235-36, 331,
333-34, 336

gestão de riscos e, 135

incentivos, 310, 336

sustentabilidade fiscal e, 104-05,
128-30

títulos de infraestrutura e, 53-54

Uruguai, 63

viabilidade e, 126-27

Índice de Títulos Públicos-Mercados
Emergentes (*Government Bond
Index-Emerging Markets* - GBI-
EM) do J.P. Morgan, 63

inflação

ajuste estoque-fluxo e, 90-92

austeridade e, 218

boom das commodities e, 77

Brasil e, 153-55

crise fiscal e, 120

dívida e, 46, 71, 90-91, 112, 114,
153-55, 197-98, 201, 332,
337, 341

redução, 211-18, 221-22, 224-
25, 228-34, 236-38, 336

reestruturação, 239-40

mercados de títulos e, 49, 67

hiperinflação, 74

metas de, 145-46

política fiscal após a pandemia e,
106-10

taxas de câmbio e, 62

Uruguai e, 64

Plano Brady e, 76

infraestrutura

BMDs e, 185-87, 193

Brasil e, 53-54, 60, 69

de sistemas financeiros, 92, 258

dívida pública e, 197, 208

Equador e, 262

financiamento para

durante e após a pandemia,
294-99

público-privado, 274-75, 302

iniciativas multinacionais e, 59-60

investimentos em, 40-41

mercados de títulos e, 41, 49, 53,
166, 314

Iniciativa de Suspensão do

Serviço da Dívida (DSSI), 177,
242n, 338

Iniciativa Mercados de Títulos

Asiáticos (*Asian Bond Markets
Initiative* - ABMI), 60-61

iniciativas multinacionais, 40, 60-61

insolvencia

ver solvência/insolvência

integração financeira

aumento da, 11-13, 16

gestão da dívida e, 36, 169

impacto da, 10n

intolerância à austeridade, 218-19,
237

investimento estrangeiro, 10, 20-22,
27, 35

Brasil e, 153-56

gestão da dívida e, 153

liquidez e, 25, 40

mercados de dívida doméstica e,
61-66

mercados de títulos e, 54, 68

risco corporativo e, 20n

risco e, 35-37, 148

Jamaica

Comitês Consultivos Bancários
(BACs) e, 251

dívida

bilateral, 191n

famílias, 84

litígios, 246n

redução, 212-13, 216-19, 335

mercados de títulos e, 42

política fiscal, 237

Japão, 60, 260

Krugman, Paul, 198

lei de conversibilidade, 75n

Linha de Crédito Flexível, 28, 37, 153
ver também Fundo Monetário Internacional

liquidez

Argentina e, 75-76

bancos e, 279

BIS e, 251

Brasil e, 251

crise da Covid-19 e, 285, 288

crise, 37

dívida e, 72-73, 80n, 81, 83, 114, 334

corporativa, 99, 331-32, 340-41

gestão, 131, 133, 138, 140, 143-44, 148, 168

reestruturação, 241, 245-46

escassez, 182

gestão de balanços e, 37-38

investimento estrangeiro e, 40

mercados de títulos e, 42, 49-50, 54-55, 60-64, 164-65, 167-68

Plano Brady e, 164-65, 253, 255

reservas emprestadas e, 29-32

risco e, 25, 28-32

SAP e, 120

solvência e, 102-4

títulos CAT e, 164-66

Uruguai e, 63-64

volatilidade econômica e, 276, 279

litígios, 45, 63, 245-48, 252, 256-57, 259

mão de obra

custos de mão de obra, 288

informalidade, 347

Mecanismo de Financiamiento

Rápido, 152

ver também Fundo Monetário Internacional

Mecanismo de Reestruturação de Dívida Soberana (SDRM), 257, 261

mecanismo de votação agregada (*two-limb*), 259-60, 262

mecanismos emergenciais, 152

meios de pagamento amplo, 44

Mercado Integrado Latino-Americano (MILA), 61

mercados de títulos

Argentina e, 43, 50-51, 164-65

Banco Mundial, 49

Brasil e, 43, 50-51, 69

Chile e, 42-43, 50-51, 54, 64, 69, 167

Colômbia e, 43, 51, 54, 61, 69, 165, 167

crédito e, 40, 54, 60, 74, 208-9

crise da Covid-19 e, 47-52, 53

crise da dívida da década de 1980 e, 243

estrutura da dívida e, 41

expansão dos, 40-44

FMI e, 49, 67, 269-70

indutores do desenvolvimento, 57-61

inflação e, 49, 67-68

iniciativas multinacionais e, 60-61

investidores estrangeiros e, 62

Jamaica e, 42

liquidez e, 42, 49-50, 54-55, 60-64, 164-65, 167-68

melhorias, 49-50

México e, 43, 50-51, 54, 69, 165

Peru e, 43

Plano Brady e, 253, 270

políticas de compartilhamento de ônus e, 270

reformas e, 242

regulamento e, 49-50, 60, 67

setor privado e, 50-57

títulos CAT, 165

títulos de infraestrutura, 54

títulos GSS, 69

Uruguai e, 68

visão geral, 39-40

ver também mercados de títulos domésticos

mercados domésticos de títulos

Brasil, 53-54

construindo mercados de títulos melhores, 49-50

COVID e, 47-49

- expansão dos, 40-44
- futuro dos, 67-69
- indutores do desenvolvimento, 57-60
- Iniciativa Mercados de Títulos Asiáticos (*Asian Bond Markets Initiative* - ABMI), 60-61
- investidores estrangeiros e, 61-66
- melhorias na estrutura da dívida, 45-47
- setor privado e, 50-57
- Uruguai, 63-64
- visão geral, 39-40
- ver também* mercados de títulos
- México
 - amortização e, 158
 - CACs e, 258-59
 - Clube de Londres e, 250-51
 - Crise Tequila, 254
 - dívida, 73, 74-75, 77, 112
 - bilateral, 191n
 - famílias, 86
 - SFA, 93
 - mercados de títulos e, 43, 52-51
 - títulos CAT, 165
 - títulos de infraestrutura, 54
 - títulos GSS, 69
 - Plano Brady e, 253
 - moratórias de empréstimos, 176, 288, 307, 326, 340-41
 - mudança climática, 180, 191, 194, 261, 295, 302
 - ver também* títulos Verdes, Sociais e Sustentáveis (GSS)
 - Nações Unidas (ONU), 188n, 192, 261
 - Nature Conservancy, 264
 - ver também* dívida por natureza
 - negociação da dívida, 241
- Nicarágua
 - crédito e, 284
 - crise da Covid-19 e, 284, 288, 290
 - DSSI e, 242n
 - litígios de dívida e, 252, 256
 - redução da dívida e, 220
- Nota Depositária Global (*Global Depository Note* - GDN), 64
- Nota Vinculada a Crédito (*Credit Linked Note* - CLN), 64
- Nova Zelândia, 142
- O'Neill, Paul, 257
- Objetivos de Desenvolvimento Sustentável (ODS), 166, 182, 185, 295
- Opção Universal de Rolagem da Dívida com uma Penalidade (UDROP), 167
- organização não governamental (ONG), 256, 264
- Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE), 142n, 193-94
- países de baixa renda
 - ver* países pobres altamente endividados
- países pobres altamente endividados, 177, 220, 223n, 225n, 254
- Panamá, 83, 219, 276, 278, 284, 288
- Paraguai, 21, 83, 86, 112, 152n
- passivos não financiados, 2, 139, 332-33
- pequenas e médias empresas (PMEs)
 - acesso a crédito, 274, 294, 299
 - crise da Covid-19 e, 301
 - dívida e, 286-87
 - empréstimos bancários e, 279-81
 - gênero e, 284
- persuasão moral, 67, 253
- Peru
 - austeridade e, 218
 - Comitês Consultivos Bancários (BACs) e, 251-52
 - dívida
 - litígios, 256
 - práticas de gestão, 142n
 - redução, 218, 335
 - inflação e, 77, 145n
 - investimento estrangeiro e, 22, 64
 - mercados de títulos e, 41-42
 - títulos CAT e, 165
 - títulos GSS e, 69

- pesificação, 257
 - ver também* Argentina
- Pesquisa de Desempenho de
 - Empresas de Inovação e Gênero (IFPG), 284
- picos de dívida
 - ajuste estoque-fluxo e, 225
 - Argentina e, 93
 - Brasil e, 89, 93
 - crédito e, 93, 201
 - crescimento e, 199-201, 206-09
 - decomposição, 90-94
 - desvalorização da moeda e, 144
 - determinantes, 94-97
 - dívida pública e, 332-33
 - endividamento excessivo e, 202, 206-09
 - evitar, 99, 233n, 237
 - explicação, 86-87
 - FMI e, 96
 - metodologia de análise, 80n
 - ondas da, 86-90
 - Uruguai e, 89
- Plano Baker, 259-60
- Plano Brady
 - crise da tequila e, 73-76
 - dívida contingente e, 164
 - Ecuador e, 255
 - impacto de, 253-54
 - lançamento do, 74, 253-54
 - mercados de títulos e, 253, 270
 - reestruturações da dívida e, 245
- posição do passivo externo líquido (PEL), 6n
- prática de empréstimos a países em situação de atraso (*lending into arrears*), 177, 253, 255
 - ver também* Fundo Monetário Internacional
- preços do petróleo
 - Brady Bonds e, 253
 - economia mundial, 78
 - Equador e, 77n, 261
 - inflação e, 73, 106
 - relação de dívida e, 144
- prociclicidade
 - financiamento procíclico, 3, 99, 212, 237, 333
 - impostos e, 143n
 - políticas fiscais contracíclicas, 72, 78-79, 101, 128
 - credores e, 171, 176
 - dívida pública e, 332
 - empréstimos e, 192-95
 - endividamento excessivo e, 198
 - momento oportuno e, 182-85
 - redução da dívida e, 212
 - taxas de investimento e, 317
 - programa de estabilização Plano Real, 76
 - ver também* Brasil
 - Quadro Comum sobre Tratamentos da Dívida, 177, 242, 269, 270-71, 338-39
 - Quadro de Estratégia da Dívida de Médio Prazo (MTDS), 134-35
 - receitas fiscais
 - ver* impostos
 - reformas
 - abordagem do balanço patrimonial e, 144
 - BMDs e, 266
 - CACs e, 259-61
 - Clube de Paris e, 254
 - Consenso de Washington, 74
 - FMI e, 97
 - garantias e, 300
 - mercados de títulos e, 242
 - mercados financeiros e, 39, 333, 336-37
 - reformas tributárias, 153, 155
 - regulação
 - aumento da dívida, 77, 100
 - bancos centrais e, 139
 - bancos privados e, 298
 - BMDs e, 302
 - Brasil, 53, 153
 - Comitês Consultivos Bancários (BACs) e, 251
 - crédito e, 268, 270, 276, 288, 299-300

- flexibilidade, 268, 288, 327, 340
- Iniciativa Mercados de Títulos Asiáticos (*Asian Bond Markets Initiative*), 59-61
- mercados de títulos e, 49-50, 59-60, 67
- Plano Brady e, 253-54
- Uruguai, 63-64
- regulamentação de Basileia III, 53, 77
- Reino Unido
 - Crise Financeira Global de 2008 e, 77
 - Iraque e, 261
- relação dívida pública/PIB
 - crescimento e, 77, 199, 203-04
 - Crise Financeira Global e, 78, 80
 - déficits e, 73
 - dívida das famílias e, 83-86
 - estrutura da dívida e, 46
 - inflação e, 237
 - MTDS e, 135
 - passivos contingentes e, 141
 - picos de dívida e, 89-90, 93
 - redução da dívida e, 212-214, 215, 223, 231-32, 336
 - renegociações de dívidas e, 115-16
 - sustentabilidade e, 108-10
- renegociação da dívida, 38, 109, 112, 115, 244, 269, 296, 339
- repressão financeira, 42, 49, 67, 222, 232n
- República Dominicana, 288
- reservas
 - ver reservas internacionais
- reservas internacionais
 - ativos externos e, 10
 - aumento das, 23-24
 - balanços patrimoniais externos e, 17, 20-22
 - diversificação e, 11
 - estabilização e, 9
 - estados inadimplentes e, 29
 - gestão da dívida e, 168
 - liquidez e, 331-32
 - picos de dívida e, 97
 - risco de liquidez e, 30-32
 - risco e, 25-32, 35
 - valor de seguro de, 29-32, 75n
- resgates, 75n, 77n, 79, 90-93, 254, 257-58
- Resiliência e Sustentabilidade (RST), 241n
- risco
 - balanço patrimonial e, 15, 18, 20, 34-38, 99, 142
 - bancos centrais e, 138
 - BMDs e, 176-77, 180-82, 184-86, 195
 - CACs e, 248
 - desastres naturais e, 264, 302
 - diversificação e, 11
 - dívida e, 79, 81, 91-92, 119, 198
 - composição, 144-48
 - gestão, 131-37, 153, 160, 163-66, 168-69
 - impacto no investimento, 318-22
 - picos de, 201, 201-08
 - sustentabilidade e, 128-30, 334-35
 - endividamento corporativo
 - excessivo e, 309-12
 - equilíbrio da política fiscal e, 106-09
 - FMI e, 265
 - infraestrutura e, 302
 - instituições bilaterais e, 193
 - investimento estrangeiro e, 61-63
 - liquidez e, 103-04, 140
 - mercados de títulos e, 49-50, 54, 165
 - PCT e, 176-77
 - pequenas e médias empresas, 279-81
 - políticas públicas e, 244, 326-27
 - receitas fiscais e, 135
 - redução, 25-34, 122
 - reservas internacionais e, 29-30
 - risco cambial, 153
 - rolagem, 157
 - SAP e, 120-22

- solvência e, 25–26, 92
- taxas de juros e, 73, 75
- transparência e, 237
- viabilidade e, 126–27
- Rússia
 - calote em 1998, 76, 97–98
 - Clube de Paris e, 241n
 - dívida bilateral, 191
 - invasão da Ucrânia, 4–5, 98, 106, 155, 157, 197, 239, 308, 329, 332
- SDRM baseado em tratado, 257
- Secretaria do Tesouro Nacional (STN, Brasil), 153–56
 - ver também* Brasil
- seguinte indicador de risco de
 - balanço patrimonial do país (BSRI), 26–28, 33
 - ver também* balanços patrimoniais externos
- sistemas de alerta precoce (SAP), 120–22
- sistemas de benefícios, 104
- solvência/insolvência
 - balanço patrimonial e, 144
 - endividamento corporativo excessivo e, 309
 - falência e, 328
 - liquidez e, 26, 30–31, 140
 - mercados de títulos e, 50
 - risco e, 25–26, 92
 - sustentabilidade da dívida e, 102–04, 334
 - visão geral, 102
- “superciclos” de commodities
 - ver* boom das commodities
- Suriname, 219, 222, 235, 244, 276, 284
- sustentabilidade da dívida
 - após a pandemia de Covid, 106–08
 - definição, 102–04
 - desafios à sustentabilidade fiscal, 104–05
 - fadiga fiscal e, 116–18
 - funções de reação fiscal, 108–10
 - impacto nas taxas de juros e no crescimento, 113–18
 - lições do passado, 110–13
 - níveis de endividamento prudentes versus sustentáveis, 119–20
 - política fiscal e, 122–23
 - restaurando e mantendo a, 128–30
 - sistema de alerta precoce e, 120–22
 - viabilidade e níveis de endividamento, 126–27
- taxas de câmbio
 - balanço patrimonial externo e, 6n, 144
 - crise da Covid-19 e, 18
 - desalinhamento, 26
 - desdolarização e, 63
 - desvalorização cambial, 73, 78, 92, 91, 98
 - dívida e, 46, 112, 146, 153, 157, 234
 - flexibilidade cambial, 77, 80
 - investidores estrangeiros e, 62–64, 66
 - mercados de títulos e, 39, 53, 56
 - risco e, 133–34
- taxas de juros
 - aumento global das, 5, 86, 240, 332
 - BMDs e, 180–82
 - Colômbia e, 76n
 - crédito e, 171, 198, 276, 300
 - crise da Covid-19 e, 72, 80, 86, 106, 305
 - década de 1970 e, 73
 - década de 1980 e, 250, 253, 259
 - diminuir os impactos nas, 210
 - dívida e
 - composição da, 46, 132, 159
 - corporativa, 99
 - famílias, 83, 339
 - gestão da, 133, 136, 153, 155, 168–69, 337
 - Impacto do endividamento e no crescimento, 113–16
 - picos da, 92, 94
 - redução, 212, 217–18, 223, 225, 237–38, 335

- reestruturação, 241
- sustentabilidade, 103, 108-110, 120, 129, 198, 202, 334-35
- Equador e, 262
- fixa, 41, 46
- inflação e, 225, 229
- investimento estrangeiro e, 65-66
- mercados de títulos e, 41, 46, 62
- moeda e, 2
- passivos e, 140
- Plano Brady e, 75
- reservas internacionais e, 30
- Uruguai e, 64
- viabilidade e, 126-27
- volatilidade da, 58
- ver também* crédito
- taxas de juros fixas, 41, 46
- teoria de hierarquização de fontes de financiamento das finanças corporativas, 273
- títulos CAT (catástrofe), 165
- títulos temáticos, 164, 166-67, 169
- títulos Verdes, Sociais e Sustentáveis (GSS), 69, 166
- ver também* mudança climática
- transparencia
 - confiança e, 270
 - gestão da dívida e, 138, 148, 168-69, 210
 - instituições privadas e, 268
 - mercados de títulos e, 49
 - mudanças climáticas e, 265
 - prorrogação do pagamento de empréstimos e, 327
 - redução da dívida e, 237
 - reestruturação da dívida e, 263
 - regras fiscais e, 92, 99
 - STN e, 155
- Tratamento de Credor Preferencial (*Preferred Creditor Treatment - PCT*), 175-78, 195, 266n
- tributação
 - ver* impostos
- Trinidad e Tobago, 42, 218, 222, 335
- Ucrânia, 4, 5, 98, 106, 155, 157, 164, 197, 239, 308, 329, 332
- Uruguai
 - CACs e, 258-60
 - dívida
 - picos, 89
 - redução, 219-20, 235
 - FMI e, 77
 - investimento estrangeiro e, 62
 - mecanismo de votação agregada (*two-limb*), 259-60
 - mercado de títulos, 68
 - Plano Brady e, 253
 - redução da dolarização, 63-64
 - SFA e, 93
- Venezuela
 - cláusula de recaptura de petróleo, 165
 - credores externos líquidos, 6
 - dívida bilateral, 191
 - investimento estrangeiro e, 10
 - Plano Brady e, 253
 - viabilidade, 101, 126-27, 296
- Zona do Euro, 12-13, 78, 259

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

Este livro é leitura obrigatória para qualquer pessoa interessada nos desafios das finanças públicas da América Latina e Caribe. A região precisa enfrentar problemas de sustentabilidade fiscal ao mesmo tempo em que lida com os efeitos da pandemia, com uma desaceleração global e com tensões sociais exacerbadas. A crise climática será uma fonte crescente de pressão fiscal. O estudo é um guia indispensável para que formuladores de políticas naveguem por essa perspectiva complexa e evitem erros do passado. Por meio de pesquisas abrangentes e inovadoras, o livro expõe em detalhes as reformas institucionais necessárias para alcançar a sustentabilidade e fornece recomendações práticas para resolver o enigma fiscal da região.

Mauricio Cárdenas

*Professor da Escola de Assuntos Internacionais e
Públicos da Universidade de Columbia
Ex-Ministro de Finanças, Energia e Transportes da Colômbia*

A dívida, por si só, pode ser boa ou má, nas palavras dos autores deste relatório. O que está claro é que a gestão de dívidas herdadas será um dos maiores desafios do mundo pós-Covid. O BID se vale do profundo conhecimento da América Latina e Caribe para desenvolver recomendações sob medida para a região. Os formuladores de políticas enfrentarão escolhas difíceis à medida que procurarem reforçar e restaurar a capacidade dos governos para contrair empréstimos, aumentar o acesso de famílias e PMEs aos mercados de dívida e crédito e reduzir o apoio fiscal a grandes empresas. Pode não haver soluções simples para esse problema altamente complexo, mas Lidar com a Dívida contém um excelente conjunto de análises para enfrentar os dilemas.

Barry Eichengreen

*Professor de Economia e Ciência Política George C. Pardee
e Helen N. Pardee da Universidade de Berkeley*

O Banco Interamericano de Desenvolvimento (BID) é uma instituição internacional criada em 1959 para promover o desenvolvimento econômico e social na América Latina e Caribe.

