



2020

Estudo Econômico da América Latina e do Caribe

Principais condicionantes das políticas fiscal
e monetária na era pós-pandemia
de COVID-19



CEPAL



COVID-19
RESPOSTA

Gracias por su interés en esta publicación de la CEPAL



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



www.cep.al.org/es/publications



www.cep.al.org/apps



2020

Estudo Econômico da América Latina e do Caribe

Principais condicionantes das políticas fiscal
e monetária na era pós-pandemia
de COVID-19



CEPAL



COVID-19
RESPOSTA

Alicia Bárcena
Secretária Executiva

Mario Cimoli
Secretário Executivo Adjunto

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

Daniel Titelman
Diretor da Divisão de Desenvolvimento Econômico

Ricardo Pérez
Diretor da Divisão de Publicações e Serviços Web

O *Estudo Econômico da América Latina e do Caribe* é um documento anual da Divisão de Desenvolvimento Econômico da Comissão Econômica para a América Latina e o Caribe (CEPAL). A elaboração da edição de 2020 foi chefiada por Daniel Titelman, Diretor da Divisão, e a coordenação esteve a cargo de Ramón Pineda Salazar.

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

As seções do primeiro capítulo, "Panorama regional", baseiam-se em insumos preparados pelos seguintes especialistas: Alejandra Acevedo, Claudio Aravena, Jean Carpentier, Pablo Carvallo, José Luis Germán, Sonia Gontero, Ivonne González, Michael Hanni, Juan Pablo Jiménez, Albert Klein, Noel Pérez Benítez, Esteban Pérez Caldentey, Ramón Pineda Salazar, José Antonio Sánchez e Cecilia Vera.

As seções do segundo capítulo, "Principais condicionantes das políticas fiscal e monetária na era pós-pandemia de COVID-19", foram coordenadas por Daniel Titelman, Noel Pérez Benítez, Esteban Pérez Caldentey e Ramón Pineda Salazar. Em sua elaboração participaram Alejandra Acevedo, Jean Carpentier, Christine Carton, María de los Ángeles Gil Mendoza, Michael Hanni, Juan Pablo Jiménez, Noel Pérez Benítez, Esteban Pérez Caldentey, Ramón Pineda Salazar, Francisco Villareal e, como assistentes de pesquisa, Tarek Abdo, Rocío Ocares e Leonardo Rojas.

As notas sobre os países foram elaboradas pelos seguintes especialistas: Alejandra Acevedo, Olga Lucía Acosta, Dillon Alleyne, Anahí Amar, Martín Cherkasky, Christine Carton, Randolph Gilbert, Enrique González, Camila Gramkow, Michael Hendrickson, Sara Hess, Álvaro Lallanne, Jesús López, Sheldon McLean, Carlos Mussi, Roberto Orozco, Ramón Padilla, Machel Pantin, Juan Pérez, Ramón Pineda Salazar, Juan Carlos Ramírez, Juan Carlos Rivas, Indira Romero, José Antonio Sánchez, Jesús Santamaría, Nyasha Skerrette, Hidenobu Tokuda, Carlos Valdés e Francisco Villareal. Michael Hanni e Albert Klein revisaram as notas dos países do Caribe. Claudio Aravena, Pablo Carvallo, Georgina Cipoletta e Juan Pablo Jiménez colaboraram na revisão das notas dos países da América Latina. Sonia Albornoz esteve encarregada do anexo estatístico.

Publicação das Nações Unidas
LC/PUB.2020/13
Distribuição: G
Copyright © Nações Unidas, 2020
Todos os direitos reservados
Impresso nas Nações Unidas, Santiago
S.20-00372

Notas explicativas

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

Esta publicação deve ser citada como: Comissão Econômica para a América Latina e o Caribe (CEPAL), *Estudo Econômico da América Latina e do Caribe, 2020. Resumo executivo* (LC/PUB.2020/13), Santiago, 2020.

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



Apresentação e resumo executivo

Apresentação

A edição número 72 do *Estudo Econômico da América Latina e do Caribe* analisa os efeitos e desafios que a pandemia da doença causada pelo coronavírus (COVID-19) apresenta na região em 2020 e o panorama que se esboça para os próximos anos. Este estudo consta de três partes. A primeira resume o desempenho da economia regional em 2019 e analisa a evolução durante os primeiros seis meses de 2020, bem como as perspectivas para o ano em seu conjunto. Examina os efeitos externos e internos derivados do combate à pandemia e sua incidência no desempenho econômico da região, com particular atenção à dinâmica do crescimento, à economia mundial, à trajetória fiscal e monetária, à evolução do mercado de trabalho e aos preços. Além disso, considera as características das políticas macroeconômicas e os desafios que se apresentam, num contexto caracterizado por uma acentuada contração e lenta recuperação e alto grau de incerteza econômica devido à incerta evolução da pandemia.

A segunda parte do *Estudo Econômico* descreve o ambiente de maior vulnerabilidade financeira em que o mundo e a região se encontrarão após a pandemia de COVID-19, contexto no qual se dará a eventual recuperação da atividade econômica. Por sua vez, analisa quais serão, nesse novo contexto, as principais condicionantes que as políticas fiscal e monetária enfrentarão na América Latina e no Caribe.

A primeira seção dessa parte destaca que a crise desencadeada pela COVID-19 irrompeu na economia mundial num contexto de níveis sem precedentes de dívida mundial, que chegou a situar-se em mais de 320% do PIB mundial no fim de 2019. Os efeitos da crise da COVID-19 na liquidez mundial, somados aos pacotes de medidas fiscais implementados pelos governos, aumentaram a acumulação de dívida da economia mundial. Por sua vez, esta acumulação de dívida ocorre num contexto de vulnerabilidade, tanto das empresas não financeiras, como do setor financeiro. No caso do sistema financeiro, este também apresenta sintomas de vulnerabilidade, apesar das modificações que experimentou em consequência das medidas e regulações aplicadas após a crise financeira mundial, que aumentaram sua resistência. Assim, o sistema financeiro enfrenta quedas importantes de rentabilidade que, junto com a diminuição da renda, poderiam dar lugar, no futuro, a restrições de crédito e de liquidez. Outro fato que cabe destacar é que o sistema não bancário adquiriu maior relevância desde a crise financeira mundial, e este setor também enfrenta a redução de sua renda, o que o levou a buscar perfis creditícios com maior risco.

A segunda e a terceira seção da segunda parte analisam, respectivamente, os condicionantes da política fiscal e monetária na região, tanto na atualidade como na era pós-pandemia. Os gestores das políticas econômicas da América Latina e do Caribe enfrentam uma diversidade de desafios, entre os quais se destacam: evitar o colapso das economias mediante políticas de estímulos à demanda agregada; administrar as pressões sobre os sistemas cambiais e monetários que o choque externo gera; e gerir adequadamente os fluxos de capitais para potencializar a efetividade das políticas fiscal e monetária, ao mesmo tempo que se atendem as vulnerabilidades externas das economias.

Ante uma crise de dimensões históricas como a gerada pela COVID-19, os gestores de política têm atuado de maneira pragmática e decidiram empregar todas as ferramentas disponíveis (convencionais e não convencionais) para enfrentar a pandemia e mitigar seus efeitos no setor real e na esfera financeira. Os desafios centrais da política econômica na era pós-pandemia é a construção de Estados de bem-estar, o fortalecimento do desenvolvimento produtivo e a implementação de políticas para fomentar a sustentabilidade ambiental. Portanto, as políticas de austeridade não são a resposta adequada para enfrentar os desafios fiscais e monetários que se apresentam.

A região deve aproveitar este momento para reorientar sua trajetória de desenvolvimento, em conformidade com os Objetivos de Desenvolvimento Sustentável da Agenda 2030 para o Desenvolvimento Sustentável. Da análise dessas seções se depreende que, para manter a estabilidade macrofinanceira, as autoridades econômicas devem regular os fluxos financeiros e adotar uma política macroprudencial para reduzir a possibilidade de que o risco sistêmico gerado pela pandemia de COVID-19 seja acompanhado por uma crise que comprometa a sustentabilidade das economias da região. Um elemento que se destaca nessas seções é que os esforços nacionais deverão ser acompanhados de uma maior mobilização de recursos externos, através do acesso a fontes de financiamento em condições favoráveis, tanto nos mercados internacionais como das instituições financeiras internacionais. A este respeito, a cooperação internacional terá um papel fundamental na coordenação das diversas partes visando a obter maior efetividade.

A terceira parte do *Estudo Econômico*, que está disponível no site da CEPAL (www.cepal.org), inclui as notas sobre o desempenho econômico dos países da América Latina e do Caribe em 2019 e no primeiro semestre de 2020, bem como os respectivos anexos estatísticos. A informação que se apresenta foi atualizada em 24 de julho de 2020.

Resumo executivo

A. Situação econômica e perspectivas para 2020

A crise sanitária gerada pela pandemia da doença causada pelo coronavírus (COVID-19) também provocou a pior contração econômica e social das últimas décadas, tanto no âmbito mundial como nas economias da América Latina e do Caribe. No contexto da região, até a data de redação deste relatório vários países se transformaram no epicentro da pandemia de COVID-19, prevendo-se uma queda de 9,1% da taxa de crescimento acompanhada de aumentos significativos da taxa de pobreza (que alcançará 37,3%), aumento da taxa de desocupação (em torno de 13,5%) e um recrudescimento considerável da desigualdade (CEPAL, 2020b).

Antes da pandemia a região já exibia baixas taxas de crescimento (0,4% em média entre 2014 e 2019) e crescentes vulnerabilidades sociais e macroeconômicas, que se somam a uma simultaneidade muito particular de choques externos e internos de oferta e demanda. Tudo isso parece indicar que a dinâmica de recuperação será lenta e os custos econômicos e sociais desta crise podem continuar aumentando ao longo de 2020 e 2021. De fato, prevê-se que em 2020 o nível do PIB *per capita* da região seja equivalente ao de 2010, e o da pobreza ao de 2006, o que suporia uma década perdida em termos econômicos e quase uma década e meia em termos sociais.

Esta é, sem dúvida, a crise econômica e social mais forte que a região experimenta em várias décadas, manifestando as fraquezas estruturais das economias. Embora vários países tenham feito esforços fiscais e monetários significativos para mitigar os efeitos sociais e econômicos da pandemia, em alguns países os esforços foram limitados pela disponibilidade e acesso ao financiamento, restrições fiscais e restrição externa. Por sua vez, os efeitos da pandemia foram magnificados em consequência da fragilidade dos sistemas de saúde e de proteção social dos países da região, além da alta informalidade nos mercados de trabalho.

Evidentemente, os países da região deverão intensificar suas políticas de curto prazo para mitigar os custos sociais e produtivos da pandemia, o que exigirá maiores impulsos fiscais e monetários. Não obstante, como se expõe mais adiante, para avançar rumo a uma recuperação econômica sustentada e que possa apoiar a construção de um Estado de bem-estar e o fortalecimento do setor produtivo, será necessário manter políticas fiscais e monetárias expansivas. Isto implica aumentar de maneira permanente a receita tributária, avançando rumo a sistemas tributários mais progressivos e com maior capacidade de arrecadação, gerar trajetórias sustentáveis da dívida e melhorar a eficácia e eficiência do gasto. Do lado da política monetária, será necessário manter vários dos instrumentos não convencionais implementados durante a crise.

Apesar das medidas fiscais e monetárias implementadas por muitos países da região, a demanda agregada —em particular o consumo e o investimento— diminuíram de maneira significativa durante 2020. A queda da atividade econômica não só reflete os efeitos dos choques da oferta e demanda, mas se enquadra num contexto em que a produtividade é baixa e sua taxa de crescimento está estagnada ou é negativa, o que tampouco contribui para potencializar o crescimento econômico de médio prazo e poder avançar rumo a uma reativação e reconstrução inclusiva e sustentável. A queda do PIB durante 2020 piorará a situação do mercado de trabalho: aumentará o emprego informal e se espera uma taxa de desocupação em torno de 13,5%.

O colapso da economia mundial e a diminuição da demanda agregada afetaram negativamente os países da região. A pandemia de COVID-19 levou a economia mundial à pior recessão desde a Segunda Guerra Mundial, e se registra a maior porcentagem (90%) de países que experimentam simultaneamente recessão desde que se têm estimativas. Projeta-se uma queda de 5,2% do PIB mundial, de 7% no caso das economias desenvolvidas e 1,6% no caso das emergentes. Para os Estados Unidos projeta-se uma contração do PIB de 6,5%, e para a zona do euro de 8,7%. Em ambos os casos, os processos de recuperação da atividade que começaram no fim de abril com a reabertura gradual das economias poderiam estar em risco, dados os novos surtos da doença que estão ocorrendo. No grupo das economias emergentes, atualmente projeta-se um crescimento de somente 1% na China, sua menor taxa em mais de 40 anos. Neste caso, os últimos indicadores de atividade disponíveis mostram que o pior da contração parece ter ficado para trás: após uma queda interanual de 6,8% no primeiro trimestre, o PIB chinês retomou um crescimento positivo (3,2%) no segundo trimestre.

Segundo a Organização Mundial do Comércio (OMC), o volume do comércio mundial de mercadorias poderia cair entre 13% e 32% em 2020. Não obstante, o setor dos serviços é o que está sofrendo a pior parte do colapso; por exemplo, a queda do turismo será significativa, podendo chegar a 80% este ano, de acordo com a Organização Mundial do Turismo (OMT)¹.

Em consonância com a dinâmica da demanda agregada na economia global, espera-se que baixem os preços dos produtos básicos, e isto terá um impacto negativo nas relações de troca dos países da região que exportam esses produtos. No caso do petróleo, espera-se que o barril West Texas Intermediate (WTI) registre um preço médio de 37,60 dólares este ano, 34% abaixo da média de 2019. Os produtos agropecuários foram menos golpeados pela crise, motivo pelo qual se espera uma leve queda de quase 2%. Para os metais e minerais projeta-se uma queda de somente 0,1%, mas com comportamentos muito diferentes entre os produtos: os metais industriais como o cobre caíram, mas isto seria compensado pelo aumento dos valores de refúgio como o ouro, que desde o início do ano até 24 de julho subiu 28%.

As medidas fiscais e monetárias implementadas pelos principais governos e bancos centrais no âmbito mundial se materializaram na melhora das condições financeiras internacionais observada desde a terceira semana de março.

Além de reduzir em 1,5 ponto percentual sua taxa de juros em 2020 (para 0%-0,25%), em 19 de março a Reserva Federal dos Estados Unidos colocou à disposição de importantes bancos centrais no âmbito mundial linhas de crédito recíproco (*swaps*) de moeda, com o objetivo de proporcionar liquidez em dólares, e estabeleceu um serviço de acordos de recompra (*repos*) para outros bancos centrais. Em torno da mesma data, o Banco Central Europeu (BCE) anunciou o lançamento de um novo programa de flexibilização quantitativa, o programa de compras de emergência frente à pandemia (Pandemic Emergency Purchase Programme - PEPP), com uma dotação de 750 bilhões de euros, e em 23 de março a Reserva Federal anunciou que sua flexibilização quantitativa passaria a ser ilimitada com compras de títulos nos montantes que fossem necessários. No caso da Reserva Federal e do BCE, bem como bancos centrais de outros países desenvolvidos como o Banco do Japão e o Banco da Inglaterra, as políticas de expansão monetária foram notoriamente mais rápidas e volumosas nesta crise do que durante a crise financeira mundial de 2008-2009 e levaram à maior expansão monetária da história.

¹ OMT, "Las cifras de turistas internacionales podrían caer un 60-80% en 2020, informa la OMT", 7 de maio de 2020 [on-line] <https://www.unwto.org/es/news/covid-19-las-cifras-de-turistas-internacionales-podrian-caer-un-60-80-en-2020>.

No início de junho destacou-se o anúncio de outras duas medidas enérgicas: o instrumento de recuperação da União Europeia (Next Generation EU) no total de 750 bilhões de euros, que finalmente foi acordado em julho e constitui o maior plano de estímulo fiscal na história desse bloco, e a ampliação do programa de compras de emergência frente à pandemia do BCE no montante adicional de 600 bilhões de euros. Isto soma um total de 1,35 trilhão de euros de compras de ativos, o equivalente a 11% do PIB da zona do euro.

Em 24 de julho a volatilidade financeira medida pelo índice VIX havia diminuído consideravelmente, o dólar havia se desvalorizado frente à cesta de moedas de referência (9% desde 23 de março) e o índice de ações MSCI global se encontrava 43% acima do nível registrado em 23 de março. Além disso, as saídas de capital das economias emergentes se reverteram e desde abril observaram-se entradas líquidas de fluxos de carteira nestas economias. Apesar disso, observa-se uma desconexão entre esta tendência e a da economia real; dado que a pandemia não terminou, persiste um elevado nível de incerteza em torno da dinâmica econômica. Se os novos surtos de COVID-19 obrigarem a manter —ou, em alguns casos, restabelecer— as medidas de confinamento e a recessão for mais longa do que previsto, isto poderia induzir uma nova fase de aumento da aversão ao risco, com o consequente efeito negativo sobre as economias dos países emergentes. Esta situação os encontraria ainda mais vulneráveis, devido aos maiores níveis de dívida, que poderiam tornar-se incontroláveis para algumas empresas ou mesmo alguns governos num contexto de queda da atividade.

A acumulação da dívida vinha superando o crescimento da renda mundial e já no fim de 2019 havia alcançado níveis recorde (255 trilhões de dólares, mais de 320% do PIB mundial). O aumento da dívida foi acompanhado por padrões de empréstimos mais baixos e uma aceitação de risco maior por parte dos investidores, que buscam um maior rendimento. Grande parte da acumulação de dívida a partir da crise financeira mundial ocorreu no setor corporativo não financeiro, onde a interrupção das cadeias de fornecimento e a redução do crescimento mundial envolvem piores resultados e uma maior dificuldade para pagar a dívida².

Frente a este contexto mundial, e se continuar a tendência a uma menor remessa de lucros e melhora na balança de bens, o déficit em conta corrente poderia diminuir este ano. Espera-se um aumento do saldo comercial devido a uma maior contração das importações do que das exportações somada à baixa remessa de lucros. As exportações de bens cairiam 23% devido à redução da atividade econômica dos parceiros comerciais e à paralisação da produção, enquanto o valor das importações diminuiria 25% devido à forte queda da atividade e da renda.

No contexto de piora das relações de troca da região, que em média cairiam 4,7% em 2020, o choque negativo se concentrará nas economias exportadoras de hidrocarbonetos, enquanto as exportadoras de alimentos e metais seriam menos afetadas. A sub-região mais prejudicada seria a América do Sul, cujas relações de troca diminuirão quase 8%, enquanto as da América Central aumentarão levemente (0,4%) e as do Caribe —excluindo Trinidad e Tobago— crescerão 6,3%, sobretudo por sua condição de importador de energia.

A dinâmica das remessas é central para muitos países da região, e estas foram afetadas negativamente em consequência da crise nas economias emissoras. Devido às sequelas que isto deixará em termos de desemprego e pobreza entre os migrantes e suas famílias em seus países de origem, levará anos para recuperar os níveis anteriores à pandemia. Os países mais dependentes dessa receita estão entre aqueles de menor renda *per capita* da região, como, por exemplo, Haiti (onde este fluxo representa 33% do PIB), El Salvador e Honduras (20%).

² Comissão Econômica para a América Latina e o Caribe (CEPAL), “Enfrentar los efectos cada vez mayores del COVID-19 para una reactivación con igualdad: nuevas proyecciones”, *Informe Especial COVID-19*, N° 5, Santiago, julho de 2020.

O turismo é um dos setores mais golpeados pela crise; nos primeiros cinco meses do ano as chegadas de turistas internacionais caíram em torno de 45% na América do Sul, 45% na América Central, 34% no México e 50% no Caribe em relação ao mesmo período de 2019. Os países do Caribe são os mais expostos da região (a economia do turismo representa em torno de 35% do PIB), seguidos pelos países da América Central (com um peso de cerca de 10% do PIB). A contribuição do turismo ao emprego total desses países é ainda maior, motivo pelo qual esta tendência terá uma profunda repercussão no desemprego, na renda dos domicílios e nos níveis de pobreza.

No âmbito financeiro, inicialmente a pandemia de COVID-19 produziu uma importante queda dos fluxos (excluindo o investimento estrangeiro direto - IED) para a região, mas estes se recuperaram de maneira significativa. A queda inicial foi mais pronunciada do que a que ocorreu nos primeiros meses da crise mundial de 2008-2009. Contudo, entre o fim de abril e o início de maio começou um rápido processo de recuperação. Isso ocorre junto com a recuperação dos fluxos para os mercados emergentes em geral e, em parte, responde às contundentes medidas de política monetária e fiscal implementadas pelos bancos centrais dos Estados Unidos e da União Europeia a partir da segunda quinzena de março. Outros efeitos dessas medidas são a redução da demanda dos fundos denominados em dólares e a melhora dos índices das bolsas da região.

A incerteza provocada pela pandemia aumentou o risco soberano dos países da América Latina, mas esta tendência também começou a reverter-se a partir de abril, em conformidade com o que sucedia nos mercados financeiros internacionais. Na terceira semana de julho, o risco soberano da América Latina, medido pelo índice de títulos de mercados emergentes global (EMBIG), se situava em torno de 500 pontos básicos (após alcançar um máximo de mais de 700 pontos no fim de março).

Entre janeiro e junho de 2020, as emissões de títulos de América Latina e do Caribe nos mercados internacionais totalizaram 88,691 bilhões de dólares, cifra 56% mais alta do que a registrada no mesmo período de 2019. Isso é explicado fundamentalmente pelo aumento de 15,3 bilhões de dólares das emissões soberanas nesse período. Desde março de 2020, 11 países da região conseguiram emitir títulos de dívida soberana em condições favoráveis. No total, o montante colocado chega a 24,812 bilhões de dólares, com taxas que flutuam entre 2,5% e 5,6% para títulos de 10 anos, e existe uma demanda que supera várias vezes o montante oferecido na emissão.

Quanto à atividade econômica, apesar de a pandemia ter começado a afetar diretamente a região a partir do fim de março, o primeiro trimestre de 2020 já mostrava contração econômica em 9 das 20 economias de América Latina e desaceleração em 8 delas. Portanto, a América Latina entrou em recessão econômica a partir do primeiro trimestre, com uma contração de 1,53%.

Em termos sub-regionais, tanto na América do Sul como no grupo formado pelo México e América Central observa-se contração das taxas de crescimento no primeiro trimestre de 2020 em comparação com o mesmo trimestre do ano anterior. Isto ocorre apesar das características diferentes das economias da América do Sul em relação ao grupo formado pelo México e América Central, pois as primeiras se especializam na produção de bens primários, em particular petróleo, minerais e alimentos, enquanto as outras estão vinculadas principalmente ao ritmo de expansão dos Estados Unidos. Independentemente de sua especialização e de seus parceiros comerciais, ambas as sub-regiões e a totalidade dos países que as integram foram fortemente afetados pela contração generalizada da demanda externa, bem como pelos efeitos internos das medidas sanitárias adotadas para conter a pandemia, que se traduziram em quedas da demanda interna e limitações à produção de bens e serviços não essenciais.

A contração do PIB regional é explicada tanto pela significativa queda da demanda interna em cada um de seus componentes como pela diminuição da demanda externa. A isso se somam, desde meados de março, as medidas sanitárias de confinamento pela pandemia de COVID-19, que provocaram a detenção parcial ou total da produção de bens e serviços de diversos setores da atividade econômica dos países. Isso implicou uma alteração dos fluxos de receita das empresas e de suas decisões de investimento, o que também afeta o emprego e, portanto, as decisões de consumo, em consequência da diminuição da renda das pessoas.

Em abril e maio de 2020 a profundidade da queda da atividade econômica confirma o panorama desfavorável para o corrente ano e sugere que a reativação do crescimento será mais lenta do que esperado, tanto pelas dificuldades para controlar a pandemia, que limitam a abertura e reativação produtiva, como pela menor demanda agregada devida à diminuição do consumo privado e do investimento e à queda considerável das exportações.

O desempenho econômico e do mercado de trabalho na América Latina e no Caribe já estava em situação de estagnação em 2019, quando a taxa de desocupação foi de 8,0% em média e afetou aproximadamente 25,7 milhões de pessoas. O índice de trabalho informal é muito alto na região: existem aproximadamente 158 milhões de trabalhadores informais, o equivalente a 54% do total dos ocupados.

A paralisação das atividades produtivas provocada pelas medidas sanitárias para enfrentar a COVID-19 desde meados de março teve um forte impacto nos mercados de trabalho. Embora em algumas atividades tenha sido possível manter a relação laboral através do trabalho à distância, isto correspondeu a uma proporção relativamente baixa de trabalhadores na região, onde se estima que em média somente 23% dos ocupados podem manter uma modalidade de teletrabalho³.

Os países da região implementaram numerosas medidas para proteger o emprego, entre as quais se encontram as licenças antecipadas ou a redução de horas ou salário. A informação disponível mostra um grande aumento de ocupados ausentes; por exemplo, no Chile, representaram 15,4% do total dos ocupados entre março e maio de 2020, um aumento de 149,8% em relação ao mesmo trimestre de 2019. Também houve um aumento do subemprego; por exemplo, no México aumentou de 7,8% em maio de 2019 para 29,9% em maio de 2020, e na Costa Rica de 9,5% entre março e maio de 2019 para 17,5% no mesmo período de 2020. Se não fosse por essas medidas, o efeito da pandemia sobre a taxa de ocupação teria sido ainda mais acentuado. Nas zonas urbanas, a queda da ocupação foi mais significativa. Projeta-se que a taxa de desocupação aumentará ao menos 5,5 pontos percentuais em 2020 em relação a 2019, alcançando uma taxa média de 13,5% na região.

A pandemia de COVID-19 levou a reformular os objetivos da política fiscal na América Latina e no Caribe. Frente à magnitude da crise, os países reagiram rapidamente implementando pacotes de políticas fiscais de grande escala para reduzir o impacto da pandemia sobre o setor da saúde, as famílias e as empresas.

A queda da atividade econômica repercutiu negativamente na arrecadação tributária, que experimentou uma redução pronunciada em muitos países da região. As cifras mensais mostram que em alguns casos a arrecadação do imposto sobre o valor agregado —muito ligado ao consumo privado— sofreu uma queda interanual de 40% em termos reais. Observaram-se contrações similares na arrecadação do imposto sobre a renda. Cabe sublinhar que a evolução da receita tributária reflete não só a paralisação da atividade econômica, mas também o impacto das medidas de alívio tributário implementadas na região. A receita fiscal proveniente dos recursos naturais

³ Organização Internacional do Trabalho (OIT), "Impact of lockdown measures on the informal economy", *ILO Brief*, abril de 2020.

não renováveis também perdeu terreno na medida em que os preços internacionais caíram, particularmente o preço do petróleo cru. Ao mesmo tempo, os gastos públicos estão aumentando e os tetos orçamentários subiram consideravelmente.

A América Latina está enfrentando seu maior desafio fiscal desde a crise da dívida pública do início da década de 1980. Os esforços fiscais de alguns países no contexto da crise impulsionarão o gasto público médio, prevendo-se que aumentará para 25,4% do PIB em 2020, frente a 21,7% do PIB em 2019. Ao mesmo tempo, estima-se que a receita total se contrairá de 18,5% do PIB em 2019 para 17,0% do PIB em 2020 pela queda da arrecadação tributária em consequência da paralisação da atividade econômica e adoção de medidas de alívio tributário.

Frente a este cenário, espera-se que a posição fiscal da região se enfraqueça durante 2020. As estimativas apresentadas nesta edição do *Estudo Econômico* apontam que o resultado global dos governos centrais da América Latina poderia registrar em 2020 seu nível mais deficitário desde 1950, -8,4% do PIB. A última vez que a região registrou um déficit global de magnitude similar foi em 1982, quando se chegou a -6,1% do PIB. Ao mesmo tempo, espera-se que o déficit primário, que se havia reduzido nos últimos anos, volte a aumentar em 2020 e alcance -5,5% do PIB. As elevadas necessidades de financiamento derivadas disso incidiriam num aumento estimado de 9,3 pontos percentuais do PIB na dívida pública bruta dos governos centrais dos países da América Latina.

No que diz respeito à dinâmica inflacionária, nos primeiros seis meses de 2020 a inflação diminuiu significativamente, principalmente a partir de março, quando a pandemia de COVID-19 chegou à região. Isto reafirma a tendência descendente iniciada em 2015⁴.

A inflação está em níveis historicamente baixos num grupo considerável de países na região. De fato, no fim de junho de 2020, 23 economias da região registravam inflação interanual inferior a 3%, quatro países a mais do que em junho de 2019. Este é o maior número de países que apresentam inflação inferior a 3% no mês de junho desde 2006.

A evolução da inflação regional durante 2019 e nos primeiros seis meses de 2020 é produto de dinâmicas muito diferenciadas na inflação subjacente, que experimenta uma baixa, e na de alimentos, que registra alta. Durante 2019, a média regional da inflação de alimentos foi a que teve maior aumento, ao passar de 3,2% em 2018 para 4,1% em 2019. Nos primeiros seis meses de 2020, este componente da cesta do índice de preços ao consumidor (IPC) aumentou de novo, motivo pelo qual a inflação média regional chegou a 4,4%.

Assim como aconteceu em 2019, a inflação dos bens comercializáveis foi maior do que a dos não comercializáveis. A taxa de inflação interanual dos bens comercializáveis foi de 2,9%, enquanto a dos não comercializáveis foi de 1,1%. As maiores flutuações na taxa de câmbio durante os primeiros seis meses de 2020 impulsionaram a alta dos preços dos bens comercializáveis, enquanto as principais razões da forte desaceleração da inflação dos bens não comercializáveis foram as medidas de isolamento social e a forte contração da demanda.

Para enfrentar os efeitos da COVID-19, apoiar os esforços fiscais e manter a demanda agregada interna, os bancos centrais da região implementaram políticas monetárias expansivas, ao mesmo tempo que adequaram as regras macroprudenciais para evitar um abrupto enfraquecimento da carteira de créditos, aumento das provisões e deterioração dos balanços das instituições financeiras. Adicionalmente,

⁴ Excluem-se das médias regionais e sub-regionais Argentina, Haiti e Venezuela (República Bolivariana da) por apresentarem processos de inflação crônica (F. Pazos, "La inflación crónica en América Latina", *Medio Siglo de Política Económica Latinoamericana*, Caracas, Academia Nacional de Ciencias Económicas, 1979). Se levarmos em conta seus dados, seria afetada a representatividade da dinâmica descrita da inflação no âmbito regional.

as alterações nas normas macroprudenciais também procuraram preservar a estabilidade macrofinanceira da região. As medidas aplicadas incluem: aumento das intervenções nos mercados cambiais, variações das taxas de encaixe técnico dos bancos, mecanismos de troca com bancos centrais de fora da região e ativação de linhas de crédito com organismos internacionais.

A magnitude da crise provocada pela pandemia, os baixos níveis de inflação, a deterioração das condições socioeconômicas da população e a necessidade de evitar uma crise creditícia e financeira significaram um maior pragmatismo por parte das autoridades monetárias, que tomaram medidas convencionais e não convencionais; entre estas últimas, destaca-se a aquisição maciça de ativos nos balanços das instituições financeiras e, em alguns casos, medidas de financiamento direto ao fisco, como a entrega de reservas internacionais e a aquisição de títulos públicos no mercado primário. As medidas convencionais incluem a redução da taxa de política monetária; por exemplo, nos casos do Chile e Peru, as taxas de política foram fixadas em níveis próximos de 0,5% e 0,25%, respectivamente.

Nas economias da região que usam os agregados monetários como principal instrumento de política (Argentina, Estado Plurinacional da Bolívia, Haiti, Uruguai, as economias dolarizadas do Equador, El Salvador e Panamá e as economias do Caribe não hispânico, exceto Jamaica) também se observam esforços para estimular a demanda, uma aceleração no crescimento da base monetária e redução das taxas de encaixe.

Em consequência das políticas monetárias expansivas, observa-se uma redução das taxas de juros ativas, mas também uma pequena recuperação do crédito concedido ao setor privado. No primeiro semestre de 2020, as taxas ativas diminuíram em 18 países: a queda média foi de 2,6 pontos percentuais, e a maior redução foi observada na Argentina (22,3 pontos percentuais). Por outro lado, em sete países as taxas ativas aumentaram durante o primeiro trimestre de 2020, com uma alta média de 0,18 ponto percentual; o maior aumento foi observado em El Salvador (0,55 ponto percentual).

Durante o primeiro semestre de 2020 as taxas de câmbio dos países da região experimentaram flutuações. Observa-se que o indicador semestral da volatilidade cambial —medida como a média da variação interdiária (em valores absolutos)— desse período está entre os mais elevados em quase todos os países da região com taxa de câmbio flexível, ao menos desde 2015. De fato, situa-se entre as 25% mais elevadas em 12 dos 15 países considerados, e é a de maior valor em sete países.

Nos primeiros seis meses de 2020, as reservas registraram recuperação de 2,0% e em julho aumentaram novamente e ultrapassaram o nível de 2018. As reservas aumentaram em 19 países e se contraíram em 13. As economias cujas reservas experimentaram a maior queda (mais de 18%) entre janeiro de 2020 e junho de 2020 foram Equador, El Salvador, República Dominicana e Suriname; as que experimentaram a maior acumulação de reservas (mais de 19%) foram Antígua e Barbuda, Granada, Honduras, Panamá e Paraguai.

A pandemia de COVID-19 afetou a região com uma combinação única de choques externos e internos. À queda da atividade econômica dos principais parceiros comerciais da região e volatilidade do sistema financeiro internacional se somam, no âmbito interno, choques entre a demanda e a oferta nunca experimentados antes. Isto levará a região à sua pior contração da atividade econômica desde que se iniciaram os registros em 1900. Estima-se que em 2020 o PIB da América Latina e do Caribe cairá 9,1%. Esta forte contração se traduzirá em uma queda de 9,9% do PIB *per capita* regional, o que implica um retrocesso de dez anos a um nível similar ao registrado em 2010. No âmbito sub-regional, a maior queda do PIB ocorrerá na América do Sul (9,4%), seguida da América Central e México (8,4%) e Caribe sem incluir Guiana (7,9%); se incluirmos

a Guiana a queda será de 5,4%. Tanto a dinâmica por sub-região como a dinâmica por países mostram certa heterogeneidade, que se explica por diferenças de exposição ao contexto internacional e intensidade das medidas de contenção.

Na época deste relatório, alguns governos haviam começado a aliviar as medidas de contenção, enquanto outros tiveram que mantê-las ou mesmo intensificá-las ante o persistente aumento de novos contágios diários. As atividades mais afetadas pelas políticas de contenção são os serviços classificados como não essenciais, tais como alojamento, restaurantes, aviação, entretenimento e turismo. Além disso, o comércio foi fortemente afetado, com exceção daquele considerado essencial, como farmácias e supermercados.

No âmbito externo, a economia mundial está sofrendo uma das piores contrações econômicas da história. O efeito do choque externo é diferente segundo a sub-região. Na América do Sul repercute numa redução projetada de 40% da taxa de crescimento do PIB; contudo, dada a intensidade das medidas de confinamento e de distanciamento físico, o impacto do choque interno é mais forte do que o externo, em termos relativos. Na América Central e no México o choque externo representa 60% da diminuição da taxa de crescimento, e em termos relativos pesa mais que o choque interno; a diferença é explicada pela queda das remessas, maior importância das exportações no PIB e maior dependência que estas economias têm com relação à atividade dos Estados Unidos.

B. Principais condicionantes das políticas fiscal e monetária na era pós-pandemia de COVID-19

O segundo capítulo do *Estudo Econômico* analisa a situação macroeconômica que o mundo e a região enfrentarão uma vez superada a pandemia de COVID-19, e mostra o contexto de maior vulnerabilidade financeira em que ocorrerá a eventual recuperação econômica. O capítulo também analisa os principais condicionantes que as políticas fiscal e monetária enfrentarão na América Latina e no Caribe nesse novo contexto pós-pandemia.

O capítulo divide-se em três seções. A primeira seção descreve o ambiente de maior vulnerabilidade financeira em que o mundo e a região se encontrarão uma vez passada a pandemia, bem como o cenário financeiro em que se produziria a eventual recuperação econômica global e regional. Destaca-se que a crise provocada pela COVID-19 irrompeu na economia mundial num contexto de níveis recorde de dívida: no fim de 2019 esta equivalia a mais de 320% do PIB mundial. Os efeitos da crise do COVID-19 na liquidez global, somados aos pacotes de medidas fiscais implementados pelos governos, aumentaram a acumulação de dívida da economia mundial.

Por sua vez, esta acumulação de dívida ocorre num contexto de vulnerabilidade tanto das empresas não financeiras como do setor financeiro. No que diz respeito às primeiras, observa-se um aumento da participação da dívida de curto prazo, deterioração da carteira creditícia e aumento tendencial do descompasso monetário (no caso das economias emergentes). O sistema financeiro também apresenta sintomas de vulnerabilidade, apesar das modificações introduzidas em consequência das medidas e regulações aplicadas após a crise financeira mundial. Concretamente, observam-se grandes quedas de rentabilidade que, em conjunção com a diminuição de renda, podem dar lugar a restrições de crédito e de liquidez. A renda do sistema não bancário, que adquiriu maior relevância desde a crise financeira mundial, também diminuiu, o

que levou a buscar perfis creditícios com maior risco. Ao mesmo tempo, ocorreu um aumento dos níveis de concentração de uma parte do setor financeiro não bancário, a indústria de administração de ativos, o que voltou a colocar em evidência os problemas que podem representar para o risco sistêmico as instituições consideradas demasiado grandes para quebrar. Este contexto de acumulação da dívida, acompanhado de maior vulnerabilidade financeira, é um dos fatores que condicionarão a recuperação potencial da economia mundial após a crise da COVID-19.

A segunda e a terceira seção do capítulo II analisam, respectivamente, os condicionantes da política fiscal e monetária na região, tanto na atualidade como na era pós-pandemia. Os gestores das políticas econômicas da América Latina e do Caribe enfrentam uma diversidade de desafios, entre os quais se destacam evitar o colapso de suas economias mediante políticas de estímulo à demanda agregada, administrar as pressões geradas pelo choque externo sobre os sistemas cambiais e monetários e gerir adequadamente os fluxos de capitais para potencializar a efetividade das políticas fiscal e monetária, ao mesmo tempo que se atendem as vulnerabilidades externas das economias.

A segunda seção concentra-se na política fiscal. Tanto o resultado global como o primário da posição fiscal da América Latina e do Caribe alcançariam este ano o nível mais deficitário desde 1950. Ao mesmo tempo, a dívida pública aumentou em conformidade com os resultados no âmbito mundial e se estima que encerrará o ano num nível 9,3 pontos percentuais superior ao de 2019.

Assim como ocorreu com a crise financeira de 2008-2019, a pandemia de COVID-19 destacou a importância da política fiscal. A intervenção pública mediante importantes pacotes de medidas fiscais foi essencial para a mitigação dos efeitos sociais e econômicos da pandemia. Por sua vez, tanto a região como o resto do mundo estão reconhecendo o papel da política fiscal como instrumento para promover a reativação da economia e reconstruir sociedades mais resilientes. Os esforços do Estado para enfrentar e superar a pandemia e a consequente crise humanitária, social e econômica exigiram uma política fiscal expansiva, que deverá ser mantida para dar viabilidade à reativação econômica e reconstrução de sociedades mais inclusivas, igualitárias e resilientes.

Os desafios centrais da política fiscal na era pós-pandemia são a construção de Estados de bem-estar, o fortalecimento do desenvolvimento produtivo e a implementação de políticas para fomentar a sustentabilidade ambiental. Neste sentido, a austeridade fiscal não é uma resposta adequada para superar os desafios fiscais enfrentados. A região deve aproveitar este momento para reorientar sua trajetória de desenvolvimento, em conformidade com os Objetivos de Desenvolvimento Sustentável da Agenda 2030 para o Desenvolvimento Sustentável.

Para manter uma política fiscal expansiva num contexto de sustentabilidade fiscal são necessárias estratégias que ampliem o espaço fiscal mediante a mobilização de recursos, tanto nacionais como externos. No âmbito nacional há espaço para ampliar a capacidade de arrecadação do Estado —baixa e viesada por impostos indiretos regressivos— fortalecendo o imposto sobre a renda, os impostos patrimoniais e a tributação da economia digital, bem como os impostos corretivos relacionados com o meio ambiente e a saúde pública. Além disso, é possível reduzir os espaços de perda de arrecadação, tais como a evasão fiscal e os gastos tributários. Ao mesmo tempo, dada a importância da política de gasto como instrumento de desenvolvimento, é importante melhorar a eficiência, eficácia e equidade da intervenção pública, para assegurar que os recursos mobilizados sejam canalizados para políticas públicas que reduzam a desigualdade e fomentem o crescimento.

De maneira complementar, os esforços nacionais deverão ser acompanhados de uma maior mobilização de recursos externos, através do acesso a fontes acessíveis de financiamento em condições favoráveis, tanto nos mercados internacionais como por parte das instituições financeiras internacionais. Nesta matéria, a cooperação internacional cumprirá uma função fundamental na coordenação das partes envolvidas para obter maior efetividade.

Por último, a terceira seção concentra-se nas políticas monetária e cambial e na regulação macroprudencial e analisa os condicionantes que os gestores de política da região enfrentam na hora de implementá-las. Destaca-se que, embora a crise tenha afetado todas as economias, algumas características estruturais (como o grau de abertura, a orientação exportadora e os esquemas monetários e cambiais, entre outras) fazem com que certas economias da região estejam mais expostas do que outras.

Uma mensagem importante que se depreende desta seção é que, ante uma crise de dimensões históricas como a atual, os gestores de política atuaram de maneira pragmática e decidiram empregar todas as ferramentas disponíveis para enfrentar a pandemia e mitigar seus efeitos sobre o setor real e a esfera financeira da economia. Para isso, implementaram uma combinação de políticas que incluem medidas convencionais e não convencionais para sustentar a demanda agregada. Neste sentido, as políticas adotadas dependem dos recursos próprios e do apoio externo de que dispunham as autoridades e das restrições que enfrentavam.

Além disso, depreende-se que, a fim de manter a estabilidade macrofinanceira, as autoridades econômicas mostraram mais flexibilidade para reduzir a possibilidade de que a crise gerada pela COVID-19 e suas consequências comprometam a sustentabilidade do sistema financeiro das economias da região. Utilizando o conhecimento acumulado dentro e fora da região, as entidades responsáveis pela supervisão financeira revisaram as normas para evitar que os possíveis problemas de liquidez e a consequente deterioração da carteira de crédito se transformem numa situação que comprometa a sustentabilidade do sistema de crédito e a saúde das instituições financeiras. Os países da América Latina e do Caribe contam com uma longa experiência no uso de instrumentos macroprudenciais e têm a possibilidade de usar todas as ferramentas disponíveis para defender a estabilidade macroeconômica e financeira —inclusive a regulação dos fluxos de capitais— para evitar que a crescente volatilidade comprometa a sustentabilidade dos esquemas cambiais e desencadeie crises adicionais nas economias da região.

Ao longo de todo o capítulo destaca-se também a importância da cooperação internacional na resposta à crise, bem como no período pós-pandemia. É necessário que esta apoie a ampliação dos espaços de política com que contam as autoridades da região, mas também é importante fortalecer as instituições que compõem a arquitetura financeira internacional para permitir uma coordenação efetiva das ações individuais e alcançar um melhor equilíbrio global.

www.cepal.org



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