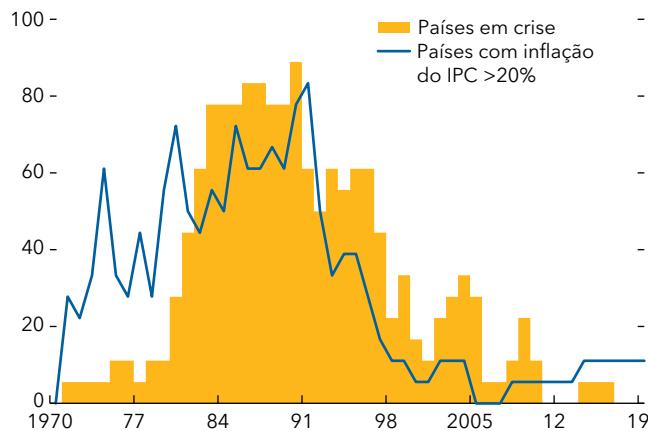


### 3. Preservar ganhos arduamente conquistados com a política monetária em meio a riscos fiscais persistentes<sup>1</sup>

No início dos anos 2000, os países da América Latina e do Caribe tinham alcançado a estabilidade de preços graças a reformas abrangentes que reforçaram a independência dos bancos centrais e fortaleceram a eficácia da política monetária. Esses avanços ajudaram a ancorar as expectativas de inflação e possibilitaram uma transmissão monetária eficaz. Contudo, os quadros e as políticas fiscais enfrentam desafios, sobretudo relacionados a elevados níveis de endividamento e despesas com juros, o que pode amplificar o impacto fiscal da política monetária e dificultar sua transmissão. As evidências apresentadas neste capítulo mostram que a dívida pública baixa e uma postura fiscal apropriada ajudam a política monetária a atingir as metas de inflação. Mostram também que há espaço para melhorar ainda mais a eficácia da política monetária. Para salvaguardar a estabilidade dos preços, os países da região precisam se concentrar em avançar na consolidação fiscal, melhorar os quadros fiscais e dar seguimento às reformas para fortalecer ainda mais a independência dos bancos centrais.

#### 3.1. Introdução

**Figura 3.1. Países da ALC em crise e com inflação alta**  
(Participação percentual)



Fontes: Ha et. al. (2023); e Harvard Business School (*Behavioral Finance and Financial Stability*), base de dados Global Crises.

Nota: Considera-se que um país está em crise se for classificado em situação de crise bancária, cambial ou da dívida soberana. ALC = América Latina e Caribe; IPC = índice de preços ao consumidor.

(Figura 3.2). Os desafios associados à postura fiscal, sobretudo no contexto de políticas fiscais expansionistas ou pró-cíclicas e planos de consolidação fiscal excessivamente tímidos, podem estimular a demanda quando a inflação está acima da meta, e assim impor uma pressão considerável sobre a política monetária. De maneira análoga, uma dinâmica desfavorável da dívida pode aumentar os prêmios de risco e enfraquecer a moeda local, complicando ainda mais a dinâmica da inflação. Em relação a esses desafios, à medida que a dívida e as necessidades do serviço da dívida crescem, os custos fiscais de taxas de juros reais elevadas, necessárias para estabilizar a inflação, também podem subir. Essa dinâmica ressalta os desafios da interação das políticas que podem comprometer a eficácia da política monetária.

Após um longo histórico de luta contra crises e a inflação elevada, muitos países da América Latina e do Caribe (ALC) implementaram amplas reformas institucionais na década de 1990 e no início da década de 2000 (Figura 3.1). Um aspecto primordial foi a adoção de novas leis que estabeleceram a independência dos bancos centrais. Cumpre ressaltar que essas reformas restrinham o financiamento dos déficits públicos pelos bancos centrais, que era um dos principais fatores que contribuíram para a alta inflação na região, enquanto os governos tomavam medidas para reduzir esses déficits. Essas mudanças não apenas aliviaram as pressões inflacionárias, mas também permitiram que os bancos centrais aplicassem políticas anticíclicas durante choques, como a crise financeira global de 2008 e a pandemia da COVID-19.

Apesar desses avanços, uma preocupação fundamental para o futuro é se a elevação das pressões fiscais pode prejudicar a eficácia da política monetária no controle da inflação

<sup>1</sup> Elaborado por Agnese Carella, Dimitris Drakopoulos (colíder), Juan Passadore (colíder) e Genevieve Lindow.

Nesse contexto, este capítulo explora as seguintes questões: 1) como a América Latina reforçou a independência dos bancos centrais e quais foram os efeitos dessas reformas?; 2) como a política fiscal pode afetar os canais de transmissão da política monetária?; e 3) a política fiscal, por meio de altos níveis de endividamento e déficits persistentes, afeta a credibilidade dos bancos centrais e a capacidade de atingir as metas de inflação?

### 3.2. Reformas dos bancos centrais

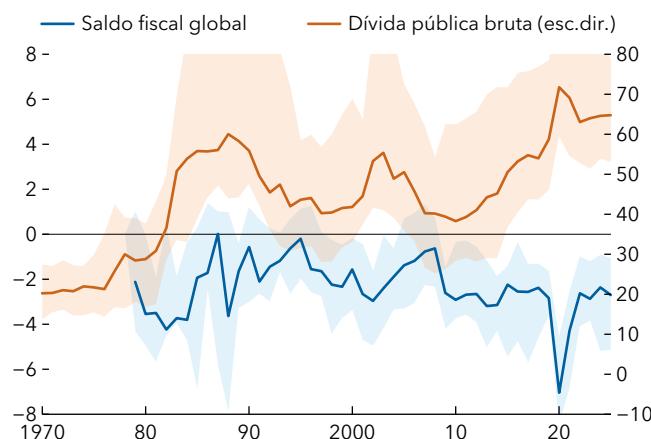
Durante a década de 1990, a maioria dos países da região implementou reformas substanciais para fortalecer a autonomia dos bancos centrais (Figura 3.3, painel 1). De acordo com índices bem conhecidos, a independência dos bancos centrais (IBC) registrou uma melhora acentuada<sup>2</sup>, sobretudo na restrição do financiamento monetário do orçamento e na priorização da estabilidade de preços. Alguns bancos centrais chegaram a alcançar pontuações que os posicionaram no topo da classificação dos mercados emergentes e próximos da média dos países da Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE) (Figura 3.3, painel 2). Embora tenha havido certos retrocessos em apenas alguns países na década de 2000, o progresso geral foi substancial. As reformas ocorreram em várias áreas, com destaque para as seguintes:

**Financiamento monetário.** Uma reforma fundamental foi a restrição do financiamento do governo pelo banco central. Ela refletiu o consenso de que o financiamento monetário era a principal causa da inflação crônica na região (Kehoe e Nicolini, 2022). Essas restrições foram promulgadas e respeitadas amplamente na prática,<sup>3</sup> o que resultou em uma redução substancial dos créditos do banco central ao setor público (Figura 3.3, painel 3). Cumpre destacar que, durante a pandemia, em meio a pressões fiscais, os bancos centrais em grande medida se abstiveram do financiamento monetário direto.

**Estabilidade de preços.** A estabilidade dos preços se tornou o principal objetivo da maioria dos bancos centrais, em muitos casos acompanhada de outros objetivos não conflitantes, como assegurar a estabilidade do sistema de pagamentos (Figura 3.3, painel 4). Isso marca uma mudança significativa entre a década de 1980, quando um pequeno número de bancos centrais priorizava a estabilidade de preços, a situação atual em que cerca de três quartos o fazem.

**Influência política nas decisões.** As reformas da governança avançaram consideravelmente em toda a região, embora o progresso de modo geral fique atrás do obtido pelos países da OCDE (Figura 3.3, painel 5). A instituição de mandatos mais longos e intercalados para os diretores da autoridade monetária, de modo a reduzir o alinhamento com os ciclos eleitorais, e a adoção de condições mais rigorosas para a sua destituição pelo poder executivo foram conquistas notáveis.<sup>4</sup> Também houve progresso na redução da representação do governo nas diretorias dos bancos centrais, embora, em alguns casos, o ministro da Fazenda tenha mantido sua cadeira, normalmente sem direito a voto.<sup>5</sup>

**Figura 3.2. ALC: Saldo fiscal global e dívida pública (Porcentagem do PIB)**



Fontes: FMI, base de dados Historical Public Debt; FMI base de dados *World Economic Outlook*; e cálculos do corpo técnico do FMI.

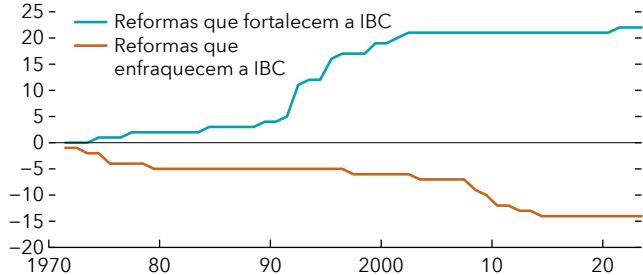
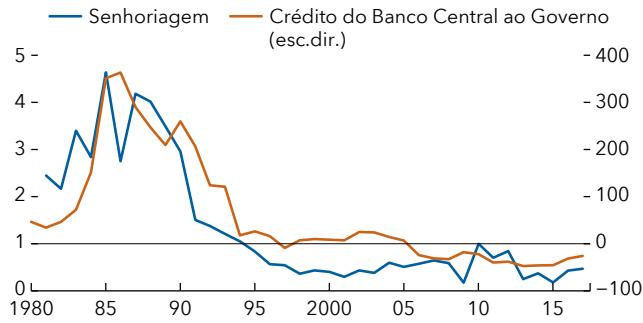
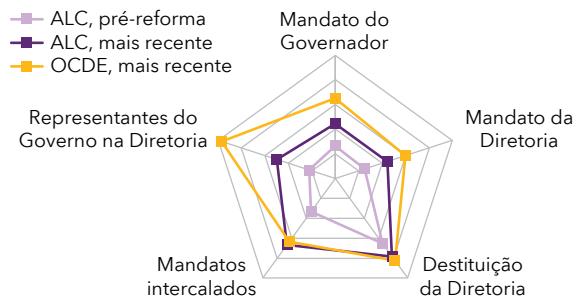
Nota: Os agregados são medianas. As áreas sombreadas se referem aos intervalos interquartis. ALC = América Latina e Caribe.

<sup>2</sup> Os índices de jure baseiam-se na interpretação dos textos jurídicos, o que pode levar a leituras divergentes entre os diferentes autores. Os bancos centrais podem enfrentar dificuldades em manter a independência face à pressão política, e algumas leis podem estar sujeitas a interpretação e conter brechas. Por exemplo, Unsal e Papageorgiou (2023) observam que as regras sobre a distribuição de lucros nem sempre são observadas na prática e que os membros dos comitês de política monetária podem ser demitidos prematuramente, em contraposição aos mandatos definidos em lei.

<sup>3</sup> Entre as exceções figuram a Argentina, a Bolívia e a Venezuela.

<sup>4</sup> Persistem exceções em países como o Peru e o Uruguai, onde os mandatos da diretoria estão alinhados com o ciclo político. O Brasil implementou mandatos intercalados em 2021.

<sup>5</sup> A Colômbia é uma exceção, pois o ministro da Fazenda participa como membro com direito a voto.

**Figura 3.3. Reformas dos bancos centrais****1. ALC: Reformas da independência dos bancos centrais<sup>1</sup>**  
(Número acumulado de reformas)**3. AL-5: Senhoragem e crédito do BC ao governo<sup>2</sup>**  
(Porcentagem)**5. Governador e Diretoria do Banco Central<sup>4</sup>**  
(Índice: 0–1)

Fontes: Garriga (2025); FMI, base de dados International Financial Statistics; Kehoe e Nicolini (2022); Romelli (2024); e cálculos do corpo técnico do FMI.

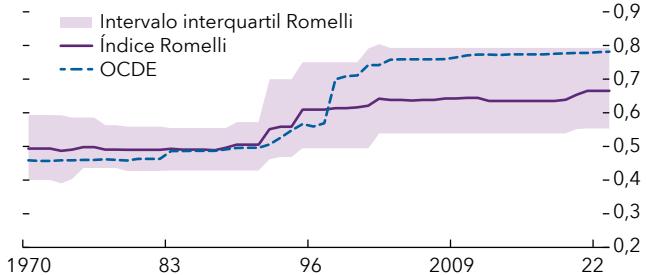
Nota: ALC = América Latina e Caribe; AL-5 = América Latina 5 (Brasil, Chile, Colômbia, México e Peru); BC = banco central; IBC = independência do banco central; IIQ = intervalo interquartil; OCDE = Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico.

<sup>1</sup> Reforma da lei ocorre quando uma pais aprova uma reforma do banco central em um dado ano, levando a um aumento (diminuição) do índice IBC.

<sup>2</sup> A senhoragem é calculada como  $m_{t-1}[1 - \frac{1}{(1+g_t)(1+\pi_t)}]$  onde  $m_{t-1}$  é a base monetária como fração do PIB nominal,  $g_t$  é o crescimento e  $\pi_t$  é a inflação. Crédito do BC ao governo em porcentagem da base monetária.

<sup>3</sup> "Estabilidade de preços, objetivo único" também abrange casos em que o banco central tem a autoridade final para definir o objetivo em caso de conflito; "Estabilidade de preços (sem conflitos)" é definida como estabilidade de preços juntamente com outros objetivos que não parecem entrar em conflito com o primeiro; "Estabilidade de preços (conflitos)" é definida como estabilidade de preços juntamente com outros objetivos potencialmente conflitantes (por exemplo, o pleno emprego).

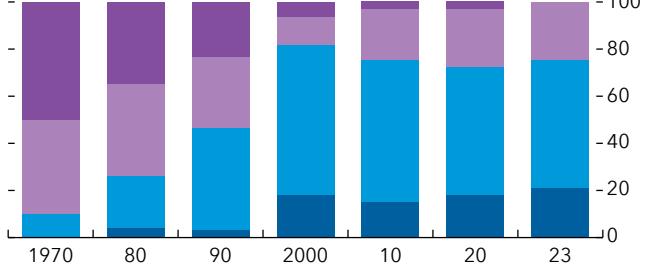
<sup>4</sup> O índice pré-reforma é o nível anterior à primeira reforma desde 1985. Os agregados são médias simples. A amostra da OCDE exclui os países da América Latina e do Caribe.

**2. ALC: Pontuação da independência dos bancos centrais**  
(Índice: 0–1)**4. ALC: Objetivos<sup>3</sup>**

(Participação percentual)

■ Estabilidade de preços, objetivo único ■ Estabilidade de preços (sem conflitos)

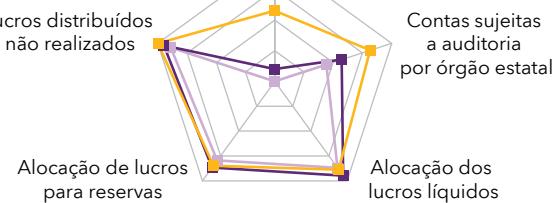
■ Estabilidade de preços (conflitos) ■ Sem estabilidade de preços

**6. Independência financeira<sup>4</sup>**

(Índice: 0–1)

■ ALC, pré-reforma ■ ALC, mais recente  
■ OCDE, mais recente

Mecanismos de recapitalização automática



**Independência financeira.** As reformas focadas na independência financeira foram menos expressivas em comparação com as demais áreas (Figura 3.3, painel 6), com algumas reformas ocorrendo mais recentemente, em especial no Brasil, nas Bahamas e na Jamaica. Fundamentalmente, embora alguns países tenham regras automáticas de recapitalização do governo, outros mantêm mecanismos discricionários que não são implementados na prática ou simplesmente não adotam dispositivos desse tipo. Em suma, vários bancos centrais da região ainda apresentam

uma capitalização insuficiente e aguardam um acordo de recapitalização com o governo.<sup>6</sup> Outro aspecto importante é a capacidade do banco central de definir o próprio orçamento, passando pela remuneração dos funcionários. Embora, em média, a região seja comparável com a OCDE, algumas exceções importantes se mantêm.<sup>7</sup>

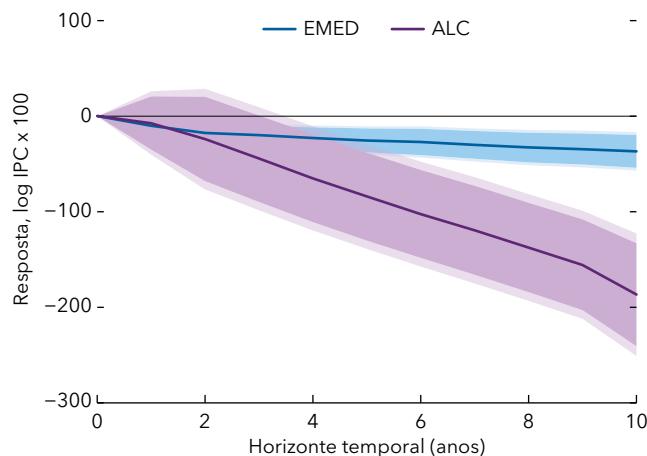
### Impacto das reformas

As reformas para fortalecer a independência do banco central foram associadas a melhorias nos resultados da inflação (ver mais detalhes no Anexo online 3). Para capturar os efeitos dinâmicos dessas reformas, aplica-se o método de projeções locais de Jordà (2005). A especificação controla os principais fatores macroeconómicos e externos, como o hiato do produto defasado, a inflação, o regime cambial e fatores fiscais. Evidências empíricas de uma amostra do período de 1980 a 2023 indicam que o aumento da independência esteve associado a níveis de inflação mais baixos no longo prazo na ALC em comparação com o verificado em outras economias de mercados emergentes e em desenvolvimento (EMEDs) (Figura 3.4), o que reflete, em certa medida, os níveis historicamente elevados da inflação na ALC. São aplicadas técnicas de quantis para descobrir como essa associação varia entre os diversos segmentos da distribuição da inflação (Figura 3.5). Os coeficientes do índice IBC diminuem de maneira uniforme em todos os quantis, tornando-se notadamente mais negativos em níveis de inflação mais altos. Mais uma vez, a relação é sistematicamente maior nos países da América Latina e do Caribe do que nas demais economias de mercados emergentes e em desenvolvimento.

Essas reformas também abriram caminho para uma melhor ancoragem da inflação, maior eficácia da política monetária, queda das taxas de sacrifício e aumento da resiliência (como destaca FMI 2025a). A credibilidade dos quadros de política monetária do grupo América Latina 5 (AL-5) se fortaleceu ao longo dos anos, à medida que os bancos centrais demonstraram o compromisso com seus mandatos e as taxas de inflação permaneceram, de modo geral, dentro do intervalo da meta.<sup>8</sup> Esse aumento da credibilidade fica evidente entre os regimes de metas de inflação mais maduros do AL-5, como pode ser visto na melhoria da ancoragem das expectativas de inflação desde meados dos anos 2000 (Figura 3.6). Uma análise usando um modelo de vetores autorregressivos com parâmetros variáveis no tempo no AL-5 também indica que a transmissão da política monetária para a inflação tem sido forte, mesmo quando comparada com a de economias avançadas (ver mais detalhes em FMI 2024g e no Anexo online 3). Em suma, a combinação do aumento da credibilidade e do reforço da ancoragem ajudou a mitigar os custos tradicionalmente associados à redução da inflação, resultando em uma melhor taxa de sacrifício (Forbes, Ha e Kose 2025).

**Figura 3.4. Projeção local do índice IBC sobre a inflação**

(Variação acumulada de  $100 \times \log \text{IPC}$ )



Fontes: Romelli (2024); e cálculos do corpo técnico do FMI.

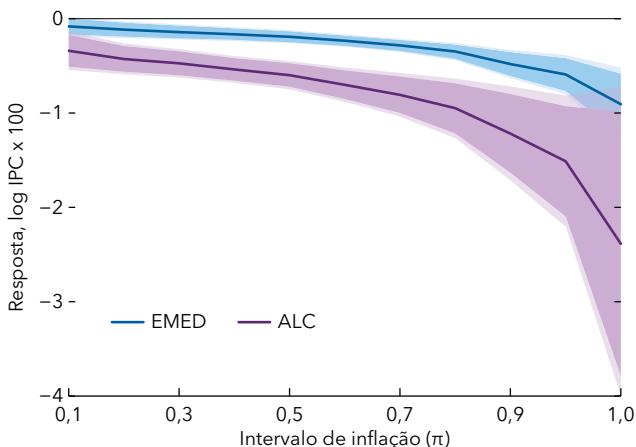
Nota: Projeção local da variação acumulada de 100 vezes o log do IPC no país i entre o ano  $t+h$  e o ano  $t$  sobre o índice IBC, em um horizonte de 10 anos. As variáveis de controle são uma defasagem do hiato do produto, a inflação do IPC transformada, o regime cambial, a dívida bruta do governo geral, um indicador das regras fiscais e a inflação nos EUA. A linha sólida é a estimativa pontual; as áreas sombreadas em cor escura e clara são os intervalos de confiança de 90% e 95%, respectivamente. ALC = América Latina e Caribe; EMEDs = economias de mercados emergentes e em desenvolvimento; IBC = independência do banco central; IPC = índice de preços a consumidor.

<sup>6</sup> O capital negativo não é intrinsecamente problemático. O Chile e o México figuram entre os exemplos mais proeminentes em todo o mundo de bancos centrais que cumpriram seus mandatos de forma bem-sucedida apesar de terem operado com patrimônio negativo em alguns anos.

<sup>7</sup> À época da redação deste documento, uma emenda constitucional que concederia autonomia financeira ao Banco Central do Brasil estava em discussão no Congresso.

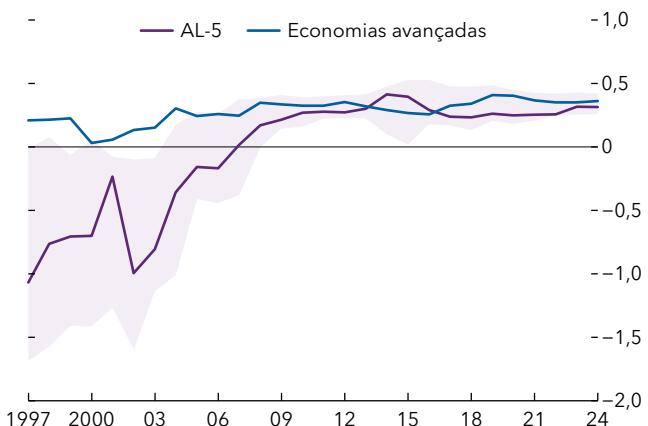
<sup>8</sup> A transformação das quadras de política monetária ocorreu sequencialmente após as reformas da legislação na década de 1990. Inicialmente, os bancos centrais continuaram a recorrer à taxa de câmbio como principal ferramenta de política monetária. No início dos anos 2000, os países começaram a fazer a transição para regimes cambiais mais flexíveis, o que tornou mais fácil adotar regimes de metas de inflação abrangentes (ver Carrière-Swallow et al. 2016).

**Figura 3.5. Índice IBC na distribuição da inflação**  
( $\Delta\pi$  por unidade do IBC; IPC redimensionado; índice IBC:0-1)



Fontes: Romelli (2024); e cálculos do corpo técnico do FMI.  
Nota: Regressão quantílica da inflação transformada sobre o índice IBC. A linha sólida é a estimativa pontual; as áreas sombreadas em cor escura e clara são os intervalos de confiança de 90% e 95%, respectivamente. ALC = América Latina e Caribe; EMEDs = economias de mercados emergentes e em desenvolvimento; IBC = independência do banco central; IPC = índice de preços ao consumidor.

**Figura 3.6. Índice de ancoragem das expectativas de inflação**  
(Índice)



Fonte: Bems et al. (2018).

Nota: As áreas sombreadas se referem à faixa mínima-máxima.  
AL-5 = América Latina 5 (Brasil, Chile, Colômbia, México e Peru).

### 3.3. Interações entre as políticas monetária e fiscal

A política monetária e a política fiscal interagem por meio de vários canais. Além do canal padrão da demanda agregada, a política fiscal também pode ter um impacto por meio dos efeitos dos níveis de endividamento e da postura fiscal sobre os spreads dos títulos em moeda local, as expectativas de inflação e o prêmio de risco cambial. A dívida elevada também amplifica a demanda agregada por meio de efeitos riqueza<sup>9</sup> e aumenta o risco de os bancos centrais suprirem as necessidades fiscais.

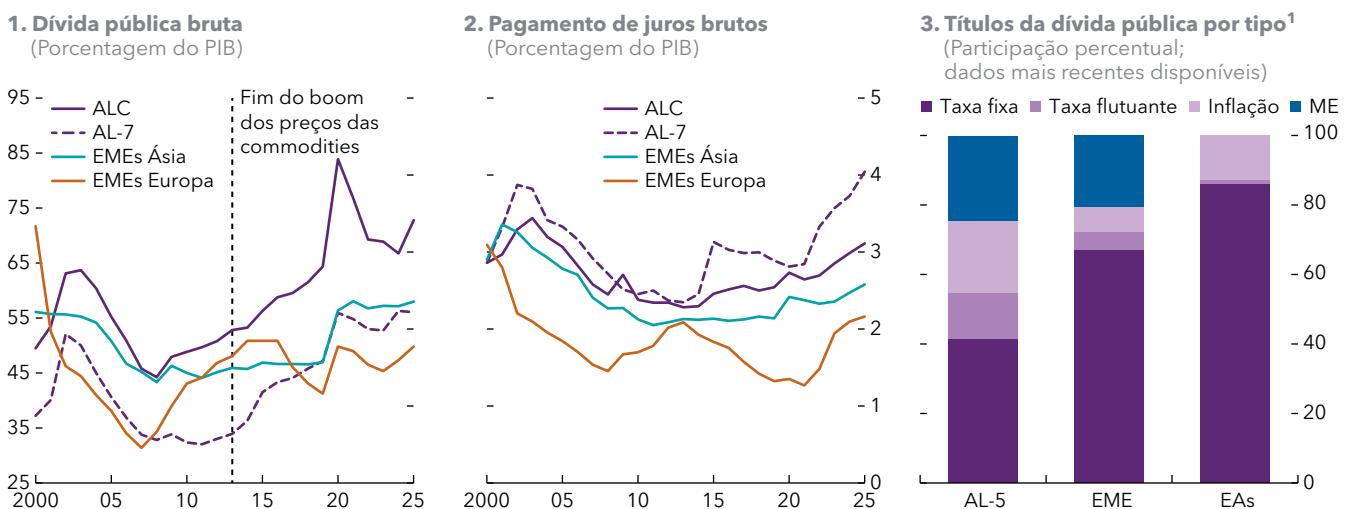
#### Níveis de endividamento e política monetária

As decisões de política monetária têm um impacto fiscal por meio dos custos de financiamento, sobretudo se a dívida for elevada e o respectivo prazo de vencimento for curto. Isso ocorre na região, pois os níveis atuais de endividamento e os pagamentos de juros estão elevados em comparação com os de outras regiões e com os padrões históricos (Figura 3.7, painéis 1 e 2). Além disso, embora a região tenha alcançado melhorias consideráveis na composição da dívida ao reduzir a dívida em moeda estrangeira e estender o prazo médio de vencimento, o montante da dívida atrelado a taxas flutuantes e indexadas em alguns países continua a ser substancial.<sup>10</sup> Isso resulta em uma transmissão mais imediata das decisões de política monetária para os custos do serviço da dívida em relação ao que ocorre nas economias avançadas (Figura 3.7, painel 3).

Níveis elevados de endividamento podem comprometer o cumprimento das metas de inflação. As estimativas das projeções locais usando choques de política monetária calculadas por Checo, Grigoli e Sandri (2024) mostram que, nas economias de mercados emergentes com níveis de endividamento baixos, a política monetária consegue reduzir a inflação. O aperto da política monetária leva a uma valorização da taxa de câmbio e a expectativas de

<sup>9</sup> Isso resulta em uma transmissão mais imediata das decisões de política monetária para os custos do serviço da dívida em relação ao que ocorre nas economias avançadas (Figura 3.7, painel 3). Ver entre outros, Leeper (1991); Cochrane (2001); Sims (1994); Woodford (1995); Bianchi e Melosi (2022); Bianchi, Faccini e Melosi (2023); Caramp e Silva (2023).

<sup>10</sup> A estrutura de vencimentos da dívida conforma o impacto fiscal da política monetária, pois o serviço da dívida em títulos de longo prazo é fixado no momento da emissão. Além disso, conforme ressaltado por Cochrane (2001) e Caramp e Silva (2023), os aumentos das taxas de juros reduzem o valor de mercado da dívida de longo prazo, ocasionando uma reavaliação negativa desses ativos e, por meio desse canal, reduzindo a demanda nominal agregada. Devido a limitações dos dados, exercícios econômétricos se concentram nos níveis da dívida e não na estrutura de vencimentos da dívida.

**Figura 3.7. Dívida, pagamentos de juros e custos de financiamento**

inflação de curto prazo mais baixas, o que ajuda na convergência da inflação para a meta (Figura 3.8).<sup>11</sup> Ao mesmo tempo, reduz os rendimentos de longo prazo; isso aponta para uma redução no prêmio de risco que alivia o impacto da política monetária sobre as contas fiscais (os detalhes técnicos podem ser consultados no Anexo online 3). Em contrapartida, a política monetária provavelmente enfrenta mais dificuldades para reduzir a inflação nas economias de mercados emergentes com níveis de endividamento elevados, definidos como níveis atuais de dívida superiores ao percentil 80 nos últimos 20 anos. Em contextos de alto endividamento, os choques da política monetária não têm um impacto significativo nas taxas de câmbio, nas expectativas de inflação de curto prazo nem nos rendimentos no longo prazo (Figura 3.8).<sup>12</sup>

O endividamento elevado também pode suscitar preocupações quanto à implementação de uma política de juros adequada por parte dos bancos centrais. Estimativas das regras de Taylor em economias de mercados emergentes mostram que a taxa básica de juros responde mais à inflação nas economias com dívida baixa do que nas economias com dívida elevada (Figura 3.9). Essa resposta mais fraca sugere que os níveis de endividamento elevados podem limitar a disposição ou a capacidade dos bancos centrais de apertar a política monetária, potencialmente comprometendo a confiança no seu compromisso de controlar a inflação.

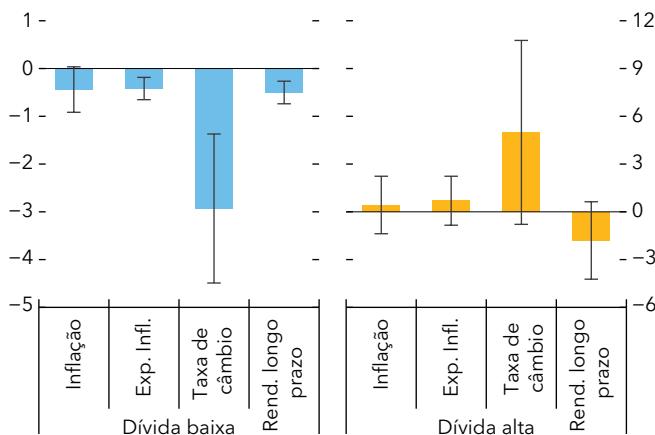
### Combinação das políticas monetária e fiscal

Além dos níveis de endividamento, a postura fiscal também pode influenciar a eficácia da política monetária no alcance da meta de inflação. Essa questão é particularmente relevante na América Latina. No início da pandemia, tanto a política monetária como a política fiscal eram expansionistas. Contudo, embora a política monetária tivesse sido consideravelmente restritiva em 2021 e 2022, contribuindo para um rápido declínio da inflação na esteira dos choques da COVID-19, as consolidações fiscais necessárias foram adiadas (Figura 3.10, painel 1). Assim, embora vários países continuem a registrar inflação acima da meta e a política monetária permaneça restritiva, a política fiscal se manteve expansionista nos últimos anos, gerando uma combinação de políticas que pode ter retardado o processo de desinflação (Figura 3.10, painel 2).

<sup>11</sup> Mesmo nos casos em que as expectativas de inflação permanecem ancoradas, expectativas de inflação de curto prazo mais baixas facilitam a convergência nos casos em que a inflação está acima da meta da autoridade monetária.

<sup>12</sup> Esses resultados estão alinhados com os de Caramp e Feilich (2024).

**Figura 3.8. Resposta a um choque de aperto da política monetária de 100 pontos-base em um horizonte de 18 meses**  
(Porcentagem)

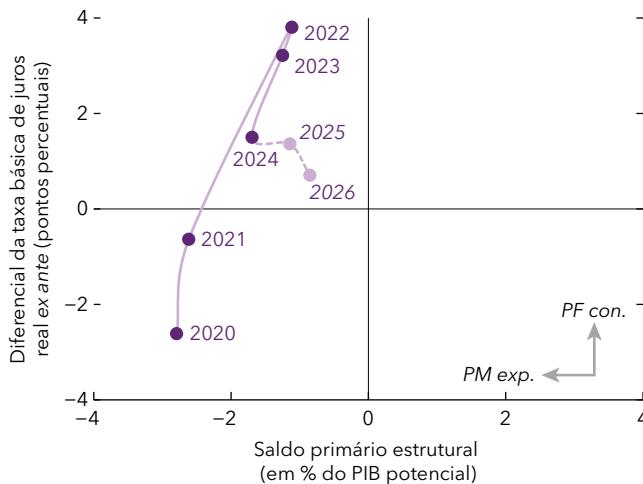


Fonte: Cálculos do corpo técnico do FMI.

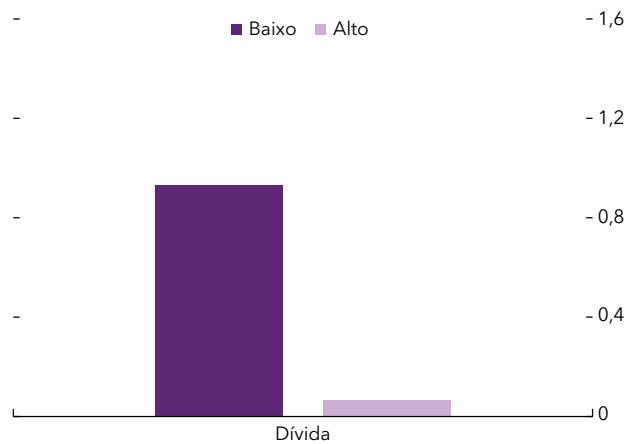
Nota: Variação no nível de cada uma das variáveis em um horizonte de 18 meses a partir de uma projeção local em choques de política monetária de Checo, Grigoli, e Sandri (2024). A especificação das projeções locais é calculada da seguinte forma:  $Y_{C,t+h} - Y_{C,t} = \alpha_C^h + \delta_t^h + \beta_1^h I_t + \gamma_1^h \text{Interação}_t + \epsilon_{i,t}$ . A interação é um indicador para cada país de que a dívida é superior ao percentil 80. Os gráficos representam a resposta a um choque de 100 pontos-base. Painel à esq.:  $\beta_1^h$ . Painel à dir.:  $\beta_1^h + \gamma_1^h$ . Inflação, expectativas de inflação e rendimentos de longo prazo denotam a variação no nível da variável (medida em porcentagem). As taxas de câmbio são medidas na escala logarítmica e um aumento denota depreciação. Frequência mensal. Amostra: África do Sul, Brasil, Chile, Colômbia, Egito, Filipinas, Hungria, Índia, Indonésia, Malásia, México, Nigéria, Peru, Polônia, Romênia, Rússia, Tailândia e Turquia. Exp. de infl. = expectativas de inflação; LP = longo prazo.

**Figura 3.10. Políticas monetária e fiscal**

### 1. AL-7



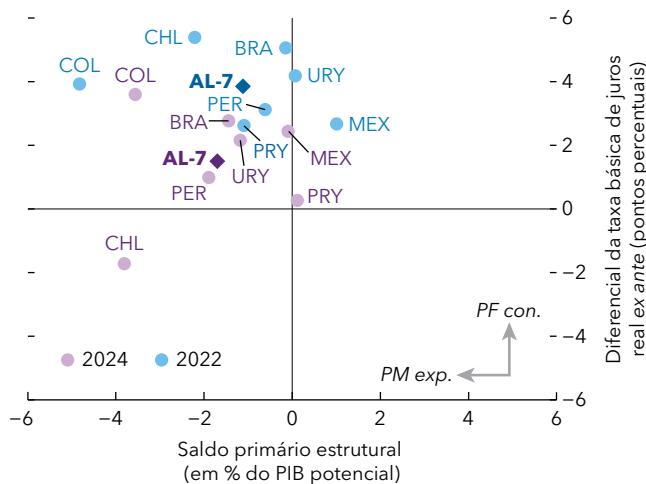
**Figura 3.9. Coeficiente estimado da regra de Taylor sobre a inflação por subamostras de dívida alta e baixa**



Fontes: FMI, base de dados *World Economic Outlook*; e cálculos do corpo técnico do FMI.

Nota: A estimativa da regra de Taylor é feita da seguinte forma:  $i_{i,t} = \alpha i_{i,t-1} + \beta_1 \pi_{i,t} + \beta_2 \pi_{i,t} \text{Interação}_t + \gamma x_{i,t} + \epsilon_{i,t}$ . A interação é um indicador para cada país de que a dívida é superior ao percentil 80. As barras representam  $\frac{\beta_1}{1-\alpha}$  e  $\frac{\beta_2}{1-\alpha}$  respectivamente. Notação:  $i$ , taxa nominal;  $x$ , hiato do produto;  $\pi$ , inflação. Frequência trimestral. Amostra: África do Sul, Brasil, Chile, Colômbia, Egito, Filipinas, Hungria, Índia, Indonésia, Malásia, México, Nigéria, Peru, Polônia, Romênia, Rússia, Tailândia e Turquia.

### 2. 2022 vs. 2024



Fontes: Calderon, Dhungana e Wales (no prelo); Consensus Economics; Haver Analytics; FMI, base de dados *World Economic Outlook*; e cálculos do corpo técnico do FMI.

Nota: AL-7 é a média simples. Os dados do Chile se referem ao saldo primário estrutural do governo central, excluída a mineração. No caso da Colômbia, se referem ao saldo primário estrutural do setor público consolidado, excluído o petróleo. Os dados do Peru se referem ao saldo primário estrutural do setor público não financeiro. Diferencial da taxa básica de juros real ex ante = nível atual da taxa real menos a taxa neutra calculada em Calderon, Dhungana e Wales (no prelo). AL-7 = América Latina 7 (Brasil, Chile, Colômbia, México, Paraguai, Peru e Uruguai); con. = contracionista; exp. = expansionista; PF = política fiscal; PM = política monetária.

A combinação de políticas pode impor desafios, sobretudo ao influenciar a demanda agregada. De fato, as estimativas das projeções locais para determinadas economias de mercados emergentes e em desenvolvimento sugerem que um aumento surpresa nos déficits primários estruturais – definidos como a diferença entre o valor efetivo e a projeção do *World Economic Outlook* (WEO) (Outubro) para o ano – eleva a inflação e as expectativas de inflação de um a dois anos (Figura 3.11). Os níveis de endividamento também podem agravar o impacto dos choques fiscais sobre a inflação; Arizala et al. (no prelo) mostram que as consolidações fiscais provocam uma queda da inflação que é maior nos países com dívida elevada.

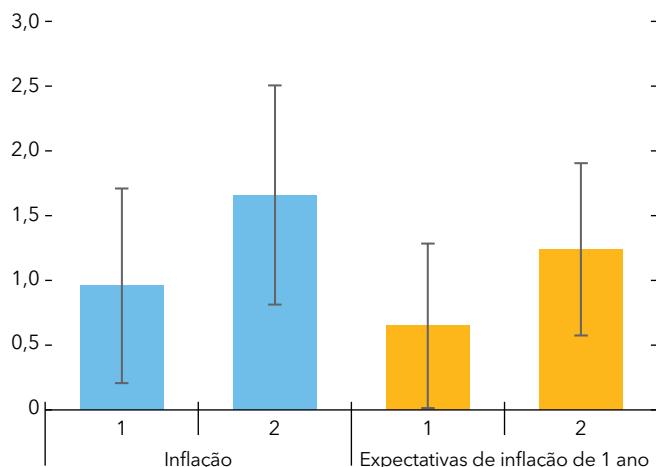
### 3.4. Políticas para preservar ganhos arduamente conquistados

Desde a década de 1990, as reformas que aumentaram a independência do banco central e fortaleceram a política monetária geraram níveis de inflação mais baixos, uma melhor ancoragem das expectativas, uma transmissão mais forte da política monetária e um reforço da resiliência econômica.

Quadros e políticas fiscais sólidos são essenciais para preservar os ganhos conquistados a duras penas associados às reformas da política monetária. Este capítulo mostra que uma dívida pública elevada e uma combinação inadequada de políticas podem gerar fricções na convergência da inflação para as metas. Zelar pela estabilidade de preços requer a manutenção de níveis de endividamento público que não prejudiquem a transmissão da política monetária por meio do seu impacto sobre as expectativas e os preços dos ativos, preservando a capacidade dos bancos centrais de implementar uma política de juros adequada. No contexto regional atual, uma consolidação fiscal crível, respaldada por regras e quadros fiscais mais sólidos e, em alguns casos, pela adoção de âncoras da dívida bem calibradas (ver FMI 2024a), continua a ser crucial e é necessária não apenas para estabilizar a dívida e gerar espaço fiscal, mas também para manter a eficácia da política monetária.

Também há espaço para fortalecer ainda mais a independência dos bancos centrais. Aproveitando as reformas que renderam frutos nas últimas décadas, envolvendo medidas cruciais para reduzir o financiamento monetário do orçamento e melhorar os mandatos e a governança dos bancos centrais, existe espaço em alguns países para reforçar a governança das diretorias dos bancos centrais e fortalecer a independência financeira, por exemplo, por meio da autonomia orçamentária e da capitalização necessária.

**Figura 3.11. Impacto de choques que afetem o déficit fiscal: Inflação global (Porcentagem)**



Fontes: FMI, base de dados; e cálculos do corpo técnico do FMI.

Nota: As projeções locais são calculadas da seguinte forma:  $Y_{c,t+h} - Y_{c,t} = \alpha_c^h + \delta^h + \beta^h \bar{P}_t + \sum_{k=0}^h \text{Controles}_{c,t-k} + u_{it}$ , onde  $Y_{c,t}$  é a variável de resultado para o país  $c$  no tempo  $t$ ,  $\alpha_c^h$ ,  $\delta^h$  são os efeitos fixos do país e do tempo para cada horizonte  $h$ ,  $\bar{P}_t$  é o choque que afeta o déficit fiscal e  $\text{Controles}_{c,t-k}$  são um vetor de variáveis de controle para o país  $c$  no tempo  $t-k$ . Frequência anual. Os choques que afetam o déficit fiscal são calculados com base em erros de previsão do *World Economic Outlook* sobre o saldo primário estrutural. O crescimento real do PIB atual e defasado e a relação dívida/PIB são variáveis de controle. Amostra: África do Sul, Brasil, Chile, Colômbia, Egito, Filipinas, Hungria, Índia, Indonésia, Malásia, México, Nigéria, Peru, Polônia, Romênia, Rússia, Tailândia e Turquia.