



Como o câmbio flexível ajudou a América Latina a ajustar-se aos choques nos preços das commodities

Yan Carrière-Swallow, Nicolas Magud e Juan Yépez

25 de maio 2017

A queda dos preços mundiais dos principais produtos de exportação latino-americanos (petróleo, metais e produtos agropecuários) em relação ao pico registrado no superciclo de 2011 e o enfraquecimento da demanda por parte dos parceiros comerciais resultaram no forte declínio das receitas de exportação na América Latina. As receitas caíram um terço na maior parte da América do Sul e mais da metade na Venezuela. A magnitude desses choques foi histórica em alguns casos, ficando entre as maiores retrações de preços do comércio enfrentadas por economias emergentes em todo o mundo desde 1960.

No [capítulo 3](#) da mais recente edição do relatório *Perspectivas Econômicas Regionais: As Américas*, sustentamos que a flexibilidade do câmbio rendeu frutos ao tornar os ajustes a esses choques menos dolorosos. Contudo, a maior parte do apoio decorrente das desvalorizações assumiu a forma da substituição de importações — a troca dos importados por produtos nacionais —, enquanto o impulso às exportações teve um papel secundário.

Em um claro rompimento com as políticas pró-cíclicas das últimas décadas, muitos países latino-americanos mantiveram seus regimes de câmbio flexível e permitiram a forte desvalorização de suas moedas. Em vista do tamanho do choque, as moedas do Brasil, Chile, Colômbia e México perderam metade do seu valor frente ao dólar.

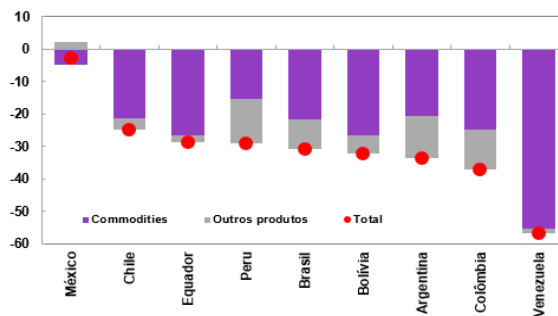
Teoria e prática do ajuste aos choques externos

Como as economias devem responder após uma queda tão grande nos preços de exportação e, por extensão, nas receitas de exportação? Embora as margens de reserva acumuladas durante períodos de expansão da economia possam ajudar a ganhar algum tempo, mais cedo ou mais tarde os países

Queda significativa

As receitas de exportação apresentaram queda significativa em relação aos seus picos em muitos países latino-americanos.

(picos e vales; variação percentual em US\$ constantes)



Fontes: Base de dados Comtrade da ONU; U.S. Bureau of Labor Statistics; e cálculos do corpo técnico do FMI.

Nota: Os valores do comércio em US\$ constantes foram deflacionados pelo IPC norte-americano para todos os consumidores urbanos (todos os itens). Os picos e vales são definidos com base em dados anuais de 2010-15.

precisarão ajustar-se, seja com uma diminuição das importações, um aumento das exportações ou uma combinação de ambos. Em teoria, esse ajuste ocorre por meio daquilo que os economistas chamam de *efeito renda* e *efeito de reorientação das despesas*.

O efeito renda é um reflexo doloroso de uma realidade ainda mais dura: os países empobreceram ou, em outras palavras, viram seu poder de compra no exterior diminuir. Para apertar o cinto em face da queda da renda, a demanda interna e as importações cairão.

Além disso, o movimento dos preços relativos pode desencadear uma série de efeitos de reorientação das despesas, que redistribuem a produção e os gastos entre os bens e os países. À medida que os bens estrangeiros se tornam menos acessíveis, os consumidores internos buscam opções nacionais mais baratas, o que apoia a produção local. Para completar, ao se tornarem mais baratos em dólares, os produtos de exportação passam a ser mais acessíveis para os compradores estrangeiros. Na medida em que a flexibilidade cambial serve de conduto para os efeitos de reorientação das despesas, ela pode ser um fator importante de absorção de choques nas pequenas economias abertas que estejam enfrentando choques externos, ao impulsionar as exportações e apoiar a demanda e a produção internas.

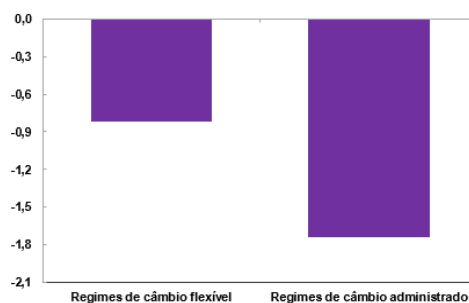
Como os países costumam se ajustar na prática? Baseado em um [estudo](#) recente de Adler, Magud e Werner que abrange fortes retrações dos termos de troca em 150 economias emergentes desde 1960, mostramos que os efeitos renda tendem a dominar o processo. Ou seja, os países que sofrem esses tipos de choques tendem a ver uma forte redução das suas importações e da demanda interna. Em contrapartida, o impulso decorrente do crescimento das exportações e da produção interna geralmente cumpre um papel secundário.

A experiência recente na América Latina

Mostramos a experiência recente na América Latina em termos de um *coeficiente de sacrifício* do ajuste externo: o quanto a demanda interna precisa ser comprimida para que a balança comercial melhore 1 ponto percentual do PIB. Após o recente choque, o coeficiente de sacrifício para as economias da região com regimes cambiais flexíveis foi cerca de metade do coeficiente observado nos países com taxas de câmbio administradas. Ao mesmo tempo, os regimes de taxa de câmbio fixa passaram a ter um custo mais alto — ao exigir uma compressão da demanda interna para obter o mesmo ajuste — devido, em parte, a uma redução da competitividade das exportações decorrente da valorização da moeda local em relação às moedas dos parceiros comerciais.

Menor coeficiente de sacrifício com o câmbio flexível

Redução da demanda interna na AL necessária para baixar em 1% do PIB a conta externa (quatro trimestres, porcentagem, 2000-16)



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

A presença da reorientação das despesas pode ser notada no desempenho das exportações e importações nos países com regimes cambiais mais flexíveis. Nesses países, as exportações de outros produtos que não as commodities responderam de forma positiva à desvalorização real após o choque nos termos de troca. Contudo, esse efeito foi relativamente fraco: uma desvalorização real de 10% gera um aumento das exportações reais de apenas 2% em um ano, enquanto reduz as importações reais em quase 7%.

Implicações para as políticas

Apesar do papel secundário cumprido pelas exportações no nível agregado, uma análise mais granular constata que a reação dos produtos manufaturados a desvalorizações da moeda tende a ser maior do que a das commodities. Assim, a flexibilidade do câmbio pode apoiar políticas estruturais destinadas a reorientar os recursos da América Latina para os setores não primários, uma vez que as desvalorizações impulsionam mais as exportações de manufaturados do que as de outros produtos. O apoio a um setor manufatureiro dinâmico também ajudaria a estimular a diversificação e elevar o potencial de crescimento da região.



Yan Carrière-Swallow é economista da Divisão de Estudos Regionais do Departamento do Hemisfério Ocidental do FMI, onde produz análises sobre a América Latina e o Caribe. Antes de ingressar no FMI em 2012, foi economista do Banco Central do Chile, em Santiago. Seus estudos concentram-se na macroeconomia internacional e nos mercados emergentes, explorando temas como o investimento em condições de incerteza, os determinantes da autonomia da política monetária, a formulação de quadros de política macroeconômica e métodos de previsão imediata das variáveis macroeconômicas.



Nicolás Magud é Economista Sênior no Fundo Monetário Internacional, onde trabalha com países da América Latina. Foi professor de finanças internacionais na Universidade de Oregon, professor assistente na Universidade de Buenos Aires e na Universidade Torcuato Di Tella, assessor das Secretarias de Gabinete e da Pequena e Média Empresa na Argentina e analista no Citibank e no Ministério da Economia da Argentina. Suas pesquisas se concentram em questões macroeconômicas, com ênfase em taxas de câmbio, fluxos de capital, controles de capital, booms de crédito e política fiscal. Já trabalhou também com tópicos em comércio internacional e distribuição de renda.



Juan Yépez, cidadão equatoriano, é economista na Divisão de Estudos Regionais do Departamento do Hemisfério Ocidental do FMI. Anteriormente, trabalhou na Divisão de Estudos Econômicos Internacionais do Departamento de Estudos e como economista encarregado da Bolívia e do Paraguai no Departamento do Hemisfério Ocidental. É doutor em Economia Internacional pela Universidade de

Notre Dame. Seus estudos têm como temas mercados financeiros, política monetária e macroeconomia e finanças internacionais.