

FUNDO MONETÁRIO INTERNACIONAL

PERSPETIVAS ECONÓMICAS REGIONAIS

NOTA ANALÍTICA

ÁFRICA SUBSARIANA

Gerir as pressões cambiais na
África Subsariana - adaptar-se
às novas realidades

ABR
2023



Managing Exchange Rate Pressures in Sub-Saharan Africa—Adapting to New Realities

April 2023 Regional Economic Outlook: Sub-Saharan Africa Analytical Note

Laurent Kemoe, Moustapha Mbohou Mama, Hamza Mighri, e Saad Quayyum (Departamento de África).¹

Edição portuguesa

Departamento de serviços e equipamentos integrados do FMI
Divisão de serviços linguísticos, secção portuguesa

AVISO: As notas analíticas do FMI visam divulgar rapidamente aos países membros e à comunidade em geral a análise sucinta da instituição sobre questões económicas críticas. As opiniões expressas nas notas analíticas do FMI são as dos autores e não representam necessariamente as opiniões do FMI, do seu Conselho de Administração ou da sua Direção.

CITAÇÃO RECOMENDADA: Fundo Monetário Internacional (FMI). 2023. “Gerir as pressões cambiais na África Subsariana - Adaptar-se às novas realidades.” Em *Perspetivas Económicas Regionais: África Subsariana - A Grande Contração do Financiamento*, Washington, DC, abril.

JEL Classification Numbers:	E31, E52, E62, E63, F14, F31, F37, F41, H62, H63.
Keywords:	Exchange rate, currency depreciation, foreign exchange, international reserves, inflation, public debt, trade balance, Africa, US dollar strength.

¹ **AGRADECIMENTOS:** A edição de abril de 2023 das notas analíticas referentes ao relatório *Perspetivas Económicas Regionais: África Subsariana* foi elaborada pelos membros da Divisão de Estudos Regionais do Departamento de África, sob a supervisão de Wenjie Chen, Luc Eyraud e Catherine Pattillo.

Gerir as pressões cambiais na África Subariana - adaptar-se às novas realidades

Os países da África Subariana, tal como no resto do mundo, enfrentaram recentemente pressões cambiais significativas, impulsionadas sobretudo por fatores externos, incluindo condições de financiamento mais restritivas e termos de troca adversos, que deverão perdurar. As depreciações cambiais contribuíram para uma maior inflação e dívida pública e deterioraram a balança comercial no curto prazo. No entanto, com as reservas a diminuírem, a maioria dos países sem paridade cambial não tem outra alternativa senão permitir o ajustamento da taxa de câmbio e tornar a política monetária mais restritiva para mitigar o impacto sobre a inflação. Por forma a preservar a estabilidade externa, os países com paridade cambial vêem-se obrigados a ajustar a política monetária em linha com o país da paridade cambial. Em ambos os grupos de países, as consolidações orçamentais podem ajudar a controlar os desequilíbrios externos e a conter o aumento da dívida relacionado com a depreciação cambial.

A maioria das moedas dos países da África Subariana depreciou-se em relação ao dólar dos Estados Unidos



A África Subsariana está a enfrentar pressões cambiais significativas

A maioria das moedas enfraqueceu em 2022 face ao dólar dos Estados Unidos – a moeda dominante de faturação comercial e dívida externa.¹ As taxas de câmbio oficiais nos países sem paridade cambial, em que a taxa de câmbio não é indexada a outra moeda numa base *de jure*, depreciaram-se 7%, em média, em termos homólogos até ao final de 2022, ultrapassando, em alguns casos, 20% (Figura 1). Verificaram-se grandes diferenciais entre as taxas de câmbio nos mercados paralelos em alguns países (Burundi, Etiópia, Nigéria) – chegando, por vezes, a 90%. Os países com paridade cambial – onde a taxa de câmbio é fixa (principalmente em relação ao euro ou ao rand da África do Sul) – também assistiram ao enfraquecimento das suas moedas face ao dólar.² As pressões cambiais também se manifestaram na diminuição dos ativos de reserva, à medida que os fluxos de entrada de moeda estrangeira abrandaram e os bancos centrais utilizaram as suas reservas para financiar as importações e reembolsar a dívida externa. Um índice – que combina uma depreciação face ao dólar e a erosão das reservas – mostra que as pressões cambiais atingiram um máximo histórico de seis anos em 2022, em média, e foram mais elevadas nos regimes com paridade cambial e nos países pobres em recursos naturais (Figura 2).³ Embora a presente nota se centre principalmente nos desenvolvimentos em 2022, em muitos países, as pressões face ao dólar persistiram nos primeiros meses de 2023.

Figura 1. África Subsariana: Taxas de câmbio, moeda nacional por USD

(em taxa oficial e, variação percentual entre dezembro de 2021 e dezembro de 2022)

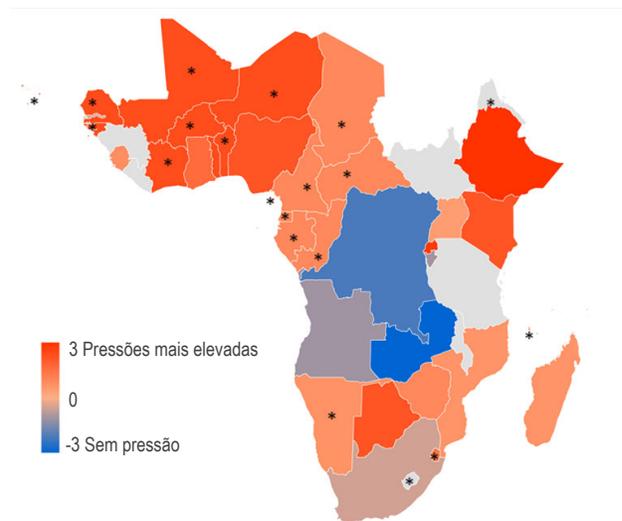


Fonte: FMI, *International Financial Statistics*.

Nota: CEMAC = Comunidade Económica e Monetária da África Central; UEMOA = União Económica e Monetária da África Ocidental.

Figura 2. África Subsariana: Índice de pressões cambiais, 2022

(Média anual)



Fontes: FMI, base de dados do *World Economic Outlook*; FMI, Estatísticas monetárias e financeiras; FMI, *International Financial Statistics*; *Haver Analytics*; e cálculos do corpo técnico do FMI.

Nota: os tons avermelhados indicam uma pressão mais elevada em comparação com outros países da África Subsariana, os tons esverdeados indicam ausência de pressão e o cinzento indica a falta de dados; os asteriscos indicam uma paridade cambial convencional.

¹ Um total de 84% das exportações, 67% das importações e 60% da dívida externa são expressos em dólares para o país mediano.

² Em setembro de 2022, a depreciação em termos homólogos face ao dólar atingiu um máximo de 20% na União Económica e Monetária da África Ocidental (UEMOA) e na Comunidade Económica e Monetária da África Central.

³ De acordo com as diretrizes do FMI (2007), o índice é a média ponderada de: 1) uma variação da taxa de câmbio nominal oficial face ao dólar e 2) a variação das reservas externas (normalizadas pela base monetária). As ponderações são o inverso dos desvios-padrão das duas componentes, de modo a assegurar que nenhuma delas domina o índice. Foi utilizada uma taxa de câmbio de mercado paralelo para o Burundi, a Etiópia e a Nigéria.

As pressões cambiais advêm de fatores mundiais e internos. A combinação da restritividade da política monetária nas economias avançadas e de uma maior aversão ao risco a nível mundial reduziu os fluxos de entrada líquidos de moeda estrangeira na região e excluiu as economias de fronteira do mercado internacional de capitais. Em outubro de 2022, as taxas de juro mais elevadas nos Estados Unidos provocaram a subida do índice do dólar dos Estados Unidos em termos ponderados pelo comércio, uma medida generalizada da robustez do dólar, para um máximo de 20 anos. A procura externa fraca relacionada com a maior restritividade da política monetária e o abrandamento económico nas principais economias (área do euro e China) criaram fatores adversos às exportações, ao passo que os preços mais elevados do petróleo e dos produtos alimentares, em parte devido à guerra na Ucrânia, causaram o aumento dos custos de importação dos países importadores líquidos. A nível interno, os défices orçamentais também contribuíram para desequilíbrios externos em alguns países. Cerca de metade dos países da região registavam défices superiores a 5% do PIB em 2022 e os países com défices orçamentais mais elevados tenderam a enfrentar pressões cambiais mais elevadas. Em alguns países, os défices foram monetizados, provocando o aumento da inflação, o que, por sua vez, enfraqueceu ainda mais as moedas.

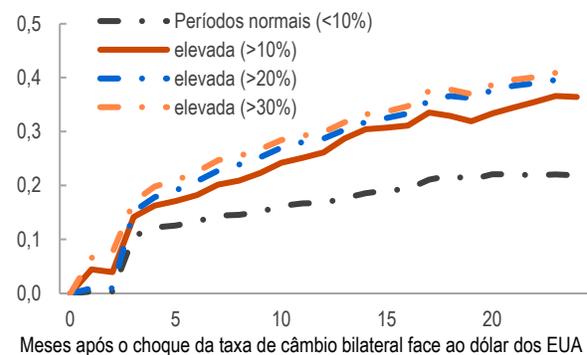
Moedas mais fracas conduzem a uma inflação mais elevada, a uma maior dívida e a uma balança comercial mais fraca no curto prazo

As economias da África Subsariana – em particular os países sem paridade cambial – apresentam uma elevada repercussão da taxa de câmbio na inflação. Para o conjunto da região, um aumento de 1 ponto percentual na taxa de depreciação face ao dólar conduz, em média, a um aumento da inflação de 0,22 pontos percentuais no primeiro ano, o que é superior aos países emergentes da Ásia (0,15) e da América Latina (0,18). A repercussão é de 0,28 pontos percentuais nos países sem paridade cambial da região, cerca de quatro vezes mais forte do que nos países com paridade cambial, onde o comércio é, na sua maioria, faturado na moeda da paridade. Na UEMOA, por exemplo, cerca de 72% do comércio é faturado em euros (Boz *et al.*, 2020), o que torna as importações e os preços no consumidor menos sensíveis às variações do dólar.

Grandes depreciações estão associadas a riscos consideráveis de desancoragem da inflação, especialmente em regimes sem paridade cambial. A dimensão da depreciação é importante. Quando as depreciações são modestas, o aumento da inflação ocorre sobretudo no primeiro ano após o choque (Figura 3). Contudo, em níveis mais elevados de depreciação, o aumento percentual da inflação é não só desproporcionadamente maior no primeiro ano, como continua a ser elevado ainda no segundo ano após o choque. Além disso, existe evidência de que a repercussão da taxa de câmbio na inflação é assimétrica; durante os episódios de depreciação estima-se que a repercussão seja 8 vezes mais forte do que durante os períodos de apreciação, o que sugere que as pressões inflacionistas poderão não diminuir rapidamente quando as moedas locais se fortalecerem face ao dólar.

Figura 3. Países da África Subsariana com regimes sem paridade cambial: repercussão da taxa de câmbio na inflação

(em percentagem)



Fonte: cálculos do corpo técnico do FMI.

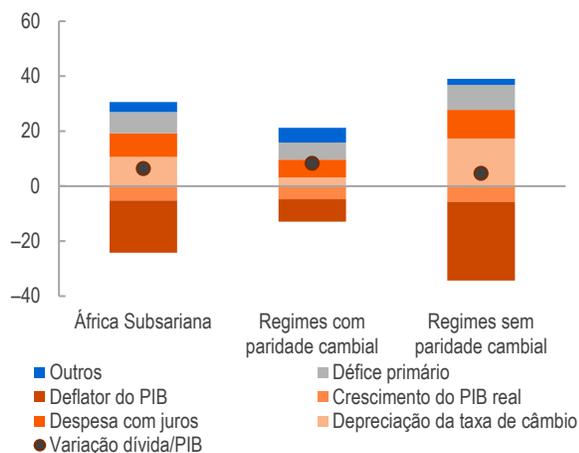
Nota: as linhas mostram – para diferentes níveis de depreciação da taxa de câmbio – as respostas acumuladas da inflação em diferentes horizontes após um aumento de 1 ponto percentual da depreciação da taxa de câmbio face ao dólar dos EUA. O impacto é estimado utilizando métodos de projeção locais para os dados mensais dos 44 países da África Subsariana, abrangendo o período de janeiro de 1980 a julho de 2022, controlando simultaneamente os preços mundiais dos produtos alimentares e dos produtos energéticos, o custo de transporte, os preços dos fertilizantes e os choques relacionados com o clima.

A depreciação da moeda faz aumentar o volume da dívida pública. Cerca de 40% da dívida pública da região é externa. Desde o início da pandemia de COVID-19, as depreciações da taxa de câmbio provocaram o aumento da dívida pública na África Subsariana em 10 pontos percentuais, em média, até ao final de 2022, mantendo tudo o resto igual (Figura 4).⁴ O aumento do volume da dívida é relativamente mais acentuado no caso dos regimes sem paridade cambial, em parte porque uma maior percentagem da sua dívida é em dólares dos Estados Unidos – 66% da dívida externa e 99% de Eurobonds, em comparação com apenas 50% e 45%, respetivamente, nos regimes com paridade cambial.

Por último, a depreciação da taxa de câmbio está associada a uma deterioração da balança comercial a curto prazo na região. No curto prazo, o comércio reage lentamente à depreciação da taxa de câmbio, uma vez que os bens são faturados principalmente em dólares e os exportadores necessitam de tempo para ajustar a sua produção, não obstante os lucros mais elevados, enquanto os consumidores enfrentam dificuldades em encontrar substitutos locais para as importações (Figura 5). No médio prazo, a balança comercial melhora à medida que os países se ajustam a novos preços relativos. No entanto, na África Subsariana, obstáculos estruturais, incluindo um ambiente de negócios fraco e uma maior percentagem do comércio de matérias-primas e da agricultura, que tendem a ser menos sensíveis a variações nos preços relativos, comprometem a melhoria sustentada da balança comercial.

Figura 4. África Subsariana: Fatores impulsionadores das variações do volume de dívida pública, 2019-22

(variação acumulada, pontos percentuais do PIB)

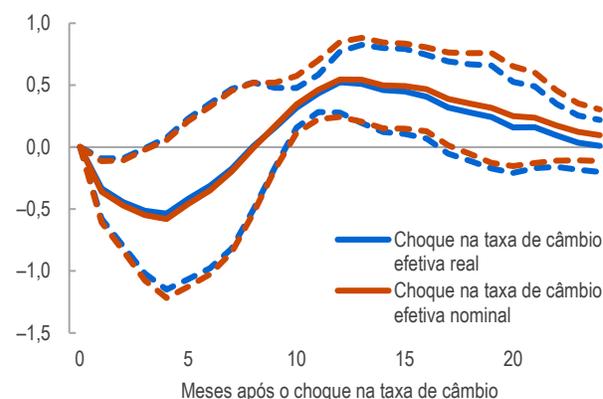


Fontes: FMI, base de dados do *World Economic Outlook*; e cálculos do corpo técnico do FMI.

Nota: para cada fator impulsionador da dívida, a barra representa o seu contributo para a variação da dívida entre dezembro de 2019 e dezembro de 2022, tendo os outros fatores impulsionadores permanecido constantes durante este período.

Figura 5. África Subsariana: Curva J, Impacto da depreciação da taxa de câmbio na balança comercial

(Impacto na diferença entre o registo de exportações e de importações)



Fonte: cálculos do corpo técnico do FMI.

Nota: a linha vermelha (azul) a negrita representa o impacto acumulado da depreciação da taxa de câmbio efetiva nominal (real) de 1% sobre a diferença entre o registo das exportações e o registo das importações, estimado utilizando métodos de projeção locais que controlam os preços das matérias-primas, o custo de transporte e o produto (tanto interno como de parceiros comerciais) aproximada pelos indicadores de luz noturna. A especificação da TCEN também controla a variação dos preços relativos no consumidor. As linhas tracejadas indicam o intervalo de confiança de 90%. A amostra vai de janeiro de 2013 a junho de 2022 para 39 países. Dado que as importações ultrapassam as exportações para o país mediano, os resultados da estimativa podem ser interpretados como indicando o efeito sobre a balança comercial.

⁴ O impacto no país mediano foi de 4,1% do PIB. Parte do impacto da depreciação da taxa de câmbio na dívida/PIB foi compensada por uma inflação mais elevada.

Em 2022, os países subiram as taxas de juro, intervieram nos mercados cambiais e recorreram a medidas administrativas para fazer face às depreciações

A maioria dos países tornou a política monetária mais restritiva. Em 2022, o aumento mediano da taxa de juro foi de 260 pontos base na região à medida que os países procuravam combater a inflação, o que também ajudou a apoiar as suas moedas. No entanto, o aumento mediano da taxa foi inferior em 90 pontos base à mediana registada nas economias de mercados emergentes e em desenvolvimento fora da região.

Vários países também intervieram nos mercados cambiais para resistir às pressões cambiais, em parte para fazer face à crise do custo de vida decorrente do aumento dos preços. A diminuição mediana das reservas em meses de importações foi duas vezes mais elevada na África Subsariana do que noutras economias de mercados emergentes e em desenvolvimento ao longo de 2022. Com reservas significativamente mais baixas – inferiores a três meses de importações em cerca de 40% dos países sem paridade cambial, em média, em 2022 – o grau de intervenção abrandou ao longo do ano.⁵

Com as margens de reserva a diminuírem, muitos países também aplicaram medidas administrativas para controlar os fluxos cambiais. Estas medidas incluem práticas de taxas de câmbio múltiplas (Nigéria), o racionamento de moeda estrangeira (Etiópia, Nigéria), o controlo dos preços através de persuasão moral ou medidas punitivas nos mercados interbancários e a proibição de transações em moeda estrangeira para as empresas locais (Etiópia). Alguns países recorreram também a medidas não convencionais, como a compra de petróleo com ouro (Gana).

É difícil resistir às pressões cambiais durante muito tempo, sendo por isso necessário um ajustamento em termos de políticas

Os regimes com paridade cambial na região sofreram menos com o aumento do valor do dólar em 2022, dada a menor percentagem de comércio e de dívida em dólares dos Estados Unidos. No entanto, muitos perderam reservas internacionais significativas ao longo do ano. Uma vez que a sua política monetária não é totalmente independente, devem seguir uma política monetária restritiva em linha com o país com o qual têm paridade cambial para minimizar o diferencial da taxa de juro ajustada ao risco. A consolidação orçamental é também necessária em muitos destes países para ajustar os desequilíbrios externos e reconstituir as margens de reserva.

No que respeita aos regimes sem paridade cambial, é necessário, na maioria dos países, permitir a depreciação da taxa de câmbio para facilitar o ajustamento a choques externos duradouros, tais como alterações nos termos de troca e taxas de juro mais elevadas nas economias avançadas. Os ajustamentos das taxas de câmbio fornecem sinais de preços que ajudam todos os agentes na economia, incluindo o governo, a adaptarem-se às novas realidades externas. Por exemplo, as depreciações das taxas de câmbio podem persuadir os consumidores a consumirem mais bens produzidos internamente, instar os governos a estabelecerem prioridades para as suas despesas em moeda estrangeira e os investidores a investirem mais em empresas orientadas para a exportação. Existem, todavia, custos de ajustamento em termos de inflação e dívida pública mais elevadas. Nos países onde as margens de reserva são baixas, a depreciação da moeda e os respetivos custos associados são inevitáveis.⁶ Os decisores de política podem tomar várias medidas para mitigar o impacto adverso e conter as pressões cambiais. Estas incluem:

- Uma política monetária mais restritiva, capaz de manter as expectativas de inflação controladas e reduzir as pressões cambiais ao atrair capital do estrangeiro e conter os fluxos de saída.

⁵ As vendas em moeda estrangeira ultrapassaram as compras em cerca de três quartos dos países sem paridade cambial no primeiro trimestre de 2022 e em cerca de metade dos países sem paridade cambial no segundo trimestre de 2022 (com base em dados de Adler et al., 2021).

⁶ No final de 2022, cerca de 40% dos regimes sem paridade cambial dispunham de reservas inferiores a três meses de importações e outros 40% tinham reservas de entre três e cinco meses de importações.

- Uma **consolidação orçamental** com vista a manter a dívida pública sustentável e a controlar os desequilíbrios externos, em particular nos países onde os desequilíbrios orçamentais são os principais fatores impulsionadores das pressões cambiais (ver a edição de abril de 2023 das Perspetivas Económicas Regionais da África Subsariana). A redução das despesas públicas que afetam direta ou indiretamente as importações pode ser particularmente útil para diminuir a procura de moeda estrangeira – por exemplo, a eliminação dos subsídios aos combustíveis pode reduzir as importações de combustíveis.
- O **reforço da rede de segurança social** através de medidas bem direcionadas permitirá apoiar os pobres, que são os mais negativamente afetados pelo aumento dos preços.

Os países com margens de reserva suficientes – muito poucos – poderão considerar a implementação de intervenções cambiais para travar as pressões cambiais se existir um risco significativo de desancoragem da inflação na presença de um quadro monetário fraco ou de um mercado cambial superficial.⁷ Contudo, as reservas podem esgotar-se rapidamente se as pressões cambiais forem elevadas e impulsionadas por forças fundamentais. Os decisores de política terão de calibrar cuidadosamente a sua resposta para assegurar que continuam a existir reservas externas adequadas para gerir a volatilidade no curto prazo, incluindo aumentos súbitos da procura de moeda estrangeira (Golpinath e Gourinchas, 2022). Estas intervenções não devem ser utilizadas como uma solução temporária em vez dos necessários ajustamentos de política orçamental e monetária.

Em regimes com paridade cambial e sem paridade cambial:

- O **recurso a políticas distorcivas deve ser minimizado**. Medidas administrativas como o racionamento de moeda estrangeira, o controlo de preços e as práticas de taxas de câmbio múltiplas podem conduzir a distorções do mercado, a alocações incorretas de recursos e criar oportunidades de corrupção. Podem também não mitigar o impacto adverso. Por exemplo, podem surgir ou aumentar os diferenciais nos mercados paralelos, que poderão depois ter repercussões na inflação interna.
- O **apoio das instituições financeiras internacionais (incluindo o FMI) pode ajudar a atenuar as pressões cambiais**. O apoio prestado proporciona não só moeda estrangeira valiosa, como também demonstra o empenho dos decisores de política em reformas económicas que apoiarão o restabelecimento da confiança do mercado.

Referências:

- Adler, Gustavo, Kyun Suk Chang, Rui Mano, Yuting Shao. 2021. "Foreign Exchange Intervention: A Dataset of Public Data and Proxies." [IMF Working Paper 21/47](#), Fundo Monetário Internacional, Washington, DC.
- Boz, Emine, Camila Casas, Georgios Georgiadis, Gita Gopinath, Helena Le Mezo, Arnaud Mehl e Miss Tra Nguyen. 2020. "Patterns in Invoicing Currency in Global Trade." [IMF Working Paper 20/126](#), Fundo Monetário Internacional, Washington, DC.
- Gopinath, Gita e Pierre-Olivier Gourinchas. 2022. "[Como os países devem responder ao dólar forte.](#)" IMF Blog, 14 de outubro. Washington, DC.
- Fundo Monetário Internacional. FMI. 2007. "[Managing Large Capital Inflows.](#)" *World Economic Outlook*, Chapter 3, October. Washington, DC.
- Fundo Monetário Internacional. FMI. 2022. "[Role of Foreign Exchange Intervention in Sub-Saharan Africa's Policy Toolkit.](#)" *Regional Economic Outlook for Sub-Saharan Africa* Analytical Note, April. Washington, DC.

⁷ Ver o [Quadro Integrado de Políticas](#) do FMI e o relatório publicado pelo [FMI \(2022\)](#), que aborda a forma como o quadro se aplica à África Subsariana.