



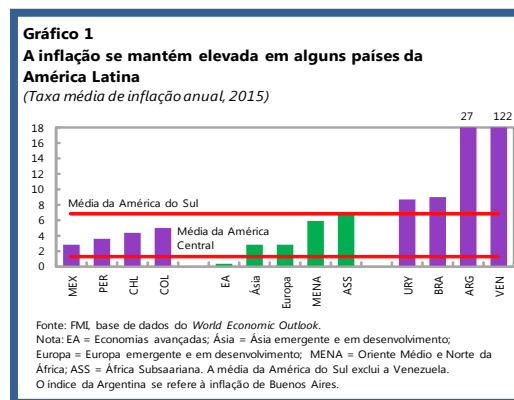
Aprender a se ajustar: A desvalorização cambial e seus efeitos sobre a inflação na América Latina

[Yan Carrière-Swallow](#) e [Bertrand Gruss](#)

11 de maio de 2016

A queda dos preços internacionais das commodities e a normalização da política monetária nos Estados Unidos contribuíram para uma onda de desvalorizações cambiais na América Latina. Em teoria, a expectativa é que a depreciação da moeda crie inflação, ao gerar pressões de alta sobre os preços dos produtos e serviços importados, desencadeando o que os economistas chamam de repasse cambial.

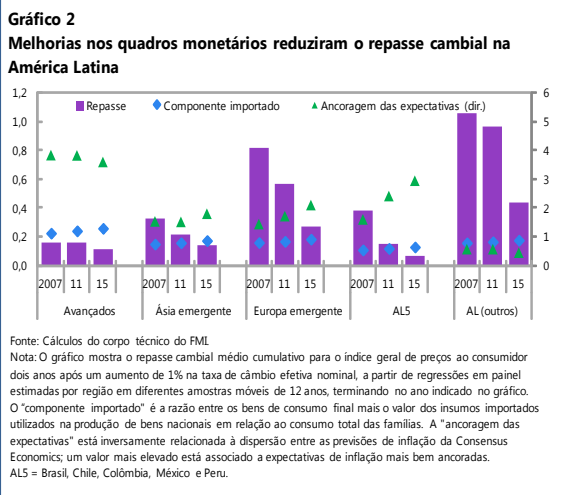
De fato, os preços estão subindo na América Latina, enquanto no resto do mundo estão estagnados. Em alguns países latino-americanos, a inflação se mantém persistentemente acima da meta do banco central, e duas das maiores economias da região — Venezuela e Argentina — registram as taxas de inflação mais altas do mundo (Gráfico 1). Tendo em vista a instabilidade que se seguiu às fortes depreciações ocorridas na região nas décadas de 80 e 90, o impacto das atuais depreciações sobre a inflação seria motivo de preocupação? Sim e não. Embora os quadros de política monetária tenham evoluído muito nos últimos 20 anos, o repasse das desvalorizações cambiais para os preços internos é muito menos intenso que no passado. Mas em outros países latino-americanos, o repasse cambial ainda é maior do que seria justificável.



Reavaliação do repasse cambial na América Latina

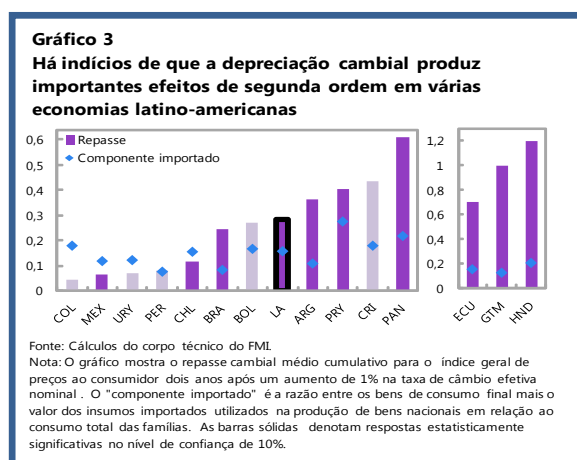
A mais recente edição do relatório [Perspectivas Econômicas Regionais: As Américas](#) retoma a questão do repasse cambial na América Latina. Em um estudo conjunto com Nicolás Magud e Fabián Valencia, começamos por estimar como as depreciações da taxa de câmbio nominal afetaram os preços ao consumidor de um grande número de países desde o fim da década de 90. Em seguida, comparamos as estimativas de repasse cambial com o componente importado do consumo interno, uma vez que espera-se que os preços dos produtos adquiridos no exterior acompanhem de perto os movimentos das taxas de câmbio, por motivos que em geral fogem ao controle dos bancos centrais locais. Temos assim um valor de referência para avaliar o repasse cambial, para além do qual poderíamos suspeitar que outros fatores de segunda ordem — como a indexação de salários e preços, ou os aumentos de preços auto-infligidos em função das expectativas — estariam a influenciar a inflação.

Nossas constatações apontam uma redução considerável do repasse nas economias emergentes ao longo do tempo, de até quatro quintos entre os países latino-americanos com os regimes de metas de inflação mais estabelecidos (Gráfico 2). Nesses casos, o grau de repasse caiu para menos de 10%, e é hoje menor que a proporção de importações na cesta de consumo interno — uma característica que anteriormente era restrita às economias avançadas, como Austrália, Canadá e Reino Unido. Essa comparação indica que os efeitos inflacionários de segunda ordem já não exercem um papel central nesses países.



Segundo nossa análise, esse sólido desempenho está relacionado ao reforço da credibilidade dos bancos centrais desde o fim da década de 90. Bancos centrais mais robustos e mais independentes na região conseguiram ancorar melhor as expectativas de inflação, impedindo que a alta dos preços dos bens não comercializáveis na sequência de desvalorizações. Isso explica, em grande medida, porque o impacto inflacionário dos episódios recentes foi tão pequeno, apesar da magnitude da depreciação cambial em países com regimes de inflação bem estabelecidos, como Chile, Colômbia, México e Peru.

Mas as estimativas de repasse variam muito entre os países latino-americanos, e nossas estimativas sugerem que os efeitos de segunda ordem ainda são importantes na região (Gráfico 3). Embora nossa análise não capte plenamente os efeitos dos avanços mais recentes nos quadros de política, ela indica que muitos países ainda têm muito a fazer para melhorar a credibilidade de seus bancos centrais. Com o tempo, à medida que os países estabelecem um histórico positivo de cumprimento das metas de inflação, é provável que o repasse cambial continue a diminuir na região.



As âncoras estão seguras?

Apesar do baixo repasse, a dimensão e persistência das depreciações recentes geraram efeitos suficientes para empurrar a inflação para fora da banda fixada como meta pelo banco central em muitos países da região. Nos países em que houve desvalorizações sucessivas em resposta a uma sequência de choques externos, os bancos centrais tiveram de lidar com a tensão de manter a política monetária

expansionista para apoiar a fraca demanda interna, mesmo diante de uma inflação acima da meta por um período prolongado. É óbvio que isso cria um ambiente difícil para a comunicação da política monetária em um regime de metas de inflação. Especificamente, os mercados podem começar a duvidar das metas do banco central, provocando um aumento das expectativas de inflação. Por conseguinte, a acomodação monetária pode ocorrer apenas se os mercados acreditarem no compromisso do banco central em cumprir as metas de inflação a médio prazo. Do contrário, corre-se o risco de perder rapidamente a credibilidade duramente conquistada ao longo de muitos anos.

É por isso que nossas recomendações assentam em dois pilares igualmente importantes. Primeiro, se os bancos centrais comunicarem claramente os fatores que estão pressionando a inflação a ultrapassar a meta e as razões que embasam suas decisões sobre as taxas de juros, pode-se continuar a adotar uma posição mais acomodatória da política monetária, desde que as expectativas de inflação estejam bem ancoradas. Segundo, se as expectativas de inflação a médio prazo começarem a se desviar de suas metas, os bancos centrais devem estar prontos para tomar medidas de política proativas. De fato, a maioria dos bancos centrais reagiu ao aumento das expectativas de inflação com uma pequena elevação das taxas, o que salienta sua intenção de fazer o que for necessário para cumprir seus mandatos.

Até agora, as âncoras estão seguras, e a maioria dos países latino-americanos com regimes de metas de inflação conseguiu superar com relativo sucesso um enorme volume de ajustes externos, ao apoiar suas economias com políticas acomodatórias e, em simultâneo, tolerar um período temporário de inflação mais elevada que estava fora do seu controle. A redução progressiva do repasse cambial ao longo das duas últimas décadas ajudou a tornar esse cenário possível.



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 de variáveis macroeconômicas.



Bertrand Gruss é economista da Divisão de Estudos Regionais do Departamento do Hemisfério Ocidental do FMI, onde realiza estudos e análises sobre a América Latina e o Caribe. Atuou também no Departamento de Finanças Públicas e no Departamento da Europa. Antes de ingressar no FMI, trabalhou no Banco Central do Uruguai. Seus estudos têm como foco a macroeconomia internacional e as finanças, com destaque para temas relacionados aos vínculos macrofinanceiros, preços de commodities e efeitos de paradas súbitas nos fluxos de capital.