



UNIVERSIDADE FEDERAL DO CEARÁ
FACULDADE DE ECONOMIA, ADMINISTRAÇÃO, ATUÁRIA,
CONTABILIDADE E SECRETARIADO EXECUTIVO
CURSO DE ADMINISTRAÇÃO

MÁRCIO GOMES APOLÔNIO

O ESTUDO DA TAXA DE CÂMBIO E DO SEU IMPACTO NO
COMÉRCIO EXTERNO DO BRASIL NO PERÍODO DE 1999 A 2008

FORTALEZA
OUTUBRO 2010

MÁRCIO GOMES APOLÔNIO

O ESTUDO DA TAXA DE CÂMBIO E DO SEU IMPACTO NO
COMÉRCIO EXTERNO DO BRASIL NO PERÍODO DE 1999 A 2008

Monografia apresentada à Faculdade de Economia,
Administração, Atuária, Contabilidade e Secretariado
Executivo, como requisito parcial para obtenção do
grau de bacharel em Administração.

Orientador: Sátiro Borges Rangel

FORTALEZA

2010

R14013674

MÁRCIO GOMES APOLÔNIO

Ac 115203

M

658

A654e

COMÉRCIO EXTERNO DO BRASIL NO PERÍODO DE 1999 A 2008
O ESTUDO DA TAXA DE CÂMBIO E DO SEU IMPACTO

A654e

Apolônio, Márcio Gomes

O estudo da taxa de câmbio e do seu impacto no mercado externo do Brasil no período de 1999 a 2008 /Márcio Gomes Apolônio. – Fortaleza, 2010.

49f.; 30 cm

Monografia (Graduação em Administração) – Universidade Federal do Ceará, Faculdade de Economia, Administração, Atuária, Contabilidade e Secretariado. Fortaleza-CE, 2010.

1. Taxa de câmbio 2. Regime cambial flutuante 3. Política cambial. I.Título.

CDD: 332.456

FORTEALEZA

2010

MÁRCIO GOMES APOLÔNIO

O ESTUDO DA TAXA DE CÂMBIO E DO SEU IMPACTO NO
COMÉRCIO EXTERNO DO BRASIL NO PERÍODO DE 1999 A 2008

Esta monografia foi submetida à Coordenação do curso de Administração, como parte dos requisitos necessários à obtenção do título de Bacharel em Administração, outorgado pela Universidade Federal do Ceará – UFC e encontra-se à disposição dos interessados na Biblioteca da referida Universidade.

A citação de qualquer trecho desta monografia é permitida, desde que feita de acordo com as normas de ética científica.

Data da aprovação 15 / 10 / 2010

<hr/> Prof. Sátiro Borges Rangel Professor Orientador	Nota <hr/>
<hr/> Prof. Raul dos Santos Filho Membro da banca examinadora	Nota <hr/>
<hr/> Prof. Laudemiro Rabelo de Sousa e Moraes Membro da banca examinadora	Nota <hr/>

AGRADECIMENTOS

Este trabalho é dedicado aos meus pais, Sebastião Vauires Mineiro Apolônio e Izabel Gomes Apolônio, por se constituírem diferentemente enquanto pessoas, igualmente responsáveis e esforçados, estímulos que me impulsionaram a buscar vida nova a cada dia, meus agradecimentos por terem aceito se privar de minha companhia pelos estudos, concedendo a mim a oportunidade de me realizar ainda mais.

Dedico este trabalho aos meus pais, Sebastião Vauires Mineiro Apolônio e Izabel Gomes Apolônio, por se constituírem diferentemente enquanto pessoas, igualmente responsáveis e esforçados, estímulos que me impulsionaram a buscar vida nova a cada dia, meus agradecimentos por terem aceito se privar de minha companhia pelos estudos, concedendo a mim a oportunidade de me realizar ainda mais.

AGRADECIMENTOS

Agradeço a Deus, por me guiar e me dar forças para trilhar os caminhos da vida e vencer todas as barreiras.

Aos meus pais, Vauires Mineiro e Izabel Gomes, pelas orientações, dedicação e pelo apoio que me têm concedido desde o princípio da minha vida.

Aos meus tios Valdery Mineiro Apolônio e Luíza Mineiro Apolônio pelo carinho e apoio aos meus estudos.

À minha amiga, Paula Vaniele, pelo apoio, força e incentivo durante o processo de realização e o período de apresentação desta monografia.

À minha amiga, Katilene Pinheiro, pelo apoio e compreensão durante o processo de realização desta monografia.

Ao meu Orientador Professor Sátiro Rangel pelo incentivo, simpatia e presteza no auxílio às atividades e discussões sobre o andamento e normatização desta Monografia de Conclusão de Curso.

Aos demais idealizadores, coordenadores e funcionários da UNIVERSIDADE FEDERAL DO CEARÁ.

A todos os professores e seus convidados pelo carinho, dedicação e entusiasmo demonstrado ao longo do curso.

Aos colegas de classe pela espontaneidade e alegria na troca de informações e materiais numa rara demonstração de amizade e solidariedade.

À minha família pela paciência em tolerar minha ausência.

Enfim, a todos os que de alguma forma contribuíram para a concretização não apenas deste trabalho, mas também dos meus objetivos.

RESUMO

As taxas de câmbio desempenham um papel essencial no comércio internacional, dado que suas variações modificam a escala de preços entre os países. Nos países desenvolvidos e industrializados, a flexibilização do câmbio só ganhou maior impulso no início dos anos setenta com a abertura e a integração financeira dos mercados. Já nos anos noventa, esse processo se acelerou ainda mais, alcançando os países emergentes. Muitos consideravam essa integração inevitável, tendo em vista a ampliação do comércio mundial, o papel das multinacionais e os avanços tecnológicos da informática e das comunicações. O presente trabalho analisa as flutuações do câmbio no período de 1999 a 2008, período esse em que passou a vigorar no Brasil o regime de câmbio flutuante. A partir dos estudos e das observações feitas aos gráficos contidos no capítulo 2, concluiu-se que o governo buscou o equilíbrio da moeda nacional, entre valorizações e desvalorizações, a fim de conseguir resultados satisfatórios nas contas externas como balança comercial, saldo em transações correntes, fluxos de capitais, e receitas internacionais, compatíveis com o equilíbrio interno da economia referente às metas de inflação e crescimento econômico.

Palavras-chave: Taxa de câmbio, Regime cambial flutuante, Política cambial.

ABSTRACT

Exchange rates play a key role in international trade, since their variations modify the scale of prices between countries. In developed and industrialized countries, the easing of exchange only gained greater momentum in the early seventies with the opening and integration of financial markets. Already in the nineties, this process accelerated even further to the emerging countries. Many considered this integration inevitable, in view of the expansion of world trade, the role of multinationals and the technological advances of computing and communications. This paper analyzes the exchange fluctuations during the period 1999 to 2008, a period in which took effect in Brazil, the floating exchange rate. Based on the studies and findings to graphs in Chapter 2, it was concluded that the government sought to balance the national currency, between valuations and devaluations in order to achieve satisfactory results in the external accounts as trade balance, current account balance, capital flows, and international revenues, consistent with the internal balance of the economy on the inflation target and economic growth.

Keywords: Exchange rate, floating exchange rate regime, exchange rate policy.

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1 – Variação trimestral do dólar em 1999 e 2000.....	25
Gráfico 2 – Variação trimestral do dólar em 2001 e 2002.....	28
Gráfico 3 – Variação trimestral do dólar em 2003 e 2004.....	31
Gráfico 4 – Variação trimestral do dólar em 2005 e 2006.....	34
Gráfico 5 – Variação trimestral do dólar em 2007 e 2008.....	36

SUMÁRIO

LISTA DE GRÁFICOS.....	07
INTRODUÇÃO.....	09
1. TAXA DE CÂMBIO: UMA DISCUSSÃO TEÓRICA.....	12
1.1. Conceitos básicos.....	12
1.2. Regimes cambiais.....	14
1.3. Paridade do poder de compra.....	15
1.4. Outros fatores determinantes do câmbio.....	17
1.4.1. Produto (renda) interno e externo.....	17
1.4.2. Taxa de juros real.....	17
1.4.3. Ação dos agentes especuladores.....	18
1.4.4. Crises econômico-financeiras internacionais.....	19
1.5. As flutuações da taxa de câmbio e o seu efeito sobre o equilíbrio externo e interno de uma economia.....	21
2. ANÁLISE DO COMPORTAMENTO DO CÂMBIO E DO SEU IMPACTO NO COMÉRCIO EXTERNO DO BRASIL NO PERÍODO 1999 A 2008.....	24
3. UMA REFLEXÃO SOBRE A POLÍTICA CAMBIAL DO BRASIL NO SISTEMA DE CÂMBIO FLUTUANTE	39
CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	43
REFERÊNCIAS.....	46

INTRODUÇÃO

As taxas de câmbio desempenham um papel essencial no comércio internacional, dado que suas variações modificam a relação de preços entre os países.

Nos países desenvolvidos e industrializados, a flexibilização do câmbio só ganhou maior impulso no início dos anos setenta com a abertura e a integração financeira dos mercados. Já nos anos noventa, esse processo se acelerou ainda mais, alcançando os países emergentes. Muitos consideravam essa integração inevitável, tendo em vista a ampliação do comércio mundial, o papel das multinacionais e os avanços tecnológicos da informática e das comunicações. A liberação cambial faz parte da ampliação do movimento internacional de capitais. Neste contexto, a política de câmbio flexível passou a ser um instrumento adicional importante na ampliação do movimento de capitais entre países e regiões. Conceitualmente, o sistema de taxas cambiais flexíveis permite que os preços relativos das moedas correntes sejam ajustados por forças de mercado, ou seja, com isso temos que as ofertas e demandas internacionais para diversas moedas correntes têm determinado as taxas cambiais desde 1973.

Com o processo de abertura comercial, no início da década de 1990, a taxa de câmbio se tornou uma variável ainda mais importante para a economia brasileira, sendo que esse ganho de importância faz com que essa variável seja fundamental para explicar agregados importantes, como o volume das exportações, as importações, os investimentos diretos estrangeiros, o fluxo de capitais financeiros, e variáveis internas como, por exemplo, a taxa de inflação.

As depreciações (apreciações) cambiais afetam diretamente as exportações e importações brasileiras, uma vez que reduzem (aumentam) o preço dos bens nacionais no exterior e elevam (diminuem) o preço de bens estrangeiros no mercado interno.

A partir da estabilização de preços da economia, proporcionada pela implementação do Plano Real em julho de 1994, o Brasil vivenciou dois tipos de regimes cambiais: o de bandas cambiais, em que o Banco Central (BACEN) desvalorizava a taxa em doses “homeopáticas”, objetivando dessa forma evitar a aceleração da desvalorização do real frente ao dólar; e o sistema de câmbio flutuante, em que os bancos centrais permitem que a taxa de câmbio ajuste-se de modo a compatibilizar as forças de oferta e demanda por moeda estrangeira no mercado cambial.

A presente monografia tem como objetivo geral analisar o estudo da taxa de câmbio e do seu impacto no comércio externo do Brasil no período de 1999 a 2008. E tem como objetivos específicos apresentar conceitos e características de taxa de câmbio e identificar o comportamento do câmbio e do seu impacto no comércio externo do Brasil no período de 1999 a 2008.

A metodologia utilizada na presente monografia é do tipo bibliográfica e documental. A pesquisa bibliográfica foi realizada por meio de livros, revistas e publicações, que envolvem o tema em análise. E a pesquisa documental, por meio de projetos, leis, normas, resoluções, pesquisas on-line, dentre outros que tratam o tema em questão.

Após uma discussão teórica sobre os conceitos de taxa de câmbio e regimes cambiais, esse estudo busca fazer uma revisão bibliográfica a respeito das teorias e modelos introdutórios que explicam o comportamento do câmbio, e fazer um estudo do regime cambial utilizado pelo país a partir de 1999, bem como da política cambial brasileira, analisando os impactos causados pelas flutuações do câmbio no período de 1999 a 2008.

Nesse sentido, este trabalho será desenvolvido em três partes. A primeira é de revisão bibliográfica, que trata da teoria sobre taxa de câmbio, sobre seus determinantes, sobre suas flutuações, e do seu efeito sobre o equilíbrio externo e interno de uma economia. De início aborda-se o conceito de taxa de câmbio nominal

e real, assim como suas expressões matemáticas. Logo após tem-se o conceito de regime cambial flutuante e administrado, e também o conceito de paridade do poder de compra. Finalizando têm-se os principais fatores determinantes do câmbio, além das flutuações da taxa de câmbio e do seu efeito sobre o equilíbrio externo e interno de uma economia.

A segunda parte trata da análise do comportamento do câmbio e do seu impacto no comércio externo do Brasil a partir da implantação do regime de câmbio flutuante em 1999, abrangendo o período que se estende até o ano de 2008. Nessa parte será feita uma análise da variação da taxa de câmbio durante esse período, levando-se em conta os fatores políticos e econômicos mais presentes no cenário. Essa análise será feita trimestralmente, considerando os fatores internos e externos que atuam no cenário nacional e que influenciam nessa variação.

Na terceira parte faz-se uma reflexão sobre a política cambial no Brasil durante o sistema de câmbio flutuante, buscando identificar o nível de eficácia das ações estabelecidas pelos agentes da política cambial, tendo em vista o objetivo governamental de promover o bom desempenho do setor externo da economia.

1. TAXA DE CÂMBIO: UMA DISCUSSÃO TEÓRICA

1.1. Conceitos Básicos

A taxa de câmbio, de acordo com Byrns e Stone (1995), expressa a relação de trocas entre duas moedas, ou seja, estabelece o valor de uma moeda em termos de outra.

A taxa de câmbio é determinada no mercado cambial através da interação da oferta com a demanda de divisas estrangeiras, mercado em que moedas de diferentes países são compradas e vendidas. Esse mercado não tem uma localização física única, pois envolve milhares de operadores de câmbio frente a terminais de computadores espalhados pelo mundo todo, comprando e vendendo diferentes moedas.

O mercado de câmbio pode ser dividido em “mercado à vista” e “mercado a termo”. No mercado à vista as operações cambiais são realizadas no ato, ao preço determinado, enquanto que no mercado a termo as operações cambiais são futuras, ou seja, efetua-se a operação com o câmbio atual para entrega em uma data futura. Este tipo de operação é mais realizada pelos especuladores, que objetivam obter lucro com a operação cambial mediante determinado risco.

Quando se diz que a taxa de câmbio sofreu uma desvalorização, normalmente faz-se referência à taxa de câmbio nominal, porém, não necessariamente a taxa de câmbio real sofrerá essa mesma desvalorização. Por esse motivo é de suma importância o conhecimento dos conceitos de taxa de câmbio nominal e taxa de câmbio real, para que se possa entender os impactos da mudança de seu valor nas condições de competitividade dos países.

De acordo com Mankiw (2005, p. 685), “a taxa de câmbio nominal é a taxa à qual uma pessoa pode trocar a moeda de um país pela de outro”. Ela é medida pela razão entre a moeda doméstica e a moeda estrangeira mostrando, no caso do Brasil, quantos reais são necessários para a aquisição de um dólar. As taxas de câmbio entre as diversas moedas variam a todo instante, e essas variações são denominadas de apreciações ou depreciações. Quando a taxa de câmbio muda de modo que uma unidade da moeda nacional compre mais moeda estrangeira, essa mudança é chamada de apreciação. Porém, se a taxa de câmbio muda de modo que uma unidade da moeda nacional compre menos moeda estrangeira, essa mudança é chamada de depreciação. Com isso, tem-se que a apreciação de uma moeda significa diminuição na taxa de câmbio e a depreciação corresponde ao aumento desta taxa.

“A taxa de câmbio real é a taxa à qual uma pessoa pode trocar os bens e serviços de um país pelos bens e serviços de outro país” (MANKIW, 2005, p.686). De acordo com Saraiva (2009), quando levamos em consideração a evolução dos preços no nosso país e no país estrangeiro ou, em outras palavras, quando consideramos a inflação doméstica e a inflação do país estrangeiro, estamos lidando com o conceito de taxa de câmbio real. É essa taxa que serve de incentivo para o aumento das exportações ou importações. A equação matemática da taxa de câmbio real é:

$$\text{Taxa de câmbio real} = \frac{\text{Taxa de câmbio nominal} \times \text{Preço externo}}{\text{Preço interno}}$$

Fonte: Branchieri (2002)

Em que: *Preço interno*: preço do produto na moeda nacional.

Preço externo: preço do produto na moeda a ser convertida em moeda nacional.

Portanto, a taxa de câmbio real depende da taxa de câmbio nominal e dos preços dos bens nos dois países medidos em moedas locais, sendo que ela é a taxa de câmbio relevante para determinar as relações comerciais entre os países. Ela, além de representar a taxa pela qual bens e serviços nacionais podem ser comercializados por bens e serviços produzidos no exterior, também afeta as exportações líquidas do país (exportações menos importações).

1.2. Regimes Cambiais

Num regime cambial de taxas flexíveis ou flutuantes, em que a taxa de câmbio é determinada pela oferta e demanda por moeda estrangeira, pode-se ter dois tipos de flutuações: livres ou limpas e dirigidas ou sujas. As flutuações limpas são aquelas em que não há intervenção do governo, isto é, permite-se que as taxas de câmbio sejam determinadas livremente pelo mercado de divisas. No caso das flutuações sujas ocorre o inverso, pois o governo tenta influenciar o valor da moeda estrangeira realizando operações no mercado de câmbio de moeda estrangeira. Segundo Stiglitz (2003, p. 353), “embora atualmente a maioria dos governos não fixe as taxas de câmbio num valor determinado, eles freqüentemente intervêm no mercado de câmbio, comprando e vendendo moeda na tentativa de reduzir a variabilidade diária das taxas de câmbio”.

Já no sistema de câmbio administrado, também segundo Stiglitz (2003, p. 353-354), “a autoridade monetária estabelece o preço da moeda estrangeira, comprometendo-se a vender estas divisas ao nível de preços previamente estabelecidos”. A taxa de câmbio fixa opera como qualquer outro sistema de sustentação de preços. O controlador dos preços (a autoridade monetária) deve suprir o excesso de demanda de divisas e absorver o excesso de oferta de divisas estrangeiras. A idéia que justifica esse regime cambial é a de evitar grandes oscilações na taxa de câmbio, o que geralmente termina por trazer incertezas aos agentes econômicos.

Diversas nações em desenvolvimento utilizaram esse sistema cambial em seus programas de estabilização econômica, permitindo aos agentes econômicos ajustarem seus preços relativos em relação a uma moeda forte (geralmente o dólar americano), enquanto as autoridades monetárias garantiam a manutenção da taxa cambial, permitindo assim a estabilização de preços e o fim da inflação crônica que afetava estes países.

Geralmente o sistema cambial fixo tende a ser unilateral, ou seja, o Banco Central, que fixa o preço da moeda, responsabiliza-se pela taxa cambial sem a participação da autoridade monetária da moeda em que ela foi fixada. Porém, o sistema cambial fixo também pode ser de responsabilidade compartilhada pelas nações envolvidas, como no caso da Comunidade Econômica Européia. Esse sistema denomina-se arranjo cambial cooperativo e é característico de economias médias e grandes.

1.3. Paridade do Poder de Compra

Os economistas desenvolveram vários modelos para explicar como as taxas de câmbio são determinadas, cada um dando ênfase a apenas algumas das forças em ação. A mais simples das teorias das taxas de câmbio é chamada de Paridade do Poder de Compra. De acordo com Mankiw (2005, p. 688), “essa teoria declara que uma unidade de qualquer moeda dada deveria ser capaz de comprar a mesma quantidade de bens em todos os países”. Ela se baseia em um princípio chamado lei do preço único, o qual afirma que um bem deve ser vendido pelo mesmo preço em todas as localidades. A teoria da Paridade do Poder de Compra nos diz que a taxa de câmbio nominal entre as moedas de dois países depende do nível de preços nesses países, acompanhando a mudança nos preços relativos dos bens. Explicando melhor o que foi dito acima, suponha que o preço do quilo do café custe R\$ 4,00 no Brasil e R\$ 9,00 nos Estados Unidos. Como existe uma diferença de preço entre os dois países, pode-se comprar café no Brasil e vender nos Estados Unidos. Com isso, a demanda por café aumentará no Brasil, puxando o preço para

cima, e a oferta de café aumentará nos Estados Unidos, baixando o seu preço. Com o tempo, os preços tendem a se equalizar.

Essa teoria, portanto, apresenta como implicação-chave o fato de as taxas de câmbio nominais mudarem quando os níveis de preços mudam. E como o nível de preços em um país qualquer ajusta-se para equilibrar a quantidade de moeda ofertada e a quantidade de moeda demandada, as taxas de câmbio nominais dependem também da oferta e da demanda de moeda em cada país. Pode-se explicar mais didaticamente da seguinte forma: quando o banco central de um país aumenta a oferta de moeda, e provoca uma elevação no nível de preços, isto aumenta o preço dos bens exportados, reduzindo a sua competitividade no mercado internacional. Por outro lado, tem-se uma queda relativa no preço dos produtos estrangeiros similares, o que aumenta a sua competitividade na economia doméstica, resultando em desestímulo às exportações e estímulo às importações, o que reduz a oferta de divisas estrangeiras, aumenta a demanda de divisas, e provoca a depreciação da moeda do país em relação a outras moedas do mundo. Portanto, quando o banco central emite grandes quantidades de moeda, a moeda perde valor, tanto em termos dos bens e serviços que pode comprar, quanto em termos da quantidade de outras moedas que pode comprar.

A teoria da Paridade do Poder de Compra, todavia, possui suas limitações. Por exemplo, pode-se citar o problema desta não ser totalmente precisa, ou seja, as taxas de câmbio nem sempre se movem de maneira a garantir que uma unidade de moeda tenha o mesmo valor real em todos os países o tempo todo. Segundo Mankiw (2005, p. 692), “existem duas razões pelas quais a teoria da Paridade do Poder de Compra nem sempre ocorre na prática”. A primeira razão é que muitos bens não podem ser facilmente comercializados, e a segunda razão é que, mesmo os bens sendo comercializáveis, nem sempre eles são substitutos perfeitos quando são produzidos em países diferentes.

1.4. Outros Fatores Determinantes do Câmbio

1.4.1. Produto (Renda) Interno e Externo

De acordo com Abel, Bernanke, Croushore (2008, p. 344), “as alterações do produto interno levam a depreciação ou apreciação da taxa de câmbio”. Segundo ele, quando as compras de importação dos residentes do país crescem, em decorrência do aumento do produto interno, estes obtêm mais moedas estrangeiras, o que equivale dizer que ofertam mais moeda nacional para o mercado de câmbio internacional. Com esse aumento na oferta de moeda nacional, o valor da mesma tende a cair, ou seja, a taxa de câmbio é depreciada.

A mesma idéia pode ser levada para um aumento no produto real dos parceiros comerciais do país considerado, ou seja, quando o produto estrangeiro aumenta, os consumidores estrangeiros aumentam seus gastos com todos os bens e serviços. Desse modo, um aumento na renda dos estrangeiros aumentaria a demanda destes pelas exportações de outros países, digamos o Brasil. Esse aumento na demanda estrangeira por bens brasileiros também aumentaria a demanda estrangeira por reais, elevando seu valor.

Com isso, pode-se observar que os efeitos das alterações na renda estrangeira são o oposto dos efeitos das alterações na renda doméstica.

1.4.2. Taxa de Juros Real

Segundo Abel, Bernanke, Croushore (2008, p. 345), “quando a taxa de juros real do país sobe, mantendo-se constante os demais fatores, os ativos reais e financeiros do país se tornam mais atraentes tanto para os poupadores nacionais quanto para estrangeiros que buscam retorno mais alto sobre seus capitais”, e como a moeda estrangeira pode ser usada para adquirir ativos nacionais, uma elevação na taxa de juros real doméstica também aumenta a oferta de moeda estrangeira internamente, provocando uma apreciação da taxa de câmbio.

Ainda de acordo com Abel, Bernanke, Croushore (2008), o efeito oposto ocorre quando a taxa de juros real estrangeira sobe, pois os ativos estrangeiros se tornam mais atraentes aos poupadores nacionais e estrangeiros. Para conseguir adquirir esses ativos, os poupadores nacionais vão demandar moeda estrangeira, e haverá menos oferta por parte dos poupadores estrangeiros. Com o aumento da demanda e o decréscimo da oferta pela moeda estrangeira, haverá uma desvalorização da taxa de câmbio.

1.4.3. Agentes Especuladores

Os Especuladores, segundo Garofalo Filho (2005 apud RIBEIRO e OLIVEIRA, 2008, p.228), “são agentes de mercado que assumem riscos de variação de preços e taxas, não fazendo assim hedge¹ de suas posições em aberto”. Encontram-se alguns tipos de especuladores no mercado de balcão, tais como: bancos que mantêm posições compradas ou vendidas; exportadores, que postergam suas vendas quando é esperado um movimento de desvalorização do real; importadores, que adiam suas compras aguardando valorização do real; produtores de café que não garantem o preço de sua safra futura; etc.

Embora a presença do especulador seja importante no papel de redutor da volatilidade do mercado, em cenários econômicos de instabilidade as expectativas estabelecidas por esses agentes podem causar fortes oscilações na taxa de câmbio. Pode-se citar como exemplo, a depreciação sofrida pela moeda nacional devido ao processo eleitoral ocorrido no Brasil no ano de 2002. Nesse período, devido a muitas incertezas quanto ao seguimento, ou não, da política econômica do governo anterior, os agentes especuladores começaram a enviar grandes remessas de capital nacional para outras economias, o que influiu também na diminuição do fluxo de capitais para o Brasil. Com essa diminuição do fluxo de capitais para o Brasil e o aumento desse fluxo para outros países, ou seja, com a retração na oferta de divisas estrangeiras e o aumento na demanda de divisas, gerou-se um grande excesso de

¹ Hedge: forma de proteger uma aplicação contra as oscilações do mercado.

demanda pela moeda estrangeira, o que causou uma forte depreciação na moeda nacional (RIBEIRO; OLIVEIRA, 2008).

1.4.4. Crises Econômico-Financeiras Internacionais

De acordo com Kindleberger (1986, apud ALBUQUERQUE, 2000, p. 73), “as crises financeiras podem ser definidas como uma profunda deterioração de indicadores financeiros de curto prazo, tais como, taxas de juros, taxas cambiais, preço de ativos reais – mobiliários e imobiliários – e falência de instituições bancárias”. Com relação à origem dessas crises, Dombrowski (1998, apud ALBUQUERQUE, 2000, p. 76) relata que “as condições que propiciam a irrupção de crises financeiras são a instabilidade política interna, o desequilíbrio macroeconômico doméstico, a fragilidade do sistema financeiro nacional, a sobrevalorização da taxa de câmbio, as condições financeiras mundiais, e a fragilidade institucional da regulação e supervisão das finanças globais”.

A partir da década de 90 ocorreram algumas crises financeiras pelo mundo, como a crise do México, em 1994 e 1995, denominada, devido aos seus efeitos transmissivos, de “efeito tequila”; a crise da Ásia, em 1997 e 1998, intitulada, pela mesma razão, “gripe asiática”; a crise da Rússia, em 1998 e, por fim, a crise argentina em 2000 (BRANCHIERI, 2002).

Segundo Branchieri (2002, p. 109), “a crise mexicana teve origem na bolha de consumo gerada pelo peso supervalorizado e no conseqüente déficit em conta corrente”. O sistema bancário mexicano, mesmo com a economia real tendo apresentado uma recessão de 6,20% em 1995, não sofreu abalo considerável e as medidas do governo foram: contração de crédito para diminuir as importações; elevação da taxa de juros para manter o capital externo; e aperto fiscal para compensar o aumento do serviço da dívida, devido à elevação dos juros. As soluções deram certo e a economia mexicana já crescia 5,20% em 1996 e 6,70% em 1997. O ajuste do setor externo no triênio 1995-1997 ocorreu através da balança comercial, com o câmbio flutuando para equilibrar o balanço de pagamentos. Mesmo

com a ajuda financeira dada pelo FMI e pelos Estados Unidos, a desvalorização do peso continuou acentuada, principalmente a partir de janeiro de 1995, pois garantiu a qualquer investidor externo que quisesse se retirar do México que os seus recursos estariam disponíveis.

Já a crise asiática, segundo Branchieri (2002, p. 120-121), “teve como traço comum entre os países a debilidade do setor bancário”. O processo de desregulamentação bancária e a liberalização do fluxo de capitais na década de 1990, combinada com as taxas de juros elevadas e a taxa de câmbio relativamente estável fizeram com que as empresas e os bancos captassem recursos no exterior, confiantes de que o governo lhes asseguraria o valor do câmbio. Como a resposta dos países da Ásia, no campo das políticas macroeconômicas, foi expansionista, evitou-se uma queda maior de atividade e proporcionou a retomada do crescimento de maneira surpreendentemente rápida. O FMI lançou alguns pacotes de ajuda para evitar que as economias entrassem em colapso, porém em todos os casos esses pacotes se mostraram ineficientes na sua intenção, que era de evitar maiores desvalorizações das moedas nacionais, pois em todos os casos o processo de desvalorização das moedas acentuou-se após o anúncio desses pacotes de ajuda, com os agentes provocando uma verdadeira “corrida ao caixa” na tentativa de se livrar de posições nos países afetados pela crise.

Ainda de acordo com Branchieri (2002, p. 123-124), “a crise Russa teve como componente central o excessivo endividamento do estado”. Incapaz de organizar um sistema tributário que lhe garantisse recursos suficientes para fazer frente aos gastos, e refém das oligarquias que haviam tomado para si o poder econômico, o governo russo passou a emitir títulos de curto prazo para o financiamento dessa dívida através de juros extremamente atraentes. Os investidores externos, na certeza de que a Rússia seria resgatada pelos países ricos em caso de dificuldades, em virtude de seu vasto arsenal nuclear, aproveitaram o alto rendimento dos títulos russos para elevar seus ganhos. Assim, os déficits no balanço de pagamentos causados pelas remessas de divisas ao exterior feitas pelos mesmos oligarcas que pilharam o estado tinham de ser financiados constantemente com ajuda do FMI.

Para Branchieri (2002), na crise argentina o principal problema do país era o sistema *currency board*, implantado em 1991 e que impedia o Banco Central de emitir pesos. No ano de 2001 o governo argentino tentou de todas as formas reativar a economia, ao mesmo tempo em que promovia a reestruturação da dívida tanto interna quanto externa. O então ministro da economia, Domingo Cavallo, partiu para a renegociação da dívida interna, que permitiu ao governo pagar juros de 7% ao ano, ao invés de 11%. Já a renegociação da dívida externa não chegou a ser realizada, pois o país decretou moratória em dezembro de 2001. Após a decretação da moratória, o presidente da argentina promulgou a lei de emergência econômica que, entre outras medidas, acabava com a conversibilidade após 11 anos de vigência do sistema, fato que proporcionou a melhora da economia do país.

De acordo com Assis (2001, p. 13), “a propagação de crises econômicas em países com fundamentos macroeconômicos fracos é causada, principalmente, por ataques especulativos”. Este seu entendimento baseia-se no princípio de que a administração da economia deve ser prudente, observando parâmetros limites para os principais indicadores macroeconômicos como taxa de inflação, taxa de juros, etc. Segundo Assis (2001), alguns economistas argumentam que os padrões de contágio são diferenciados pelos fundamentos da economia. Para estes, a crise inicial em um país deteriora os fundamentos econômicos de outros países, causando o contágio. Porém, para outro grupo de economistas, não existe padrão de contágio e a crise se alastra aleatoriamente para outros países. Para eles, o contágio é causado pelo pânico especulativo ou pelo comportamento de manada dos investidores, o que ocasiona uma grande demanda por divisas estrangeiras resultando em forte depreciação da moeda doméstica.

1.5. As Flutuações da Taxa de Câmbio e o seu Efeito sobre o Equilíbrio Externo e Interno de uma Economia

Para Cassuce (2008, p. 78), “em uma dada economia, a flutuação da taxa de câmbio ocasionará interferências tanto no equilíbrio externo do balanço de pagamentos do país como no equilíbrio interno dessa economia”. Quando ocorrem

variações significativas nos níveis de exportação ou de importação devido a flutuações do câmbio, as exportações líquidas de bens e serviços são afetadas, impactando a demanda agregada dessa economia, o que exigirá um ajuste entre a produção e a demanda agregada, resultando em alterações no nível do produto, do emprego e da renda, podendo afetar também o nível geral de preços.

A equação apresentada a seguir explicita o equilíbrio no mercado de bens e a composição dos dispêndios em uma economia. Nela tem-se os gastos planejados dos agentes econômicos com a produção doméstica, ou seja, a compra de bens de consumo e serviços pelas famílias; a aquisição de bens de capital pelas empresas; os dispêndios do governo com bens de consumo e serviços, e bens de capital; e os gastos dos estrangeiros com bens produzidos internamente, deduzidos os gastos dos residentes com bens provenientes do exterior.

$$Y = DA = C + I + G + (X - M)$$

Fonte: Branchieri (2002)

Em que: Y = Renda, Produto, Oferta Agregada;

DA = Demanda Agregada;

C = Consumo das famílias;

I = Investimento das empresas;

G = Gastos do governo em consumo e investimento;

X = Exportações de bens e serviços;

M = Importações de bens e serviços;

(X - M) = Exportações líquidas.

Como o princípio da demanda efetiva de Keynes (1985) estabelece que essa variável é determinante da produção e da oferta agregada, fica demonstrada a importante ligação entre o equilíbrio externo e interno de uma economia cuja dinâmica poderá ser afetada, entre outros fatores, por choques externos (crise financeira internacional) e mudanças conjunturais na política econômica (monetária, cambial, etc.), como discutido brevemente no tópico anterior.

2. ANÁLISE DO COMPORTAMENTO DO CÂMBIO E DO SEU IMPACTO NO COMÉRCIO EXTERNO DO BRASIL NO PERÍODO DE 1999 A 2008

Nesta parte do trabalho faz-se uma discussão do comportamento do câmbio no Brasil a partir da implantação do sistema de câmbio livre, com base nas suas variações trimestrais mostradas nos gráficos analisados a seguir, cobrindo o período de 1999 a 2008, os quais foram elaborados a partir de dados coletados no **site do Ipeadata e Banco Central**, que considera o valor médio do câmbio em cada trimestre, determinado com base na média trimestral da cotação diária de venda do dólar comercial.

O gráfico 1 a seguir, mostra as variações do câmbio relativas ao biênio 1999-2000. No ano de 1999 observa-se que, ao final do primeiro trimestre, a taxa de câmbio estava cotada a uma média R\$1,77/US\$1, tendo sofrido uma forte desvalorização nesse período equivalente a 47,5%, já que no início de janeiro estava cotada a \$1,20/US\$1. Embora ela tenha se valorizado um pouco no segundo trimestre, constata-se que sofreu uma depreciação acumulada de 60% ao longo de 1999, tendo atingido a cotação média de aproximadamente R\$1,92/US\$1 no final de dezembro.

O principal motivo dessa elevação significativa da taxa de câmbio, no início do primeiro trimestre de 1999, foi a confluência de fatos adversos, tanto de ordem econômica quanto política, que passaram a estimular o nervosismo e insegurança do mercado, fomentando um clima negativo sinalizador da iminência de mudanças na política cambial então vigente.

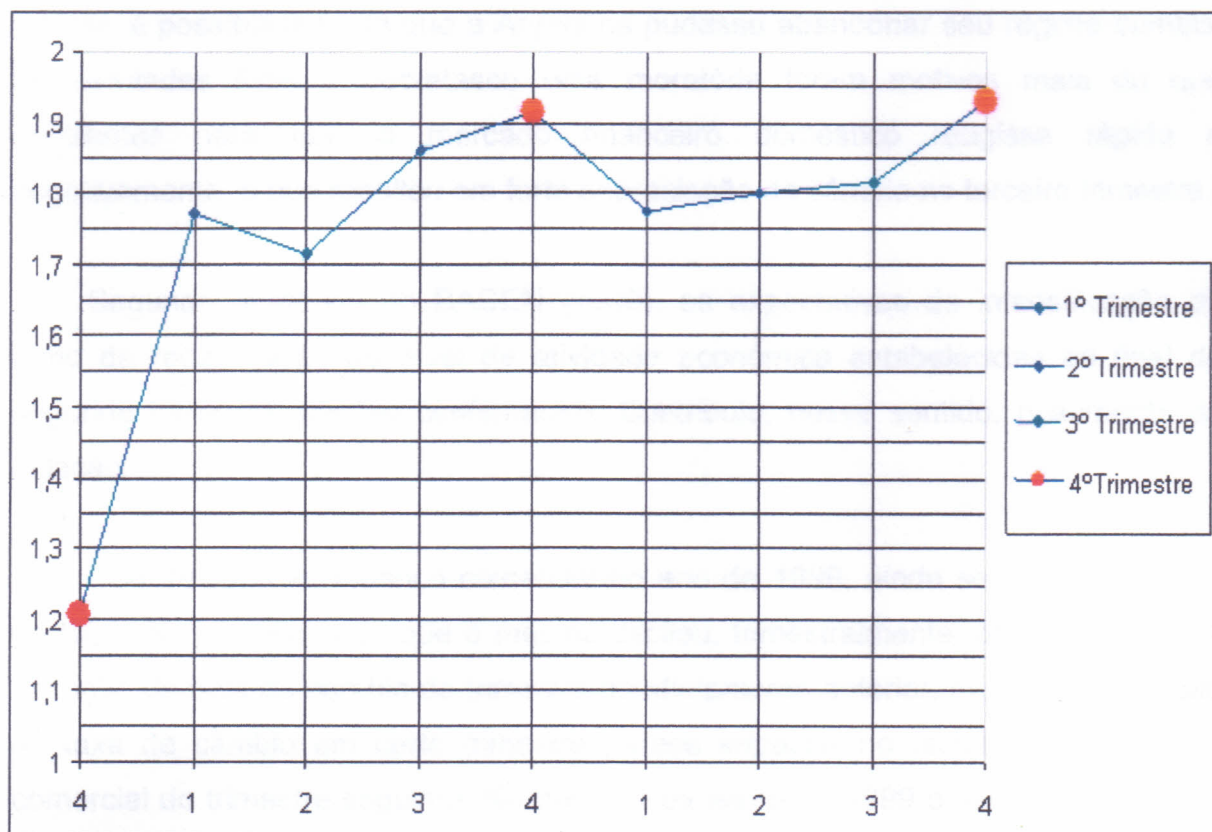


Gráfico 1 – Variação trimestral do Dólar em 1999 e 2000.
Fonte: Elaborado pelo autor a partir de dados do Ipeadata.

Durante o segundo trimestre de 1999, devido a melhores condições de liquidez de divisas e a boa percepção do mercado com relação aos parâmetros de negociação da moeda estrangeira, a evolução da taxa de câmbio mostrou comportamento menos imprevisível do que o verificado no trimestre anterior. O País passou a emitir sinais consistentes de recuperação e melhorou sistematicamente as perspectivas sobre os reais efeitos da mudança do regime cambial na economia brasileira. A taxa de câmbio apreciou-se moderadamente e a elevação dos preços internos foi inferior à prevista.

No segundo semestre de 1999 o dólar retomou a tendência de apreciação, a um ritmo mais intenso no terceiro do que no quarto trimestre. Ao contrário do ocorrido no primeiro trimestre, o que mais influenciou o nervosismo observado nos mercados de câmbio e de juros nesse período foram fatores externos, que acabaram se sobrepondo à melhoria das condições econômicas observadas no ambiente interno. Na primeira quinzena de julho, por exemplo, preocupações em

relação à possibilidade de que a Argentina pudesse abandonar seu regime cambial de paridades fixas e decretasse uma moratória foram motivos mais do que suficientes para que o mercado financeiro doméstico reagisse rápida e negativamente, o que resultou em forte depreciação do câmbio no terceiro trimestre.

Segundo relatórios do BACEN (1999), as expectativas de intensificação do ritmo da recuperação do nível de atividade econômica estabelecidas ao final do segundo trimestre, não se confirmaram. Contribuiu, nesse sentido, o aumento da inflação.

Com relação ao balanço comercial do ano de 1999, ainda segundo relatórios do BACEN, foi observado que o mesmo oscilou, trimestralmente, de acordo com a variação da taxa de câmbio do trimestre imediatamente anterior, ou seja, a variação da taxa de câmbio em certo trimestre parece impactar no resultado do balanço comercial do trimestre seguinte. No primeiro trimestre de 1999 o saldo comercial foi de US\$816 milhões negativos. Já no segundo trimestre, o balanço comercial apresentou resultado positivo no valor de US\$200 milhões, resultado esse que se deve a depreciação de 47,5% na taxa de câmbio do trimestre anterior. No terceiro trimestre, o saldo comercial registrou o valor de US\$150 milhões negativos, por conta da apreciação da taxa de câmbio no segundo trimestre. No quarto trimestre, mesmo com a depreciação da taxa de câmbio no terceiro, o balanço comercial apresentou um valor deficitário ainda maior, que atingiu US\$433 milhões negativos, devido ao aumento da inflação, que encareceu os bens domésticos em relação aos provenientes do estrangeiro, reduzindo a sua competitividade no mercado externo. Isto estimula a importação e desestimula as exportações.

No ano de 2000, a taxa de câmbio voltou a apresentar uma apreciação durante o primeiro trimestre. Assim, a cotação do dólar saiu de uma média de R\$1,91/US\$ no final do quarto trimestre de 1999, para uma média de R\$1,77/US\$ no fim do primeiro trimestre de 2000. Após um breve aumento do preço do dólar, no início de janeiro, a tendência de cotação da moeda nacional frente ao dólar norte-americano foi no sentido claro de valorização, como pode ser visto no gráfico 1.

O segundo e terceiro trimestres do ano apresentaram, respectivamente, depreciação cambial de 1,66% e 2,21% com relação à cotação média do final do primeiro trimestre, encerrando o segundo trimestre a uma média de R\$1,80/US\$1 e o terceiro trimestre a uma média de R\$1,82/US\$1.

Ainda segundo relatório do BACEN (2000), o nervosismo verificado no mercado de câmbio no decorrer do segundo trimestre, que ocasionou a tendência de alta nas cotações do dólar, foi reflexo de fatores externos e não se deveu ao mercado cambial em si. Na verdade, a subida das cotações do dólar refletia o intenso nervosismo apresentado pelo mercado acionário dos Estados Unidos e preocupações com o desempenho da economia argentina, que acabaram por afetar o mercado doméstico. Já no terceiro trimestre a variação da taxa de câmbio acompanhou mais de perto os fluxos cambiais observados no dia-a-dia, sem perder de vista a conjuntura externa.

No quarto trimestre de 2000, a taxa de câmbio continuou a tendência de depreciação, porém a um ritmo mais intenso, chegando a média de R\$1,93/US\$1 no final de dezembro, como pode ser visto também no gráfico 1.

Com relação ao impacto do câmbio no balanço comercial, o resultado obtido no primeiro trimestre de 2000 foi bem positivo, já que o mesmo saiu de US\$433 milhões negativos para US\$19 milhões negativos, diminuindo assim seu déficit em 95,61%. No segundo trimestre desse ano, o balanço comercial continuou em nível de crescimento, mesmo com uma apreciação na taxa de câmbio do período anterior. Assim, o saldo comercial encerrou o trimestre ao valor de US\$804 milhões. Já no terceiro trimestre, mesmo com depreciação da taxa de câmbio do trimestre anterior, o balanço comercial totalizou US\$110 milhões negativos. Assim, com relação ao trimestre anterior, o balanço comercial sofreu uma redução de US\$914 milhões. No quarto trimestre também foi observado um aumento no déficit do saldo comercial, passando de US\$110 milhões negativos para US\$1,379 bilhões negativos.

No biênio 2001-2002, como pode ser observado no gráfico 2 a seguir, a taxa de câmbio continuou seu movimento de depreciação, pois iniciou o ano de 2001 ao valor de R\$1,93/US\$1, encerrando este ano ao valor de R\$2,54/US\$1 e o ano de 2002 ao valor de R\$3,67/US\$1.

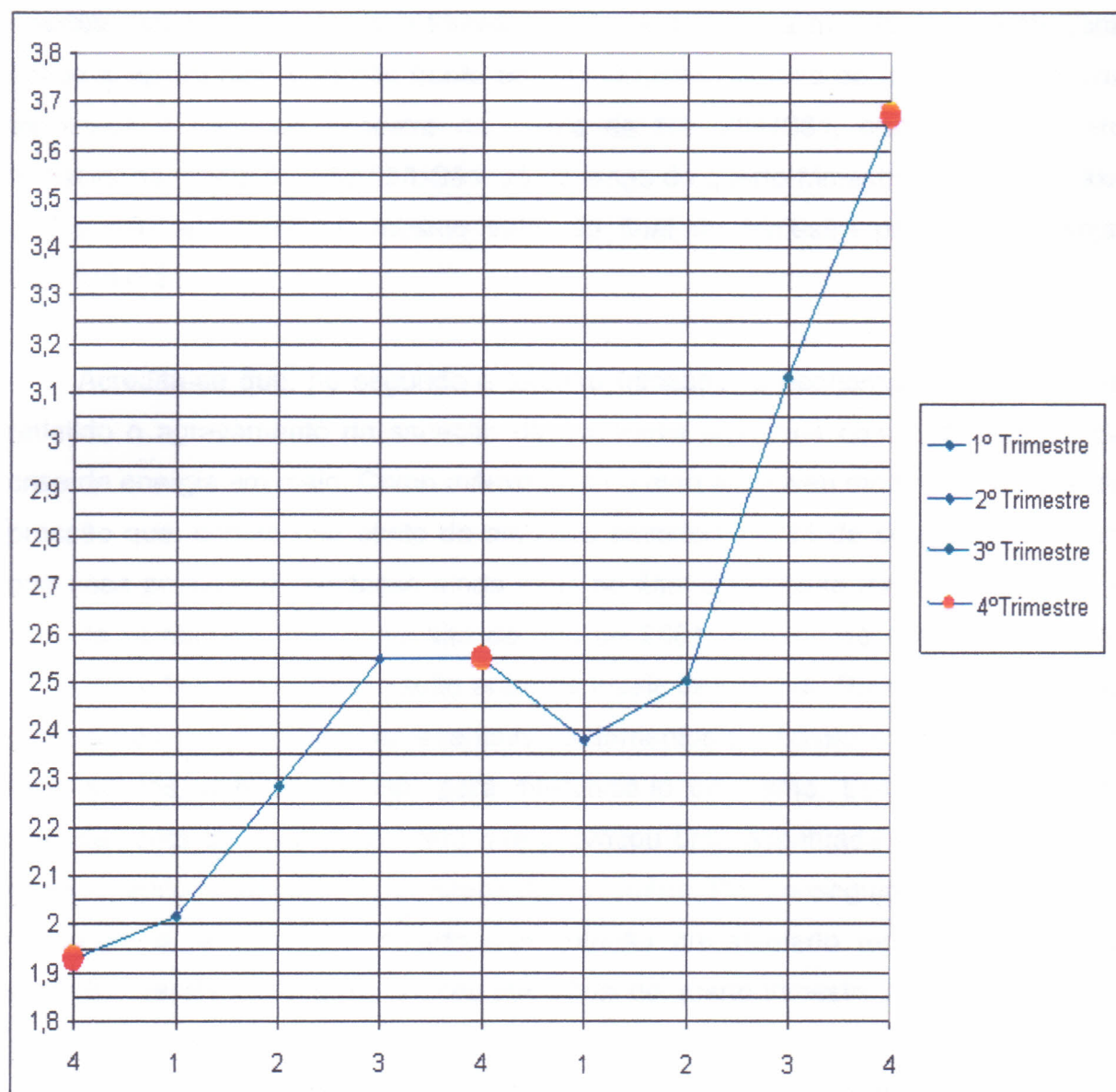


Gráfico 2 – Variação trimestral do Dólar em 2001 e 2002.
Fonte: Elaborado pelo autor a partir de dados do Ipeadata.

Ao final do primeiro trimestre de 2001, a taxa de câmbio foi cotada a uma média de R\$2,01/US\$1. Ao longo do segundo trimestre de 2001, o dólar norte-americano valorizou-se 13,34% frente ao real. Com isso, a taxa de câmbio encerrou esse trimestre ao valor médio de R\$2,28/US\$1. Acredita-se que, a partir desse período, a economia brasileira refletiu o agravamento da crise da economia Argentina, pois se fizeram presentes os primeiros efeitos do anúncio da crise de energia, em maio. No terceiro trimestre do mesmo ano, a moeda norte-americana voltou a apresentar forte alta frente ao real (11,8%). A taxa de câmbio, que havia terminado o segundo trimestre na média de R\$2,28/US\$1, encerrou o terceiro trimestre na média de R\$2,55/US\$1. Já ao longo do quarto trimestre de 2001, a taxa de câmbio apresentou o mesmo valor do final do trimestre passado, ou seja, R\$2,55/US\$1.

Acredita-se que, no segundo e terceiro trimestre, a economia brasileira tenha refletido o agravamento da situação da economia argentina com a divulgação da crise de energia em maio. Como reflexo disso o mercado viveu momentos de grande pressão que, somado ao efeito do atentado terrorista de 11 de setembro, fez com que essa pressão aumentasse ainda mais no final do terceiro trimestre, levando a taxa de câmbio ao nível mais alto do ano de 2001. A partir de então, o mercado começou a fazer uma dissociação entre os níveis de risco do Brasil e da Argentina, entendendo que o primeiro apresentava fundamentos econômicos substancialmente mais sólidos, que contribuíam para diferenciá-lo do último. Esse foi o chamado descolamento do risco Brasil, fato que provocou uma acentuada queda da moeda norte-americana na primeira quinzena de novembro. Por conseguinte, já no dia 5 de novembro o real havia retomado sua cotação pré-atentado terrorista de 11 de setembro, tendência que prevaleceu até o final do quarto trimestre desse ano.

De acordo com relatórios do BACEN (2001), no primeiro trimestre de 2001, com a depreciação da taxa de câmbio no trimestre anterior, o saldo comercial passou de US\$1,379 bilhões negativos no quarto trimestre de 2000, para US\$678 bilhões negativos. O balanço comercial continuou o mesmo movimento crescente durante todo o ano de 2001, alcançando o valor de US\$611 bilhões no segundo

trimestre, US\$1,332 bilhões no terceiro trimestre, e o valor de US\$1,386 bilhões no quarto trimestre, já que durante este ano a taxa de câmbio sofreu contínuas depreciações.

O ano de 2002 iniciou ainda permeado pelas incertezas quanto ao futuro econômico da Argentina. Mesmo com esse cenário de incertezas, o câmbio passou de R\$2,55/US\$1 no fim de 2001 para R\$2,38/US\$1 no fim do primeiro trimestre de 2002, encerrando esse período com uma apreciação de 6,67%.

No segundo, terceiro e quarto trimestres, a taxa de câmbio sofreu seguidas depreciações, fechando o ano de 2002 à taxa média de R\$3,67/US\$1, como mostra o gráfico 2. Esse comportamento, em parte, pode ser entendido como reflexo do crescimento da candidatura de oposição ao governo nas pesquisas de intenção de voto para a eleição presidencial de outubro e, em seguida, à vitória do candidato petista. Os analistas financeiros temiam que, com a eventual vitória da oposição, poderia haver uma descontinuidade da ortodoxia fiscal e monetária implementada pelo governo. A essa conjuntura somaram-se problemas que existiram no cenário externo tais como o aprofundamento da crise argentina, o rebaixamento da posição do Brasil nas agências internacionais de classificação de risco e o problema no mercado acionário dos EUA (fraudes contábeis em grandes empresas), que contribuíram para essa forte trajetória de desvalorização cambial.

Com relação ao saldo comercial, segundo relatórios do BACEN (2002), no primeiro trimestre de 2002, com a taxa de câmbio mantendo-se constante no quarto trimestre de 2001, o balanço comercial sofreu uma queda de 25,9% com relação ao trimestre anterior. No segundo trimestre, o saldo comercial apresentou-se superavitário, encerrando o trimestre com o valor de US\$1,558 bilhões. Com as seguidas depreciações da taxa de câmbio a partir do segundo trimestre, o saldo comercial sinalizou um forte aumento, passando de US\$5,266 bilhões no terceiro trimestre para US\$5,269 bilhões no quarto trimestre.

No ano de 2003, o primeiro trimestre encerrou com o câmbio à taxa média de R\$3,49/US\$1, apresentando apreciação de 4,90% com relação ao trimestre anterior, como mostra o gráfico 3, a seguir. Esse comportamento está principalmente relacionado com a posse do novo governo e a demonstração dada por ele de que a austeridade do governo anterior continuaria sendo adotada, fazendo com que o mercado voltasse a confiar nos fundamentos econômicos do país.

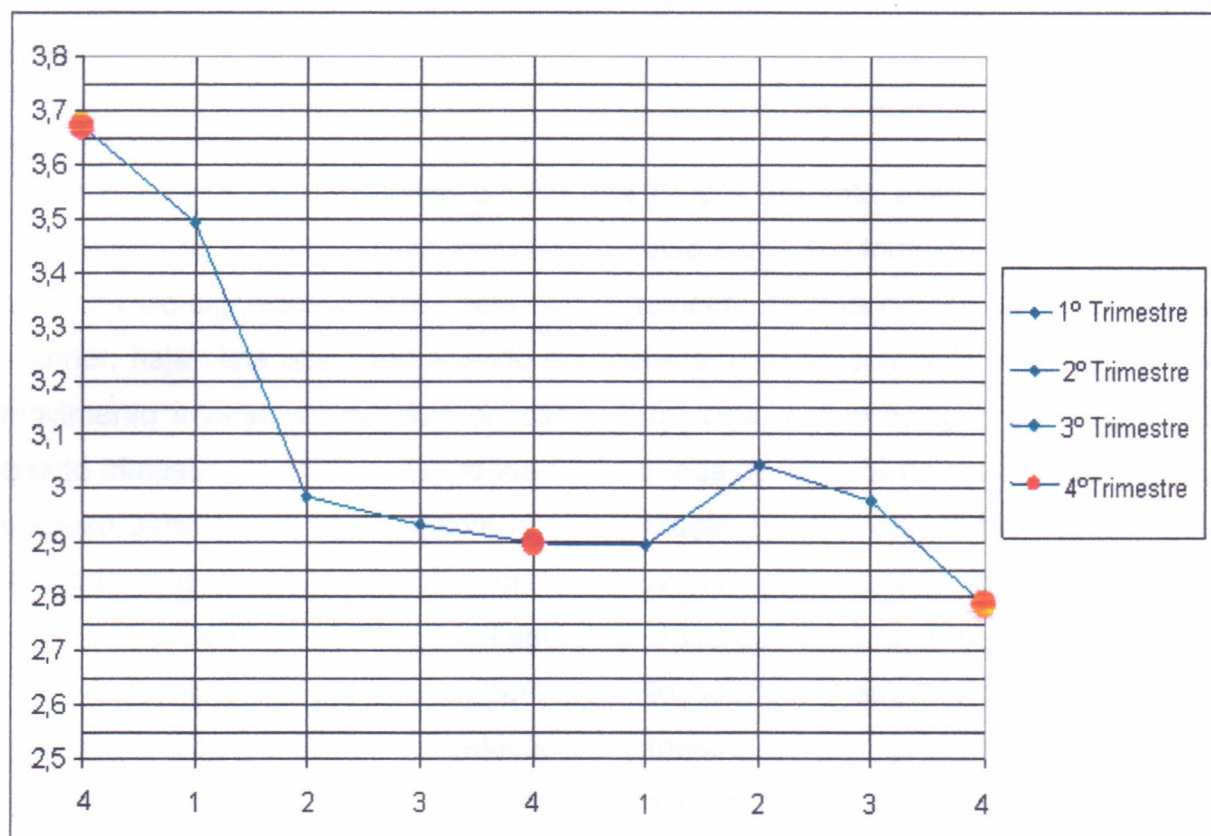


Gráfico 3 – Variação trimestral do Dólar em 2003 e 2004.
Fonte: Elaborado pelo autor a partir de dados do Ipeadata.

No segundo trimestre de 2003, a taxa de câmbio apreciou-se significativamente reforçando a tendência apresentada no trimestre anterior. Esse comportamento novamente refletiu, sobretudo, à confiança dos agentes internos e externos na determinação do novo governo em manter o rigor econômico, inclusive com a implementação das reformas da previdência e tributária. Assim, o segundo trimestre de 2003 teve fim com o dólar cotado à média de R\$2,98/US\$1. No terceiro trimestre,

a exemplo dos dois trimestres anteriores, a taxa de câmbio continuou baixando, porém em um ritmo menos acentuado, sendo cotada à taxa média de R\$2,935/US\$1 no final desse período. Acredita-se que tal comportamento da taxa de câmbio esteve ligado principalmente ao fato de a conjuntura política brasileira ter passado a dominar a atenção do mercado em lugar dos resultados macroeconômicos, como a queda da inflação, que pautaram a avaliação positiva do País nos primeiros seis meses do governo Lula. A taxa de câmbio fechou o quarto trimestre de 2003 cotada a R\$2,90/US\$1, seguindo a tendência de apreciação ocorrida em todo o ano de 2003.

De acordo com relatórios do BACEN (2003), durante esse ano de 2003, a exceção do ocorrido no quarto trimestre, o saldo comercial trimestral não parece ter sido afetado significativamente pelo comportamento da taxa de câmbio do trimestre anterior, haja vista que, contrariando o esperado, o saldo comercial apresentou um movimento inverso ao da taxa de câmbio, ou seja, à depreciação do câmbio no quarto trimestre de 2002 correspondeu uma queda de 27,79% no saldo comercial do primeiro trimestre do ano seguinte, e à valorização da taxa de câmbio ocorrida nos dois primeiros trimestres de 2003, correspondeu um aumento do saldo comercial (de US\$3,805 bilhões no primeiro trimestre para US\$6,593 bilhões no segundo; e desse valor para US\$7,392 bilhões no terceiro). No quarto trimestre, o saldo comercial registrou queda de 5,25% em relação ao trimestre anterior, passando ao valor de US\$7,004 bilhões, seguindo a tendência apresentada pela média do trimestre anterior.

Ainda de acordo com o gráfico 3, ao longo do primeiro trimestre de 2004 a taxa de câmbio apresentou-se estável, sendo cotada a média de R\$2,90/US\$1, mesmo com o aumento da compra de divisas no mercado cambial pelo Banco Central, para pagamento da dívida externa e recomposição do nível de reservas internacionais. Já no segundo trimestre desse ano o dólar valorizou-se frente ao real em decorrência do risco-país, que subiu cerca de 400 pontos, indo para uma faixa entre 700 e 800 pontos, o que elevou a taxa de câmbio à cotação média de R\$3,04/US\$1 no final

desse período. No terceiro e quarto trimestres, a moeda brasileira apresentou uma expressiva apreciação, encerrando o terceiro trimestre à média de R\$2,97/US\$1 e o quarto trimestre à média de R\$2,78/US\$1. Isto parece estar associado aos fluxos positivos no mercado de câmbio, que podem ser explicados pela expressiva redução do risco país, e às incertezas quanto ao comportamento dos déficits fiscal e comercial dos Estados Unidos, que exerceram pressão negativa sobre o dólar.

Segundo relatórios do BACEN (2004), nesse ano de 2004 o balanço comercial registrou, no primeiro trimestre, uma queda de US\$879 milhões com relação ao trimestre anterior, encerrando esse período ao valor de US\$6,125 bilhões. Já no segundo trimestre, o saldo comercial encerrou o período ao valor de US\$8,862 bilhões, um aumento de 44,69% em relação ao trimestre anterior. No terceiro trimestre o saldo comercial encerrou o período ao valor de US\$10,066 bilhões, sinalizando um crescimento de 13,59% em relação ao trimestre anterior, apesar da apreciação do câmbio ocorrida no segundo trimestre; e no quarto trimestre registrou uma queda de US\$1,478 bilhões, encerrando o período ao valor de US\$8,588 bilhões, resultado esse que se deve a depreciação de 2,6% na taxa de câmbio do trimestre anterior.

No ano de 2005 dólar foi cotado a média de R\$2,66/US\$1 ao fim do primeiro trimestre, como mostra o gráfico 4, a seguir. Ao longo desse ano ele manteve o forte movimento de depreciação em relação à moeda brasileira, iniciado no quarto trimestre de 2001. Ao final do segundo trimestre, a taxa de câmbio já estava à média de R\$2,48/US\$1.

R14013674

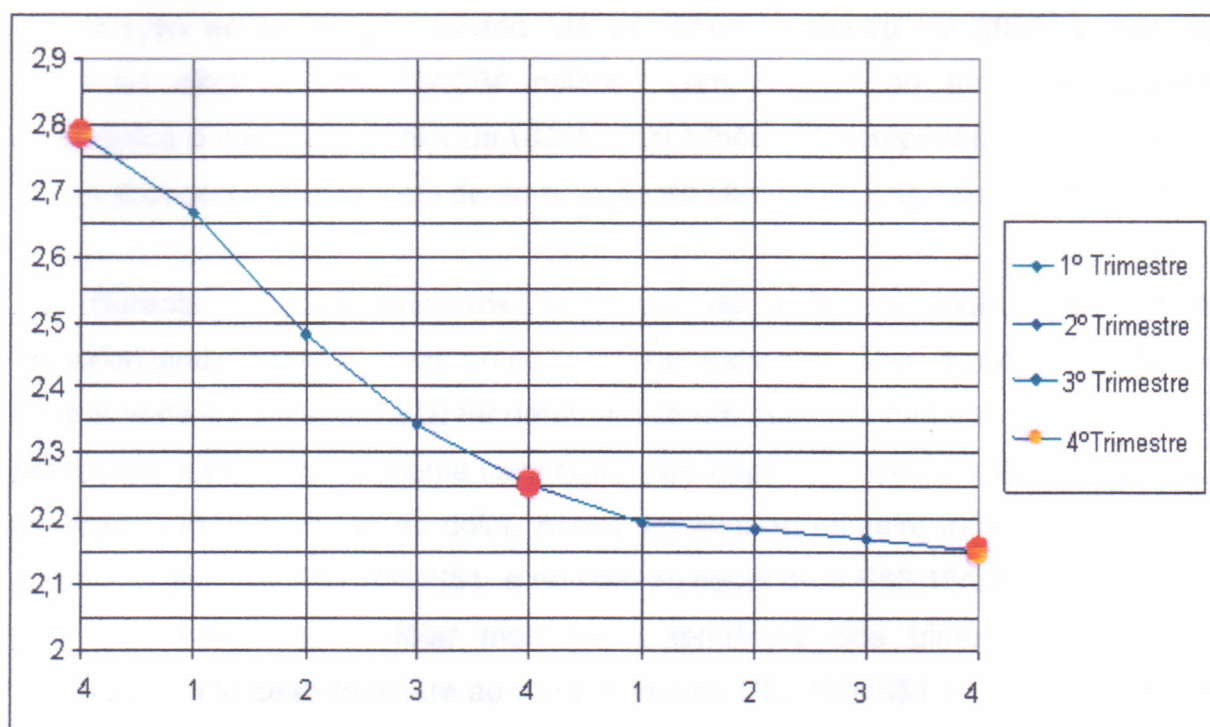


Gráfico 4 – Variação trimestral do Dólar em 2005 e 2006.
 Fonte: Elaborado pelo autor a partir de dados do Ipeadata.

No terceiro e quarto trimestres de 2005 a moeda brasileira seguiu a tendência dos trimestres passados, ou seja, de apreciação com relação ao dólar, encerrando o terceiro trimestre ao valor médio de R\$2,34/US\$1, e o quarto trimestre ao valor médio de R\$2,25/US\$1, como mostra o gráfico 4.

De acordo com relatórios do BACEN (2005), no primeiro trimestre deste ano de 2005, com a apreciação da taxa de câmbio, o balanço comercial encerrou ao valor de US\$8,300 bilhões, registrando uma queda de 3,35% em relação ao trimestre anterior, o que parece estar associado aos fluxos positivos no mercado de câmbio, que podem ser explicados pela expressiva redução do risco país. No segundo trimestre, mesmo com a depreciação da moeda estrangeira, o saldo comercial registrou o valor de US\$11,349 bilhões ao fim do período, um crescimento de US\$3,049 bilhões com relação ao trimestre anterior. No terceiro trimestre, o saldo comercial seguiu o exemplo do trimestre passado e continuou registrando altas, até atingir o valor de US\$12,974 bilhões, ou seja, um acréscimo de US\$1,625 bilhões

em relação ao trimestre passado. Já no último trimestre de 2005, o balanço comercial diminuiu em US\$894 milhões com relação ao trimestre passado, encerrando o período ao valor de US\$12,080 bilhões, desempenho este compatível com a já observada tendência de apreciação do câmbio ao longo do ano de 2005.

Durante os dois primeiros trimestres de 2006, o dólar continuou se desvalorizando frente ao real, como pode ser visto no gráfico 4, apesar do banco central norte-americano (FED) ter determinado um aumento na taxa básica de juros, porém não a um nível suficiente para atrair mais capitais externos a esse país, o que implicaria em valorização do dólar. Assim, no final do primeiro trimestre o dólar foi cotado à média de R\$2,20/US\$1, e no final do segundo a R\$2,18/US\$1. No terceiro e quarto trimestres, o dólar manteve a tendência dos trimestres anteriores, encerrando o terceiro trimestre ao valor médio de R\$2,17/US\$1 e o quarto trimestre ao valor médio de R\$2,15/US\$1. O BACEN aponta como causa principal da depreciação do dólar, nesses dois últimos trimestres, a flexibilização da exigência de cobertura cambial nas exportações, regra que obriga as empresas a trocarem, por reais, a moeda estrangeira recebida no exterior.

Com referência ao comportamento do balanço comercial no primeiro trimestre de 2006, segundo relatórios do BACEN (2006), o seu valor seguiu a tendência de queda do trimestre passado, encerrando o período com um decréscimo de US\$2,752 bilhões, ao valor de US\$9,328 bilhões. Já no segundo trimestre registrou um aumento de US\$877 milhões com relação ao trimestre anterior. No terceiro trimestre, o desempenho do balanço comercial melhorou com relação ao trimestre anterior, registrando um aumento de US\$4,477 bilhões no saldo comercial. No quarto trimestre, ao contrário dos dois últimos trimestres, o balanço comercial não apresentou movimento crescente, apresentando uma queda de US\$2,440 bilhões. Assim, encerrou o trimestre com um saldo comercial de US\$12,242 bilhões.

No ano de 2007, o recorde histórico atingido pelas reservas internacionais, o aumento da corrente de comércio, o fluxo recorde de divisas para o país, a melhoria dos indicadores de sustentabilidade, a eliminação da exposição da dívida pública

interna e externa vinculada à variação cambial, entre outros, criaram condições para que as principais agências internacionais de avaliação de risco elevassem as classificações de risco soberano, colocando o país a apenas um nível abaixo do grau de investimento. Assim, a economia brasileira proporcionou mais confiança aos investidores estrangeiros, que aumentaram os investimentos no país e, com isso, influenciaram intensamente as seguidas depreciações da moeda norte-americana.

Isso explica as sucessivas apreciações da taxa de câmbio durante todo o ano de 2007, como mostra o gráfico 5, a seguir. Nesse ano, ao fim do primeiro trimestre, a taxa de câmbio estava cotada à média de R\$2,11/US\$1; no segundo trimestre, à média de R\$1,98/US\$1; no terceiro trimestre, à média de R\$1,91/US\$1; e no quarto trimestre, á média de R\$1,78/US\$1.

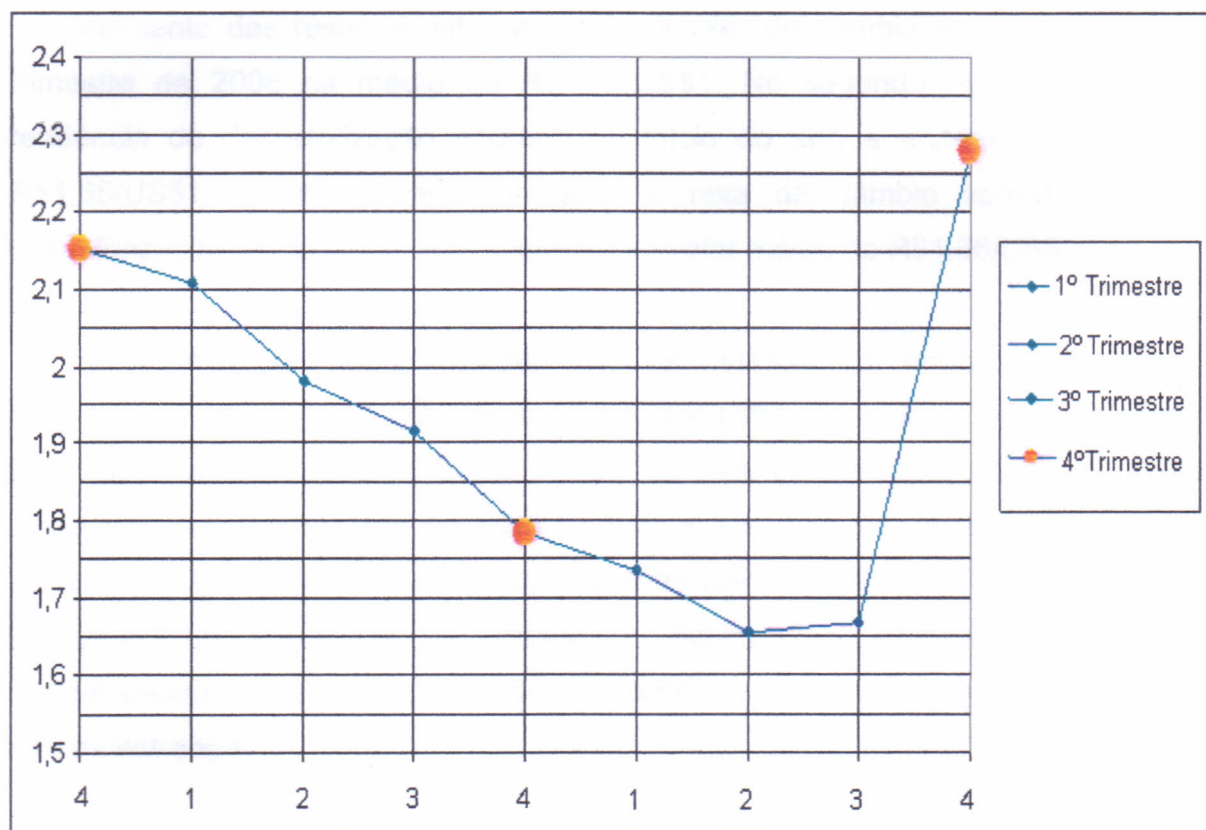


Gráfico 5 – Variação trimestral do Dólar em 2007 e 2008.
Fonte: Elaborado pelo autor a partir de dados do Ipeadata.

Nesse contexto, de acordo com relatórios do BACEN (2007), o saldo do balanço comercial caiu cerca de US\$3,514 bilhões no primeiro trimestre de 2007, em relação ao valor do trimestre anterior, passando a US\$8,728 bilhões. Já no segundo trimestre, o balanço comercial apresentou um crescimento de 35,85%, aumentando para US\$11,857 bilhões. No terceiro trimestre ele registrou queda de 12,63% com relação ao segundo trimestre, fechando esse período a US\$10,360 bilhões, e no quarto trimestre o saldo comercial continuou em queda, decrescendo 12,28% em comparação ao valor do terceiro trimestre, devido ao aumento da inflação, como especificado anteriormente.

O ano de 2008 marcou o início da crise financeira mundial. Nos três primeiros trimestres essa crise não foi tão profunda. Nesse período, a autoridade monetária manteve a estratégia de aquisição de divisas no mercado à vista, visando o fortalecimento das reservas internacionais. A taxa de câmbio encerrou o primeiro trimestre de 2008 na média de R\$1,73/US\$1. No segundo trimestre seguiu a tendência de desvalorização ocorrida no início do ano e encerrou à média de R\$1,65/US\$1. Já no terceiro trimestre, a taxa de câmbio sofreu uma leve desvalorização, encerrando esse trimestre ao valor médio de R\$1,66/US\$1.

Essa fase de desvalorização que se iniciou no terceiro trimestre foi intensamente acentuada durante o quarto trimestre, no qual a taxa de câmbio terminou cotada a média de R\$2,27/US\$1, ou seja, um aumento de 36,8%.. Nesse período, o aprofundamento da crise financeira e sua transmissão ao mercado de câmbio doméstico implicaram em significativas saídas líquidas do mercado cambial brasileiro e depreciação da taxa de câmbio. Assim, diante desse cenário, o banco central passou a atuar no mercado de câmbio como fornecedor de liquidez em moeda estrangeira.

Conforme relatórios do BACEN (2008), no primeiro trimestre de 2008, ano em que teve início a crise financeira mundial, o saldo do balanço comercial caiu significativamente, pois no trimestre precedente estava ao valor de US\$9,088 bilhões, e nesse trimestre caiu para US\$2,761 bilhões, queda de 69,62%. No

segundo trimestre, o valor do saldo comercial recuperou, quase que na totalidade, a perda do trimestre anterior e encerrou o período ao valor de US\$8,541 bilhões. Porém, nos dois últimos trimestres do ano, o balanço comercial registrou quedas de 2,17% e 38,03% no terceiro e quarto trimestres, respectivamente. No terceiro trimestre, apesar de uma alta de 15,9% no valor das exportações, o balanço comercial acabou caindo com relação ao trimestre anterior por causa do valor das importações, que aumentou em 19,45%. Já no quarto trimestre o valor tanto das exportações como o das importações acabaram sofrendo quedas de 21,81% e 19,20%, respectivamente. Com essas quedas, o saldo comercial foi de US\$5,178 bilhões, registrando-se uma redução de 38% com relação ao terceiro trimestre, devido também ao aumento da inflação no período considerado.

3. UMA REFLEXÃO SOBRE A POLÍTICA CAMBIAL DO BRASIL NO SISTEMA DE CÂMBIO FLUTUANTE

De acordo com publicação do banco central do Brasil (relatório anual 1999), em janeiro de 1999 o BACEN adotou o sistema de câmbio livre, iniciando uma fase em que a taxa de câmbio seria determinada pelas forças do mercado cambial. Passados dez anos, o Brasil continua com o sistema de flutuação livre, fato que não ocorria há mais de 50 anos. Contudo, embora as autoridades monetárias insistam em dizer que não fazem esforços para controlar o câmbio, pode-se afirmar que vigora, na verdade, um sistema de flutuação suja, em que o BACEN interfere no mercado cambial de forma a tentar direcionar os movimentos da taxa câmbio ou reduzir sua volatilidade.

Essa intervenção via mercado, por parte do BACEN, influencia o valor da taxa de câmbio e deve ser considerada quando se tenta explicar ou prever essa taxa. Caso contrário, ignorar as interferências do BACEN ou eventos que possam ter levado as autoridades monetárias a intervir de forma mais enérgica no mercado pode gerar um viés, levando a interpretações equivocadas e a erros de previsão acerca da taxa de câmbio.

No período em análise, que vai de janeiro de 1999 a dezembro de 2008, o BACEN se valeu de diversos instrumentos de intervenção cambial. De acordo com Garofalo Filho (2005 apud CASSUCE, 2008, p. 26), “após um período conturbado, com trocas de presidentes e denúncias de corrupção, Armínio Fraga assumiu a presidência do BACEN em março de 1999 e, juntamente com o governo, adotou um regime de livre flutuação com intervenções via mercado”. Para Novaes Filho e Oliveira (2004 apud CASSUCE, 2008, p. 26), “o período após a desvalorização de 1999 até dezembro de 2000 caracteriza-se por ter prevalecido intervenções no mercado à vista e intervenções através do controle da taxa de juros”. Nesse período cresceu a oferta de títulos públicos indexados à taxa de câmbio, como Notas do Tesouro Nacional (NTN-D) e Notas do Banco Central (NBC-E).

A partir de Janeiro de 2001, o BACEN avisou que não iria mais intervir no mercado de câmbio via compra e venda no mercado à vista, apesar de se valer da compra e venda de títulos públicos em menor escala (NTN-D), e passou a dar mais atenção à política de metas de inflação. Como em maio de 2000 a Lei Complementar 101 (Lei de Responsabilidade Fiscal) proibiu o BACEN de emitir Títulos a partir de maio de 2002, o estoque de NBC-E começou a cair, sendo que inicialmente foi compensado por um ligeiro aumento na oferta de NTN-D e, mais adiante, sendo substituído por swaps cambiais².

Nesse período, houve inúmeras altas nas cotações do dólar, com o propósito de testar a disposição do BACEN em deixar que o mercado determinasse a taxa de câmbio de equilíbrio. Junto a isso, a crise argentina em 2000, a crise energética no Brasil e o impacto na economia brasileira do ataque terrorista de 11 de setembro nos EUA, em 2001, também contribuíram para a alta do dólar. Assim, o dólar que estava cotado a R\$1,96 em dezembro de 2000, chegou a R\$2,85 em setembro de 2001.

Diante dessa situação, o BACEN, como mostram as informações constantes em seu endereço virtual, decidiu intervir no mercado de forma indireta e adotou algumas medidas como: reduzir a capacidade dos bancos de manter posição comprada em dólar, além de elevar a taxa de juros, aumentar papéis cambiais para hedge de investidores e atuar novamente no mercado à vista, vendendo dólares em maior proporção no segundo semestre de 2001, quando chegou a anunciar uma venda de US\$6 bilhões, através de operações diárias de US\$50 milhões. Isso provocou a queda do dólar para R\$2,30 em novembro de 2001 e certa estabilidade até maio de 2002.

No ano de 2002, com o fim das NBC-E, o BACEN passou a atuar no mercado de câmbio através de swaps cambiais, sendo que para adquirir um swap de câmbio era necessário comprar Letras Financeiras do Tesouro (LFT) em reais, no valor equivalente do swap de câmbio. A impossibilidade do BACEN de vender títulos indexados ao câmbio, deixando os swaps de câmbio como possibilidade de intervenção, gerou um excesso de LFT nas posições dos bancos, o que forçou sua desvalorização. Em maio de 2002, o BACEN obrigou os bancos a reconhecerem contabilmente o valor real das LFT e não o valor

² Swaps cambiais são operações realizadas pelo governo no mercado futuro.

nominal, como de costume, causando assim prejuízos nos chamados fundos DI³, já que estes eram lastreados pelas LFT. Houve então uma fuga dessa modalidade de investimentos para CDB e dólares. Com isso, a taxa de câmbio saiu de R\$2,25 em abril de 2002 para quase R\$4,00 em questão de semanas (GAROFALO FILHO, 2005 apud CASSUCE, 2008, p. 27).

O que contribuiu mais fortemente para essa alta da taxa de câmbio foi o processo eleitoral, pois havia uma enorme desconfiança no próximo governo quanto aos rumos da política econômica. Assim, o Brasil recorreu ao FMI, que prontamente disponibilizou US\$30 bilhões, sendo US\$3 bilhões em setembro de 2002, mais US\$ 3 bilhões em dezembro, e o restante caso o novo governo se compromettesse a manter as metas do acordo.

A idéia deu certo e a taxa de câmbio fechou o ano de 2002 em queda, a R\$3,50. De acordo ainda com o BACEN (relatório anual 2002), a manutenção da política econômica e o anúncio de que o governo não interviria no mercado colaborou para a rápida desvalorização do dólar. Assim, o governo, que precisava aumentar a demanda por dólar, usou de outros métodos que não a intervenção, como a diminuição do compulsório dos bancos, que deu a estes mais folga para comprar. Além disso, houve queda considerável da taxa de juros, porém esta ainda ficou entre as mais altas se comparada com a de países semelhantes ao Brasil, o que colaborou para que continuasse entrando recursos externos. Diante de tudo isso, a taxa de câmbio fechou o ano de 2003 a R\$2,80 por dólar.

De acordo com Souza (2005, apud RIBEIRO e OLIVEIRA, 2008, p. 36), “esse período de forte turbulência na economia brasileira trouxe de volta o risco de haver necessidade de recorrer ao câmbio como âncora, tendo em vista que o sistema de metas começou a ruir”. Entretanto, o Governo decidiu manter a flutuação e o regime de metas inflacionárias.

³ Fundos DI são fundos atrelados ao CDI (Certificado de Depósito Interbancário), e têm como objetivo acompanhar os juros de mercado.

Como em 2004 o cenário econômico repetiu a tendência do ano anterior, o dólar se depreciou fortemente em relação ao real. Em janeiro de 2004 o BACEN anunciou que voltaria a comprar dólares no mercado, porém, ao mesmo tempo, o órgão aprofundou a política de metas de inflação. Essa política de metas de inflação, ao manter a taxa de juros doméstica relativamente alta, colaborou ainda mais para a queda do dólar frente ao real, fazendo com que os produtos nacionais perdessem competitividade em relação aos estrangeiros, com reflexo negativo sobre o saldo comercial do país.

Nos três primeiros meses de 2005, o BACEN intensificou a compra de dólares e promoveu a intensificação dos Mercados de Câmbio de Taxas Flutuantes (MCTF), segmento de mercado no qual se enquadram as operações de compra e venda de câmbio à clientes, gastos com cartão de crédito no exterior, etc. O BACEN manteve a compra de dólares, argumentando que ele teria como principal objetivo a recomposição das reservas internacionais. Porém, esse tipo de intervenção não obteve sucesso no sentido de evitar a valorização da moeda, e a taxa de câmbio alcançou, em 2007, R\$1,96 por dólar.

No começo de 2008, com o início da crise financeira mundial, a autoridade monetária continuou a adquirir divisas no mercado à vista, com o intuito de alcançar o fortalecimento das reservas internacionais, que aumentaram de US\$37.652 milhões em janeiro de 2003, para US\$206.806 milhões em dezembro de 2008. Durante os dois primeiros trimestres desse ano, o real conseguiu certa valorização frente ao dólar. Já nos dois últimos trimestres, o real iniciou uma fase de desvalorização, sendo que essa depreciação foi mais acentuada no quarto trimestre, por conta do aprofundamento da crise financeira.

CONSIDERAÇÕES FINAIS

A partir de janeiro de 1999, quando o Brasil adotou o regime de câmbio flutuante, houve uma modificação da relação da taxa de câmbio com as demais variáveis macroeconômicas e isso fez com que o mercado fosse capaz de determinar o câmbio. De acordo com as análises feitas no capítulo 2 deste estudo, conclui-se que nos anos de 1999 a 2002 houve forte pressão por parte do mercado para a desvalorização da moeda brasileira, sendo que os períodos de maior pressão foram o início da adoção do regime de câmbio flutuante, mudança esta determinada basicamente pelas crises do México, Coréia e Rússia ocorridas na segunda metade dos anos 1990, as crises da Argentina e de energia em 2000 e 2001, respectivamente, e o período da eleição presidencial em 2002. Assim, diante dessa pressão, o governo interveio no mercado. Essa atitude tomada pelo governo pode ser classificada como eficiente, pois conseguiu amortecer as desvalorizações e atenuar a pressão sobre o câmbio nesse período.

Já nos anos de 2003 a 2008, a tendência de pressionar a taxa de câmbio para cima se inverteu, e o mercado passou a exercer uma pressão na direção de valorizar a moeda brasileira. Essa mudança de rumo foi eficiente em parte, pois ocasionou um aumento na entrada de capitais externos no país. No entanto, essa situação do câmbio não estava tão boa para a economia, o que levou o governo a intervir na taxa de câmbio, mas agora no sentido de tentar reduzir as valorizações provocadas pelas pressões do mercado, pois o que motiva os investimentos produtivos, tanto os destinados à produção voltada para exportação como os direcionados ao mercado doméstico é justamente uma taxa de câmbio menos valorizada.

Assim, de acordo com as análises das flutuações do câmbio no período em que prevaleceu o regime flutuante, conclui-se que esse regime é recomendável, principalmente, para países emergentes como o Brasil, pois torna a economia doméstica menos vulnerável a choques externos que podem comprometer

fortemente o nível das reservas internacionais do país. Todavia a volatilidade da taxa de câmbio desses países, que normalmente é maior do que em economias desenvolvidas, volatilidade esta que está atrelada à instabilidade dos fluxos de capitais que são direcionados para esses países, no regime flutuante torna a taxa de câmbio sujeita a flutuações selvagens de curto prazo, em virtude da entrada e saída de capitais especulativos, não tendo sempre relação significativa com os fluxos reais de comércio e de serviços. Isso, em geral, produz uma forte tensão na economia, na medida em que as necessidades reais de importações e de pagamentos de juros, dividendos e serviços requerem uma valorização do câmbio. Por outro lado, uma valorização prolongada pode inibir exportações, e a própria flutuação, em si, quando em ritmo muito forte, implica prejuízos aos exportadores e ao comércio exterior, pondo em risco a necessidade de geração de divisas a médio e longo prazo, para cobrir os compromissos externos do país.

Portanto, o risco resultante de fortes flutuações do câmbio não se resume a movimentos exacerbados de desvalorização da moeda doméstica, mas também a eventuais processos de apreciação excessiva que venham a criar um desequilíbrio grande nas transações correntes, ampliando o problema da vulnerabilidade externa.

Em suma, a flutuação cambial, embora tenha trazido margem de manobra para a política econômica no Brasil, não resolveu inteiramente o problema da vulnerabilidade externa da economia. E a persistência de uma elevada necessidade de financiamento externo faz com que a economia esteja exposta a choques financeiros que produzem desalinhamentos cambiais inassimiláveis sem distúrbios internos significativos, que ponham em risco o controle inflacionário e a estabilidade do balanço de pagamentos. É isto que faz com que o regime cambial brasileiro ora se aproxime da flutuação genuína, ora se afaste. Assim sendo, a criação de mecanismos eficazes que possam limitar a dimensão dos desalinhamentos cambiais ainda é um desafio a ser vencido para que se logre uma maior autonomia do crescimento doméstico em relação a crises externas.

Como resultado da análise desse período de 10 anos de câmbio flutuante, observa-se que o Brasil tem tido um sucesso significativo com esse regime cambial, tanto com relação ao saldo comercial, que cresceu em média US\$22,833 bilhões ao ano de 1999 até 2008, quanto ao PIB, que teve uma média de crescimento anual de 3,3% ao longo desse período.

Por fim, a natureza da taxa de câmbio sofre uma metamorfose quando se introduz o mercado financeiro no processo do equilíbrio externo. Antes, era um preço relativo que equilibrava os fluxos de bens e serviços transacionados no comércio internacional, e de oferta e procura de divisas gerados nesse processo. Agora, é o preço de um ativo financeiro que se ajusta instantaneamente à oferta e procura real ou virtual no mercado de câmbio à vista ou futuro, a depender do diferencial das taxas de juro internas e externas e da sofisticação dos mercados financeiros.

REFERÊNCIAS

ABEL, Andrew B.; BERNANKE, Bem S.; CROUSHORE, Dean. **Macroeconomia**. Tradução da 6ª edição americana, São Paulo: Pearson Education do Brasil, 2008.

ALBUQUERQUE, Virgilius de. **International lender of last resort: panacéia para as crises epidêmicas dos regimes financeiros internacionais?** 2000. Disponível em: <http://portal2.tcu.gov.br/portal/pls/portal/docs/769645.pdf>, acessado em 26/04/2010.

ASSIS, Milton de. **A origem das crises financeiras internacionais: fracos fundamentos ou puro contágio? uma análise empírica.** 2001. Disponível em: www.anpec.org.br/encontro2001/artigos/200103151.pdf, acessado em 11/06/2010.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Relatório de análise do mercado de câmbio**, <http://www.bcb.gov.br/?RELCAMBIO>, acessado em 30/10/2009.

_____. Boletim do Banco Central – **Relatório anual de 1998**, <http://www.bcb.gov.br/?BOLETIM1998>, publicado em 28/10/1999, acessado em 08/11/2009.

_____. Boletim do Banco Central – **Relatório anual de 1999**, <http://www.bcb.gov.br/?BOLETIM1999>, publicado em 13/09/2000, acessado em 08/11/2009.

_____. Boletim do Banco Central – **Relatório anual de 2000**, <http://www.bcb.gov.br/?BOLETIM2000>, publicado em 04/10/2001, acessado em 19/11/2009.

_____. Boletim do Banco Central – **Relatório anual de 2001**, <http://www.bcb.gov.br/?BOLETIM2001>, publicado em 03/09/2002, acessado em 20/11/2009.

_____. Boletim do Banco Central – **Relatório anual de 2002**, <http://www.bcb.gov.br/?BOLETIM2002>, publicado em 09/07/2003, acessado em 25/11/2009.

_____. Boletim do Banco Central – **Relatório anual de 2003**, <http://www.bcb.gov.br/?BOLETIM2003>, publicado em 10/05/2004, acessado em 25/11/2009.

_____. Boletim do Banco Central – **Relatório anual de 2004**, <http://www.bcb.gov.br/?BOLETIM2004>, publicado em 05/05/2005, acessado em 29/11/2009.

_____. Boletim do Banco Central – **Relatório anual de 2005**, <http://www.bcb.gov.br/?BOLETIM2005>, publicado em 28/04/2006, acessado em 05/12/2009.

_____. Boletim do Banco Central – **Relatório anual de 2006**, <http://www.bcb.gov.br/?BOLETIM2006>, publicado em 09/07/2007, acessado em 27/11/2009.

_____. Boletim do Banco Central – **Relatório anual de 2007**, <http://www.bcb.gov.br/?BOLETIM2007>, publicado em 08/07/2008, acessado em 15/12/2009.

_____. Boletim do Banco Central – **Relatório anual de 2008**, <http://www.bcb.gov.br/?BOLETIM2008>, publicado em 03/07/2009, acessado em 15/12/2009.

BRANCHIERI, Claudio Maximiliano. **Taxa de câmbio: um estudo sobre os determinantes, taxa de câmbio real e efetiva e crises cambiais.** 2002. Disponível em http://www1.capes.gov.br/estudos/dados/2002/42001013/028/2002_028_420010130_13P3_Teses.pdf, acessado em 23/04/2010.

BYRNS, Ralph T.; STONE, Gerald W. **Macroeconomia**. São Paulo: Makron Books, 1995.

CASSUCE, Francisco Carlos da Cunha. **O mercado de câmbio e a taxa de câmbio na economia brasileira: 1999 a 2007**. 2008. Disponível em: http://www.tede.ufv.br/tedesimplificado/tde_busca/arquivo.php?codArquivo=1328, acessado em 27/08/2009.

FERREIRA, Léo da Rocha. **Taxa de câmbio social e abertura comercial**. 2005. Disponível em: www.scielo.br/scielo.php?pid=S1413-80502005000400007&script=sci_arttext, acessado em 28/08/2009.

IPEADATA, Câmbio. <http://www.ipeadata.gov.br/ipeaweb.dll/ipeadata?279238281>, acessado em 29/10/2009.

KEYNES, John M. **A teoria geral do emprego, do juro e da moeda**. São Paulo: Nova Cultural, 1985.

MANKIW, N. Gregory. **Introdução à economia**. Tradução da 3ª edição Norte-Americana, São Paulo: Cengage Learning, 2005.

ROSENBAUM, Léo. **A legalidade das operações offshore**. 2006. Disponível em: <http://jus2.uol.com.br/doutrina/texto.asp?id=8507>, acessado em 25/11/2009.

RIBEIRO, Marcos da Fonseca; OLIVEIRA, Edson Ferreira de. **Os regimes de câmbio adotados pelo Brasil a partir do plano real**. 2008. Disponível em: <http://www.fieo.br/edifio/index.php/posgraduacao/article/view/305/392>, acessado em 18/11/2009.

SARAIVA, Marcelo Menezes. **Apostila complementar de economia**. 2009. Disponível em: http://www.fortium.com.br/faculdefortium.com.br/marcelo_menezes/material/Economia2.pdf, acessado em 22/11/2009.

STIGLITZ, Joseph E. **Introdução à economia**. Tradução da 3ª edição original. Rio de Janeiro: Campus, 2003.