



**UNIVERSIDADE FEDERAL DO CEARÁ – UFC  
CURSO DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ECONOMIA – CAEN  
MESTRADO PROFISSIONAL EM ECONOMIA – MPE**

**EMMANUEL NÓBREGA DE BRITO**

**OS EFEITOS DO CÂMBIO FLUTUANTE SOBRE A BALANÇA COMERCIAL NO  
PERÍODO DE 1999 A 2009**

**FORTALEZA  
2010**

**EMMANUEL NÓBREGA DE BRITO**

**OS EFEITOS DO CÂMBIO FLUTUANTE SOBRE A BALANÇA COMERCIAL NO  
PERÍODO DE 1999 A 2009**

Dissertação submetida à Coordenação do Curso de Pós-Graduação em Economia – Mestrado Profissional – da Universidade Federal do Ceará - UFC, como requisito parcial para a obtenção do grau de Mestre em Economia.

Orientador: Prof. Dr. Almir Bittencourt da Silva

**FORTALEZA  
2010**

**EMMANUEL NÓBREGA DE BRITO**

**OS EFEITOS DO CÂMBIO FLUTUANTE SOBRE A BALANÇA COMERCIAL NO  
PERÍODO DE 1999 A 2009**

Dissertação submetida à Coordenação do Curso de Pós-Graduação em Economia – Mestrado Profissional – da Universidade Federal do Ceará - UFC, como requisito parcial para a obtenção do grau de Mestre em Economia.

Data de Aprovação: **11 de março de 2010**

**BANCA EXAMINADORA**

---

Prof. Dr. Almir Bittencourt da Silva  
Orientador

---

Prof. LD. Francisco de Assis Soares  
Membro

---

Prof. Dr. Ronaldo de Albuquerque e Arraes  
Membro

Dedico este trabalho a minha esposa Najla e aos meus pais Mário e Madalena.

## **AGRADECIMENTOS**

Expresso os meus sinceros agradecimentos aos colegas de trabalho e amigos do curso, pelo inestimável apoio no desenvolvimento deste trabalho. Em especial ao meu diretor, Kelsen Alencar Figueiredo, que flexibilizou meu horário de trabalho para que eu pudesse concluir esta dissertação.

Agradeço ao Prof. Almir Bittencourt da Silva pela orientação segura, paciente, competente e dedicada.

Um especial agradecimento à minha esposa Najla, pela colaboração, paciência, compreensão e amor, que me guiaram nesta caminhada e em muitos outros desafios, até que esta dissertação chegasse ao fim.

E, finalizando, agradeço aos professores: Ronaldo Arraes e Francisco de Assis pelas valiosas contribuições.

## RESUMO

Esta dissertação tem como objetivo principal analisar os efeitos do câmbio flutuante sobre a balança comercial brasileira no período de 1999 à 2009, período em que iniciou o regime de câmbio flutuante, verificando quais os determinantes macroeconômicos tiveram maior impacto sobre os resultados comerciais no período. Vários acontecimentos que causaram impactos na política cambial brasileira serão estudados, tais como: Mudança de regime cambial em 1999, eleições presidenciais em 2002, crise financeira nos Estados Unidos em 2008, dentre outros. Por fim será feito uma análise dos coeficientes de variação no câmbio, nas exportações e nas importações. Através dos autores, Pimentel Gomes (2000) e Garcia (1989), será possível fazer uma classificação quanto ao nível de precisão dos coeficientes.

**Palavras-chave:** Política Cambial. Balança Comercial. Reservas Internacionais.

## **ABSTRACT**

This work aims at investigating the effects of floating exchange rates on the Brazilian trade balance from 1999 to 2009, a period that began floating exchange rate regime, establishing the macroeconomic determinants that had the greatest impact on business outcomes in the period. Several events that have caused impacts on the Brazilian exchange rate policy will be studied, such as: change of exchange rate regime in 1999 presidential elections in 2002, the financial crisis in the United States in 2008, among others. Finally it will make an analysis of the coefficients of variation in exchange rates, exports and imports. Based on the authors, Pimentel Gomes (2000) and Garcia (1989), you can make a classification on the level of precision of coefficients.

**Keywords:** Exchange Rate Policy. Trade Balance. International Reserves.

## LISTA DE GRÁFICOS

GRÁFICO 1 - Intervenções do Banco Central 1999-2009.....	25
GRÁFICO 2 - Taxa de Câmbio Nominal no período de 1999-2009.....	29
GRÁFICO 3 - Reservas Internacionais .....	30
GRÁFICO 4 - Reservas Internacionais em bilhões de dólares – Ranking Mundial até set/2009.....	31
GRÁFICO 5 - Exportações de Bens em US\$ bilhões.....	32
GRÁFICO 6 - Importações de Bens em US\$ bilhões.....	33
GRÁFICO 7 - Balança Comercial (FOB) em US\$ bilhões.....	33
GRÁFICO 8 - Corrente de Comércio em US\$ bilhões.....	34
GRÁFICO 9 - Taxa Selic.....	36
GRÁFICO 10 - Taxa de Câmbio / Exportações.....	37
GRÁFICO 11 - Taxa de Câmbio / Importações.....	38
GRÁFICO 12 - Taxa de Câmbio / Balança Comercial.....	39
GRÁFICO 13 - Exportações por setor.....	40
GRÁFICO 14 - Taxa de Câmbio / Reservas Cambiais.....	42
GRÁFICO 15 - Coeficiente de variação da Taxa de Câmbio.....	44
GRÁFICO 16 - Coeficiente de variação das Exportações.....	46
GRÁFICO 17 - Coeficiente de variação das Importações.....	47

## LISTA DE TABELAS

TABELA 1 - Desvio padrão, Média e CV do Câmbio.....	45
TABELA 2 - Coeficiente de variação de países em desenvolvimento e países desenvolvidos.....	45
TABELA 3 - Desvio padrão, Média e CV das Exportações.....	46
TABELA 4 - Desvio padrão, Média e CV das Importações.....	47

## SUMÁRIO

<b>INTRODUÇÃO</b> .....	10
<b>1 REVISÃO DA LITERATURA</b> .....	14
<b>1.1 Taxa de Câmbio</b> .....	14
<b>1.2 Taxa de Câmbio Nominal</b> .....	14
<b>1.3 Taxa de Câmbio Real e Paridade do Poder de Compra</b> .....	15
<b>1.4 Regimes Cambiais</b> .....	16
1.4.1 Regime de Câmbio Fixo.....	17
1.4.2 Regime de Câmbio Flutuante.....	17
<b>1.5 O Efeito Transferências</b> .....	18
<b>1.6 Ataques Especulativos e Crises Cambiais no Brasil</b> .....	20
<b>2 A POLÍTICA CAMBIAL BRASILEIRA</b> .....	24
<b>2.1 Mudança de Regime Cambial</b> .....	24
<b>2.2 Intervenções do Banco Central</b> .....	24
<b>2.3 Taxa de Câmbio Nominal</b> .....	28
<b>2.4 Reservas Internacionais</b> .....	30
<b>2.5 Balança Comercial</b> .....	32
<b>2.6 Taxa Selic</b> .....	35
<b>3 OS EFEITOS DO CÂMBIO FLUTUANTE SOBRE A BALANÇA COMERCIAL</b> .....	37
<b>3.1 Taxa de Câmbio / Exportações</b> .....	37
<b>3.2 Taxa de Câmbio / Importações</b> .....	38
<b>3.3 Taxa de Câmbio / Balança Comercial</b> .....	39
<b>3.4 Exportações por Setor</b> .....	40
<b>3.5 Taxa de Câmbio / Reservas Cambiais</b> .....	42
<b>3.6 Coeficiente de Variação da Taxa de Câmbio</b> .....	43
<b>4 CONCLUSÃO</b> .....	49
<b>REFERÊNCIAS</b> .....	51

## INTRODUÇÃO

Essa dissertação tem por objetivo principal fazer uma análise do comportamento da taxa de câmbio nos período de 1999 a 2009, relacionando com os resultados obtidos na balança comercial. O intuito é verificar até que ponto a política cambial brasileira afeta os resultados da balança comercial no período acima.

Após os anos noventa, quando o Brasil consolidou sua posição como importante receptor do investimento direto estrangeiro, o país passou a ser uma ótima opção para os investidores, porém com a mudança do regime cambial em 1999, que passou a ser flutuante, o câmbio sofreu seguidas desvalorizações até o final de 2002. Essas desvalorizações contribuíram para a diminuição dos influxos de investimento direto estrangeiro no período acima. Em 2003, a economia apresentou sinais de estabilização, o câmbio começou a valorizar, as reservas internacionais elevaram-se e os investidores passaram a investir mais no país.

A política cambial é um instrumento muito importante para a economia. O grande desafio para economias emergentes é controlar a volatilidade cambial. Se o câmbio se encontra sobrevalorizado, o mercado interno poderá ser seriamente prejudicado com o ingresso de produtos importados, resultando na queda dos preços internos e até na perda de mercado devido a elevada competitividade dos produtos importados.

Como ponto positivo da sobrevalorização, observa-se uma diminuição da taxa de inflação, com as mudanças nos preços de bens e serviços transacionáveis com o exterior e ingressos de bens domésticos importados. Outro ponto positivo é a tendência à modernização das empresas nacionais, visando à concorrência com os produtos importados. Máquinas e tecnologias podem ser importadas, viabilizando a produção a custos mais acessíveis.

Quando o câmbio se encontra desvalorizado, as exportações podem crescer, podendo causar um aumento nos preços internos e, assim, inflação, pois aumenta a parcela da produção nacional que é exportada, desfalcando o mercado interno, ou seja, diminuindo a oferta dos produtos. Nessa situação, para evitar o agravamento da desvalorização cambial, o Banco Central usa as reservas cambiais, ou seja, vende dólares no mercado para manter a

cotação da moeda estrangeira. Porém, essa “valorização” é momentânea, e dependendo da disponibilidade das reservas cambiais do país, poderá haver uma nova elevação do dólar.

Na verdade, não há consenso com relação à taxa de câmbio ideal. O Brasil já adotou regimes cambiais como o fixo e o flutuante. Vamos estudar o comportamento do câmbio brasileiro no período de 1999 a 2009, período do regime de câmbio flutuante.

No início de 1999, com as mudanças ocorridas no regime cambial, quando se passou do câmbio quase fixo para o câmbio flutuante, houve uma grande desvalorização da moeda brasileira (o Real). No entanto, não houve aumento nas exportações como se esperava devido à forte desaceleração econômica sofrida pelo mercado internacional em decorrência das sucessivas crises nos países emergentes. De acordo com Mankiw:

Observa-se que a desvalorização cambial só traz efeito positivo sobre as exportações quando o mercado internacional (preços internacionais) está aquecido, pois neste caso a soma da elasticidade da demanda por exportação será inferior, uma vez que para explicar o comportamento das exportações o efeito renda é mais expressivo que a política cambial. (MANKIW, 1999).

Por um lado, a economia brasileira busca uma política cambial que reduza sua vulnerabilidade a crises externas. Por outro, essa política não deve prejudicar as exportações, pois é necessário o equilíbrio do Balanço de Pagamentos. Uma política cambial, que visa a atração de capital estrangeiro, pode se tornar volátil em situações de crises externas, pois a saída desse capital poderia acontecer em consequência dessa crise.

Antes da adoção do câmbio flutuante em 1999, observou-se uma série de causas que impactaram a economia dos países emergentes, impossibilitando a “flutuação” do câmbio. Como exemplos podem ser citados as crises: do México (1994), da Ásia (1997), da Rússia (1998) e do Brasil (1999). Segundo Nóbrega (2005, p. 67) “muitos países atraíram capitais em excesso em decorrência de taxas cambiais valorizadas ou usaram o câmbio fixo como âncora para vencer a inflação, e por isso, ficaram vulneráveis a súbitos estancamentos dos fluxos de capital”.

Após essas crises cambiais e políticas ocorridas nas economias emergentes, o Brasil optou pelo câmbio flutuante, visto que os níveis de reservas cambiais não permitiram

mais a manutenção do câmbio fixo. Em janeiro de 1999 as reservas totalizaram pouco mais de 30 bilhões de dólares.

Já, a partir de 2003, quando o Banco Central começou a comprar moeda estrangeira, o Real começou a valorizar-se, daí em diante o país passou a acumular reservas a níveis nunca vistos. Em fevereiro de 2007 as reservas passaram de 100 bilhões de dólares, em junho de 2008 elas chegaram em 200 bilhões de dólares. Mesmo com a crise financeira iniciada com o fechamento do banco americano de investimentos Lehman Brothers em setembro de 2008, a moeda brasileira não sofreu grandes impactos, foi preciso algumas intervenções do Banco Central, mas não afetou suas reservas, que já ultrapassavam os duzentos bilhões de dólares.

Diante do quadro evidenciado e tendo em vista a necessidade de se manter um câmbio que estimule as exportações sem gerar inflação, o presente trabalho pretende atingir os seguintes objetivos: fazer uma revisão bibliográfica a respeito das teorias que explicam o comportamento do câmbio; fazer um estudo detalhado de como se comportou o câmbio e a balança comercial no período de 1999-2009, analisando as causas que determinaram o fim do regime de câmbio fixo e seu impacto sobre a economia.

Revela-se, assim, a importância deste estudo para o debate acadêmico, pois aí se encontra um poderoso instrumento de controle da política econômica que o profissional deve conhecer, especialmente, num país classificado como emergente, e com o câmbio sujeito a tantas especulações externas como as decorrentes do contágio de crises em países em desenvolvimento. Como exemplo pode-se citar a crise econômica e política que houve em 2001 na Argentina.

Dividida em três capítulos, esse estudo se concentrará no caso brasileiro, especificamente no início de 1999, início do regime de câmbio flutuante.

O capítulo 1, de revisão bibliográfica, trata da taxa de câmbio e determinantes. Primeiramente, aborda-se o conceito de taxa de câmbio, taxa de câmbio nominal e real. Em seguida têm-se os regimes cambiais fixo e flutuante. Por fim, têm-se alguns modelos de determinação do câmbio, destaca-se; o efeito transferências, Obstfeld e Rogoff (1996), e os ataques especulativos evidenciado pelas crises cambiais, Farhi (2001).

O capítulo 2, “A política cambial brasileira” salientando os acontecimentos importantes entre 1999 e 2009. Desde a mudança do regime de câmbio fixo para flutuante à crise financeira dos Estados Unidos.

O último capítulo disserta sobre os principais efeitos da variação cambial sobre a balança comercial, serão apresentados vários gráficos evidenciando os principais acontecimentos no período em questão. E por fim será feito uma análise do coeficiente de variação na série da taxa de câmbio, exportações e importações.

A presente dissertação foi elaborada com base na pesquisa bibliográfica, utilizando-se de uma abordagem interpretativa sobre OS EFEITOS DO CÂMBIO FLUTUANTE SOBRE A BALANÇA COMERCIAL NO PERÍODO DE 1999 A 2009.

# **1 REVISÃO DA LITERATURA**

## **1.1 Taxa de Câmbio**

A taxa de câmbio é determinada no mercado de câmbio, um mercado onde é negociada a compra e a venda de moeda envolvendo o mundo inteiro, sendo dividido em mercado à vista ou a termo. No mercado à vista, as moedas são negociadas no ato, a preço determinado, enquanto no mercado a termo, o preço é fixado para entrega futura. Esse mercado evita riscos, garantindo a cotação em data determinada. Porém os especuladores aproveitam esse mercado para obter lucro com operação cambial, apesar de ser arriscado.

## **1.2 Taxa de Câmbio Nominal**

A taxa de câmbio nominal é a relação que expressa o preço de uma unidade de moeda nacional à moeda estrangeira ou vice-versa. Assim pode-se dizer que a taxa nominal de câmbio entre a moeda nacional e o Dólar é R\$1,78 por unidade de dólar ou US\$ 0,5618 por unidade de moeda nacional.

As taxas de câmbio entre as diversas moedas variam a todo instante. Essas variações são denominadas de valorização e desvalorização. A valorização de uma moeda doméstica é o aumento do seu preço em relação à outra estrangeira, ou seja, quando uma moeda está valorizando-se em relação à outra, ela apresenta uma diminuição de sua taxa. Já desvalorização é o contrário, significa que o preço da moeda nacional está caindo, e sua taxa aumenta.

### 1.3 Taxa de Câmbio Real e Paridade do Poder de Compra

A taxa de câmbio real é a relação entre a taxa de câmbio entre dois países e a relação entre os seus níveis de preços. “A PPC define a taxa de câmbio nominal entre dois países em função da diferença entre a inflação desses países e a taxa de câmbio real estabelecida, é dada por:” (MARINHO, 2003, p.26)

$$TCr = TCn \cdot P^*/P$$

onde:

TCr é a taxa real de câmbio;

TCn é a taxa nominal; e

P\*/P razão entre os preços estrangeiros e domésticos respectivamente.

Verifica-se que a taxa nominal de câmbio entre os dois países varia de acordo com os seus respectivos preços relativos, resultando num equilíbrio entre elas no longo prazo. Porém, as diferenças nas taxas de inflação resultam em uma imprecisão na equação entre as taxas de câmbio, tornando a paridade duvidosa para prazos mais longos. As atualizações de curto prazo das inflações envolvidas dão uma segurança maior na correção, mas não garantem uma paridade no longo prazo, porque fatores como ganhos de tecnologia e produtividade alteram a relação de preços relativos.

De acordo com a teoria da paridade do poder de compra (PPC), os níveis de preços nacionais seriam iguais quando mensurados em uma mesma moeda. Isso ocorreria devido à arbitragem internacional de bens, sob as hipóteses de ausência de custos de transação e de barreiras ao comércio internacional, e considerando-se informação perfeita e homogeneidade de bens. Entretanto, a não observação das hipóteses que fundamentam a teoria provoca importantes desvios da PPC ao menos no curto prazo. (SILVEIRA, 2004).

A PPC é necessária porque a comparação dos produtos internos brutos em uma moeda comum não descreve com precisão as diferenças em evolução material. A diferença nos preços de alimentos, como por exemplo, pode ser maior do que a dos preços de habitação ou de lazer. Isso varia de país para país, não podendo ser levado em consideração de maneira constante para comparar preços em diferentes países.

Nas nações que não adotaram a livre flutuação cambial, a PPC foi amplamente utilizada como critério de ajustamento das taxas de câmbio em que as desvalorizações cambiais deveriam considerar a diferença entre a inflação doméstica e a internacional. (MARINHO, 2003, p. 27).

Para se calcular de forma eficiente o poder de compra da moeda de dois países, é necessário o envolvimento de um número razoável de fatores de comparação, tendo em vista que os bens e serviços variam de país para país. Entende-se como fatores de comparação, as diferenças existentes entre as nações referentes ao custo de vida, alimentação, habitação, etc. Todos esses fatores são determinante na obtenção da paridade. A razão desses preços multiplicados à taxa de câmbio nominal resulta na taxa de câmbio real. De acordo com Rissato,

A Teoria Paridade do Poder de Compra (PPC) fundamenta-se na idéia de que qualquer mercadoria, num mercado integrado, deve apresentar um único preço, assumindo que uma moeda deve possuir o mesmo poder aquisitivo em todos os países, desde que se verifique o processo de arbitragem internacional. (...) Apesar das limitações da PPC como critério de análise para o comportamento da taxa de câmbio real de curto e médio prazo, em função da ocorrência de desvios/violações das mesmas, no longo prazo existe uma tendência favorável a sua validade, tornando o seu uso ainda mais consistente. ([www.unioeste.br](http://www.unioeste.br), Acesso em 20/09/2009).

Ou seja, a PPC defende que em um ambiente global, toda e qualquer mercadoria deverá ter o mesmo valor, desde que a moeda assuma o mesmo poder de compra em todos os países envolvidos nesse ambiente.

#### **1.4 Regimes Cambiais**

Os formuladores de política econômica devem escolher qual o melhor regime cambial que atende aos seus objetivos e suas políticas. Esses regimes podem ser fixos ou flutuantes e dependem das condições macroeconômicas dos países que os adotam.

#### 1.4.1 Regime de Câmbio Fixo

No regime de câmbio fixo, a autoridade monetária (Banco Central) estabelece o preço da moeda estrangeira, comprometendo-se a vender estas divisas ao nível de preços previamente estabelecidos. O Banco Central intervém comprando e vendendo a moeda estrangeira para controlar o excesso de demanda e absorver o excesso de oferta. Pode haver uma flutuação dentro de limites máximos e mínimos, esse sistema é conhecido como bandas cambiais.

Obstfeld (1995) discute as profundas dificuldades de manter taxas de câmbio fixas em um mundo da expansão dos mercados mundiais de capitais. Ao contrário da sabedoria popular, de países industrializados, as autoridades monetárias facilmente usam os recursos para defender as paridades cambiais contra praticamente qualquer ataque especulativo. Mas se o seu compromisso de utilizar esses recursos não tem credibilidade com os mercados, os custos para a economia de defender uma taxa de câmbio fixa podem ser muito elevados.

O objetivo de se manter o câmbio fixo é o de evitar grandes oscilações na taxa de câmbio, e também de manter o controle inflacionário, uma vez que o sistema de preços é garantido pelo câmbio. Porém, a permanência do câmbio fixo só é possível quando as reservas cambiais estiverem em um bom nível.

#### 1.4.2 Regime de Câmbio Flutuante

No regime de câmbio flutuante, quem determina a taxa de câmbio é o mercado, oscilações na oferta e na demanda de domicílios, empresas e instituições financeiras que compram e vendem bens, serviços e ativos. Uma valorização do real em relação ao dólar, tudo mais constante, tornará os preços dos produtos brasileiros mais caros em relação ao americano, reduzindo a demanda por produtos brasileiros. Essa valorização fará com que o Brasil aumente suas importações para os Estados Unidos e diminua suas exportações, aumentando a demanda por dólares e diminuindo a demanda pelo real. Já em momentos de crises, o real tende a desvalorizar-se, devido a desconfiança dos investidores, a moeda

americana passa a ser mais procurada, pois proporciona uma maior segurança. Esse crescimento na demanda por dólares americanos desvaloriza as demais moedas. Com exemplo pode-se citar a crise financeira nos Estados Unidos em setembro de 2008. Apesar de a crise ter acontecido nos Estados Unidos, sua moeda ainda passou a ser a mais valorizada.

Segundo Prates (2008), do ponto de vista legal, conforme o Comunicado n. 6.565, as intervenções oficiais no mercado cambial teriam um caráter ocasional, sugerindo a vigência de um regime de flutuação cambial que se aproximaria da “flutuação limpa”. Na prática parece predominar uma política cambial de flutuação suja, assim como os demais países periféricos no contexto pós-crise. Ademais, a política cambial não perseguiu os mesmos objetivos e metas desde a sua adoção e não se restringiu às intervenções no mercado de câmbio à vista, mas envolveu um leque mais amplo de instrumentos.

### **1.5 O Efeito Transferências**

A relação entre taxa de câmbio real e transferências de renda internacionais deu origem a um debate mencionado por Obstfeld e Rogoff (1996), entre Keynes e Ohlin, no final dos anos 20, sobre os impactos das reparações de guerra da Alemanha, após a primeira guerra mundial. A crise da dívida externa dos países emergentes nos anos 80, as crises financeiras nos anos 90 e o crescente passivo externo dos Estados Unidos reacenderam o interesse pelo tema. A hipótese básica do efeito transferências é de que países com passivo externo líquido tendem a ter uma taxa de câmbio real mais desvalorizada que os países com crédito externo.

Keynes argumentava, conforme Obstfeld e Rogoff (1996), “que países com grande passivo externo líquido precisam ter superávits comerciais para cobrir as transferências de renda ao exterior, e a obtenção desses superávits exige uma taxa de câmbio real mais depreciada”.

Mantendo-se o câmbio mais depreciado, espera-se obter um aumento nas exportações, gerando superávits necessários ao cumprimento das obrigações externas, como juros de empréstimos, etc.

Em modelos de otimização intertemporal, em que os agentes econômicos maximizam seus benefícios em um horizonte de tempo infinito, o efeito transferências pode ocorrer na presença de preferência pelos comercializáveis nacionais ou por meio do impacto do efeito riqueza gerado pelas transferências ou recebimentos de renda do exterior sobre a oferta de trabalho ou sobre a demanda por bens e serviços não comercializáveis.

Alguns modelos teóricos salientam o efeito riqueza gerado pelas transferências de renda ao exterior. Obstfeld e Rogoff (1995) consideram que as transferências de renda ao exterior geram uma redução da riqueza doméstica, ocasionando um aumento da oferta de trabalho e conseqüentemente de bens exportáveis, afetando negativamente os termos de troca e gerando, assim, a desvalorização cambial. Obstfeld e Rogoff (1996) afirmam que os recebimentos de transferências do exterior geram um aumento dos gastos nos bens não comercializáveis, esse aumento da demanda, dado o nível de produtividade da economia, gera deslocamento da mão de obra para o setor produtor de bens não comercializáveis e conseqüente declínio do setor exportador desses países. A redução da oferta de bens exportáveis gera uma melhora dos termos de troca e assim a valorização cambial.

Lane e Milesi-Ferreti (2001) consideram que o efeito transferências ocorre devido aos ajustes da balança comercial exigidos pelas transferências de renda ao exterior, retomando assim a linha de argumentação defendida por Keynes. O país que transfere renda ao exterior precisa de superávits na balança comercial para cobrir essas transferências. A obtenção desses superávits, dada a produtividade em relação ao exterior do setor produtor de bens comercializáveis, exige redução da demanda interna para gerar excedentes exportáveis. Essa redução da demanda interna gera um efeito renda negativo, que afeta a oferta de trabalho e a demanda pelos bens não comercializáveis. O aumento da oferta de trabalho força a redução dos salários em relação aos praticados no exterior e isso torna os produtos nacionais mais competitivos, possibilitando os superávits na balança comercial. A redução dos salários e da demanda implica a redução dos preços dos bens não comercializáveis. Essa redução dos preços, medidos na moeda internacional, significa uma desvalorização real do câmbio. Nos países que recebem renda do exterior ocorre o inverso: maior demanda interna, efeito renda positivo, redução da oferta de trabalho, maiores salários, déficits comerciais, maiores preços de bens e serviços não comercializáveis, taxa de câmbio valorizada.

## 1.6 Ataques Especulativos e Crises Cambiais no Brasil

A intensificação da circulação de capitais no início dos anos 1990 na economia mundial trouxe boas perspectivas para as economias emergentes, uma vez que o ingresso de capitais dos investidores fortalece essas economias. No entanto, com a crise do México (1994/95) houve a inevitável saída de capitais, fruto dos ataques especulativos as moedas das economias emergentes. Segundo Farhi (2001):

A liberalização de circulação de capitais intensificou sobremaneira os fluxos financeiros internacionais. No início dos anos 1990, alguns apontavam o caráter benéfico desses fluxos que se dirigiam para as economias periféricas. Mas já a partir da metade da década, a crise do México evidenciava o potencial devastador das intensas fugas de capitais que configuravam ataques especulativos contra as moedas das economias recipientes, agravando suas fortes restrições externas.

Com relação à crise do México, o ataque especulativo à moeda de uma economia emergente pode ser causado pela insegurança dos investidores na possível mudança no regime cambial, quando é mantido o câmbio fixo ou, por meio da “flutuação suja”. Os agentes prevêem a desvalorização dessa moeda devido a fatores externos como a citada crise e/ou aumento nas taxas de juros de economias mais fortes, ou fatores internos como a impossibilidade de manter-se o câmbio com reservas diminuídas. Segundo Farhi (2001):

Ataques especulativos contra moedas já ocorriam sem que esses fatores estivessem presentes. Entretanto, sua dinâmica era ditada pela capacidade dos agentes nacionais de disporem de dinheiro à vista – oriundo de capitais próprios ou resultante de operações de captação de recursos ou empréstimos – e dos estrangeiros de tomarem emprestada a moeda sob ataque para transformá-la em divisas. Os agentes que detinham posições com risco cambial procuravam cobri-lo dessa forma; os especuladores esperavam, posteriormente, reembolsar o crédito trocando suas divisas a uma taxa de câmbio mais elevada, de forma a realizar lucros. Esse mecanismo, eficaz do ponto de vista de grandes empresas ou de grandes especuladores, continua sendo bastante utilizado. Entretanto, ele costuma ser próprio de agentes com elevada capacidade financeira e acesso fácil a vultosos créditos bancários.

Com o nível de reservas reduzido, o câmbio do país fica muito susceptível a desvalorizações e a ataques especulativos, pois o governo não terá moeda estrangeira suficiente para vender e evitar a desvalorização cambial.

Mesmo com a ausência de fatores como crises cambiais e/ou políticas, os ataques especulativos a moedas podem ainda existir devido ao baixo nível de liquidez e difícil acesso a créditos bancários das nações alvo desses ataques.

Há vários modelos de ataques especulativos a economias que preocupadas com suas reservas internacionais adotaram políticas cambiais agressivas. Segundo Miranda (2001), “os critérios de identificação de ataques especulativos seriam: (a) desvalorização cambial discreta e acentuada; (b) grande perda de reservas internacionais; (c) mudança de regime cambial.”

A desvalorização cambial discreta e acentuada é fruto da incapacidade de manutenção de um câmbio sobrevalorizado lastreado em reservas internacionais, uma vez que o país não dispõe de reservas para poder manter o câmbio, que tende a se desvalorizar pela não atuação do banco central.

Com relação à perda de reservas internacionais, esta é resultante da venda de moeda estrangeira para se manter o câmbio sobrevalorizado, como uma tentativa do governo em manter o câmbio estável, visando a permanência dos investidores. Caso o câmbio venha sofrer bruscas desvalorizações, os investidores certamente anteciparão sua saída desse mercado, temendo uma desvalorização maior que o retorno previsto nos seus investimentos. Segundo Miranda (2001):

A teoria econômica a respeito de ataques especulativos e crises cambiais têm observado expansão acelerada. Pelo menos quatro hipóteses de fatores causais preponderantes podem ser identificadas na literatura: (a) fundamentos macroeconômicos; (b) equilíbrio múltiplo; (c) contágio; (d) vulnerabilidade financeira. Por vezes, essas hipóteses são competidoras, por vezes, complementares.

Esses critérios são sinalizadores para a economia de um país, que um investidor consulta para decidir a permanência ou ingresso de seus recursos. Segundo Miranda (2001):

Modelos de crises cambiais baseados em fundamentos macroeconômicos, conhecidos por modelos de primeira geração, originaram-se a partir do artigo de Krugman (1979). O autor apresenta um modelo no qual o déficit fiscal é financiado por emissão de moeda que, sob regime de câmbio fixo, implica redução das reservas internacionais. Agentes privados, nacionais e estrangeiros, prevendo o esgotamento dessas reservas e a subsequente desvalorização da taxa de câmbio, trocam moeda nacional por moeda estrangeira e precipitam o fim do regime de câmbio fixo. O modelo de crise cambial baseado em fundamentos macroeconômicos defende que a emissão de moeda financia o déficit fiscal que, sob regime de câmbio fixo, resulta na

redução de reservas internacionais e na fuga dos investidores, pois eles prevêm a diminuição dessas reservas e a conseqüente desvalorização da taxa de câmbio.

Com a emissão de moeda para financiar o déficit fiscal, a inflação tende a subir com o aumento da circulação de moeda. Porém, o governo intervém no câmbio se desfazendo de reservas para frear sua desvalorização e conseqüentemente a inflação. Diante deste quadro, a confiança dos investidores é abalada, causando uma saída antecipada. Segundo Miranda (2001):

A possibilidade de equilíbrio múltiplo surge nessa circunstância, na qual os participantes do mercado, apesar de não questionarem a compatibilidade da política econômica de um país com a manutenção da taxa fixa de câmbio, antecipam que um ataque especulativo possa alterar a política econômica adotada. Existem dois equilíbrios possíveis para a economia: o primeiro é caracterizado pela ausência do ataque especulativo e pela manutenção da taxa fixa de câmbio, o segundo é caracterizado pelo ataque especulativo e pela mudança dos fundamentos macroeconômicos que justifica.

O surgimento das teorias baseadas no contágio se deu com as crises cambiais ocorridas nos países europeus, em 1992, e nos asiáticos, em 1997. O contágio consiste na ocorrência simultânea de crises cambiais e ataques especulativos. Segundo Miranda (2001):

Como causas do contágio pode-se citar: (a) alteração de políticas macroeconômicas em economias centrais (com exemplo aumento na taxa de juros), que afetam economias em desenvolvimento; (b) perda de competitividade de um país perante concorrentes em terceiros mercados; (c) inoportunidade em obter informações específicas de países com circunstâncias semelhantes a outros atingidos por crise cambial; (d) perda de credibilidade dos investidores internacionais devido a manutenção da paridade cambial por parte do governo, uma vez que os outros países em situação parecida optaram pela desvalorização; (e) realocações de ativos financeiros entre países para suprir necessidades de capital.

As teorias baseadas em contágio foram reforçadas com as crises cambiais ocorridas nos países asiáticos no segundo semestre de 1997 que trouxeram ao debate a relação entre as fragilidades dos sistemas financeiros de cada país e a ocorrência de crises cambiais. Segundo Miranda (2001):

O sistema financeiro mantinha um ativo de curto prazo muito inferior ao passivo de curto prazo em moeda estrangeira. No momento em que os credores estrangeiros decidiram resgatar seus investimentos, os bancos asiáticos recorreram aos respectivos bancos centrais, na condição de emprestadores de última instância e de mantenedores da taxa de câmbio. Estes, por sua vez, viram-se incapazes de prover recursos suficientes para respaldar as saídas de capitais estrangeiros, daí decorrendo a crise cambial.

Essas teorias são importantes para a compreensão dos reflexos que sofrem as exportações e importações. Com a variação cambial, seja ela resultante de uma especulação ou de uma ação do governo, essas variações vêm causando impacto imediato no fluxo internacional.

Em momentos de crises externas, como a crise cambial mexicana em 1995, a crise financeira asiática em 1997, a crise cambial ocorrida na Rússia em 1998, e a crise financeira ocorrida nos Eua em 2008, que abalou o mundo inteiro. Economias emergentes como a do Brasil, podem sofrer ataques especulativos à suas moedas.

## **2 A POLÍTICA CAMBIAL BRASILEIRA**

### **2.1 Mudança de Regime Cambial**

Devido às incertezas causadas pela crise cambial mexicana em 1995, com a crise financeira do sudeste asiático em 1997 e com as dificuldades cambiais enfrentadas pela Rússia, em 1998, os investidores ficaram em alerta quanto à capacidade de pagamento dos países endividados e com a elevada necessidade de financiamento do balanço de pagamentos. Essas crises afetaram a credibilidade das economias emergentes, causando a saída de investimentos de curto prazo, e ataques especulativos contra o Real. A impossibilidade de manutenção do regime cambial fixo resultou em uma profunda desvalorização do Real no início do ano de 1999.

A diminuição gradativa das reservas internacionais e a dificuldade em conseguir empréstimos junto ao FMI (Fundo Monetário Internacional) resultaram na mudança da política cambial de fixa, ou melhor, quase fixa, para flutuante no ano de 1999, ou seja, o câmbio deixaria de ser controlado diretamente pelo Banco Central através de regimes como era o caso das bandas cambiais, para ser estabelecido pelo mercado através do regime de câmbio flutuante. Essa mudança, de imediato, causou uma desvalorização cambial, que aqueceu a demanda por moeda estrangeira. Como o Bacen não tinha reservas cambiais suficientes para impedir a desvalorização através da venda de moeda estrangeira, a taxa de câmbio se desvalorizou 21,3% no período de 31/12/98 e 15/01/99, conforme relatório do Bacen (1999).

### **2.2 Intervenções do Banco Central**

No regime de câmbio flutuante, a cotação da moeda é definida pelo mercado. Se a disponibilidade de moeda estrangeira estiver em alta devido ao aumento das exportações ou ingresso de investimentos estrangeiros, a moeda nacional tende a se valorizar porque quanto maior for o ingresso de moeda estrangeira, menor será sua cotação.

No regime flutuante, o Bacen pode interferir na cotação da moeda estrangeira, por meio da conhecida “flutuação suja”, onde o Bacen compra ou vende moeda estrangeira para diminuir os efeitos de grandes oscilações na taxa cambial. No gráfico 1 são apresentadas as intervenções do Bacen no período de 1999 a 2009.

A margem negativa do gráfico 1 representa a venda de reservas, já a margem positiva representa a compra de moeda estrangeira. No eixo vertical encontra-se o volume de divisas em bilhões de dólares, já no eixo horizontal representa-se o período de janeiro de 1999 a junho de 2009.

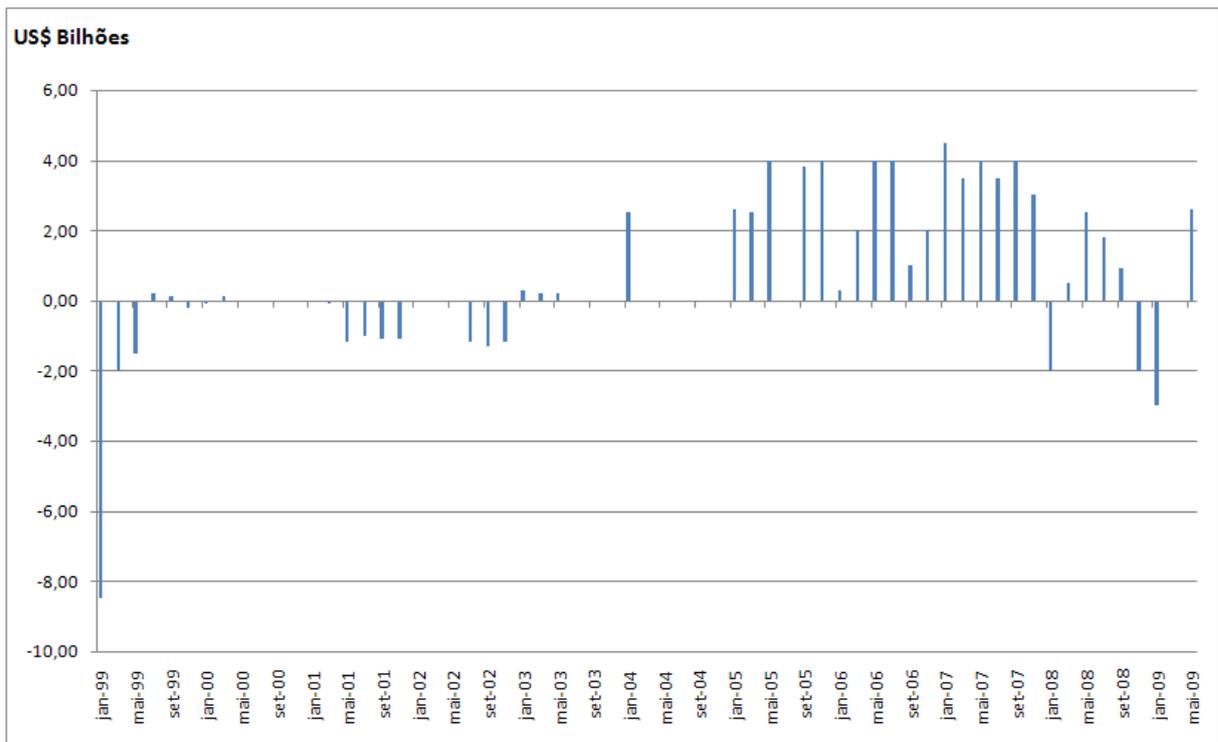


Gráfico 1 – Intervenções do Banco Central 1999 - 2009

Fonte: Elaborado pelo autor, com base nos dados do Bacen, acesso em 24/10/2009

Verifica-se que entre 1999 e 2002 houve uma intensa venda de reservas cambiais, e no período seguinte uma gradual aquisição de moeda estrangeira.

O Bacen vendeu 8,6 bilhões de dólares na primeira quinzena de janeiro de 1999, antes da mudança do regime cambial, e até o final de abril, as vendas totalizaram 12 bilhões de dólares.

Como as reservas estavam bastante reduzidas, sendo um dos motivos a grande desvalorização do Real, foi estabelecido um piso para não haver o esgotamento das mesmas, e, para evitar desvalorizações bruscas. O Banco Central recorreu aos títulos públicos federais indexados ao dólar dos EUA, proporcionando maior tranquilidade aos responsáveis por dívidas em moeda estrangeira, uma vez que eles passaram a ter outra opção protegida de desvalorizações acentuadas.

Com a circular nº 2.888, de 20.5.1999, determinou-se que as intervenções devem ser realizadas via operações interbancárias de compra ou de venda de divisas, pelo Banco Central, diretamente com os *dealers*, (instituições previamente credenciadas a operar no mercado de câmbio e de títulos da dívida pública), ou por leilão eletrônico ou telefônico, por meio de oferta simultânea a pelo menos cinco *dealers*. Adicionalmente, o Banco Central se comprometeu a informar sua atuação ao mercado visando conferir maior transparência às suas ações. (RELATÓRIO ANUAL DO BANCO CENTRAL, 1999).

Como o ano de 1999 foi um ano de adequação à nova política cambial, o Banco Central editou novas medidas ao longo deste ano para o mercado não ser prejudicado com essa fase de transição.

A desvalorização de janeiro dificultou a captação e rolagem de compromissos anteriormente assumidos e surpreendeu os agentes que detinham obrigações em moeda estrangeira, com reflexos negativos sobre os fluxos de câmbio. Foram adotadas medidas visando o estímulo à captação de recursos, via redução de custo e flexibilização dos prazos de captação. Assim, a portaria MF nº 5, de 21.1.1999, reduziu a zero a alíquota de IOF incidente sobre empréstimos e aplicações em fundos de privatização, e reduziu para 90 dias o prazo médio mínimo de amortização de empréstimos. (RELATÓRIO ANUAL DO BANCO CENTRAL, 1999).

Com essas modificações, o Banco Central viabilizou o ingresso de novos investimentos e renovações dos investimentos ativos, uma vez que a flexibilização dos prazos permitiu aos agentes maior segurança contra flutuações bruscas na taxa de câmbio.

Em 2000, com os fluxos cambiais<sup>1</sup> recuperados e a estabilização da crise cambial ocorrida em 1999, os agentes começaram a confiar na recuperação econômica do país. A economia do país obteve superávit primário na balança comercial em ritmo crescente, contudo, esse cenário foi interrompido no final do primeiro trimestre, quando os EUA apresentavam aquecimento na economia com sinais de reflexos inflacionários gerando incertezas quanto à possível intervenção do Fed (Banco Central dos EUA) nas taxas de juros.

---

<sup>1</sup> Fluxos cambiais - saldos acumulados de operações cambiais, financeiras e transferências internacionais (Banco Central).

A partir do segundo trimestre de 2000, o Real sofreu desvalorizações contínuas, devido ao aumento da cotação do barril de petróleo em função dos conflitos ocorridos no oriente médio.

As incertezas quanto à definição das taxas de juros pelo *Federal Reserv* (Banco Central dos EUA), também foi fator influente na cotação da taxa de câmbio. E como se não bastasse, houve a instabilidade política e econômica da Argentina. Esses acontecimentos externos influíram diretamente na credibilidade da economia brasileira, forçando o governo a tomar medidas para conter a desvalorização, por meio de diversas resoluções do Bacen. Assim,

A Resolução nº 2.687, de 26.1.2000, permitiu a realização de operações em bolsa de mercadoria e futuros, com contrato a termos e de opções, referenciados em produtos agropecuários. Também foi criada a Resolução nº 2.689, que equiparou o investidor estrangeiro ao investidor residente, desde que ele nomeie representante no país. A Resolução nº 2.694, de 24.2.2000, autorizou a abertura e manutenção de contas em moeda estrangeira, em bancos autorizados a operar em câmbio no país, por sociedade seguradora, ressegurador local, ressegurador admitido ou corretora de seguro. E por fim, com a MP nº 2.062-60 foi aumentada, de 15% para 25%, a alíquota do imposto de renda incidente na fonte sobre as importâncias pagas, creditadas, entregues, empregadas ou remetidas ao exterior a título de *royalties* (remuneração paga a empresas franqueadoras), de qualquer natureza, relativamente aos fatos geradores ocorridos a partir de 1.1.2001. (RELATÓRIO ANUAL DO BANCO CENTRAL, 2000).

Essas medidas facilitaram o ingresso de moeda estrangeira no país, como por exemplo, a autorização da abertura de contas em moeda estrangeira no país e o incentivo a captações de empréstimos no exterior. Por outro lado, também dificultaram a saída de moeda estrangeira com o aumento de impostos. Todas essas resoluções foram importantes para conter a desvalorização cambial que aumentou com os problemas ocorridos no ambiente externo.

Em 2001 houve o agravamento da crise política e econômica da Argentina e também das incertezas quanto à recuperação da economia norte-americana com relação ao atentado terrorista ocorrido em 11 de setembro. Esses acontecimentos refletiram muito na desvalorização do Real no segundo semestre do ano. A situação se agravou com a crise energética, uma vez que a diminuição da oferta de energia elétrica afetaria a produção, trazendo resultados negativos ao balanço de pagamentos devido à desaceleração da atividade

industrial, devido à redução de consumo de energia, e conseqüentemente, redução de produção.

### **2.3 Taxa de Câmbio Nominal**

Diante desse cenário, o real apresentou seguidas desvalorizações, forçando o governo a fazer um saque junto ao FMI (Fundo Monetário Internacional) no valor de US\$ 2 bilhões, visando conter a volatilidade da cotação do dólar.

Em agosto as negociações para um acordo preventivo junto ao FMI começaram a tomar forma. O novo acordo foi oficializado em setembro, cobrindo o período setembro 2001 a dezembro 2002 e envolvendo recursos da ordem de US\$ 16 bilhões. (RELATÓRIO ANUAL DO BANCO CENTRAL, 2001).

Com esse acordo junto ao FMI, o Real teve uma recuperação na sua cotação fechando o ano com a taxa de câmbio em R\$ 2,3204. O ingresso de dólar na economia brasileira possibilitou a valorização da moeda brasileira momentaneamente, pois a volatilidade do câmbio estava também diretamente ligada às reservas cambiais. E, para que o câmbio flutuasse em pisos seguros foi feito um novo acordo junto ao FMI, garantindo-se a estabilidade do câmbio até o final de 2002, como previsto no relatório do Banco Central em 2001.

O gráfico 2 apresenta a evolução da taxa de câmbio nominal no período de 1999 a 2009.

R\$/US\$

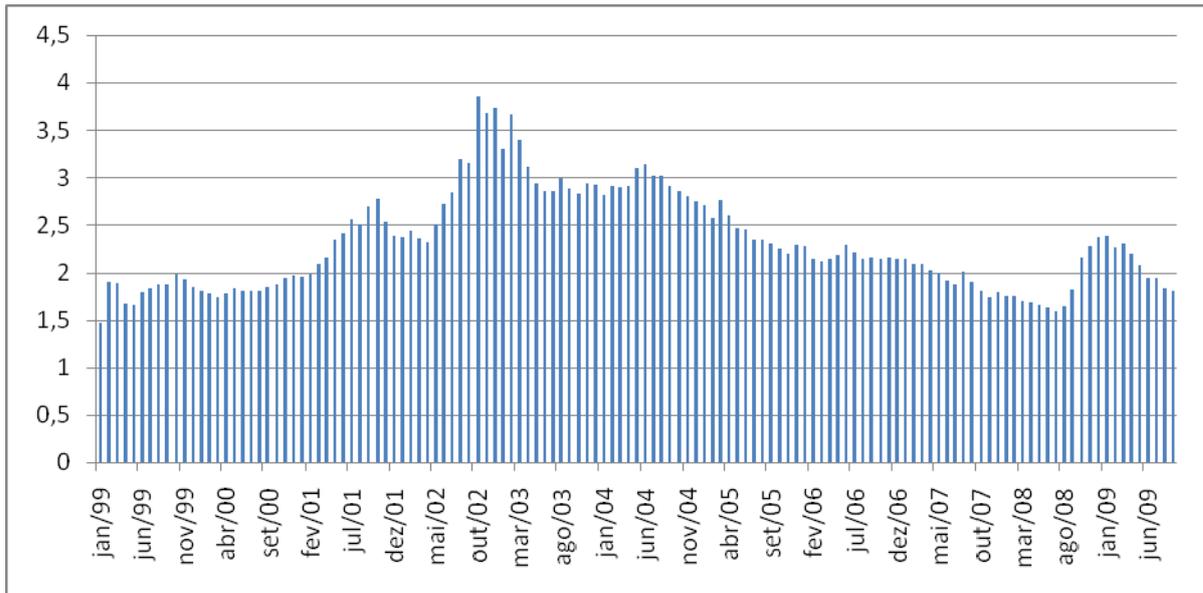


Gráfico 2 – Taxa de Câmbio Nominal no período de 1999 - 2009

Fonte: Elaborado pelo autor, com base nos dados do Bacen, acesso em 27/10/2009.

Observa-se que o real sofreu desvalorizações até o final de 2002, atingindo em outubro de 2002, a PTAX<sup>2</sup> de R\$ 3,952/US\$, a maior cotação do Plano Real. (fonte: Relatório do Bacen 2002).

Esta desvalorização aconteceu também devido ao clima de incertezas quanto ao resultado das eleições no Brasil. No final de outubro de 2002, Lula é eleito presidente do Brasil. Segundo Eduardo (2006)

A partir da posse do novo governo e do choque de confiança promovido em janeiro de 2003, com a demonstração explícita de que se perseguiria uma política econômica sem rupturas – a taxa de juros básica (Selic) foi aumentada de 22% para 25% em dezembro e, já no novo governo, para 26,5%, enquanto a meta para o superávit primário foi fixada em 4,25%, acima do que era recomendado pelo FMI – o mercado voltou a confiar no País. (<http://www.ie.ufrj.br/conjuntura/pdfs/TextoRedeMercosul>, acesso em 08/10/2009)

A partir de 2003, a economia brasileira foi apresentando ótimos resultados na balança comercial. Essa sequência de crescimento da corrente de comércio ocorreu, principalmente, devido à brusca desvalorização cambial ocorrida em 2002.

<sup>2</sup> Taxa PTAX – é a média da taxa efetiva de cada transação interbancária no mercado de câmbio. (Banco Central do Brasil).

Com o Real desvalorizado, os preços dos produtos brasileiros tornaram-se competitivos no mercado externo viabilizando a expansão do comércio com os EUA, Europa e Ásia. Aliado à expansão do comércio mundial. As exportações brasileiras acompanharam o ritmo das exportações mundiais, e sua participação no comércio mundial aumentou de 0,85% em 1999 para 1,1% em 2005.

Após as eleições, o anuncio da manutenção da política cambial e do aumento da Selic<sup>3</sup>, o ingresso de investimentos externos voltaram a crescer, proporcionando uma valorização do Real sem a necessidade do Banco Central intervir comprando dolares.

## 2.4 Reservas Internacionais

O clima de estabilidade do câmbio foi fortalecido com o aumento da corrente de comércio, resultando no aumento dos saldos acumulados da balança comercial. E, conseqüentemente, o aumento significativo das reservas cambiais, conforme gráfico 3.

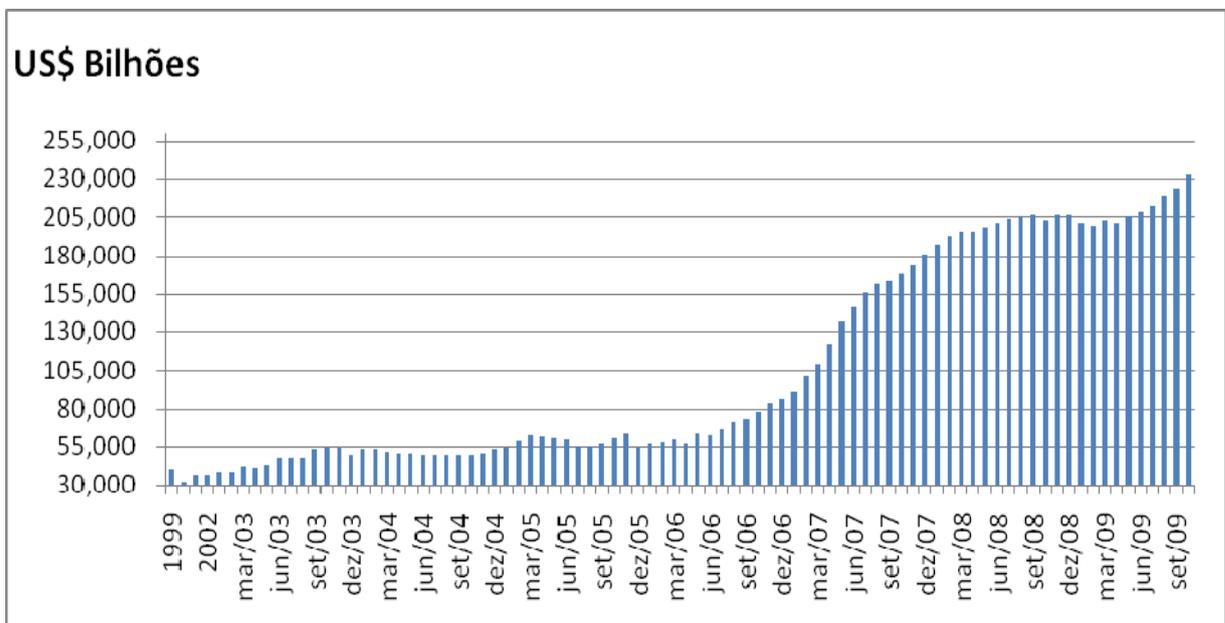


Gráfico 3 – Reservas Internacionais

Fonte: elaborado pelo autor, com base nos dados do IPEA/Bacen, acesso em 27/10/2009.

<sup>3</sup> Selic- Sistema especial de liquidação e de custódia, serve de referência para os investidores proporcionando o retorno desejado para os investimentos. (Banco Central)

O acúmulo dessas reservas foi fruto de superávits em conta corrente, compras efetuadas pelo Bacen e do endividamento do setor privado, ao contrário, em 2001, quando as reservas tiveram que ser recompostas pelos saques junto ao FMI.

Em países emergentes, como é o caso do Brasil, o câmbio é muito volátil a ataques especulativos, podendo sofrer grandes desvalorizações no curto prazo em situação de desaceleração do ritmo econômico externo e/ou crise cambial em outros países, como, por exemplo, a crise política na Argentina (2001), atentado terroristas nos Estados Unidos (2001) e crise financeira nos Estados Unidos (2008).

Entretanto, com o inédito acúmulo de reservas cambiais, o Brasil passou a ocupar a oitava posição no ranking mundial, fortalecendo sua moeda à futuros ataques especulativos e crises cambiais.

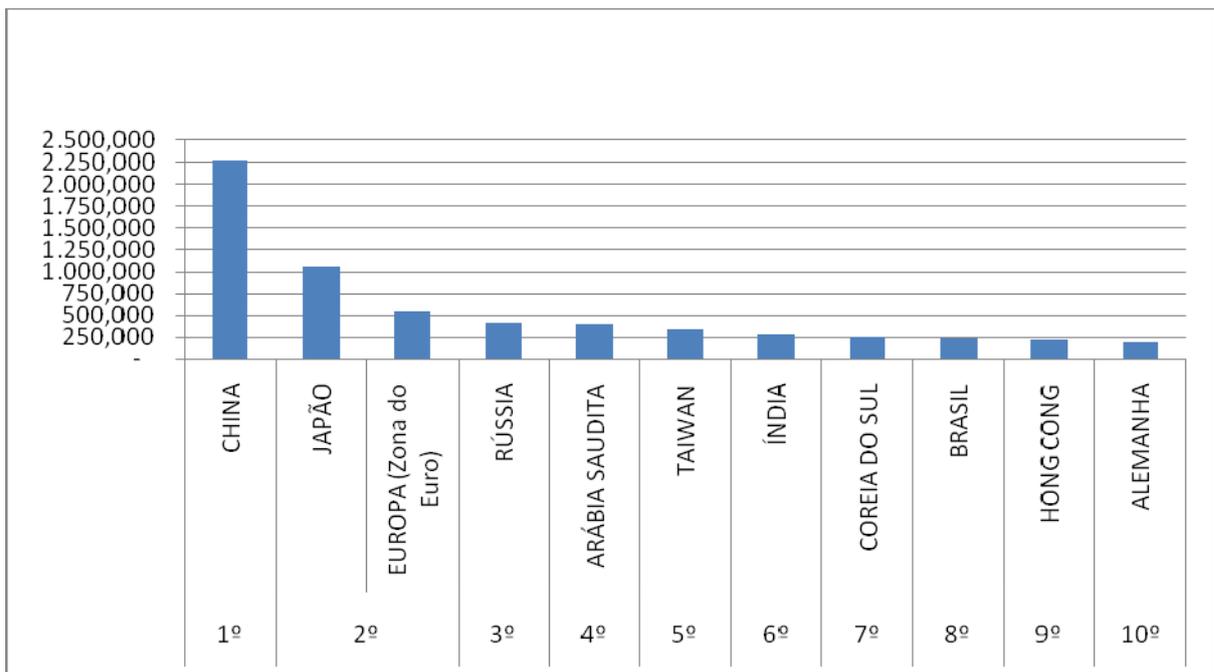


Gráfico 4 – Reservas Internacionais em bilhões de dólares (Ranking Mundial até set/2009)

Fonte: Elaborado pelo autor, com base nos dados [http://pt.wikipedia.org/wiki/reservas\\_internacionais#cite\\_note-10](http://pt.wikipedia.org/wiki/reservas_internacionais#cite_note-10), acesso em 31/10/2009.

Entre 2003 e 2008, a economia brasileira apresentou ótimos resultados, consolidando sua confiança perante os investidores estrangeiros. Suas reservas ultrapassaram os 200 bilhões de dólares, permitindo que o Bacen tenha controle do câmbio. Mesmo após a crise financeira nos EUA em setembro de 2008, que abalou todas as economias do mundo, o Brasil vem apresentando recuperação satisfatória.

## 2.5 Balança Comercial

As importações e exportações tiveram um crescimento semelhante no período em foco, com exceção do final de 2002, quando as exportações caíram, reduzindo a corrente de comércio, isso devido às repercussões causadas pela eleição presidencial no Brasil. Em julho de 2008, as exportações ultrapassaram os 20 bilhões de dólares, é interessante notar que nesse semestre a taxa de câmbio continuava em valorização.

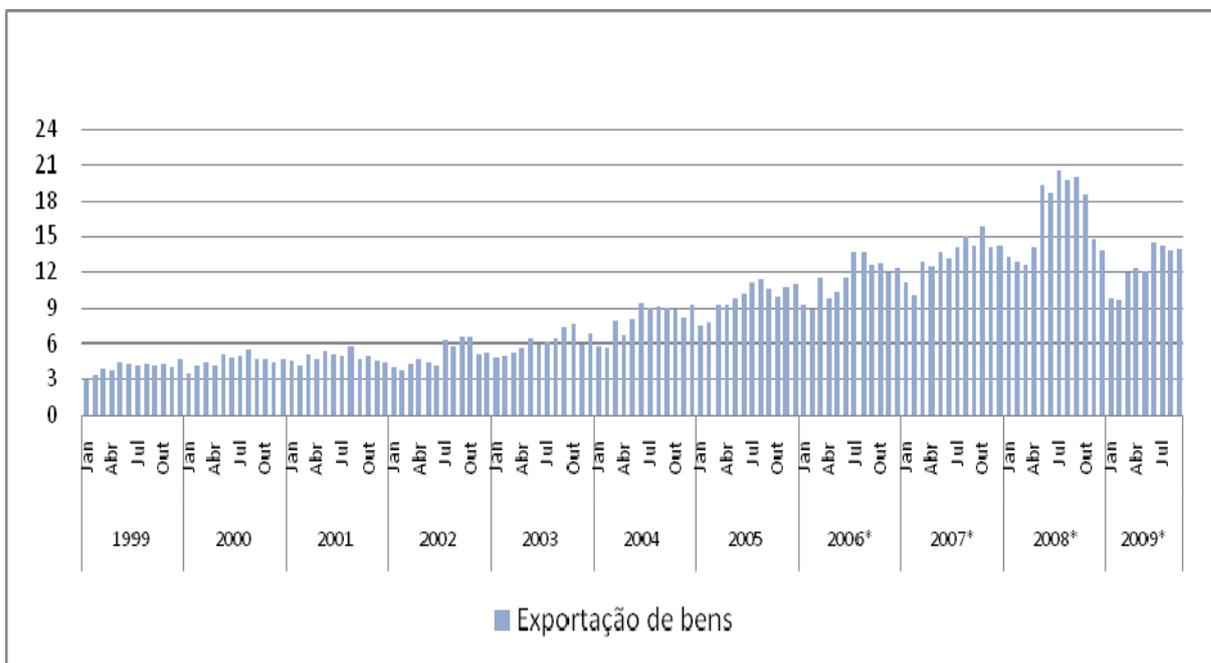


Gráfico 5 – Exportações de bens em US\$ bilhões

Fonte: Elaborado pelo autor, com base nos dados do Bacen, acesso em 13/12/2009.

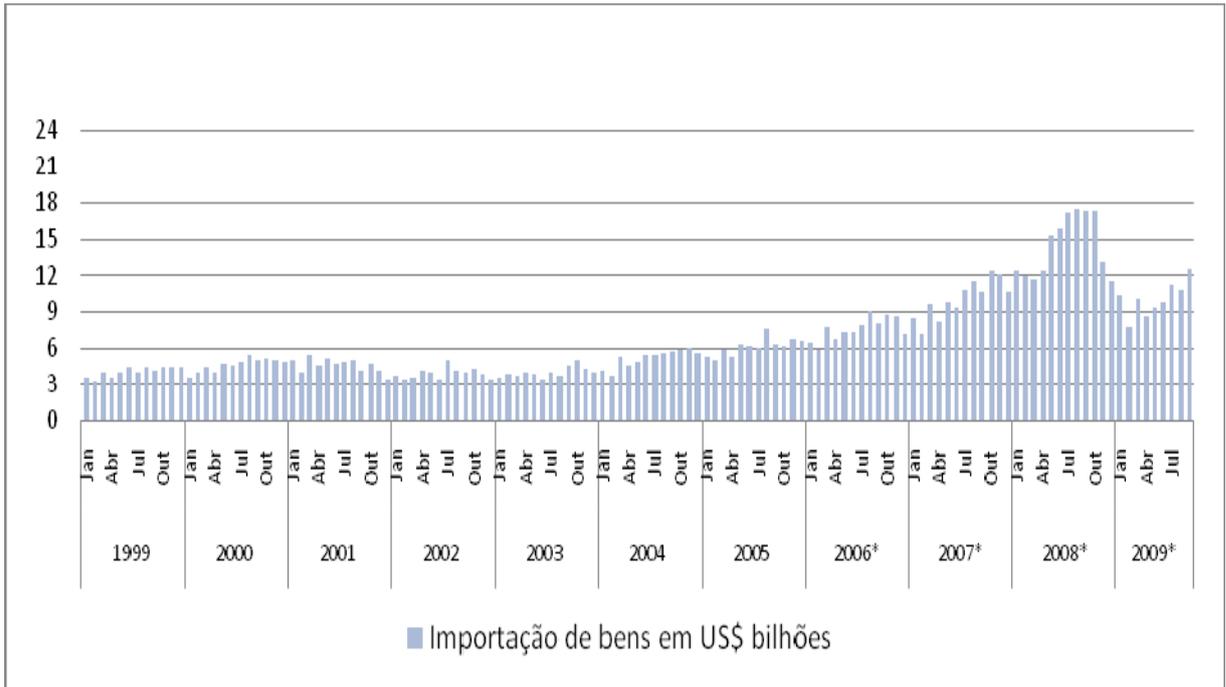


Gráfico 6 – Importação de bens em US\$ bilhões

Fonte: Elaborado pelo autor, com base nos dados do Bacen, acesso em 13/12/2009

Estimuladas pela apreciação do real, as importações ultrapassaram os 17 bilhões de dólares em agosto de 2008, bateram recorde histórico tanto em valor quanto pela média diária que ficou em 832 milhões de dólares.

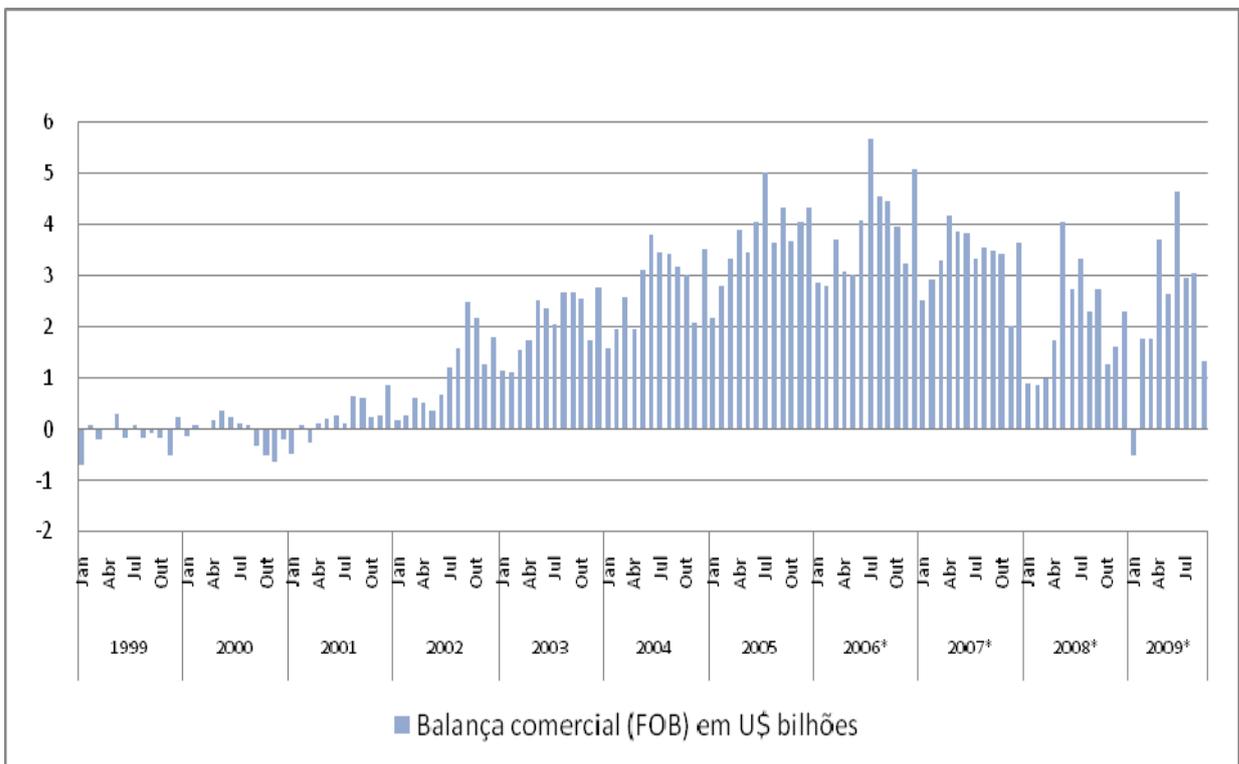


Gráfico 7 – Balança comercial (FOB) em US\$ bilhões

Fonte: elaborado pelo autor, com base nos dados do BACEN, acesso em 13/12/2009.

Passado esse período de transição política, o Real voltou a ter valorizações no final de 2002, e seguiu até hoje uma trajetória de valorização. Mesmo com a constante valorização do Real frente ao Dólar, as exportações brasileiras continuaram crescendo, favorecendo a balança comercial e proporcionando aumento das reservas cambiais e cumprimento da meta do superávit primário imposta pelo Fundo Monetário Internacional (FMI).

O Gráfico 8 mostra a evolução da corrente de comércio no período de jan/99 até set/09. Esses dados evidenciam que a valorização cambial ocorrida a partir de 2003 não afetou a corrente de comércio, a cada ano bateram-se recordes nas exportações e nas importações. No mês de outubro de 2007, o fluxo comercial atingiu a marca histórica de 28 bilhões de dólares, porém o resultado do saldo da balança comercial foi de 3,4 bilhões de dólares. Já em julho de 2008, uma nova marca histórica foi atingida, somaram-se 37 bilhões de dólares na corrente de comércio, devido principalmente às exportações.

No final de 2003, o gráfico 8 aponta um pico na corrente de comércio, ultrapassando os 12 bilhões de dólares devido ao aumento das exportações. O mesmo aconteceu em julho de 2005 quando a corrente passou dos 18 bilhões de dólares e, em julho de 2006, quando o saldo da corrente bateu os 22 bilhões de dólares.

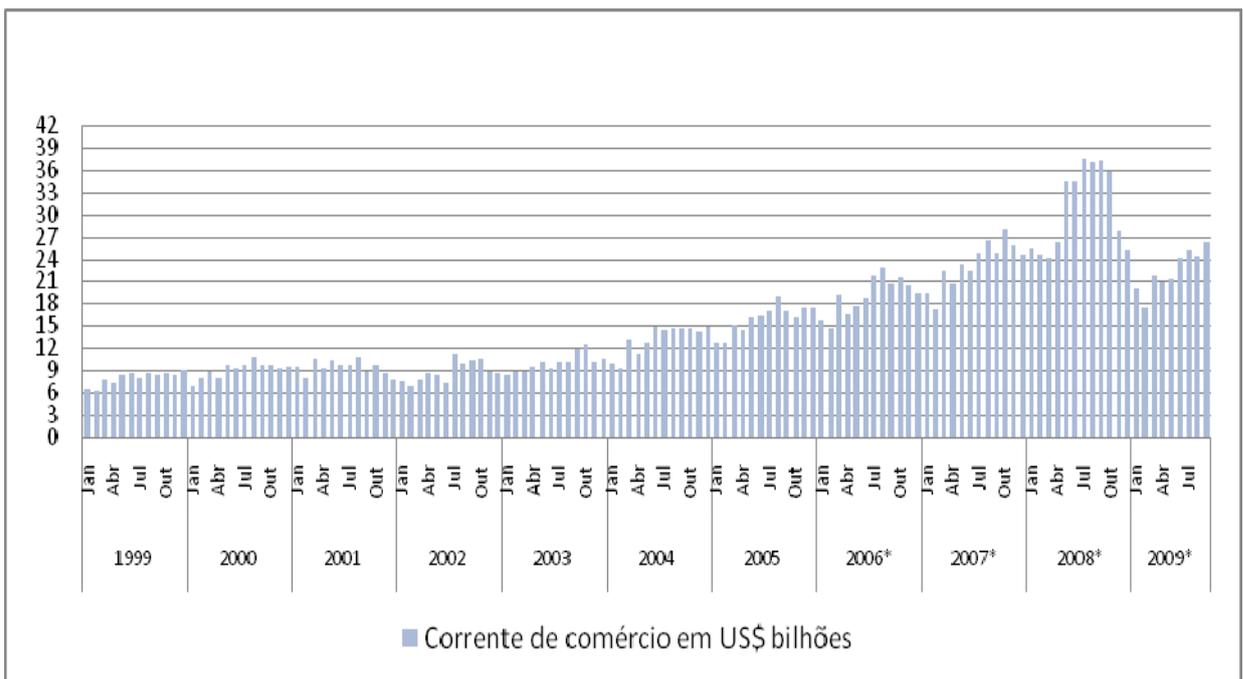


Gráfico 8 – Corrente de Comércio em US\$ bilhões

Fonte: Elaborado pelo autor, com base nos dados do Bacen, acesso em 13/12/2009

Observa-se uma grande evolução na corrente de comércio. Em janeiro de 1999, ela somava pouco mais de 6 bilhões de dólares; já em outubro de 2007, ela ultrapassou os 28 bilhões de dólares, representando um aumento nominal de 466%, no período de 1999 até 2007, sem considerar a inflação. Em 2008, precisamente em julho, o valor da corrente passou dos 37 bilhões de dólares.

## 2.6 Taxa Selic

Conforme pode ser visto no Gráfico 9 no final de 2002, com as tensões geradas quanto à continuidade da política econômica e fiscal pelo novo governo, a taxa de juros passou dos 18% em setembro de 2002 para 23,25% em dezembro de 2002, através da reunião do Copom (Comitê de Política Monetária). A taxa Selic seguiu a trajetória de aumento até o final de maio de 2003, quando a taxa chegou aos 26,50%.

Passado o período de setembro de 2002 a maio de 2003, que foi o período de transição do novo governo, a taxa Selic iniciou uma trajetória de queda que se estendeu até abril de 2004, ficando em torno de 15%, porém voltou a subir no período seguinte, que se prolongou até setembro de 2005. Esse último período foi marcado pela alta da inflação, e por isso, o governo aumentou a Selic para tentar alcançar a meta da inflação que era de 4,5%. (RELATÓRIO ANUAL DO BACEN, 2005, p.107).

Quando a taxa de juros Selic aumenta, espera-se que os investidores permaneçam no País, possibilitando-se a estabilidade do câmbio, e evitando desvalorizações bruscas e controle da inflação.

A taxa de câmbio pode influenciar a inflação através dos preços dos bens intermediários importados, dos bens finais e através do seu impacto sobre as expectativas de inflação. Ou seja, quando a demanda por um determinado produto nacional for maior que sua oferta, esse produto passa a ser importado para suprir essa demanda, porém essa importação está condicionada à taxa de câmbio. Caso a taxa de câmbio não seja favorável à importação, o preço desse produto eleva-se, influenciando a inflação. Elevando-se a taxa Selic, espera-se que o câmbio não desvalorize, reduzindo os efeitos sobre as importações.

O eixo vertical representa em percentual a taxa Selic mensal, já o eixo horizontal demonstra os meses no período de 1999 à 2009.

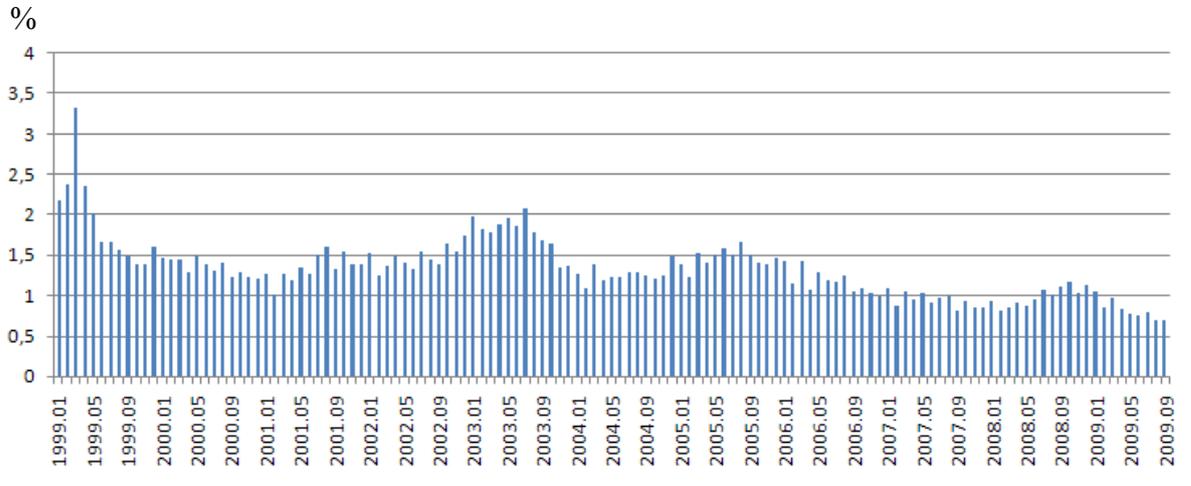


Gráfico 9 – Taxa Selic

Fonte: Elaborado pelo autor, com base nos dados do Bacen, acesso em 13/12/2009.

Por que a taxa real de juros de curto-prazo é tão elevada no Brasil? Essa é uma pergunta que tem preocupado os economistas brasileiros desde a publicação do artigo semanal de Bresser e Nakano na Revista de Economia Política em 2002. Segundo esses autores, o conservadorismo excessivo do Banco Central do Brasil na condução da política monetária, traduzido numa elevada taxa nominal de juros de curto-prazo, terminava por sinalizar para os investidores internacionais um grande risco de default da dívida pública (tanto a dívida interna quanto a externa) o que, por sua vez, contribuía para elevar a taxa de juros paga pelos títulos da dívida pública brasileira emitidos no exterior. Dessa forma, ocorreria uma “contaminação” da taxa de juros externa pela taxa de juros interna, gerando assim um equilíbrio macroeconômico com taxa de juros elevada.

### 3 OS EFEITOS DO CÂMBIO FLUTUANTE SOBRE A BALANÇA COMERCIAL

#### 3.1 Taxa de Câmbio / Exportações

A sequencia de desvalorização da taxa de câmbio ocorrida entre jan/99 e out/02, mostra que em períodos de alta volatilidade cambial são caracterizados por um saldo menor na balança comercial. Apesar da desvalorização cambial, as exportações não tiveram grandes resultados, e as importações não caíram como se esperava.

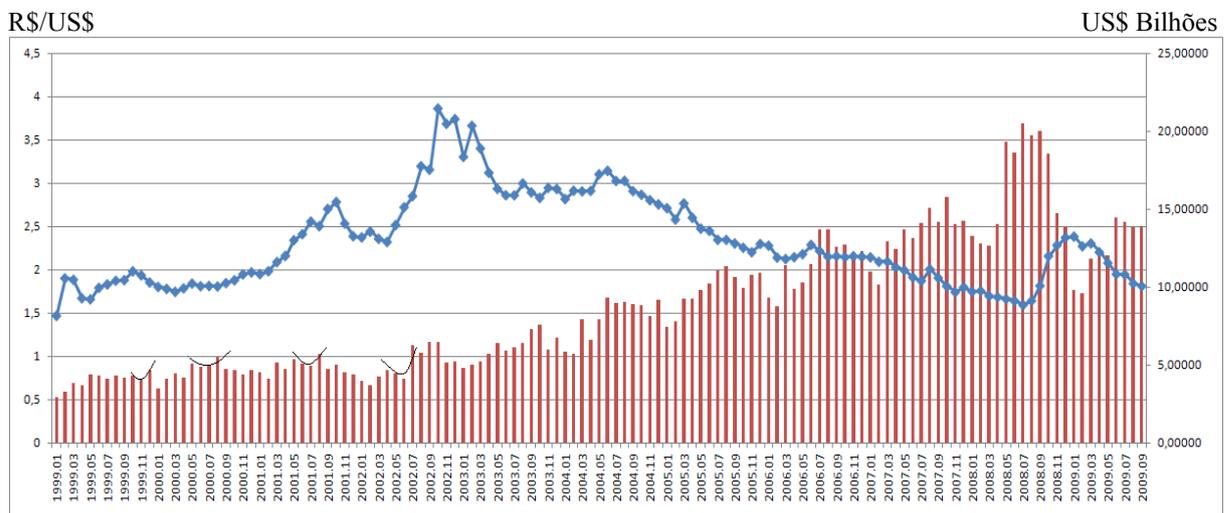


Gráfico 10 – Taxa de Câmbio / Exportações

Nota: **Linha azul:** Taxa de câmbio / **Linha vermelha:** Exportações em bilhões de dólares

Fonte: Elaborado pelo autor, com base nos dados do Bacen, acesso em 28/01/2010.

Já na sequencia seguinte de Nov/02 à ago/08, observa-se uma longa valorização do real, e ao mesmo tempo os saldo das exportações e importações cresceram , desenvolvendo uma tendência positiva. Uma das explicações para esse fato é a expansão e aquecimento do comercio internacional que elevou a demanda mundial. E com o grande volume de dólares entrando com as exportações, a taxa de câmbio tende a valorizar-se.

Com a crise financeira nos EUA, o câmbio sofreu desvalorização de 45,24% entre ago/08 e jan/09. As exportações caíram 50,46%, enquanto as importações caíram 40,94% no mesmo período. Esse efeito imediato foi devido à retração que a economia mundial teve com a crise financeira.

Em fev/09 e diante, o câmbio voltou a valorizar-se e a demanda mundial começou a recuperar-se.

### 3.2 Taxa de Câmbio / Importações

O gráfico 11 mostra a recuperação das importações no período.

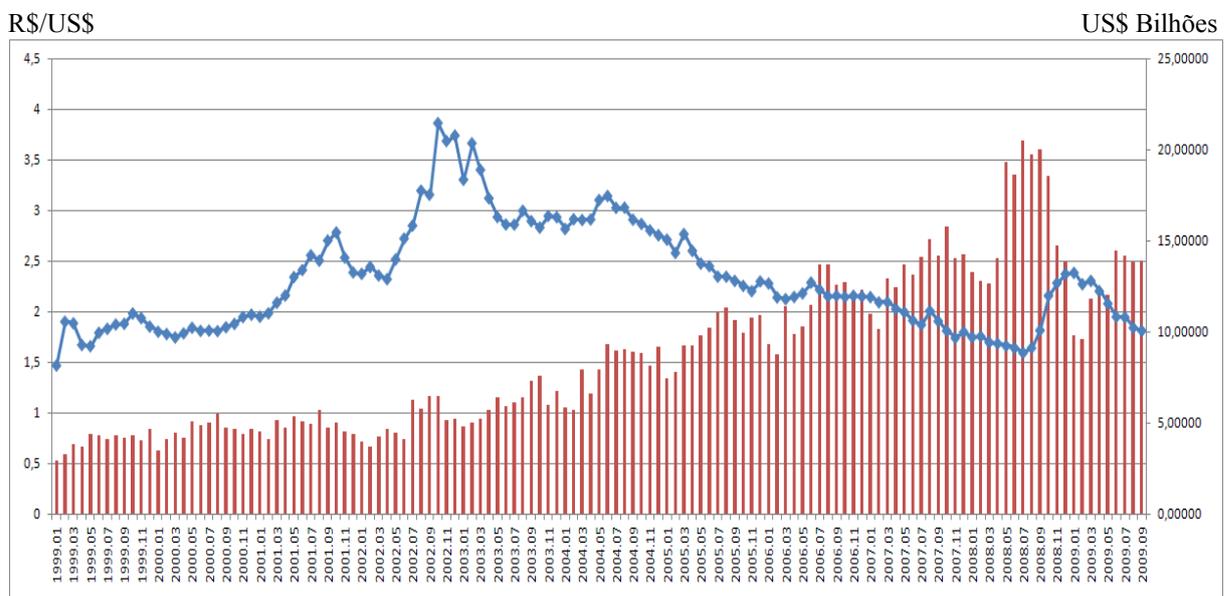


Gráfico 11 – Taxa de Câmbio / Importações

Nota: **Linha azul:** Taxa de câmbio / **Linha vermelha:** Importações em bilhões de dólares

Fonte: Elaborado pelo autor, com base nos dados do Bacen, acesso em 28/01/2010.

No capítulo 2 foi visto que as importações começaram a reagir logo após as eleições presidenciais de outubro de 2002. Pode-se notar no gráfico acima que entre o período de Nov/2002 e ago/2008 houve uma contínua valorização do Real, e no resto do mundo não aconteceu nenhum fato que pudesse abalar a economia brasileira. Logo em seguida em setembro de 2008 a crise financeira americana abalou todas as economias do mundo. As importações do Brasil caíram 45,24% entre set/08 e fev/09. Devido principalmente a desvalorização cambial sofrida no período.

### 3.3 Taxa de Câmbio / Balança Comercial

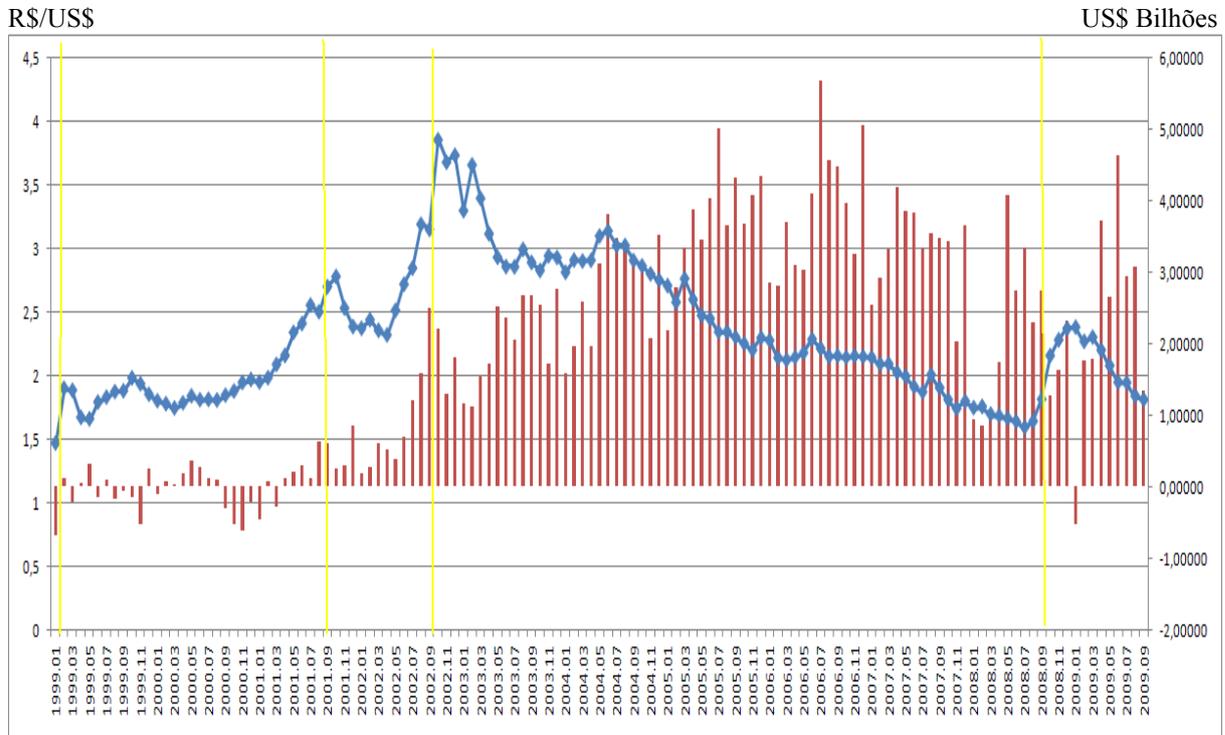


Gráfico 12 – Taxa de Câmbio / Balança Comercial

Nota: **Linha azul:** Taxa de câmbio / **Linha vermelha:** Balança comercial

Fonte: Elaborado pelo autor, com base nos dados do Bacen, acesso em 28/01/2010.

Dividimos o gráfico em quatro blocos ilustrado como as linhas amarelas.

O primeiro bloco compreende o período de janeiro de 1999 a setembro de 2001, que marca o início do regime de câmbio flutuante até o atentado terrorista que os Estados Unidos sofreram em 2001. Também houve a crise energética no Brasil e crise política e econômica na Argentina. Todos esses fatores contribuíram para a desvalorização do Real. A instabilidade no câmbio e a redução na produção devido a crise energética resultaram em um período com pequenos superávits na balança comercial.

O segundo bloco compreende o período de setembro de 2001 a setembro de 2002. Passado os acontecimentos acima, o Real teve um pequeno período de valorização, porém com as perspectivas da eleição presidencial em outubro de 2002, a taxa de câmbio voltou a desvalorizar-se. Estimulou um pouco as exportações, mas os resultados não foram tão satisfatórios.

O terceiro bloco compreende o período de outubro de 2002 a setembro de 2008. Esse bloco de seis anos foi marcado por uma contínua valorização cambial, não houve grandes acontecimentos externos que pudessem prejudicar economias emergentes como a do Brasil, exportações e importações elevaram-se, principalmente as exportações, gerando bons saldos na balança comercial. As reservas cambiais alcançaram a marca histórica de 200 bilhões de dólares. O país passou a ter um controle maior sobre o câmbio.

O último bloco inicia-se em setembro de 2008, com a crise financeira dos Estados Unidos, o câmbio teve uma desvalorização de 45,24%, e com a redução da demanda externa as exportações caíram afetando o saldo da balança comercial.

### 3.4 Exportações por Setor

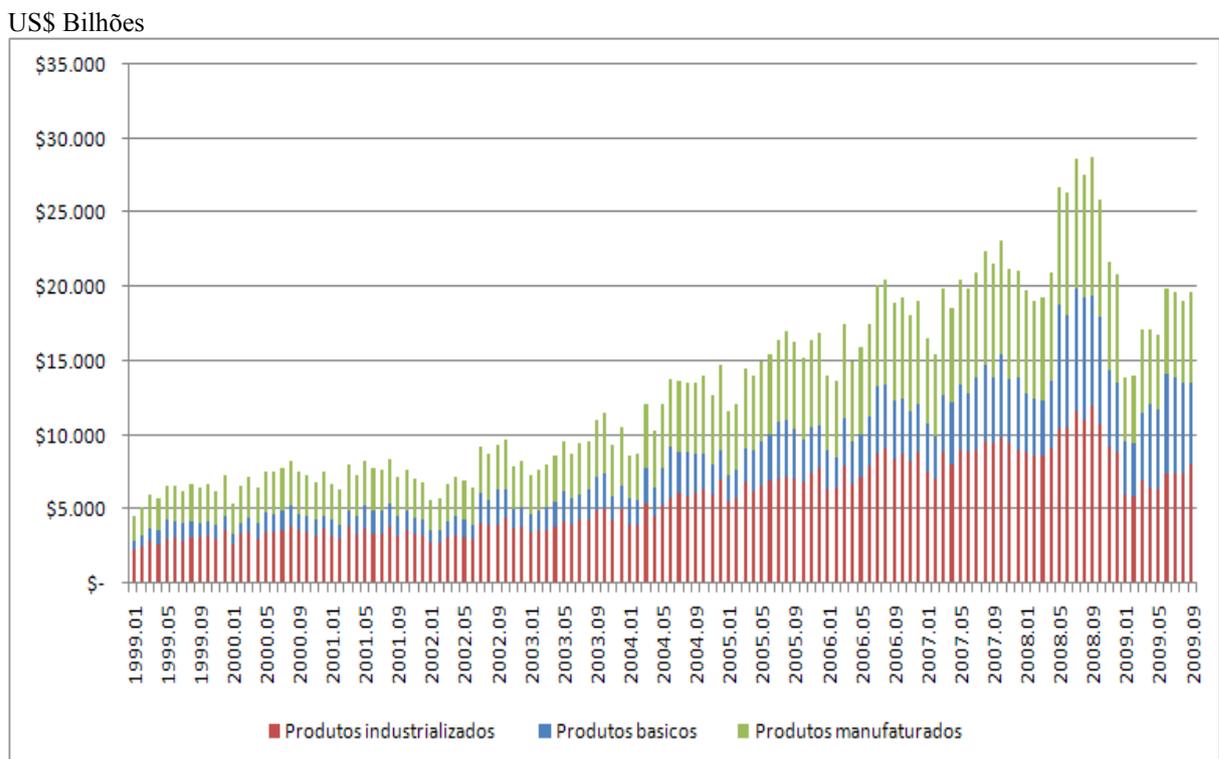


Gráfico 13 – Exportações por setor

Fonte: Elaborado pelo autor, com base nos dados do Ipeadata, acesso em 02/03/2010

O setor que teve mais volume nas exportações foi o de produtos industrializados, que no período acumulou o total de 779,36 bilhões de dólares, correspondendo a 44% do

volume total, seguido dos produtos manufaturados (como petróleo e derivados) e básicos com 35% e 21%, respectivamente.

Nos nove primeiros meses de 2009, o comércio exterior brasileiro registrou corrente de comércio de US\$ 202,3 bilhões, com redução de 28,3% sobre igual período de 2008, quando atingiu US\$ 282 bilhões. Esta retração é consequência da crise financeira internacional, que levou a uma depreciação dos preços internacionais de commodities agrícolas e minerais e queda da demanda por bens.

As exportações encerraram o período com o valor de US\$ 111,8 bilhões e as importações de US\$ 90,5 bilhões. Em relação a janeiro-setembro de 2008, as exportações apresentaram redução de 25,9% e as importações, de 31%. O saldo comercial atingiu US\$ 21,3 bilhões em janeiro-setembro de 2009, significando aumento de 8% sobre o consignado em igual período de 2008, de US\$ 19,7 bilhões, motivado por uma redução menor das exportações em relação às importações.

Na comparação com janeiro-setembro de 2008, os produtos básicos decresceram 15,3%, e os semimanufaturados e os manufaturados diminuíram, respectivamente, 30,8% e 32%. Mesmo diante da redução das exportações de bens industrializados, este grupo de produtos respondeu por mais da metade 56% do total exportado pelo Brasil em janeiro-setembro de 2009.

Do lado da importação, as compras de matérias-primas e intermediários representaram 47% da pauta total, e as de bens de capital, 23,7%, demonstrando que a pauta brasileira de importação é fortemente vinculada a bens direcionados à atividade produtiva.

As importações de bens de consumo representaram 16,4% e as de combustíveis e lubrificantes, 13%. Sobre janeiro-setembro de 2008, a categoria de combustíveis e lubrificantes foi a que registrou maior redução, de 52,4%, em razão principalmente da queda das cotações internacionais de petróleo, seguida de matérias-primas e intermediários -32,4%, bens de capital -20,8% e bens de consumo -10,6%.

### 3.5 Taxa de Câmbio / Reservas Cambiais

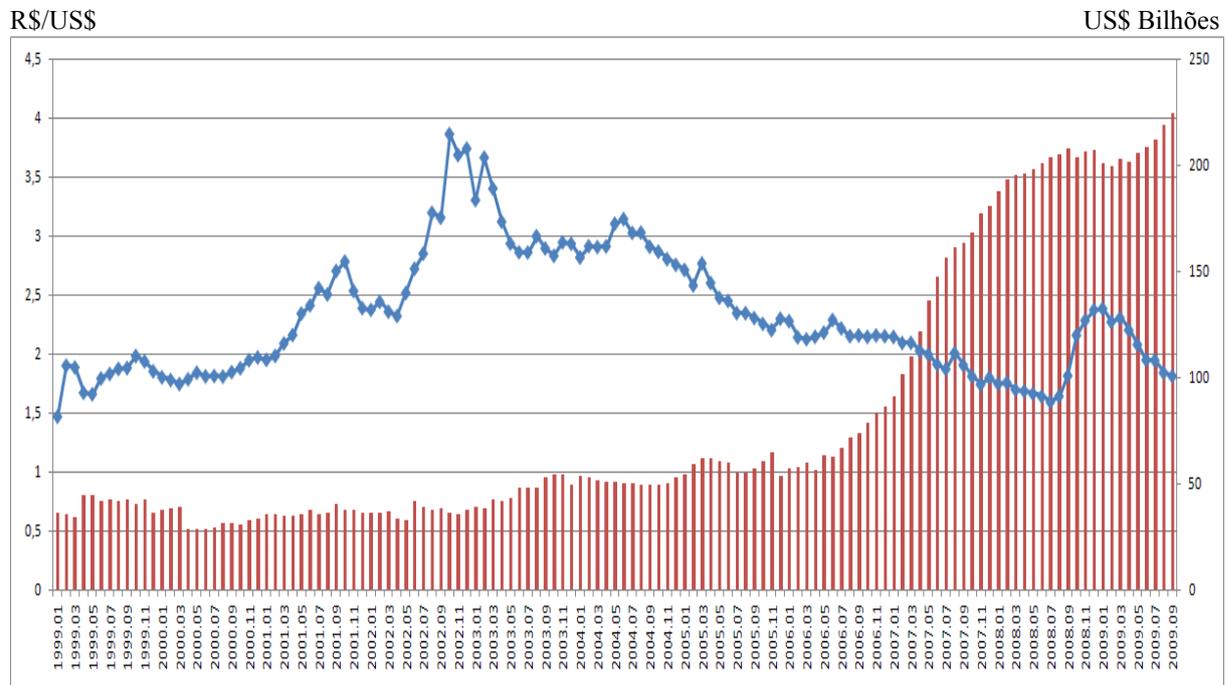


Gráfico 14 – Taxa de câmbio / Reservas Cambiais

Nota: **Linha azul:** Taxa de câmbio / **Linha vermelha:** Reservas Cambiais

Fonte: Elaborado pelo autor, com base nos dados do Bacen e Ipeadata, acesso em 07/03/2010.

Em 31.12.2008, as reservas internacionais do Brasil, conceito liquidez, totalizavam um volume de US\$206,8 bilhões. Esse montante de reservas é resultado de uma política de acúmulo intensificada nos anos 2006 e 2007. Com a crise das hipotecas nos Estados Unidos, o processo de acúmulo de reservas foi interrompido em setembro de 2008. Apesar da severidade com que a crise atingiu diversas economias, não houve queda acentuada no volume de reservas internacionais no Brasil.

O período de jan/99 a dez/02, marca uma profunda desvalorização do Real, a moeda brasileira passou de R\$ 1,4659 para R\$ 3,7342 representando 154,85% de desvalorização cambial. As reservas cambiais caíram para 36 bilhões de dólares. Somente após o anúncio, do então presidente eleito, que seria mantido a política econômica do governo anterior, que os ânimos dos investidores retomaram. E o câmbio voltou a valorizar-se.

O período de jan/03 a ago/08, é marcado por uma grande valorização cambial, a moeda brasileira passou de R\$ 3,2983 para R\$ 1,6389 representando 50,31% de valorização

cambial. Para diminuir essa valorização cambial o Banco Central passou a comprar moeda estrangeira. As reservas cambiais subiram para 205 bilhões de dólares. Com esse novo cenário o Banco Central obteve controle sobre o câmbio, podendo intervir sem necessitar de divisas do FMI. A economia brasileira apresentava confiança e independência financeira para sustentar sua economia com liquidez.

Nesse momento, a balança comercial apresentava bons resultados, mesmo com a apreciação cambial, as exportações apresentaram recordes seguidos. Contudo, o aumento da demanda externa também beneficiou as importações, resultando no equilíbrio da balança comercial.

Em setembro de 2008 a crise financeira nos EUA afetou todas as economias do mundo, o Brasil, do contrário de muitos outros países, estava bem preparado para atravessar a crise, seu sistema financeiro estava em perfeito equilíbrio, suas reservas cambiais passavam dos 200 bilhões de dólares, mesmo assim, o real teve uma desvalorização de 45,24% como foi visto no gráfico acima, mas no sexto mês após o início da crise, o câmbio voltou a valorizar-se e a economia voltou a apresentar resultados positivos.

### **3.6 Coeficiente de Variação da Taxa de Câmbio**

Em Estatística, o coeficiente de variação é uma medida de dispersão que se presta para a comparação de distribuições diferentes. O desvio-padrão, uma medida de dispersão, é relativo à média e como duas distribuições podem ter médias/valores médios diferentes, o desvio dessas duas distribuições não é comparável. A solução é usar o coeficiente de variação, que é igual ao desvio-padrão dividido pela média:

$$c_v = \frac{\sigma}{\mu}.$$

O coeficiente de variação é ainda multiplicado por 100, passando a ser expressado como percentagem.

As faixas de classificação dos coeficientes de variação foram baseadas em trabalho desenvolvido por Garcia (1989) com CV para análise de experimentos com ciências florestais, em que utilizou a relação entre a média dos coeficientes de variação (CV) e desvio-padrão [ $\sqrt{\text{Var}(\text{CV})}$ ] da seguinte forma:

1. Baixo [ $\text{CV} \sqrt{\text{CV} - \sqrt{\text{Var}(\text{CV})}}$ ];
2. Médio [ $\text{CV} - \sqrt{\text{Var}(\text{CV})} < \text{CV} \sqrt{\text{CV} + \sqrt{\text{Var}(\text{CV})}}$ ];
3. Alto [ $\text{CV} + \sqrt{\text{Var}(\text{CV})} < \text{CV} \sqrt{\text{CV} + 2\sqrt{\text{Var}(\text{CV})}}$ ];
4. Muito alto [ $\text{CV} > \text{CV} + 2\sqrt{\text{Var}(\text{CV})}$ ].

Segundo Pimentel Gomes (2000), nos experimentos de campo, a classificação é a seguinte:

- |               |                                 |                      |
|---------------|---------------------------------|----------------------|
| 1. Baixo      | $\text{CV} < 10\%$              | alta precisão.       |
| 2. Médio      | $10\% \leq \text{CV} \leq 20\%$ | boa precisão.        |
| 3. Alto       | $20\% < \text{CV} \leq 30\%$    | baixa precisão.      |
| 4. Muito alto | $\text{CV} > 30\%$              | baixíssima precisão. |

O gráfico representa a volatilidade da taxa de câmbio através do coeficiente de variação no período de 1999-2009.

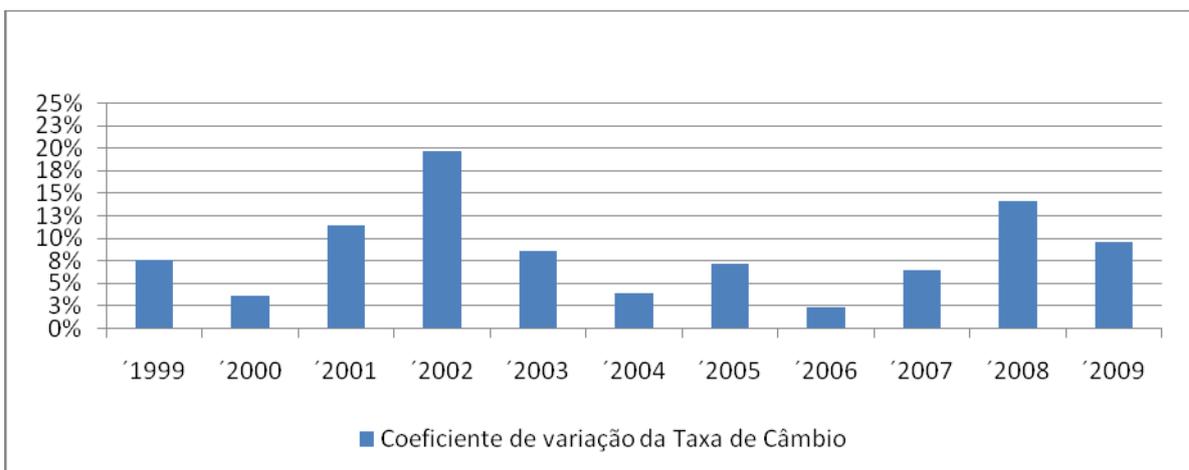


Gráfico 15 – Coeficiente de Variação da Taxa de Câmbio

Fonte: Elaborado pelo autor, com base nos dados do Ipeadata, acesso em 09/03/2010.

O Brasil se destaca pela média volatilidade exibida por sua moeda: seus coeficientes de variação apresentam grandes variações ao longo do período.

O ano de 2002 apresentou um desvio padrão de 58%, resultando em um CV de 19,72%, ficando muito próximo de uma classificação alta, segundo Pimentel(2000). Essa variação foi devido ao processo de eleições presidenciais ocorrido nesse ano.

Tabela 1 – Desvio padrão, Média e CV do Câmbio

Câmbio	Desvio Padrão	Média (R\$/US\$ )	Cv
1999	14%	1,81	7,64%
2000	7%	1,83	3,65%
2001	27%	2,36	11,47%
2002	58%	2,93	19,72%
2003	26%	3,06	8,53%
2004	11%	2,93	3,93%
2005	18%	2,44	7,22%
2006	5%	2,17	2,38%
2007	12%	1,95	6,38%
2008	26%	1,83	14,17%
2009	20%	2,08	9,56%

Fonte: Elaborado pelo autor, com base nos dados do Ipeadata, acesso em 23/04/2010.

Já em 2008, o desvio padrão foi de 26%, tal oscilação foi devido à crise financeira nos EUA, resultando em um CV de 14,17%.

Tabela 2 – Coeficiente de variação de países em desenvolvimento e países desenvolvidos

Anos	Brasil	México	Índia	África do Sul	Coréia do Sul	Austrália	Canadá	Japão	Euro	Reino Unido
1999	7,30%	2,72%	1,02%	0,93%	1,98%	1,54%	1,27%	6,17%	3,70%	1,36%
2000	3,72%	1,54%	2,87%	7,23%	2,62%	6,84%	1,92%	1,80%	5,51%	4,55%
2001	10,78%	2,53%	1,21%	13,16%	1,41%	3,01%	1,71%	2,63%	2,71%	1,42%
2002	19,04%	4,62%	0,60%	7,65%	4,39%	3,29%	1,31%	4,39%	5,89%	4,28%
2003	8,52%	2,93%	2,04%	8,33%	1,87%	7,48%	5,58%	3,87%	4,36%	3,06%
2004	4,21%	1,79%	1,73%	5,36%	3,38%	4,16%	4,26%	2,25%	3,30%	2,08%
2005	7,02%	2,06%	1,87%	4,37%	1,39%	1,92%	2,52%	4,63%	4,09%	3,46%
2006	1,94%	2,22%	1,84%	8,37%	1,69%	2,17%	1,55%	1,58%	3,08%	3,86%
2007	6,45%	0,96%	4,48%	2,79%	0,90%	4,79%	7,01%	3,12%	3,91%	1,88%
2008	15,28%	10,62%	8,34%	12,71%	15,17%	13,53%	8,45%	5,15%	7,45%	11,25%

Nota: Coeficiente de variação percentual = 100 \* desvio padrão / média

Fonte: Cálculos realizados a partir de dados obtidos do Federal Reserve Bank of Saint Louis – FRED – Monthly Exchange Rates – <http://research.stlouisfed.org/fred2/>

A tabela acima relaciona o desvio padrão de outros países para se fazer uma comparação com os coeficientes do Brasil. Note que nos demais países a variação ultrapassa os 5% em no máximo três anos. Além disso, o valor brasileiro exibe a volatilidade mais alta dentre os países da amostra em cinco dos 10 anos pesquisados.

Os campos destacados em verde, seus coeficientes ultrapassam o limite de 5%, já os campos em negrito, são os coeficientes que superam em 10%.

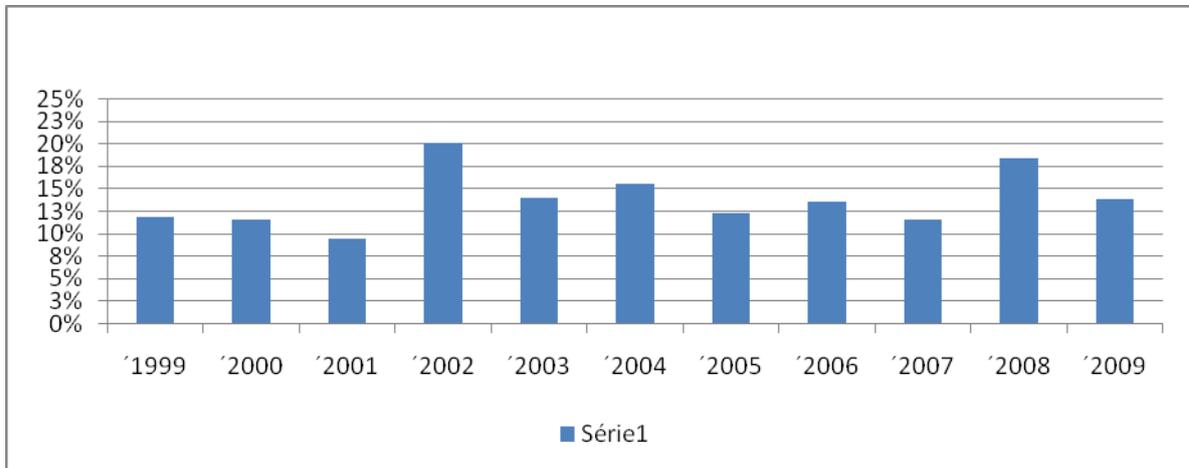


Gráfico 16 – Coeficiente de variação das Exportações

Fonte: Elaborado pelo autor, com base nos dados do Ipeadata, acesso em 23/04/2010.

Em 2001 as exportações tiveram um desvio padrão de 46% e sua média mensal foi de US\$ 4,85 bilhões, apresentando um CV de 9,42%, este foi o menor no período pesquisado.

Os CV das exportações em média ficaram classificados como médio de boa precisão.

Nos anos 2002 e 2008, os Coeficientes de variação das exportações ficaram próximos de 20% devido a desvalorização cambial observada nesse período.

Tabela 3 – Desvio padrão, Média e CV das Exportações

Exportações	Desvio Padrão	Média (US\$ bilhões)	Cv
'1999	47%	4,00	11,80%
'2000	53%	4,59	11,54%
'2001	46%	4,85	9,42%
'2002	101%	5,03	20,08%
'2003	85%	6,09	13,98%
'2004	125%	8,04	15,61%
'2005	120%	9,86	12,21%
'2006	156%	11,48	13,59%
'2007	154%	13,39	11,52%
'2008	303%	16,50	18,37%
'2009	172%	12,42	13,89%

Fonte: Elaborado pelo autor, com base nos dados do Ipeadata, acesso em 23/04/2010.

O gráfico 16 apresenta os coeficientes de variação referente às exportações, nota-se uma instabilidade na frequência das exportações.

Em 2002 as exportações tiveram uma média mensal de US\$ 5,03 bilhões, porem seu desvio padrão foi de 101%, quer resultou em um CV de 20,08%. É um valor alto se tomarmos como referência a classificação de Pimentel (2000).

Tanto as exportações como as importações estão diretamente ligadas à taxa de câmbio, quanto esta oscila pode ocorre como consequência variações na balança comercial.

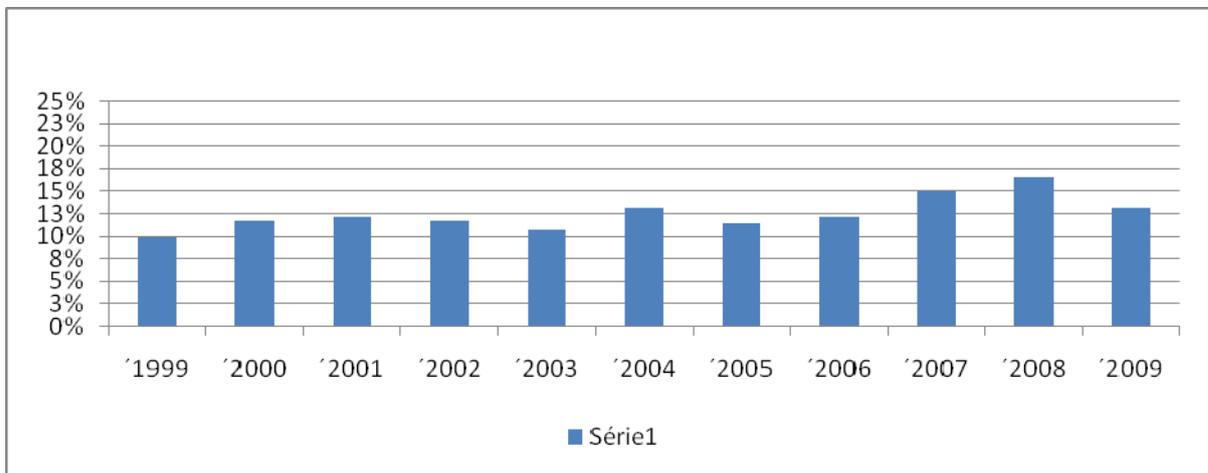


Gráfico 17 – Coeficiente de variação das Importações

Fonte: elaborado pelo autor, com base nos dados do Ipeadata, acesso em 23/04/2010.

O coeficiente de variação das importações apresentou uma média de 12,49% no período em estudo. Em destaque temos o ano de 2008, que apresentou um desvio padrão de 238% e uma média de US\$ 14,43 bilhões em volume mensal importado, resultando em um CV de 16,52%. O ano de 2008 foi marcado pelo grande volume de importações, visto que a taxa de câmbio estava bastante apreciada.

Tabela 4 – Desvio padrão, Média e CV das Importações

Importações	Desvio Padrão	Média (US\$ bilhões)	Cv
'1999	41%	4,10	9,89%
'2000	55%	4,65	11,73%
'2001	56%	4,63	12,14%
'2002	46%	3,94	11,73%
'2003	43%	4,02	10,73%
'2004	68%	5,24	13,07%
'2005	70%	6,13	11,39%
'2006	92%	7,61	12,08%
'2007	151%	10,05	14,98%

<b>Importações</b>	<b>Desvio Padrão</b>	<b>Média (US\$ bilhões)</b>	<b>Cv</b>
'2008	238%	14,43	16,52%
'2009	132%	10,05	13,14%

Fonte: Elaborado pelo autor, com base nos dados do Ipeadata, acesso em 23/04/2010.

Com o câmbio instável, a balança comercial é afetada em momentos de estresse cambial, como ocorrido com a crise financeira nos Estados Unidos. A forte volatilidade apresentada pela moeda brasileira interfere na decisão de importar e exportar. Pelo lado do exportador, ele teme uma forte valorização da moeda afetando seus preços. Já para os importadores, uma desvalorização acentuada, atrapalharia seus contratos já firmados, pois os preços já estariam acordados, e os importadores teriam com arcar com os prejuízos da diferença cambial.

## 4 CONCLUSÃO

De acordo com os estudos realizados sobre a política cambial brasileira, no período de 1999 a 2009, verifica-se que o regime cambial flutuante em economias emergentes, como é o caso do Brasil, merece toda a atenção e cautela nas decisões dos agentes econômicos.

Após a crise cambial brasileira em 1999, quando foi adotado o regime cambial flutuante, o País estava à beira de um colapso nas reservas internacionais, forte sinalizador de volatilidade da moeda de uma economia. Foi graças aos saques junto ao FMI que o País pode ultrapassar a fase inicial do câmbio flutuante, que foi de 1999 ao final de 2002, quando o novo presidente assumiu o governo e anunciou que manteria a mesma política econômica anterior. O período seguinte foi marcado por uma gradual aquisição de moeda estrangeira pelo Banco Central.

Verifica-se que, desde 2003 a taxa de câmbio vem seguindo uma tendência de valorização. O crescente aumento na participação do Brasil no mercado internacional tem resultado em recordes na balança comercial e na corrente de comércio. Outro fator importante foi o aquecimento da demanda internacional, que contribuiu muito para os resultados positivos nesses indicadores.

Observou-se que mesmo com a valorização do câmbio ocorrida no período de 2003 à final de 2008, o saldo da balança comercial obteve bons superávits, as exportações cresceram ano após ano, gerando um grande volume de reservas cambiais. Resultando em uma estabilização do câmbio, que até 2003 estava muito volátil.

Em momentos de crises como ocorreu em set/08, a demanda mundial cai, desvalorizando moedas voláteis como o Real, essa desvalorização afetou mais as exportações que as importações, nesse momento a teoria confirma o resultado. Já em longos períodos como (2003-2008) sem choques externos, a valorização do câmbio não afetou as exportações e as importações como se esperava.

Para evitar a inflação, a política econômica optou por uma política de câmbio sobrevalorizado, obrigando a manutenção de altas taxas de juros e baixo nível de atividade econômica, aumentando o endividamento do setor público.

Pode-se concluir que a política cambial bem administrada, em momentos de ausência de crises externas, resulta em ótimos resultados na balança comercial. E que em momentos de crises externas, a economia se recupera mais rapidamente devido a dois fatores:

1. Quando se tem um bom acúmulo de reservas cambiais para controlar a volatilidade do dólar. E,
2. Quando a demanda externa estiver favorável.

Entretanto, para se manter o controle inflacionário, faz-se necessário a política de juros altos, que resulta em grandes variações no câmbio em momentos de estresse cambial e gera desconfiança para os investidores.

O episódio da crise do “*subprime*” mostrou que o país ainda permanece vulnerável ao contágio de crises externas, mesmo com a política de câmbio flutuante combinada com metas de inflação e acúmulo de reservas. O cálculo dos coeficientes de variação na série da taxa de câmbio mostrou que a moeda brasileira é uma das mais voláteis entre os países emergentes e desenvolvidos. Essa volatilidade cambial além de afetar a credibilidade do país, provoca resultados negativos na balança comercial, devido às variações que o câmbio passa.

Assim, a motivação básica do nosso trabalho, de analisar quão flexível é o câmbio brasileiro e a proposta de investigação para esse fim estabelecida, de acompanhar a atuação da autoridade monetária (Banco Central do Brasil) no mercado de câmbio flexível brasileiro, foi concretizada, obtendo-se como resultado a diferenciação entre períodos de normalidade e momentos de estresse cambial.

## REFERÊNCIAS

- ARAÚJO, Eliane. **Volatilidade Cambial e Crescimento Econômico**: teorias e evidências para economias em desenvolvimento e emergentes (1980 e 2007). Publicado na ANPEC, 2009.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Relatórios da política cambial no período de 1999 a 2009**.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Relatório anual**. Vários volumes
- BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Relatório trimestral de Análise do Mercado de Câmbio**. Várias edições.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Relatório de Reservas Cambiais**. Várias edições.
- BRANCHIERI, Claudio Maximiliano. **Taxa de Câmbio, um estudo sobre os determinantes, taxa de câmbio real e efetiva e crises cambiais**. 2002. Dissertação de Mestrado, Universidade do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, 2002.
- BRESSER, L. C; NAKANO, Y. Uma Estratégia de Desenvolvimento com Estabilidade. **Revista de Economia Política**, v. 22, n. 3, 2002.
- FARHI, Maryse. Dinâmica dos ataques especulativos e regime cambial. **Revista Economia e Sociedade**, Campinas, 2001.
- GARCIA, C. H. **Tabelas para classificação do coeficiente de variação**. Piracicaba: IPEF, 1989. 12p. (Circular técnica, 171).
- GOMES, F. Pimentel. **Curso de Estatística Experimental**. 14. ed. Piracicaba: Degaspari, 2000, 477 p.
- MANKIW, N. G. Macroeconomics. **Principles of Microeconomics**. 4. ed. ISBN 0-324-42348-9. New York: Worth Publishers, 2007.
- MARGARIDO, Mário Antonio. A questão cambial e balança comercial no Brasil pós Plano Real. **Informações Econômicas**, São Paulo, v. 31, n. 11, nov. 2001.

MARINHO, Henrique Jorge Medeiros. **Política Cambial Brasileira**. Editora Aduaneiras, 2003.

MIRANDA, Mauro Costa. **Crises Cambiais e Ataques Especulativos no Brasil**. Bacen, novembro, 2001.

MOURA, Guilherme Valle. **Condição de Marshall-Lerner e quebra estrutural na economia brasileira**. 2005. Dissertação de Mestrado, Faculdade de Ciências Econômicas da UFRGS, Porto Alegre, 2005.

NÓBREGA, Maílson. **O Futuro Chegou: instituições e desenvolvimento no Brasil**. São Paulo: Globo, 2005.

NORONHA, Luis Eduardo Pitta. **O canal cambial de transmissão da política monetária no regime de metas de inflação no Brasil**. 2007. Dissertação de Mestrado, Instituto de Economia da Universidade Federal do Rio de Janeiro – IE/UFRJ, Rio de Janeiro, 2007.

OBSTFELD, Maurice; ROGOFF, Kenneth. **The intertemporal approach to the current account, Handbook of International Economics**. in: G. M. Grossman & K. Rogoff (ed.), *Handbook of International Economics*. v. 3, cap. 34, p. 1731-1799, 1995.

OBSTFELD, Maurice; ROGOFF, Kenneth. Miragem de taxa de câmbio fixa. **Journal of Economic Perspectives**, Associação Americana de Economia, v. 9, n. 4, p. 73-96, Fall/1995.

PALHUK, Kelly Cristine Panegalli. **O impacto dos determinantes no desempenho da balança comercial: uma análise Paraná/Brasil para o pós-real**. 2009. Dissertação de Mestrado, Universidade Federal do Paraná, Curitiba, 2009.

PRATES, Daniela Magalhães. **A gestão do regime de câmbio flutuante no Brasil**, Artigo, 2008, ANPEC - Associação Nacional dos Centros de Pós-graduação em Economia, Rio Grande do Sul.

RISSATO, Denise. A teoria da paridade do poder de compra e a taxa de câmbio de longo prazo: algumas evidências teóricas e empíricas. **Ciências Sociais em Perspectiva**, v. 3, n. 4, 2004.

SILVEIRA, Cristiano Freixo. **Paridade do Poder de Compra**. Publicado na ANPEC, dez. 2004.