



v.2, n.6, junho 2007

As Mudanças no Câmbio e nos Juros, Brasil, 1994-2006

Um dos principais instrumentos usados pela política econômica, por meio das autoridades monetárias, para influenciar a disponibilidade e o custo do dinheiro e do crédito são as operações no mercado aberto. Essas operações consistem em transações com os títulos da dívida pública federal. As taxas de juros relativas às operações de mercado aberto refletem, basicamente, as condições instantâneas de liquidez no mercado monetário (oferta versus demanda de recursos). As taxas de juros SELIC representam o rendimento desses títulos, mais precisamente das Letras Financeiras do Tesouro.

As taxas de câmbio representam preços relativos relevantes para a competitividade externa e estabilidade interna. Mudanças na taxa de câmbio influenciam diretamente os preços dos produtos exportáveis que são cobrados no exterior. A política cambial influencia o balanço de pagamentos por meio da mudança do valor da moeda. As autoridades monetárias podem controlar a taxa de câmbio através da compra e venda de moeda estrangeira. Essas transações têm efeito semelhante às compras e vendas de títulos públicos no mercado aberto.

A política monetária tem dois efeitos sobre o financiamento das contas externas: elevam a disponibilidade de capitais de curto prazo, via atração de investimentos em renda fixa, e reduzem o tamanho do déficit em conta corrente, a partir de seus efeitos sobre o saldo das exportações líquidas¹.

A flutuação cambial e a taxa de juros no Brasil foram analisadas por Sicsú (2002)², para o período de janeiro de 1999 a abril de 2002. O autor conclui que os eventos econômicos sugerem que o Banco Central do Brasil reage elevando a taxa de juros, ou deixando de reduzi-la, quando o câmbio apresenta movimentos prévios de elevação de sua volatilidade, o que corresponde a uma tendência ascendente da taxa de câmbio. Então, afirma que a função de reação do Banco Central do Brasil, sob o regime de metas de inflação, possui basicamente um componente cambial, ou seja, a taxa de juros tem sido utilizada para controlar movimentos de capitais.

Diante disso, é interessante examinar a evolução da taxa de câmbio e da taxa de juros do Brasil com intuito de procurar identificar seu comportamento. A fonte de dados é o Banco Central do Brasil e a análise gráfica e do coeficiente de variação serão elaborados para o período de dezembro de 1994 a dezembro de 2006.

A evolução da taxa de juros referencial da economia brasileira, a SELIC, no período de dezembro de 1994 a dezembro de 2006, mostra que embora tenha havido uma grande oscilação no início da série, a taxa de juros decresce sucessivamente até agosto de 1997, ficando em 1,5859% ao mês. É seguido por uma fase de grandes oscilações, com a taxa alcançando um máximo de 3,3345% ao mês em março de 1999, vindo a retroceder e mudar seu ritmo em torno de outubro de 1999 com uma taxa de 1,3839% ao mês, quando a amplitude de variação da taxa de juros se reduz (Figura 1).

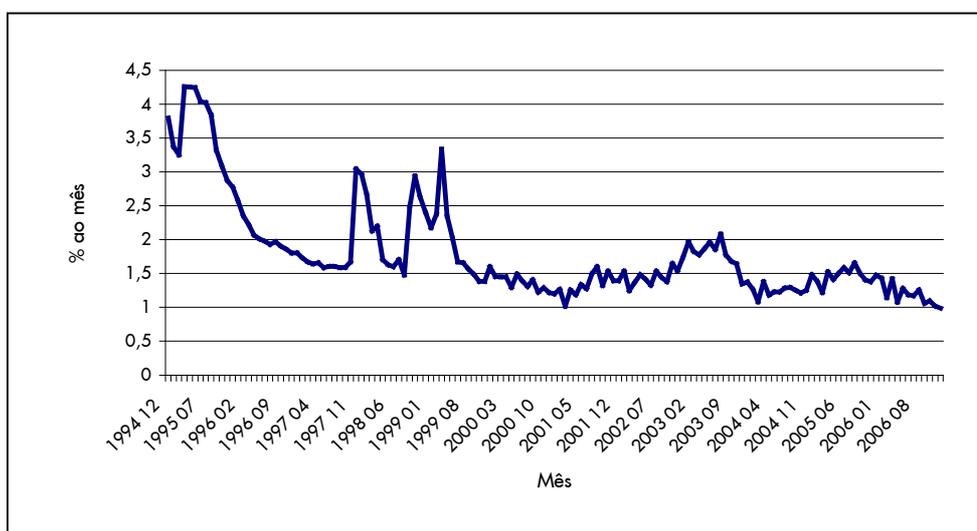


Figura 1 - Taxa de Juros SELIC, Brasil, Dezembro de 1994 a Dezembro de 2006.

Fonte: Elaborada pela autora com dados do Banco Central.

Novo impulso ao aumento nas taxas de juros ocorre em agosto de 2001, com taxas de 1,6% ao mês, em elevação continuada em 2002, causada pelas eleições presidenciais em função de temor de possível calote da dívida pública, fenômeno denominado de efeito-Lula. Essa fase culminou com uma taxa de 2,0842% ao mês, em agosto de 2003. O ritmo de crescimento dos juros fica mais arrefecido em princípio de 2005 (1,3839% ao mês em janeiro de 2005) quando se inicia a oscilação com sentido decrescente que conduziu a um patamar da taxa em torno de 1% ao mês, em dezembro de 2006.

Para se ter uma idéia da dimensão das flutuações da taxa de juros no período de dezembro de 1994 a dezembro de 2006 calculou-se o coeficiente de variação para a SELIC.

Nesse período a amplitude de variação girou em torno de 40,5%. Considerando duas fases distintas desse período, a de dezembro de 1994 a dezembro de 1998, a variabilidade girava em torno de 34,8%, enquanto no período de janeiro de 1999 a dezembro de 2006 a variabilidade se reduz substancialmente para 18,9%.

Procurou-se ajustar à série de taxas de juros uma linha de tendência. A tendência de médias móveis, de ordem 2, foi a que melhor se ajustou aos dados. Os meses que mais se afastaram da tendência foram os referentes à aproximadamente quatro meses antes e quatro meses após a mudança de orientação da política econômica de janeiro de 1999. O período subsequente inicia oscilações menores que se perpetuam até o final do período (Figura 2).

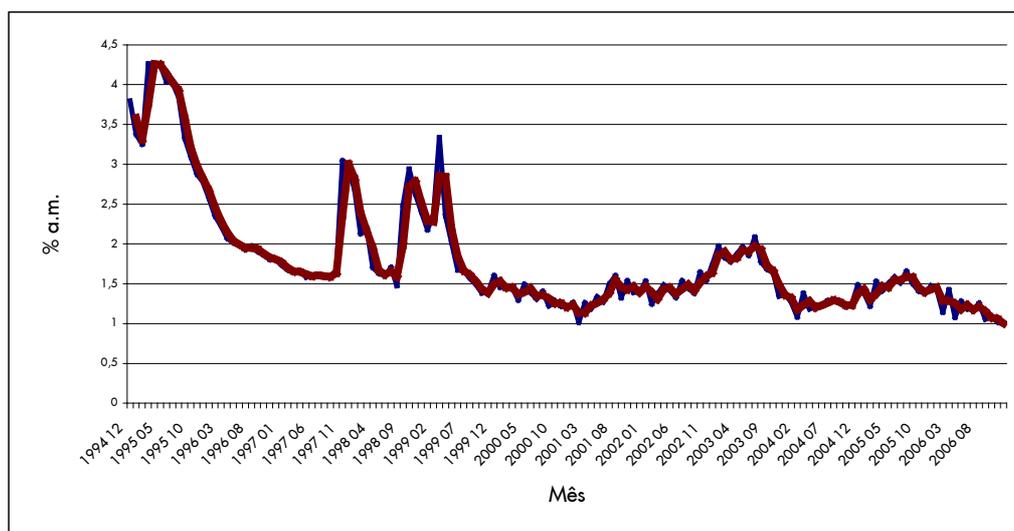


Figura 2 - Linha de Tendência da Taxa de Juros SELIC, Brasil, Dezembro de 1994 a Dezembro de 2006.
Fonte: Elaborada pela autora com dados do Banco Central.

Por sua vez, a evolução da taxa de câmbio média do real por dólar (R\$/US\$) para o período compreendido entre dezembro de 1994 e dezembro de 2006 mostra movimentos gradativamente crescentes de dezembro de 1994, com valor de R\$/US\$0,8481, a dezembro de 1998, com valor de R\$/US\$1,2046. Nesse período foram adotadas as chamadas bandas cambiais (Figura 3).

As bandas cambiais são sistemas cambiais intermediários aos fixos e flexíveis, que permitem relativa flexibilidade da taxa de câmbio nominal em resposta às mudanças nas condições externas e internas do país. Aliado a isso, este sistema mantém o mercado informado do valor da paridade da moeda, estabilizando as expectativas dos agentes, que podem planejar suas operações dentro da margem de flutuação da moeda³.

A partir de janeiro de 1999, abandonou-se o sistema de bandas cambiais adotando a

flexibilização da política cambial. Assim, elevações mais aceleradas são percorridas, alcançando um valor de 2,7394 reais por dólar em outubro de 2001. Por um período, a taxa oscilou, para baixo e para cima até alcançar o valor máximo, de 3,8051 reais por dólar em outubro de 2002. A partir daí, nota-se a queda sucessiva da taxa de câmbio para um patamar em torno de R\$/US\$2, mais precisamente 2,1491 em dezembro de 2006.

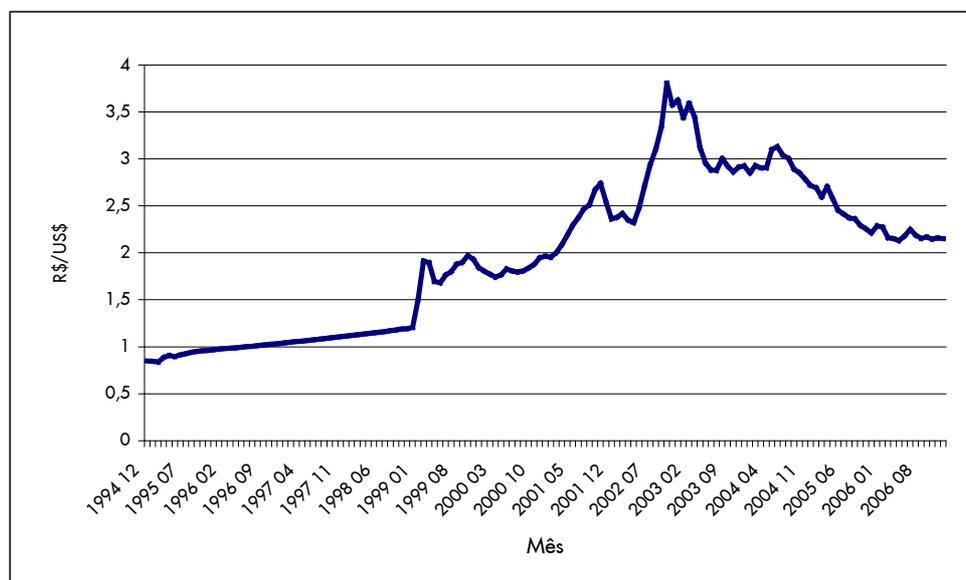


Figura 3 - Taxa de Câmbio Média do Brasil, Dezembro de 1994 a Dezembro de 2006.
Fonte: Elaborada pela autora com dados do Banco Central.

Ao se tomar como referência o ponto médio entre o mínimo e o máximo, a variação tem sido em torno de 40%, o que dá uma idéia da importância dessa questão para os investidores estrangeiros e os *traders* brasileiros. Considerando duas fases distintas deste período, a amplitude de variação da taxa de câmbio é menor: de dezembro de 1994 a dezembro de 1998, período das bandas cambiais, 9,4%, de janeiro de 1999, período de maior flexibilização, até dezembro de 2006, 21,4%.

Comparando o coeficiente de variação da taxa de câmbio com o da taxa de juros nota-se que são bem próximos, de 40%, entretanto nos períodos subdivididos, a taxa de juros flutua bem mais do que a taxa de câmbio no primeiro período enquanto no segundo período a taxa de juros flutua bem menos do que a taxa de câmbio. Ou seja, com a flexibilização cambial os juros são mais controlados.

Procurou-se, também, ajustar à série de taxas de câmbio uma linha de tendência que refletisse a variação de longo prazo. A linha de tendência que melhor se associou aos valores foi a de médias móveis, de ordem 2. Exceto para os meses de fevereiro de 1999 e outubro de 2002, quando as taxas alcançaram valores inesperados, de 1,9129 e o máximo de 3,8051, o

ajuste da linha de tendência de médias móveis à série é perfeito (Figura 4).

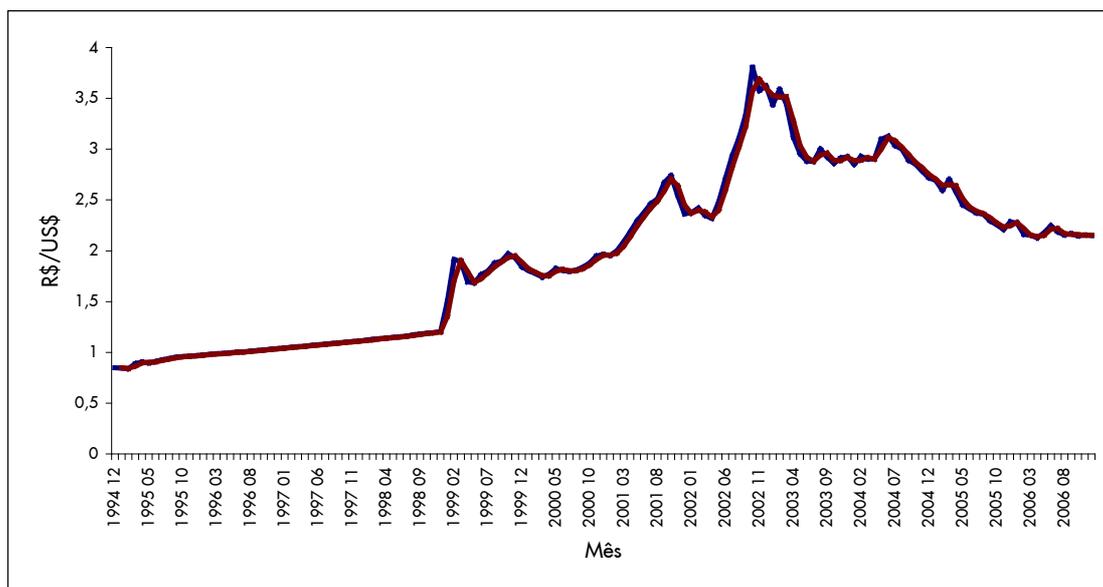


Figura 4 - Linha de Tendência da Taxa de Câmbio Média do Brasil, Dezembro de 1994 a Dezembro de 2006.
Fonte: Elaborada pela autora com dados do Banco Central.

Isso estaria indicando que a série não é estacionária, que a estratégia adotada pelas autoridades monetárias do Brasil com relação à taxa de câmbio, bem como com a taxa de juros, tende a ser de médias móveis e que ajustes são feitos nas taxas de câmbio com base no valor passado defasados em dois meses.

Por serem de magnitudes semelhantes, a evolução simultânea das taxas de câmbio e das taxas de juros do Brasil pode ser observada (Figura 5). Um ponto de interseção entre elas mostra que em algum momento entre os meses de maio e junho de 1999 as duas taxas se cruzaram em torno de R\$/US\$1,7 e uma taxa de juros de 1,7% ao mês. Anteriormente a esta data a taxa de juros se situava flutuando acima da taxa de câmbio e após esta data ela passa a flutuar abaixo da taxa de câmbio. Ao flexibilizar a taxa de câmbio o controle sobre a taxa de juros evitou saltos bruscos.

Diante disso, procurou-se identificar a existência de relação entre a taxa de câmbio e a taxa de juros praticadas no Brasil (Figura 6). Esta figura ilustra a reviravolta da política econômica e o esforço feito pelas autoridades monetárias em administrá-la.

Nota-se pelo menos três fases distintas. A primeira, que vai de dezembro de 1994 a outubro de 1998, pode ser representada por grandes oscilações na taxa de juros e pequenas variações na taxa de câmbio (parte mais à esquerda da figura). A seguir, a figura mostra o movimento de vai-e-vem da política econômica iniciada após a virada de 1999. Mais

especificamente, na segunda fase, com início em novembro de 1998, quando se preparou a mudança

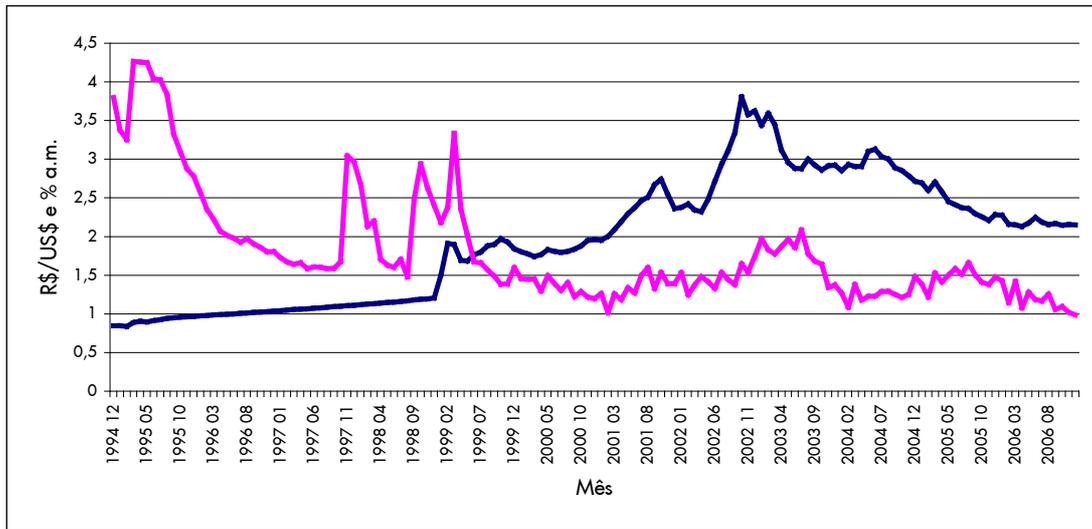


Figura 5 - Taxa SELIC e Taxa de Câmbio no Brasil, Dezembro de 1994 a Dezembro de 2006.
Fonte: Elaborada pela autora com dados do Banco Central.

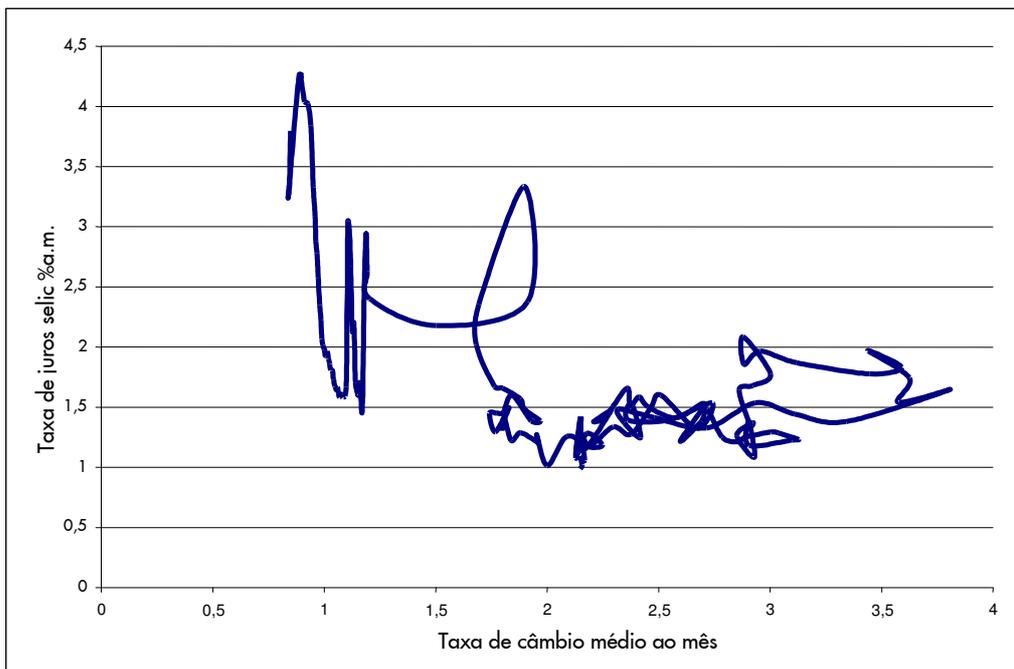


Figura 6 - Taxa SELIC e Taxa de Câmbio no Brasil, Dezembro de 1994 a Dezembro de 2006.
Fonte: Elaborada pela autora com dados do Banco Central.

da política econômica que deu origem à reviravolta ocorrida entre os meses de março e maio de 1999, o sentido é de redução da taxa de juros e da liberação cambial. A terceira fase representa uma nova virada, mais prolongada, compreendida entre outubro de 2002 e dezembro de 2003, recolocando as oscilações cambiais na faixa dos R\$/US\$2 a 3 e das

taxas de juros na faixa de 1% a 1,5% (parte mais à direita da figura, semelhante ao formato de um retângulo).

É a partir de fevereiro de 1999, em plena virada da política econômica brasileira, que fica visível, também, a complexidade do período em que está se atravessando, demonstrado pela existência de mais de uma taxa de juros para uma determinada taxa de câmbio bem como pela existência de mais de uma taxa de câmbio para uma determinada taxa de juros. Esse fato, de não haver uma taxa de equilíbrio constante à qual o câmbio retornaria, teria como implicação a não paridade do poder de compra da moeda⁴.

Difícil se torna, então, tentar fazer previsões a respeito dessas taxas, embora o sentido de direção parece ser o de redução dos juros e a valorização cambial.

¹CARNEIRO, D. D.; WU, T. Y. H. Contas externas e política monetária. **Revista Brasileira de Economia**, Rio de Janeiro, v. 58, n. 3, p. 301-323, jul./set. 2004.

²SICSÚ, J. Flutuação cambial e taxa de juros no Brasil. **Revista de Economia Política**, São Paulo, v. 22, n. 3, p. 132-137, jul./set. 2002.

³FONTES, R.; ARBEX, M. A.; ALMEIDA, M. Credibilidade perfeita *versus* credibilidade imperfeita: uma análise para o regime brasileiro de bandas de câmbio. **Pesquisa e Planejamento Econômico**, Rio de Janeiro, v. 29, n. 2, p. 185-214, ago. 1999.

⁴SILVA, J. A. B. **Determinantes da taxa de câmbio real, teoria e evidências empíricas**: uma aplicação para o Brasil. 2003. Dissertação (Mestrado) -Departamento de Economia, Universidade de Brasília.

Palavras-chave: política econômica, política monetária, política cambial, taxa de juros, taxa de câmbio.

Samira Aoun
Pesquisadora Científica
samira@iea.sp.gov.br

Liberado para publicação em 14/06/07