

# INSTABILIDADE NO MERCADO BRASILEIRO DE CÂMBIO

César Roberto Leite da Silva<sup>1</sup>

Em janeiro de 1999 as autoridades monetárias brasileiras iniciaram uma nova política cambial que consiste em deixar que o mercado sinalize o preço da moeda estrangeira, reduzindo significativamente as intervenções que têm por objetivo manter uma determinada paridade. O resultado dessa mudança de atitude foi uma considerável depreciação do real, o que, de certa forma, encerrava uma controvérsia em torno das causas dos maus resultados do Brasil no comércio internacional, que começaram logo após a implementação do Plano Real. Esperava-se que, com o novo alinhamento do dólar, em breve apareceriam os esperados superávits comerciais.

A realidade foi diferente. As exportações não reagiram com a presteza que se esperava, e apesar da significativa redução dos déficits comerciais, os tão esperados superávits surgem somente agora, em 2001, timidamente.

Este texto pretende analisar um inconveniente causado pela liberalização do mercado cambial: a grande instabilidade do preço do dólar. Este resultado pode ser explicado a partir de duas perspectivas. A primeira é a necessidade de financiar crescentes déficits em transações correntes, e a segunda, a estrutura desse financiamento.

Inicialmente, é interessante recordar a seguinte identidade:

$$TC = MK + \Delta RE$$

onde  $TC$  é o saldo em transações correntes,  $MK$  o movimento de capitais e  $\Delta RE$  as variações nas reservas. Essa relação indica que eventuais déficits em transações correntes podem ser financiados pela entrada de capitais, pelas reservas, ou uma combinação dessas duas possibilidades.

Tomando como ponto de partida a década de 90, nota-se que até 1994 o Brasil tinha expressivos superávits comerciais, que praticamente compensavam os déficits no balanço de serviços. Como conseqüência, as transações correntes estavam praticamente equilibradas, e era

muito fácil financiar os pequenos déficits. As entradas de capitais eram abundantes, e, conseqüentemente, o saldo total do balanço de pagamentos positivo e o nível das reservas crescentes (Tabela 1).

Em 1995 começaram os pesados déficits comerciais e em transações correntes, e, conseqüentemente, o volume de recursos necessário para seu financiamento, mais elevado (Tabela 2)<sup>2</sup>. É agora o momento para se começar a tratar da segunda causa da instabilidade da taxa de câmbio: a estrutura de financiamento do déficit em transações correntes. Nesse mesmo ano, o Governo decide que é interessante que instituições estrangeiras entrem e/ou participem do sistema financeiro nacional. É bom salientar que essa atitude estava em consonância com as exigências e o movimento internacional de desregulamentação dos mercados financeiros e de capitais mundiais.

Dessa forma, a maneira tradicional de financiar os déficits em conta corrente, que eram os empréstimos e investimento direto estrangeiro, foi reforçada com a inclusão de investimentos em carteira e derivativos, modalidade de capital de curto prazo que tem grande mobilidade.

Do ponto de vista estritamente contábil, ficou mais fácil fechar o balanço de pagamentos com uma política monetária que estimule a arbitragem<sup>3</sup> e atraia o capital estrangeiro. Já economicamente, o resultado não parece ser tão interessante, porque o mercado cambial fica vulnerável às crises monetárias internacionais, que têm ocorrido com razoável freqüência nos últimos tempos.

<sup>2</sup>As tabelas 1 e 2 não são totalmente comparáveis porque o Banco Central do Brasil, a partir de janeiro de 2001, alterou alguns critérios de classificação das transações e a nomenclatura de alguns itens e contas do balanço de pagamentos. Os balanços de pagamentos do Brasil, seguindo os novos critérios, estão disponíveis apenas a partir de 1996. Maiores esclarecimentos podem ser obtidos no endereço [www.bcb.gov.br](http://www.bcb.gov.br), em especial na Nota Técnica do Banco Central intitulada Notas Metodológicas do Balanço de Pagamentos.

<sup>3</sup>No jargão do mercado, o processo pelo qual os capitais internacionais são atraídos pelos juros domésticos elevados.

<sup>1</sup>Economista, Doutor, Pesquisador Científico do Instituto de Economia Agrícola.

TABELA 1 - Balanço de Pagamentos do Brasil, 1991-1995  
(em US\$ milhão)

Discriminação	1991	1992	1993	1994	1995
Balança comercial	10.579	15.239	13.307	10.466	-3.157
Exportações	31.620	35.793	38.563	43.545	46.506
Importações	21.041	20.554	25.256	33.079	49.663
Serviços (líquido)	-13.542	-11.339	-15.585	-14.743	-18.600
Juros	-8.621	-7.253	-8.280	-6.338	-8.158
Outros serviços	-4.921	-4.086	-7.305	-8.405	-10.442
Transferências unilaterais	1.556	2.243	1.686	2.588	3.973
Transações correntes	-1.407	6.143	-592	-1.689	-17.784
Capital	-4.148	25.271	10.115	14.294	29.820
Investimento (líquido)	170	2.972	6.170	8.131	4.670
Reinvestimentos	365	175	100	83	200
Financiamentos	2.026	13.258	2.380	1.939	2.641
Amortizações	-7.830	-8.572	-9.978	-50.411	-11.026
Pagas	-7.830	-7.147	-9.268	-11.001	-11.026
Refinanciadas (inclui Clube de Paris)	-	-1.425	-710	-39.410	0
Empréstimos a médio e longo prazos	3.997	14.975	10.790	52.893	14.736
Capitais a curto prazo	-3.033	2.602	869	909	19.667
Outros capitais	157	-139	-216	750	-1.068
Erros e omissões	876	-1.386	-1.119	334	1.444
Superávit ou déficit (-)	-4.679	30.028	8.404	12.939	13.480
Dívida externa total					
Curto prazo	30.914	25.114	31.456	28.627	29.943
Médio e longo prazos	92.996	110.835	114.270	119.668	129.313
Reservas internacionais					
Liquidez	9.406	23.754	32.211	38.806	51.840
Caixa	8.552	19.008	25.878	36.471	50.449

Fonte: Banco Central do Brasil.

TABELA 2 - Balanço de Pagamentos do Brasil, 1996-2001  
(em US\$ milhão)

Discriminação	1996	1997	1998	1999	2000	2001 <sup>1</sup>
Balança comercial (FOB)	-5.599	-6.748	-6.604	-1.260	-698	37
Exportações	47.747	52.994	51.140	48.011	55.086	33.892
Importações	53.346	59.742	57.743	49.272	55.783	33.854
Serviços	-8.681	-10.989	-10.111	-6.977	-7.574	-4.883
Rendas	-11.668	-14.876	-18.189	-18.848	-17.886	-11.446
Transferências unilaterais	2.446	1.823	1.458	1.689	1.521	914
Transações correntes	-23.502	-30.791	-33.445	-25.396	-24.637	-15.378
Conta capital e financeira	33.968	25.795	29.730	17.381	19.326	18.478
Conta capital	454	393	320	338	273	166
Conta financeira	33.514	25.403	29.410	17.043	19.053	18.313
Investimento direto (líquido)	11.261	17.877	26.050	26.888	30.498	14.792
Investimentos em carteira	21.619	12.616	18.077	3.802	6.955	1.989
Derivativos	-38	-253	-460	-88	-197	-304
Outros investimentos	673	-4.838	-14.257	-13.558	-18.202	1.837
Erros e omissões	-1.800	-2.912	-4.256	194	3.049	-112
Resultado do balanço	8.666	-7.907	-7.970	-7.822	-2.262	2.988
Dívida externa total						
Curto prazo	37.787	36.715	26.430	27.392	29.967	26.947 <sup>2</sup>
Médio e longo prazos	142.148	163.283	215.214	214.076	206.190	180.804 <sup>2</sup>
Reservas internacionais						
Liquidez	60.110	52.173	44.556	36.342	33.011	36.299 <sup>3</sup>
Caixa	59.039	51.359	43.617	35.554	32.949	36.263 <sup>3</sup>

<sup>1</sup>Jan./jul. 2001.

<sup>2</sup>Até maio de 2001.

<sup>3</sup>Até julho de 2001.

Fonte: Banco Central do Brasil.

A simples observação da taxa de câmbio diária, em períodos cruciais, ilustra essa idéia. Em janeiro de 1999 o mercado cambial brasileiro foi fortemente afetado pela crise da Rússia, estabilizando-se apenas a partir de maio do mesmo ano. A grande instabilidade do câmbio nos quatro primeiros meses de 1999 pode ser vista na figura 1. Mais recentemente, em 2001, as dificuldades da Argentina também contaminaram o mercado de câmbio do Brasil, especialmente a partir de julho (Figura 2).

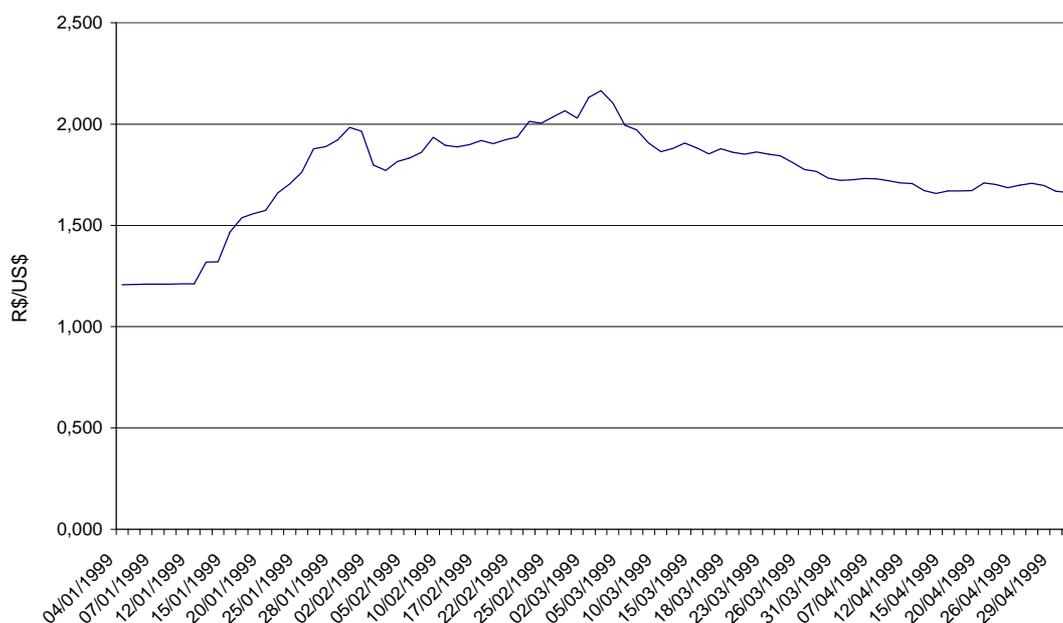
Esses dois exemplos, de curto prazo, podem ser complementados com a análise do comportamento da taxa de câmbio vista agora não como um ativo, mas sim como um preço relativo, dos mais importantes numa economia aberta. Como preço relativo, a taxa de câmbio rege as relações entre os setores real e monetário do Brasil com o resto do mundo, influenciando exportações, importações e fluxos de capitais.

Uma forma de mensurar esse preço relativo é calcular a relação entre o nível de preços doméstico e o nível de preços do resto do mundo. Como seria muito difícil, e trabalhoso, operar todas essas informações, toma-se como base o comportamento dos preços dos principais parceiros comerciais e estima-se a taxa de câmbio efetiva real. A taxa de câmbio efetiva real é a taxa de câmbio nominal expurgada da diferença

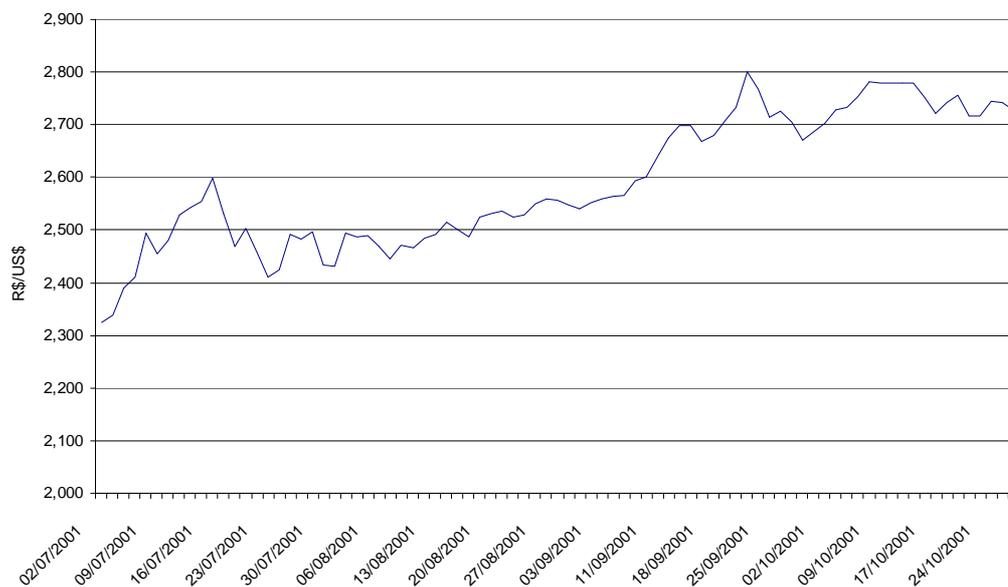
entre o Índice de Preços no Atacado brasileiro, conceito de Oferta Global, e a média dos índices de preços no atacado dos 15 principais parceiros comerciais do Brasil, ponderada pela participação de cada parceiro na pauta do total de exportações.

Tomando como ponto de partida julho de 1994, data da implementação do Plano Real, quando ficou estabelecida a paridade  $1 \text{ R\$} = 1 \text{ US\$}$ , nota-se que a taxa de câmbio efetiva real, que, grosseiramente, daria uma idéia da competitividade brasileira, ficou abaixo de um até o início de 1999. A partir dessa data, oscilou bastante e, recentemente, apresenta uma certa tendência crescente.

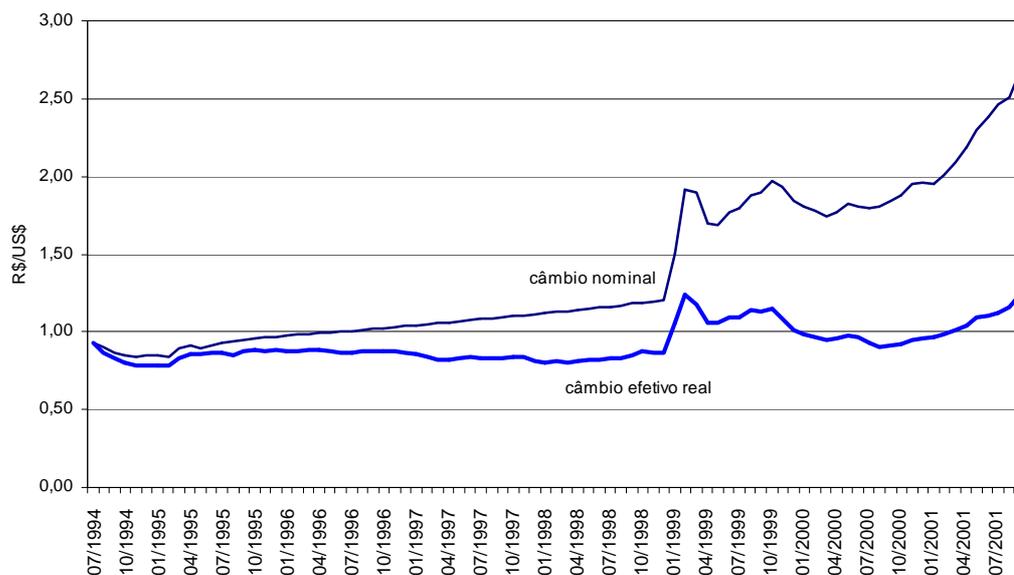
Que tipo de conclusão pode ser tirada desse fato? Se a taxa de câmbio efetiva real se mantivesse próxima de um, poder-se-ia concluir que o preço relativo (taxa de câmbio) teria permanecido estável no período. De modo geral, isso é bom, porque a estabilidade é essencial nas relações econômicas. Mas não o que aconteceu. Em agosto de 2001 a taxa de câmbio efetiva real estava depreciada aproximadamente 24% em relação a julho de 1994, oscilando significativamente a partir de 1999 (Figura 3). É bom ressaltar que essa oscilação se deve à instabilidade da taxa de câmbio nominal, que se ressentiu bastante de crises monetárias externas.



**Figura 1** - Taxa de Câmbio Diária, Janeiro a Abril de 1999.  
Fonte: Banco Central do Brasil.



**Figura 2** - Taxa de Câmbio Diária, Julho a Outubro de 2001.  
Fonte: Banco Central do Brasil.



**Figura 3** - Taxas de Câmbio Nominal e Efetiva Real (R\$/US\$), Brasil, Julho/1994 a Setembro/2001.  
Fonte: IPEADATA.

Como conclusão mais geral é possível dizer que os déficits em transações correntes, observados a partir de 1995, e a estrutura de seu financiamento, que inclui capitais especulativos de curto prazo, introduziram uma razoável instabilidade num preço relativo de considerável im-

portância, que é a taxa de câmbio. Considerando a taxa de câmbio nominal mensal, de julho de 1994, data da implementação do Plano Real, até agosto de 2001, fica bem claro o ponto de inflexão da política cambial brasileira, em janeiro de 1999.