

Textos para Discussão N°67

Secretaria do Planejamento e Gestão
Fundação de Economia e Estatística Siegfried Emanuel Heuser

As alterações do câmbio no Brasil, após a deflagração da crise

Teresinha da Silva Bello

Porto Alegre, julho de 2009



GOVERNO DO ESTADO
RIO GRANDE DO SUL

SECRETARIA DO PLANEJAMENTO E GESTÃO

Secretário: Mateus Affonso Bandeira



DIRETORIA

Presidente: Adelar Fochezatto

Diretor Técnico: Octavio Augusto Camargo Conceição

Diretor Administrativo: Nóra Angela Gundlach Kraemer

CENTROS

Estudos Econômicos e Sociais: Sônia Rejane Unikowski Teruchkin

Pesquisa de Emprego e Desemprego: Roberto da Silva Wiltgen

Informações Estatísticas: Adalberto Alves Maia Neto

Informática: Luciano Zanuz

Editoração: Valesca Casa Nova Nonnig

Recursos: Alfredo Crestani

TEXTOS PARA DISCUSSÃO

Publicação cujo objetivo é divulgar resultados de estudos direta ou indiretamente desenvolvidos pela FEE, os quais, por sua relevância, levam informações para profissionais especializados e estabelecem um espaço para sugestões. As opiniões emitidas nesta publicação são de exclusiva e de inteira responsabilidade do(s) autor(es), não exprimindo, necessariamente, o ponto de vista da Fundação de Economia e Estatística.

É permitida a reprodução deste texto e dos dados nele contidos, desde que citada a fonte. Reproduções para fins comerciais são proibidas.

As alterações do câmbio no Brasil, após a deflagração da crise

Teresinha da Silva Bello*

Economista e técnica da FEE

Resumo

O texto aborda as modificações na taxa de câmbio no Brasil após a deflagração da crise econômica mundial, em setembro de 2008. Primeiramente é feita uma análise da desvalorização do real, ocorrida no último trimestre daquele ano. Na seqüência, aborda-se o período mais recente, a partir da reversão no comportamento da taxa cambial, com uma retomada da valorização da moeda e as perspectivas para o real em 2009.

Palavras chave: câmbio; fluxo de capitais.

Abstract

The paper describes the changes experienced by the exchange rate in Brazil after the eclosion of the global economic crises, in September, 2008. Initially, it analyzes the devaluation of the real, which took place during the last quarter of the same year. Next, the paper deals with the most recent period – when the behavior of the exchange rate suffers an inversion and recovers its previous overvaluation – and discusses the perspectives for the real in 2009.

Key words: exchange rate; capital flows

Classificação do JEL: F31

Introdução

Dentre as variáveis macroeconômicas mais importantes encontra-se o câmbio. Sua cotação não só é essencial para importação, exportação e fluxo de capital externo, como é determinante nos níveis de investimento, poupança, inflação e crescimento econômico de um País. Devido à sua importância, praticamente em todos os Países os Bancos Centrais costumam regulamentar o mercado de câmbio, nele intervindo especialmente em três circunstâncias: formar reservas cambiais; corrigir desequilíbrios localizados e momentâneos de liquidez; e conter volatilidades excessivas, capazes de atrapalhar o funcionamento normal do mercado.

Na crise atual, cujos sintomas tornaram-se mais visíveis ainda em meados de 2007, o real conseguiu manter-se valorizado por mais de um ano após esses sinais, graças à balança comercial superavitária e à atração de capitais externos, os quais permitiram ao País, naquele ano, gerar superávits nas contas correntes de seu balanço de pagamentos, diminuir sua dívida externa e acumular reservas de US\$ 180 bilhões. Mesmo com a moeda valorizada, em 2007 o Brasil conseguiu melhorar seus indicadores de endividamento externo e a relação entre o valor das reservas internacionais e sua dívida externa total passou de 49,7% no fim de 2006 para 93,3%

* A autora agradece a leitura atenta e crítica dos economistas Álvaro Antônio Garcia, Beky Moron de Macadar e Sônia Unikowsky Teruchkin, isentando-os pelos equívocos ou erros remanescentes. E-mail: tbello@fee.tche.br

ao final de 2007. Ou seja, à época, mais de 90% da dívida externa brasileira estava coberta pelas reservas do País.

Mas, com a turbulência financeira internacional agravada a partir do segundo semestre de 2008, quando a crise converteu-se em um fenômeno sistêmico, o quadro cambial no Brasil, à semelhança do ocorrido em outros Países emergentes, reverteu-se, e as taxas nominais de compra para o dólar passaram de R\$ 1,57 no final de julho para R\$2,34 no fim daquele ano, com uma variação de 49,0%. Entretanto, diferentemente das crises cambiais anteriores dessa vez, além de as reservas estarem em níveis recordes, a posição do Bacen nas operações de swaps cambiais era ativa em dólares, o que tornava o governo credor líquido em moeda estrangeira.

Com a crise, desvalorizações cambiais também ocorreram na maioria dos Países emergentes e, de modo geral, três fatores contribuíram para a desvalorização da moeda nesses Países: a forte desaceleração da economia mundial, a queda dos preços das commodities e a aversão ao risco. Todavia, no caso brasileiro, imediatamente após o agravamento da crise, a perda de valor do real frente ao dólar foi maior do que as desvalorizações cambiais em muitos Países emergentes já que é possível citar outras causas, as quais serão analisadas mais adiante, que também estiveram subjacentes à desvalorização do real logo após o desencadeamento da crise. Posteriormente, a partir de abril de 2009, o real voltou a valorizar-se, principalmente como resultado da volta ao País das aplicações externas de curto prazo, levando o Banco Central a intervir para segurar a queda do dólar.

A fim de melhor entender essa maior volatilidade da moeda brasileira, a seguir serão feitas algumas considerações. Primeiramente, abordar-se-á a desvalorização do real logo após a crise e as medidas para contê-la. Na seqüência, a partir da reversão no comportamento da taxa de câmbio, com uma retomada da valorização do real, será feita uma análise do comportamento da taxa cambial no período mais recente bem como uma perspectiva para o câmbio em 2009.

A desvalorização do real logo após a crise e as medidas para contê-la

Um dos efeitos mais imediatos da **desaceleração da economia mundial** tem sido a queda no volume das exportações - com reflexos negativos sobre a balança comercial dos Países - e nos seus fluxos de capitais. O fato de o epicentro da crise atual situar-se nos Países desenvolvidos, mais especialmente nos Estados Unidos, trouxe reflexos sobre a demanda em todo o mundo. Sendo esse País o maior comprador, especialmente da China, e sendo esta o motor-reserva do crescimento mundial, a retração dessas duas economias teve efeitos negativos em todo o comércio internacional, não apenas nos volumes comercializados como também nos preços das commodities, o que remete ao segundo fator que levou à desvalorização das moedas nos Países emergentes. Entretanto, no caso do Brasil em 2008, mais do que a desaceleração no crescimento dos contratos cambiais das exportações, foi o maior aumento nos contratos de importação o que pressionou para um menor saldo no câmbio comercial (o que poderá ser observado na Tabela 1), já que a taxa de crescimento dos contratos de importação foi maior que a dos contratos de exportação embora, atualmente, ambas (importações e exportações) já estejam sofrendo as conseqüências da crise mundial.

A **redução no preço das commodities**, iniciada no segundo semestre de 2008 e apontada como outra das causas da desvalorização cambial nos Países emergentes, afetou em

especial os Países exportadores dessas mercadorias, dentre os quais se inclui o Brasil. Entretanto, como a safra agrícola brasileira praticamente foi embarcada no primeiro semestre do ano, quando os preços ainda estavam bastante elevados, seus efeitos nas receitas de exportação do País não foram tão desastrosos. Inclusive, este aumento nos preços das commodities, que tanto beneficiou o Brasil, tem sido visto como um dos primeiros efeitos da crise. Isso porque, no segundo semestre de 2007 e no primeiro de 2008, fundos de investimento com perfil mais arrojado recrudesceram suas aplicações no mercado de commodities, não só para obterem lucros com esse mercado que se expandia, como para atenuar perdas relacionadas com as hipotecas subprime. Com esse aumento na demanda por contratos de compra e venda de commodities descolados da procura real por esses bens, as cotações dessas mercadorias elevaram-se bem mais do que o esperado frente ao aumento da sua demanda mundial. Com a perspectiva de queda na procura, ao final do primeiro semestre de 2008, os preços desses bens entraram em deflação, esta agravada também pela pressão de venda dos derivativos atrelados às commodities, por parte desses fundos mais especulativos. Mas o Brasil já havia exportado quase toda sua safra agrícola destinada ao exterior e praticamente escapou dessa queda de preço.

Entretanto, considerando-se que no Brasil existe uma correlação inversa entre os preços das commodities e a cotação do dólar, a queda nos preços internacionais das commodities certamente deve ter exercido algum efeito sobre a desvalorização do real. Mas não sobre a balança comercial do País e sim sobre o mercado de câmbio financeiro. Isso porque muitas das aplicações estrangeiras na Bovespa eram em ações de empresas exportadoras de commodities, que trataram de sair do mercado brasileiro quando a crise se desencadeou. Assim, no Brasil, o efeito da queda nos preços dessas mercadorias refletiu-se mais no fluxo de capitais do que na balança comercial.

Dessa forma, no caso brasileiro, os dois primeiros fatores até agora apresentados para explicar a desvalorização cambial de 2008 (desaceleração da economia mundial e redução no preço das commodities) perdem força, embora não possam ser ignorados.

O terceiro fator que contribuiu para a subida do dólar nos Países periféricos foi a **maior aversão ao risco**, o que levou à fuga de capitais nos Países emergentes. No caso do Brasil, dentre as três causas até agora apontadas, essa parece ter sido a mais importante já que, em 2008, foi o movimento do câmbio financeiro, bem mais do que o do comercial, o que colaborou de modo decisivo para a desvalorização do real, o que pode ser visto na Tabela 1.

Embora o saldo do câmbio comercial tenha se reduzido de US\$76,7 bilhões em 2007 para US\$ 47,9 bilhões em 2008 – devido muito mais ao aumento dos contratos de câmbio para importação do que para os de exportação – foi o mercado do câmbio financeiro o responsável pelo resultado negativo do movimento de câmbio no Brasil, em 2008, tendo em vista que o saldo deste passou de US\$ 10, 7 bilhões positivos para um déficit de US\$ 48,9 bilhões.¹ Com isso, o resultado total (saldo comercial + saldo financeiro) passou de um superávit de US\$ 87,4 bilhões em 2007 para um déficit de US\$ 983 milhões em 2008.

¹ As operações de câmbio comercial abrangem apenas os contratos relativos à compra e venda de mercadorias e os contratos no segmento financeiro abrangem as operações envolvendo capitais – como empréstimos e investimentos – e os serviços e rendas, como pagamentos de juros da dívida externa, turismo internacional e as remessas de lucros e de dividendos feitas ao exterior.

O último ano em que o Banco Central registrou déficit em suas operações de câmbio havia sido em 2002 (-US\$ 13 bilhões), quando as reservas líquidas ajustadas (descontadas as obrigações junto ao FMI) fecharam o ano em apenas US\$ 16,3 bilhões.

Apesar das elevadas taxas dos juros internos, que nos últimos anos atraíram os aplicadores externos, com a crise, muitos deles tiveram de vender seus ativos em reais para cobrir prejuízos em outros mercados e/ou resolver problemas de falta de liquidez. Além disso, a busca pela segurança oferecida pelo dólar predominou sobre a rentabilidade das aplicações em moeda nacional. Assim, também se desfizeram de posições consideradas mais arriscadas, em um processo de desalavancagem e de retorno desses recursos para títulos do Tesouro dos Estados Unidos. Concomitantemente, encolheu o crédito externo, do mesmo modo influenciado pela incerteza quanto à capacidade de pagamento dos tomadores de empréstimos.

A Tabela 2, com alguns dados selecionados sobre o balanço de pagamentos brasileiro de 2007 e de 2008 e com destaque para o último trimestre desses dois anos, evidencia, em 2008, a deterioração nas contas correntes e a redução na conta capital e financeira. Enquanto as transações correntes passaram de um superávit de US\$ 1,55 bilhão em 2007 para um déficit de US\$ 28,30 bilhões em 2008, a conta capital e financeira reduziu seu superávit de US\$ 89,09 bilhões para US\$ 32,99 bilhões, respectivamente. Em relação às transações correntes, além da queda no saldo comercial, a conta de serviços e rendas registrou crescimento significativo em seu déficit, especialmente devido ao aumento nas remessas de lucros e dividendos impulsionadas por fatores internos (maior lucratividade das empresas em 2007 e valorização do real até julho de 2008) e externos, estes últimos já associados à crise que vinha se delineando: filiais de empresas e de bancos internacionais aqui instaladas aumentaram suas remessas para as matrizes, com vistas a compensarem perdas em outros mercados e também para cobrirem necessidades de “caixa”, devido a dificuldades de renovação de linhas de crédito.

“O crescimento das remessas de lucros e dividendos pelas filiais das empresas transnacionais e das remessas de dividendos pelos investidores de portfólio em ações se revelou um importante mecanismo de transmissão da crise sobre as contas externas brasileiras devido ao elevado estoque de passivo externo do País, reflexo de características estruturais (grau de internacionalização da estrutura produtiva e de abertura financeira) e da sua forte expansão nos últimos anos, associada ao aumento das aplicações de portfólio de não-residentes e, em menor medida, dos investimentos diretos estrangeiros. A dimensão e a composição do passivo externo brasileiro também condicionaram os efeitos da crise sobre o ingresso líquido de recursos externos e, assim, sobre a conta financeira do balanço de pagamentos.” (IEDI, abr 2009, p 2)

Na conta capital e financeira, a queda do superávit deveu-se à fuga dos investimentos em carteira, especialmente em ações. Embora os títulos de renda fixa também tenham se reduzido, seu resultado anual ainda foi positivo. O mesmo ocorreu com os créditos de fornecedores e com os empréstimos.

“O efeito-contágio da crise sobre o ingresso líquido de capitais externos nos três últimos meses de 2008, associado ao contexto de crescente aversão ao risco e preferência pela liquidez em âmbito global, se deu mediante dois principais mecanismos de transmissão – a liquidação das aplicações de portfólio no mercado financeiro doméstico e a contração dos créditos externos, inclusive daqueles direcionados ao comércio exterior –, que contaminaram as duas modalidades de fluxos financeiros, “investimentos de portfólio” e “outros investimentos” (que

engloba diversas modalidades de créditos, financiamentos e empréstimos), que se tornaram deficitárias, respectivamente, a partir de outubro e de novembro. Nesse contexto, o governo adotou um conjunto de medidas para atenuar a escassez de liquidez no mercado de câmbio e as pressões em prol da depreciação do real.” (IEDI, abr 2009, p 12).

Sob esse aspecto, também a queda nos preços das commodities pode ter influenciado a fuga do mercado brasileiro de ações pois, como já referido anteriormente, parcela substancial das empresas com ações na Bovespa está ligada ao mercado de commodities.

Por outro lado, os investimentos diretos no País, apesar dos percalços na economia mundial, elevaram-se em mais de US\$ 10 bilhões, em relação a 2007, o que pode ser explicado, em parte, pelo fato de esse tipo de capital depender de decisões de mais longo prazo por parte dos empresários e de ter um prazo médio mais elevado para a maturação desses investimentos. Ou seja, suas respostas à retração econômica são mais lentas e seus efeitos se fazem sentir em um intervalo de tempo maior.

Mesmo piorando a situação de seu balanço de pagamentos, o Brasil ainda conseguiu fechar o ano de 2008 com suas reservas internacionais em boa situação, apesar da queda registrada a partir de setembro, quando alcançaram seu recorde histórico, conforme a Tabela 3.

Outros Países emergentes, como Rússia, Índia, Coreia do Sul e Cingapura, logo após a crise perderam em média, cada um, em torno de US\$ 100 bilhões, embora tenham registrado desvalorizações cambiais menores que a brasileira (Lacerda, 2008). No caso da Rússia e do México, dois Países bastante afetados pela crise, a volatilidade no câmbio foi bem menor que no Brasil:

“Entre 20 de agosto e 20 de novembro o dólar americano se valorizou 46,8%, passando de uma cotação de R\$ 1,62 para R\$ 2,378 por dólar. No mesmo período, a moeda americana se valorizou 11,7% em relação ao rublo russo e 30% em relação ao peso mexicano, dois outros Países emergentes fortemente afetados pela crise financeira internacional.” (Castanhar, 2008).

Ainda de acordo com Castanhar, no mesmo período acima referido, a Rússia perdeu US\$ 123 bilhões de suas reservas e o México, até o final de outubro de 2008, já havia perdido US\$ 14 bilhões.

Se as reservas não caíram tanto, se os fundamentos da economia brasileira ainda estavam relativamente sólidos, ainda que tenham piorado nos meses posteriores ao desencadeamento da crise, e se a demanda por dólares vinha sendo atendida (não houve qualquer restrição à compra de moeda por parte do setor privado), por que a taxa cambial nominal subiu 49% do final de julho ao final de dezembro de 2008?

Outros fatores, além dos já referidos, contribuíram para a volatilidade do comportamento da taxa de câmbio no Brasil. Um deles foi a **excessiva valorização do real** nos três anos que antecederam à crise, embora o câmbio flutuante tenha amenizado o impacto ao evitar uma desvalorização abrupta (maxidesvalorização). Além dos saldos comerciais crescentes, as altas taxas de juros aqui praticadas e os preços atrativos das ações na Bolsa de Valores, o que não ocorria com tanta intensidade nos outros Países emergentes, acabaram por atrair investimentos

em carteira, pressionando para uma sobrevalorização da moeda nacional. Ou seja, com o real sobrevalorizado, a expectativa era de que, com a crise, haveria uma desvalorização maior da moeda brasileira do que naquelas regiões onde a moeda já estava mais desvalorizada. Essa valorização pré-crise, até certo ponto, também foi causada pela aposta no real feita pelos bancos e pelos “hedge funds”, através de posições vendidas no mercado futuro de dólar e de contratos de swap cambial reverso junto ao BACEN.²

Mesmo com a crise originando-se nos Estados Unidos, o dólar ainda é a moeda de maior aceitação no mundo e, nesse caso, a aposta que até então era no real deslocou-se para o dólar. Essa preferência pela moeda norte-americana já vinha sendo exercida pelos bancos que operam com câmbio no Brasil, desde meados de 2007, quando a crise mostrou-se de modo mais claro, pois desde agosto daquele ano que os mesmos trocaram sua posição “vendida” no mercado futuro de dólares para “comprada”.³ E a cada onda de rumores sobre o agravamento das dificuldades econômicas nos Estados Unidos, os bancos no Brasil aumentavam sua posição “comprada” no mercado de dólar futuro, o que equivaleria a um estoque de moeda norte-americana mantido pelos bancos. Quando os rumores se acalmavam, devido a medidas tomadas pelo Federal Reserve Bank, esses bancos diminuía suas apostas no dólar.⁴ Porém, nesses 12 meses que antecederam a queda do banco Lehman Brothers, nos Estados Unidos, em 15 de setembro de 2008, o afluxo de dólares ao País ainda permitiu a manutenção do real valorizado. Mas, em setembro de 2008, quando a situação de crise ganhou contornos sistêmicos mais definidos, os banqueiros no Brasil novamente aumentaram sua posição “comprada”, passando de US\$ 3,8 bilhões em agosto para US\$ 6,7 bilhões em setembro, elevando-a para US\$ 7,1 bilhões em outubro, conforme pode ser visto na Tabela 5.

Com a crise agravando-se, acelerou-se a fuga de capitais dos Países emergentes, inclusive do Brasil, e o Banco Central não mais conseguiu segurar a disparada do câmbio, o que o levou, no início de outubro de 2008, a retomar as operações de swap cambial com os bancos e com os “hedge funds” e que haviam sido substituídas por contratos de swap cambial reverso quando o real entrou em processo de valorização. Com a volta dos swaps cambiais, o Bacen passou de uma posição ativa em dólar, o que o tornava credor líquido na moeda norte-americana, para uma posição passiva em dólar, apresentando-se pois como devedor em moeda estrangeira. Em fins de setembro de 2008 os contratos de swap cambial reverso realizados pelo Bacen eram

² Uma operação de swap é um contrato de derivativo. Em um contrato de swap cambial o Bacen se compromete a pagar a variação cambial em troca de recebimento da variação do Depósito Interfinanceiro (DI), relacionado com a variação da SELIC. No período de valorização do real, o Banco Central reverteu o processo, em operações chamadas de “swap cambial reverso”, onde o Bacen pagava a variação do DI e recebia a variação cambial.

³ A posição “comprada” representa uma quantidade de moeda que a instituição se compromete a comprar, no futuro, a uma cotação predeterminada. Ou seja, a manutenção de grandes posições compradas costuma sinalizar que a expectativa dessa instituição é de aumento de valor dessa moeda.

⁴ Um relato da sucessão de quebras de instituições e de intervenções do Fed no sistema financeiro internacional pode ser encontrado no site <http://www.terra.com.br/economia/infograficos/crise-de-credito/os-primeiros-problemas.htm>, acessado em 08.04.2009.

da ordem de aproximadamente R\$ 40 bilhões e ao final de março de 2009 a exposição em dólar do País (swap cambial) era de aproximadamente R\$ 25 bilhões, conforme a Tabela 6.

Um contrato de swap cambial feito pelo Bacen serve para diminuir a demanda pelo dólar em si, pois garante a variação cambial ao seu comprador, reduzindo a pressão para a venda à vista da moeda. E esta, se concretizada, diminuiria o nível das reservas. Assim, um contrato de swap cambial tem o efeito de uma venda futura de dólar em que os fundos seriam os compradores e o Banco Central o vendedor. O mesmo efeito pode ser observado na venda de dólar no mercado futuro com opção de compra por parte dos bancos e “hedge funds”, pois a moeda só será entregue no vencimento da opção, que pode ou não ser exercida.

Ironicamente, o instrumento de swap cambial, criado para proteger empresas que poderiam ser negativamente afetadas por excessivas desvalorizações do real, teria sido usado como forma de pressão para que essas desvalorizações acontecessem, o mesmo ocorrendo com a venda de dólares no mercado futuro por parte do Bacen. Como os fundos detentores dos contratos de swaps ganham a variação cambial enquanto o Bacen recebe a variação do DI, esses contratos de swaps só se tornam interessantes para esses fundos enquanto o dólar estiver se valorizando. Assim, um **componente especulativo** não pode ser descartado para também explicar a desvalorização do real logo após a crise.

Teoricamente, para conter um ataque especulativo, o banco central de um País pode elevar a taxa de juros, com vistas a reter o capital em fuga. Pode também vender títulos indexados ao câmbio, vender dólares no mercado futuro e para pronta entrega, além de realizar operações de swap cambial. Todos esses mecanismos podem ser utilizados isoladamente ou em conjunto.

No atual contexto econômico, uma elevação da taxa de juros não seria recomendável, restando as demais alternativas. Tanto a venda de dólares futuros como as operações com derivativos já foram analisados nas páginas anteriores, bem como a possibilidade de seu uso especulativo. A venda de dólares à vista tem a vantagem de não elevar a dívida pública, mas em contrapartida afeta o nível das reservas, o que pode aumentar o grau de vulnerabilidade do País. Se a venda no mercado “spot” (para pronta entrega) atende à demanda imediata de dólares, no prazo mais longo o uso mais intenso deste instrumento pode reduzir o volume das reservas internacionais, o que também pode levar os especuladores a tirarem vantagem da situação. Isso porque com o nível das reservas em baixa, aceleram as compras até forcarem a desvalorização da moeda nacional e, após a subida do dólar, convertem-no em moeda local, auferindo com isso grandes lucros.

A partir da crise, o Bacen não só vendeu dólares no mercado “spot” como também criou duas novas modalidades de intervenção no mercado de câmbio: os leilões de dólares com compromisso de recompra e as linhas de empréstimos em moeda estrangeira, destinados ao financiamento do comércio externo e ao pagamento de dívidas no exterior, a partir do uso das reservas internacionais do País. Para socorrer empresas que antes da crise haviam assumido posições passivas em dólares e pretendiam fugir dessas posições, o Banco Central também intensificou a venda de moeda norte-americana no mercado futuro.

“A atuação do Banco Central se pautou, entre setembro e dezembro, pela venda de US\$ 23,5 bilhões no mercado de câmbio à vista, mediante as intervenções tradicionais denominadas de “pronto” e duas novas modalidades (os leilões de dólares com compromisso de recompra e as linhas de empréstimos em moeda

estrangeira destinadas ao financiamento do comércio exterior, instituídos em setembro e outubro, respectivamente). Por outro lado, interrompeu a rolagem dos contratos de *swaps* reversos e voltou a realizar leilões de *swaps* cambiais, nos quais assume uma posição passiva em dólar. (IEDI, 2009, p 17)".

Outra medida para controlar a disparada no câmbio é a venda de títulos públicos com correção cambial. Isso porque a aquisição destes títulos também pode substituir a demanda por dólares. Ao invés de comprar dólares e esperar pela valorização dos mesmos, os agentes compram títulos corrigidos pela variação cambial, o que lhes garante ganhos semelhantes sem a necessidade da posse da moeda estrangeira. No caso brasileiro, a participação dos títulos públicos com correção cambial na dívida do governo passou de 0,6%, em agosto de 2008 para 0,9% em dezembro do mesmo ano, conforme a Tabela 7.

Entretanto, levando-se em conta as operações de swap cambial efetuadas pelo Banco Central, esses percentuais se alteraram de forma bem mais significativa. Em agosto de 2008, a participação da correção cambial na dívida era negativa, da ordem de -1,7%, devido às operações de swap reverso, pois nessa modalidade o Bacen recebia a variação cambial mais cupom e pagava a rentabilidade do DI (Tabela 7). Com uma exposição de swap cambial negativa da ordem de R\$ 35,8 bilhões, o resultado dessas operações foi favorável ao Banco Central em R\$ 1,3 bilhão, no conceito caixa, conforme pode ser visto na Tabela 6. Em dezembro, quando se consideram as operações de swap cambial, a indexação da dívida pública à taxa de câmbio passou para 2,6 %, com o Bacen agora pagando a variação cambial e recebendo a rentabilidade do DI (Tabela 6). E o Banco Central do Brasil passou de uma posição credora em dólares, no mês de agosto de 2008, para uma posição devedora na moeda norte-americana. Em dezembro de 2008, essa posição devedora era de R\$ 27,7 bilhões, tendo caído para R\$ 25,5 bilhões em março de 2009 (Tabela 6).

"A relação entre "swaps" e as reservas é um indicador importante porque é um termômetro do poder de fogo dos especuladores diante da munição do BC para combater movimentos especulativos. A posição comprada do mercado em "swaps" mede, em tese, o interesse de investidores em produzir uma desvalorização artificial da moeda. O volume de reservas internacionais é um indicador do poder de fogo do BC para desfazer movimentos especulativos com a taxa de câmbio." (Ribeiro, 10.12.2008)

O câmbio em 2009

Desde o início de abril de 2009 a taxa de câmbio vem registrando valorizações, em meio aos sinais de melhora dos fluxos, tanto no mercado do câmbio comercial como no do financeiro, inclusive com os "hedge funds" passando à posição "vendida", mesmo diante da queda da SELIC. Passado o impacto inicial da *débâcle* financeira mundial, após mais de oito meses, a taxa de câmbio no Brasil parece estar dando sinais de uma volta à situação pré-crise, embora a uma taxa nominal mais alta. Ao final de maio de 2009 o câmbio foi fechado a R\$1,97 por dólar, contra uma taxa de R\$ 1,63 no fim de agosto de 2008, conforme a Tabela 4.

O fluxo de moeda estrangeira através dos contratos de câmbio financeiro está sendo retomado, inclusive com a volta das operações de “carry trade”, favorecidas pela taxa de juro real ainda alta no País, apesar das reduções nos últimos meses.⁵ Com a diminuição da aversão global ao risco, após o incremento na liberação de recursos públicos para socorrer as instituições financeiras nos Países desenvolvidos (embora os títulos “podres” ainda permaneçam em muitas carteiras) e com os juros reais praticamente zerados em muitos desses Países, o Brasil está voltando a ser atrativo para as operações de “carry trade”. Essas operações também vêm sendo favorecidas pela queda na taxa de câmbio, já que além da taxa de juros, o aplicador embolsa a variação cambial negativa. Com isso, o Bacen encerrou suas intervenções cambiais para conter a desvalorização do real, ao mesmo tempo em que, desde março, os “hedge funds” trocaram suas posições “compradas” no mercado de dólar futuro:

Vale dizer que, em dois meses, o BC assumiu posição “compradora” de dólar no mercado futuro equivalente a US\$ 7,3 bilhões. Como surgiu este grande “comprador” no mercado, os hedge funds puderam se desfazer de suas posições e assumir o lado “vendido”. (Guimarães, 04.5.2009, P c-2)

Paralelamente, após mais de seis meses, no início de maio o Bacen retomou os leilões de swap cambial reverso. Com isso, teoricamente, os agentes de mercado estariam apostando na valorização do real no curto prazo, já que ao aceitarem os contratos de swap reverso ofertados pelo Banco Central estão optando pela garantia da remuneração pela SELIC, visto que nesse tipo de operação o mercado ganha quando a variação do juro supera a do dólar.

A preocupação do Bacen em não permitir que a cotação do dólar caia demais tem a ver principalmente com as exportações, em não deixar os exportadores desguarnecidos em um cenário ainda de crise. Entretanto, existem críticas à adoção dos contratos de swap cambial reverso pelo Bacen para conter a queda do dólar. Os críticos baseiam-se no argumento de que a medida, ao invés de segurar a queda, vai acentuá-la pois, na prática, quem compra os swaps reversos age no sentido de apreciar o real e obter ganho duplo: a variação da SELIC e do câmbio. Como esses contratos que foram lançados pelo Bacen venceriam em junho, os seus compradores teriam de torná-los rentáveis em apenas um mês e forçariam ainda mais a queda da moeda norte-americana, visto que pagariam a variação cambial e receberiam a remuneração do DI, o que realmente aconteceu:

“Só no mês passado, os que apostaram aqui contra a moeda americana e a favor do real ganharam nada menos do que 10,57%. Os “vendidos” em dólar futuro (posição líquida de US\$ 3,16 bilhões na quinta-feira) e os compradores de swaps cambiais reversos (US\$ 3,4 bilhões) embolsarão hoje 9,67% da variação cambial mais 0,82% da Selic.

O tombo de 1,94% registrado pelo dólar no último pregão de maio, que fez a moeda encerrar o mês cotada a R\$ 1,97, transmitiu a sensação de rasteira artificial, sem fundamentação técnica ou macro, tão-somente destinada a ampliar ainda mais os ganhos do período, pois ela ocorreu em dia inadequado para isso, de instabilidade global. A taxa dos títulos de 10 anos do Tesouro americano caiu

⁵ As operações de “carry trade” consistem na tomada de empréstimos em Países cujas taxas de juros estão baixas, para posterior aplicação em regiões onde as taxas de juro real estão altas.

de 3,6141% para 3,4576% por causa da ojeriza internacional ao risco. A queda do dólar foi forjada por armazões virtuais fechadas nos pregões de **derivativos** cambiais da BM&F.” (Guimarães, 01.06.2009, p C-2)

Em maio de 2009 o Bacen também voltou a fazer leilões de compra de dólares à vista - o que não ocorria desde 10 de setembro de 2008 – adquirindo US\$ 2,728 bilhões, acrescentados às reservas internacionais do País. Como o saldo cambial naquele mês foi de US\$ 3,134 bilhões (Tabela 1), o excedente que permaneceu no mercado foi de apenas US\$ 386 milhões, quantia irrisória para justificar a queda de 9,3% na taxa de câmbio nominal no mês de maio (Tabela 4).

Mesmo a redução da SELIC para estimular a atividade econômica e que poderia servir de freio na apreciação do real, no atual contexto - com o Banco Central efetuando leilões de swap cambial reverso e os “hedge funds” vendidos em dólar futuro - talvez não possa sustar a queda do dólar, caso esses dois tipos de operação sejam mantidos. Isso porque a taxa de juros real, no Brasil, é apenas a menor fatia que compõe os ganhos dos especuladores, visto que a maior parte vem mesmo da queda do dólar.

Já o fluxo de investimento externo direto (IED), que manteve um crescimento razoável em 2008, tem sido menor em 2009. Segundo o Bacen, de janeiro a abril de 2009, o total de IED que ingressou no País foi de US\$ 8,751 bilhões contra os US\$ 12,671 bilhões que entraram no primeiro quadrimestre de 2008. (Banco Central..., 26.5.2009, quadro 14)

Com um perfil menos volátil e de menor dependência de fatores conjunturais, o fluxo de IED com participação no capital depende bem mais de decisões de mais longo prazo. Assim, só agora o efeito-contágio da crise está atingindo essa conta do balanço de pagamentos. Além da contração da atividade econômica interna e externa, a derrubada nos preços das commodities também pode estar contribuindo para esse pior desempenho do IED no Brasil, visto que todos os setores apresentaram redução. Comparando-se o primeiro quadrimestre de 2008 com os primeiros quatro meses de 2009, é possível concluir-se que o ingresso de investimento externo no setor de serviços caiu 44%; no de agricultura, pecuária e extrativa mineral a queda foi de 23%; e no setor da indústria o decréscimo foi de 5% (BANCO CENTRAL..., 26.05.2009, quadro 18)

Com a diminuição do IED e a retomada das operações de mais curto prazo como, por exemplo, a volta das operações de “carry trade”, o ingresso de dólares no País pelo lado financeiro apresenta maior risco de volatilidade, o que pode aumentar as incertezas quanto ao comportamento da taxa de câmbio no futuro próximo, com seus efeitos estendendo-se para o setor produtivo. Se a sobrevalorização do real prevalecente até agosto de 2008 prejudicou o setor produtivo brasileiro, a volatilidade cambial observada desde o desencadeamento da crise também afeta as tomadas de decisões. Embora as incertezas decorrentes da crise fossem os maiores determinantes nas retrações dos investimentos, o câmbio volátil só agrava a situação, como bem colocado por Lacerda:

“Sendo um dos principais preços da economia, uma certa previsibilidade do comportamento futuro da taxa de câmbio é um fator determinante para a formação de preços, decisões de investimentos e produção, além do seu papel para o comércio exterior (exportações e importações).” (Lacerda, 10.12.2009, P 3)

A menor aversão ao risco no mercado internacional; o recuo do dólar frente às principais moedas; e a alta recente dos preços de algumas commodities são fatores que também têm

contribuído para a entrada de dólares dos últimos meses. Isso porque, historicamente, há no Brasil uma forte correlação entre o preço das commodities e a taxa de câmbio (se aumenta o preço das commodities, o real se valoriza e vice-versa) bem como uma correlação entre o risco-País e a cotação do dólar (quando aumenta o risco-País, aumenta o preço da moeda norte-americana), Mas, como parte desse afluxo de moeda provém de aplicações de curto prazo, esse quadro só será mantido se não ocorrer outro viés na economia mundial, com nova fuga de capitais. Assim, vale ressaltar que a tendência de valorização do real também está ligada a fatores externos que praticamente independem de ações do Banco Central.

A queda nas taxas dos juros internos é importante (embora não suficiente) para a retomada do crescimento econômico, além de favorecer o equacionamento da dívida pública, via diminuição nas despesas com juros pagos pelo governo. A cotação do dólar mantida dentro de limites razoáveis de oscilação também é necessária, visto que sua volatilidade aumenta a incerteza por parte dos agentes que necessitam dessa moeda para a realização dos negócios (tanto pelo lado da compra como pelo lado da venda de moeda estrangeira) o que pode se traduzir em retração nas operações de comércio externo, de serviços e mesmo de movimento de capitais.

Reduções da SELIC talvez evitem que o real volte a se sobrevalorizar demasiadamente ao longo do ano, embora isso não seja garantido. Entretanto, para que a queda da SELIC tenha efeito mais significativo para refrear a valorização do real, tudo indica ser necessário o Bacen atuar mais no mercado de câmbio à vista e menos no mercado futuro de dólares e de operações de swaps cambiais. Ou seja, não só continuar reduzindo a taxa SELIC, mas reforçar a compra de reservas cambiais, agora com menor custo de carregamento devido às menores taxas de juro. Mas é importante destacar que, como já foi visto anteriormente, também existe uma tendência, proveniente do exterior, de valorização do real e, desse modo, a combinação de menos juros e mais reservas teria apenas um efeito desacelerador na velocidade dessa valorização, segurando apenas em parte seus efeitos danosos sobre as exportações.

Tabela 1 - Movimento de câmbio no Brasil 2006-2009 - US\$ milhões

Período		Comercial			Financeiro			Saldo
		Exportação	Importação	Saldo (a)	Compras	Vendas	Saldo (b)	c=a+b
2006		144.376	86.778	57.598	195.382	215.710	-20.328	37.270
2007		184.764	108.018	76.746	348.281	337.573	10.708	87.454
2008	jan	15.307	11.134	4.173	32.608	39.138	-6.530	-2.357
	fev	12.343	9.678	2.665	28.662	28.081	581	3.246
	mar	16.532	9.869	6.663	40.899	39.511	1.388	8.051
	abr	19.683	11.256	8.427	30.529	32.233	-1.704	6.723
	mai	14.674	11.752	2.922	33.894	36.668	-2.774	148
	jun	17.739	13.039	4.700	49.489	55.067	-5.578	-877
	jul	17.090	14.453	2.637	44.683	49.813	-5.130	-2.494
	ago	16.021	11.927	4.094	47.241	49.390	-2.150	1.944
	set	19.241	12.251	6.990	30.113	34.299	-4.186	2.803
	out	14.458	12.848	1.610	29.046	35.295	-6.249	-4.639
	nov	13.492	10.353	3.139	18.690	28.988	-10.298	-7.159
	dez	11.405	11.524	-119	35.386	41.640	-6.254	-6.373
	ano	187.984	140.084	47.900	421.240	470.123	-48.883	-983
2009	jan	10.261	9.729	532	18.397	21.947	-3.550	-3.018
	fev	10.482	7.611	2.871	16.382	18.412	-2.030	841
	mar	12.202	9.098	3.104	22.022	25.923	-3.901	-797
	abr	13.801	8.884	4.917	21.267	24.754	-3.487	1.430
	mai	12.390	10.838	1.551	27.538	25.955	1.583	3.134
	jan-mai	59.135	46.159	12.975	105.606	116.992	-11.385	1.590
Memo:								
2008	jan-mai	78.540	53.689	24.850	166.592	175.631	-9.039	15.811

FONTE: Banco Central do Brasil

NOTA: os dados referem-se aos contratos de câmbio efetuados pelo Bacen, por isso diferem das transações registradas no balanço de pagamentos

Tabela 2 - Algumas contas selecionadas do Balanço de Pagamentos do Brasil - 2007-2008 - US\$ milhões

Discriminação	2007				2008			
	out	nov	dez	ano	out	nov	dez	ano
A) Balança Comercial (FOB)	3.432	2.023	3.638	40.032	1.207	1.613	2.301	24.746
Exportações	15.768	14.051	14.231	160.649	18.512	14.753	13.817	197.942
Importações	12.336	12.028	10.592	120.617	17.305	13.140	11.517	173.197
B) Serviços e rendas (líquido)	-3.848	-3.652	-4.596	-42.344	-3.219	-3.063	-5.647	-57.234
Serviços (despesas)	3.589	3.336	3.691	37.173	3.973	3.376	4.581	47.117
Rendas (despesas)	3.592	3.380	4.959	40.784	3.493	2.716	5.500	53.072
Juros (despesas)	1.378	1.215	1.814	17.136	1.206	1.147	2.120	17.472
Lucros e dividendos (despesas)	2.212	2.162	3.137	23.600	2.273	1.563	3.350	35.416
C) Transferências Unilaterais (líquido)	299	311	460	4.029	504	420	424	4.188
Transações Correntes (A + B + C)	-116	-1.318	-498	1.551	-1.507	-1.030	-2.922	-28.300
Conta capital e financeira (líquido)	4.445	8.143	3.819	89.086	-8.293	-5.932	-2.873	32.986
Conta financeira (líquido)	4.393	8.060	3.762	88.330	-8.498	-5.997	-2.965	31.895
Investimentos diretos (no País)	3.188	2.530	886	34.585	3.913	2.179	8.117	45.060
Participação no capital	1.880	2.325	1.235	26.074	2.398	1.351	5.946	30.064
Empréstimos Intercompanhias	1.308	205	-349	8.510	1.515	827	2.171	14.996
Investimentos em carteira (passivos)	6.036	-1.010	7.169	48.104	-7.875	-4.482	-5.375	-767
Ações	4.366	-390	7.513	26.217	-6.055	-1.757	-911	-7.565
Títulos de renda fixa	1.670	-620	-344	21.887	-1.810	-2.725	-4.464	6.798
Derivativos (passivos)	-28	-69	-73	-799	-40	-69	-57	-610
Outros investimentos (passivos)	-339	5.730	-3.133	31.683	1.319	-2.323	-7.009	10.638
Credito comercial de fornecedores	74	1.780	-513	17.371	10	745	-4.938	4.525
Empréstimos	-1.676	4.388	-2.594	13.694	1.294	-3.082	-2.047	7.334
Moeda e depósitos	1.263	-440	-26	607	15	12	-24	-1.225

FONTE: Banco Central do Brasil

Tabela 3 - Reservas internacionais no Banco Central do Brasil -
2008-2009 - US\$ milhões

Fim de período		Caixa		Liquidez internacional ^{1/}	
		Posição	Varição de Posição mensal	Posição	Varição de Posição mensal
2008	jan	187.507	7.174	187.507	7.174
	fev	192.902	5.395	192.902	5.395
	mar	195.232	2.330	195.232	2.330
	abr	195.767	535	195.767	535
	mai	197.906	2.139	197.906	2.139
	jun	200.827	2.921	200.827	2.921
	jul	203.562	2.734	203.562	2.734
	ago	205.116	1.555	205.116	1.555
	set	206.494	1.378	207.494	2.378
	out	197.229	-9.265	203.179	-4.315
	nov	194.668	-2.561	206.377	3.198
	dez	193.783	-885	206.806	429
2009	jan	188.101	-5.682	200.813	-5.993
	fev	186.880	-1.221	199.412	-1.401
	mar	190.388	3.507	202.460	3.048
	abr	190.479	91	201.250	-1.210
	mai	195.264	4785	205.576	4.326

FONTE DOS DADOS BRUTOS: Banco Central do Brasil

1/ Inclui, adicionalmente, os estoques de linhas com recompra e operações de empréstimos no exterior.

Tabela 4 - Taxa de câmbio nominal no Brasil - 2004-2009 - R\$/US\$

Período	Fim de período				Média de período			
	Compra		Venda		Compra		Venda	
	Taxa	Variação (%)	Taxa	Variação (%)	Taxa	Variação (%)	Taxa	Variação (%)
2004	2,6536	-8,13	2,6544	-8,13	2,9249	-4,75	2,9257	-4,75
2005	2,3399	-11,82	2,3407	-11,82	2,4333	-16,81	2,4341	-16,80
2006	2,1372	-8,66	2,1380	-8,66	2,1763	-4,74	2,1771	-4,74
2007	1,7705	-17,16	1,7713	-17,15	1,9475	-10,51	1,9483	-10,51
2008	2,3362	31,95	2,3370	31,94	1,8367	-5,69	1,8375	-5,69
jan	1,7595	-0,62	1,7603	-0,62	1,7735	-0,66	1,7743	-0,66
fev	1,6825	-4,38	1,6833	-4,37	1,7269	-2,63	1,7277	-2,63
mar	1,7483	3,91	1,7491	3,91	1,7068	-1,16	1,7076	-1,16
abr	1,6864	-3,54	1,6872	-3,54	1,6881	-1,10	1,6889	-1,10
mai	1,6286	-3,43	1,6294	-3,43	1,6597	-1,68	1,6605	-1,68
jun	1,5911	-2,30	1,5919	-2,30	1,6181	-2,51	1,6189	-2,51
jul	1,5658	-1,59	1,5666	-1,59	1,5906	-1,70	1,5914	-1,70
ago	1,6336	4,33	1,6344	4,33	1,6115	1,31	1,6123	1,31
set	1,9135	17,13	1,9143	17,13	1,7988	11,62	1,7996	11,62
out	2,1145	10,50	2,1153	10,50	2,1721	20,75	2,1729	20,74
nov	2,3323	10,30	2,3331	10,30	2,2655	4,30	2,2663	4,30
dez	2,3362	0,17	2,3370	0,17	2,3936	5,65	2,3944	5,65
2009								
jan	2,3154	-0,89	2,3162	-0,89	2,3066	-3,63	2,3074	-3,63
fev	2,3776	2,69	2,3784	2,69	2,3119	0,23	2,3127	0,23
mar	2,3144	-2,66	2,3152	-2,66	2,3130	0,05	2,3138	0,05
abr	2,1775	-5,92	2,1783	-5,91	2,2051	-4,66	2,2059	-4,66
mai	1,9722	-9,43	1,9730	-9,42	2,0601	-6,58	2,0609	-6,57

FONTE: Banco Central do Brasil

Tabela 5 - Posição de câmbio dos bancos

2001-2009 US\$ milhoes

Período		Mercado livre	
		Comprada	Vendida
2001	dez	1 455,3	-
2002	dez	-	4 395,2
2003	dez	-	2 781,0
2004	dez	-	1 368,1
2005	dez	-	4 110,8
2006	dez	-	2 018,9
2007	jan	-	3 377,9
	fev	-	6 049,7
	mar	-	6 466,4
	abr	-	7 516,1
	mai	-	15 790,3
	jun	-	7 278,0
	jul	-	2 740,1
	ago	1 723,0	-
	set	1 772,9	-
	out	2 969,4	-
	nov	3 804,2	-
	dez	7 331,9	-
2008	jan	2 789,7	-
	fev	3 245,0	-
	mar	9 782,5	-
	abr	12 196,6	-
	mai	9 835,8	-
	jun	7 336,2	-
	jul	2 986,7	-
	ago	3 754,5	-
	set	6 681,6	-
	out	7 077,0	-
	nov	2 530,1	-
	dez	1 013,0	-
2009	jan	701,0	-
	fev	953,6	-
	mar	145,2	-
	abr	1 257,8	-
	mai	1 338,3	-

FONTE: Banco Central do Brasil

Tabela 6- Operações de swaps do Banco Central do Brasil^{1/}

2002-09

Período		Número de contratos negociados no mês		Estoque de contratos em final de período		Proteção em DI ^{2/}	Exposição em dólar ^{3/}	Resultado Bacen
		Vendidos	Comprados	Vendidos	Comprados	R\$ milhões	R\$ milhões	R\$ milhões
2002	dez	109 232	7 019	705 013	85 375	91 098	-91 098	- 884
2003	dez	-	57 044	628 886	31 550	82 278	-82 278	1 656
2004	dez	31 550	2 567	305 040	-	38 343	-38 343	1 598
2005	dez	-	198 200	32 313	164 394	-14 845	14 845	41
2006	dez	200	-	3 350	260 374	-26 217	26 217	- 520
2007	dez	-	1 750	3 350	463 050	-39 608	39 608	- 89
2008	jun	-	2 000	3 350	470 950	-35 767	35 767	-1 033
	jul	14 640	-	1 550	454 510	-34 246	34 246	-1 025
	ago	2 000	-	1 550	452 510	-35 746	35 746	1 332
	set	2 610	-	-	448 350	-39 997	39 997	5 172
	out	472 445	-	253 505	229 410	4 050	-4 050	5 661
	nov	179 120	-	414 615	211 400	26 027	-26 027	-1 283
	dez	31 690	-	409 765	174 860	27 749	-27 749	689
2009	jan	1 865	-	535 770	299 000	28 447	-28 447	576
	fev	-	11 570	493 000	267 800	27 474	-27 474	- 530
	mar	-	5 100	486 900	266 800	25 463	-25 463	978
	abr	-	71 690	370 610	222 200	16 233	-16 233	1 146

FONTE: Banco Central do Brasil.

1/ Operações realizadas por leilões no mercado aberto e registradas na BM&F.

2/ Valor de referência da posição credora assumida pelo Bacen

3/ Valor de referência da posição devedora assumida pelo Bacen

Tabela 7 - Títulos públicos federais e operações de mercado aberto no Brasil –
Participação percentual por indexador

Fim de período		Saldo (R\$ milhões)	Indexador								
			Over/Selic		Câmbio		Prefixado	TR	Índices de preços	Outros	Operações mercado aberto
			Sem swap	Com swap	Sem swap	Com swap					
2000	dez	506 708	52,7	52,7	22,5	22,5	14,9	4,7	6,0	0,1	-0,8
2001	dez	605 428	54,4	54,4	29,5	29,5	8,1	3,9	7,2	0,0	-3,1
2002	dez	687 301	55,2	41,9	20,3	33,5	2,0	1,9	11,4	0,0	9,3
2003	dez	787 575	57,0	46,6	10,0	20,5	11,6	1,7	12,6	0,0	7,1
2004	dez	857 471	54,0	49,5	4,9	9,3	19,0	2,6	14,1	0,0	5,5
2005	dez	1 002 519	50,6	52,1	2,6	1,2	27,2	2,1	15,2	0,0	2,3
2006	dez	1 153 526	35,9	38,1	1,2	-1,0	34,2	2,1	21,4	-	5,2
2007	dez	1 390 684	29,4	32,3	0,8	-2,0	32,9	1,8	23,1	-	11,9
2008	jan	1 432 308	29,2	32,0	0,8	-1,9	29,3	1,8	22,9	-	15,9
	fev	1 441 664	29,7	32,3	0,8	-1,9	30,8	1,8	23,2	-	13,8
	mar	1 455 018	28,7	31,4	0,8	-1,9	31,2	1,8	23,5	-	14,1
	abr	1 464 730	29,4	32,0	0,8	-1,8	28,3	1,8	23,0	-	16,8
	mai	1 463 666	30,0	32,5	0,7	-1,8	29,1	1,7	23,2	-	15,3
	jun	1 480 418	29,0	31,4	0,7	-1,7	29,3	1,7	23,5	-	15,7
	jul	1 504 189	29,5	31,8	0,6	-1,7	24,7	1,6	23,6	-	19,9
	ago	1 506 580	30,0	32,3	0,6	-1,7	25,5	1,4	23,6	-	18,8
	set	1 507 103	29,0	31,7	0,7	-1,9	26,3	1,2	23,9	-	18,7
	out	1 523 999	29,2	28,9	0,8	1,1	25,3	1,2	23,9	-	19,5
	nov	1 514 765	30,1	28,4	0,9	2,6	26,0	1,2	23,9	-	17,8
	dez	1 565 314	28,9	27,2	0,9	2,6	26,0	1,3	23,7	-	19,2
2009	jan	1 602 317	29,4	27,6	0,8	2,6	21,4	1,2	23,4	-	23,8
	fev	1 613 635	29,9	28,2	0,9	2,6	22,0	1,2	23,4	-	22,7
	mar	1 638 737	28,8	27,2	0,8	2,4	23,3	1,2	23,3	-	22,6
	abr	1 632 735	29,6	28,6	0,8	1,8	22,0	1,2	23,6	-	22,7

FONTE: Banco Central do Brasil

Referências

BANCO CENTRAL DO BRASIL – **Nota para a imprensa – Política Fiscal**. Brasília, 31.10.2008 e 28.05.2009. Disponível no site

<http://www.bcb.gov.br/htms/infecon/notas.asp?idioma=p&id=ecoimphist>

BANCO CENTRAL DO BRASIL – **Nota para a imprensa – Setor Externo**. Brasília, 26.05.2009

Disponível no site <http://www.bcb.gov.br/htms/infecon/notas.asp?idioma=p&id=ecoimphist>

CASTANHAR, José Cezar – Mercado cambial, duendes e jaboticabas”. **Valor Econômico**, São

Paulo, 27.11.2008 Disponível no site <http://www.andima.com.br/clipping/271108/index.html>

GUIMARÃES, Luis Sérgio – Após oito meses, BC volta a comprar dólar. **Valor Econômico**, São

Paulo, 06.5.2009, p C-2

GUIMARÃES, Luis Sérgio – Crise amaina e fundo aposta a favor do real. **Valor Econômico**, São

Paulo, 04.5.2009, p C-2

GUIMARÃES, Luis Sérgio – Dólar sem piso dispensa freio no juro. **Valor Econômico**, São Paulo,

01.6.2009, p C-2

GUIMARÃES, Luis Sérgio – Dólar cai 5,18% e já busca os R\$ 2,00. **Valor Econômico**, São Paulo,

11.5.2009, p C-2

IEDI – **A Crise Internacional e a Economia Brasileira: o efeito-contágio sobre as contas**

externas e o mercado de crédito em 2008. São Paulo. Instituto de Estudos para o Desenvolvimento Industrial (IEDI), abril 2009, 37 p

LACERDA, Antonio Correa de - Vícios e virtudes da política cambial. **Gazeta Mercantil**, São

Paulo, 10.12.2008, p. 3.

RIBEIRO, Alex – Posição cambial do BC no futuro muda com crise. **Valor Econômico**, São Paulo,

10.12.2008.