

Política econômica

O câmbio após a crise*

Teresinha da Silva Bello**

Economista da FEE

Entre as variáveis macroeconômicas mais importantes, encontra-se o câmbio. Sua cotação não só é essencial para importação, exportação e fluxo de capital externo, como também é determinante nos níveis de investimentos, poupança, inflação e crescimento econômico de um país.

Na crise atual, cujos sintomas se tornaram 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% ao final de 2007. Ou seja, 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, 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 do ano, com uma variação de 49,0%.

De modo geral, três fatores contribuíram para a desvalorização da moeda dos países emergentes na atual crise internacional: a forte desaceleração da economia mundial, a queda dos preços das *commodities* e a aversão ao risco.

Entretanto, no caso brasileiro, a perda de valor do real frente ao dólar foi maior do que as desvalorizações cambiais em muitos países emergentes. A fim de melhor entender essa maior volatilidade da moeda brasileira, a

seguir, serão feitas algumas considerações, pois, além dos três fatores acima referidos, é possível citar outras causas que também estão subjacentes à desvalorização do real.

O efeito mais imediato 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, especialmente nos países emergentes. Entretanto, no caso do Brasil, 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 em 2008, já que a taxa de crescimento das importações foi maior que a das exportações, embora estas já estejam sofrendo as consequências da crise mundial.

A **redução no preço das commodities**, a partir do segundo semestre de 2008, afetou os países exportadores desses bens, 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 não foram tão desastrosos.

Assim, no caso brasileiro, os dois primeiros fatores até agora apresentados para explicar a desvalorização cambial de 2008 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. No caso brasileiro, dentre

* Artigo recebido em 22 abr. 2009.

** E-mail: Tbello@fee.tche.br

as três, essa parece ter sido a causa mais importante, já que, em 2008, foi o movimento do câmbio financeiro 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.

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. 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. Já 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 final ainda foi positivo. O mesmo ocorreu com os créditos de fornecedores e com os empréstimos. 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, bem como pelo mais elevado prazo médio de maturação desses investimentos.

Mesmo piorando a situação de seu balanço de pagamentos, o Brasil ainda conseguiu fechar o ano de 2008 com suas reservas 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).

Se as reservas não caíram tanto, se os fundamentos da economia brasileira ainda estavam relativamente sólidos, ainda que tenham piorado nos últimos seis meses, 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 referidos anteriormente, 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 a crise. As altas taxas de juros aqui praticadas e os preços atraentes das ações na Bolsa de Valores acabaram por atrair investimentos em carteira, pressionando para uma

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 —, serviços e rendas — como pagamentos de juros da dívida externa, turismo internacional e as remessas de lucros e de dividendos feitas para o exterior.

sobrevalorização da moeda nacional, o que não ocorria com tanta intensidade nos outros países emergentes. 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*.

Mesmo com a crise se originando 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 se mostrou de modo mais claro, pois, desde agosto daquele ano, que os mesmos trocaram sua posição “vendida” em dólares para “comprada”². 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. Quando os rumores se acalmavam, devido a medidas tomadas pelo Federal Reserve Bank, esses bancos diminuía suas apostas no dólar. Porém, nesses 12 meses que antecederam a queda do Banco Lehman Brothers, nos Estados Unidos, 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 mais definidos após a quebra do banco nos Estados Unidos, 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 se agravando, 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 a retomar as operações de *swap* cambial³ com os *hedge funds*, abandona-

das quando o real entrou em processo de valorização.⁴

Como os detentores desses contratos ganham a variação cambial, enquanto o Bacen recebe a variação da Selic, os contratos de *swaps* só se tornam interessantes para esses fundos enquanto o dólar estiver se valorizando. Têm o efeito de uma venda futura de dólar, em que os fundos seriam os compradores, e o Banco Central, o vendedor.⁵ Assim, mesmo que os fundamentos estejam sofrendo os efeitos da crise e já tenham alcançado a economia real e a saída de capital tenha sido elevada nesses seis meses que sucederam a queda do Lehman Brothers (fatos que induziriam a queda da moeda brasileira), um **componente especulativo** não pode ser descartado para também explicar a desvalorização do real pós-crise. E, enquanto os bancos e os *hedge funds* estiverem “comprados”, as apostas contra o real vão continuar, embora talvez com menor intensidade do que no último trimestre de 2008. Isto porque alguns ajustes relativos à sobrevalorização do real já foram feitos, conforme pode ser visto na Tabela 6.

De agosto de 2008 a fevereiro de 2009, a taxa real de câmbio frente ao dólar norte-americano, deflacionada pelo Índice de Preços por Atacado (IPA), desvalorizou-se 31,9%. Em relação à cesta de moedas dos 15 principais países com os quais o Brasil negocia (taxa efetiva), a desvalorização da taxa de câmbio real, para o mesmo período, foi de 14,4%. Entretanto os índices de taxas reais de câmbio apresentados no primeiro trimestre de 2009 ainda se assemelham aos de 2006 para o dólar e são inferiores aos daquele ano para a taxa efetiva, conforme também pode ser visto na Tabela 6. Ou seja, ainda não alcançaram os índices registrados nos anos anteriores a 2006.

Outro aspecto que também pode contribuir para a disposição dos bancos e dos *hedge funds* em apostar no dólar contra o real é o comportamento da Selic, ao longo do ano em curso: se esta passar a render mais do que a variação cambial, os contratos de *swap* reversa (onde o Banco Central paga a Selic, e os fundos pagam a variação cambial) é que despertarão interesse. Mas,

² 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.

³ “Um contrato de *swap* envolve sempre dois investidores: um se compromete a pagar ao outro toda a variação cambial de determinado período. Em troca, recebe como pagamento uma determinada taxa de juros. Quando a alta do dólar supera os juros acumulados no período, ganha o investidor que comprou os contratos. Caso contrário, ganha quem os vendeu. Os contratos de *swap* são registrados na BM&F (Bolsa de Mercadorias e Futuros).” (Sofia, 2006, p. B-1).

⁴ Em um contrato de *swap* cambial, o Bacen compromete-se a pagar a variação cambial em troca de recebimento da variação da Selic. No período de valorização do real, o Banco Central reverteu o processo, nas chamadas “*swap* cambial reversa”, onde o Bacen pagava a variação da Selic e recebia a variação cambial.

⁵ De acordo com Guimarães (2009), as posições “compradas” carregadas pelos *hedge funds* eram de US\$ 8,92 bilhões no dia 25 de março de 2009.

como a intenção do Bacen, até o momento, parece ser a de continuar a redução da Selic, pode-se esperar que os especuladores continuarão apostando na moeda norte-americana e que os dias de real sobrevalorizado já fazem parte do passado. Assim, mesmo com o dólar se

mantendo mais estável ao final do primeiro trimestre de 2009, tendo até registrado alguma queda em sua cotação, a esperada redução da Selic deverá evitar que o real volte a se sobrevalorizar demasiado ao longo do ano.

Tabela 1

Movimento de câmbio no Brasil — 2006/09							
(US\$ milhões)							
PERÍODOS	COMERCIAL			FINANCEIRO			SALDO (a + b)
	Exportação	Importação	Saldo (a)	Compras	Vendas	Saldo (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
Jan.-dez.	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
Jan.-mar.	32 945	26 438	6 507	56 801	66 282	-9 481	-2 974
2008							
Mar.	16 532	9 869	6 663	40 899	39 511	1 388	8 051
Jan.-mar.	44 182	30 682	13 500	102 168	106 729	-4 561	8 940

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 e 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
Crédito 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 — 2008/09

(US\$ milhões)				
FIM DE PERÍODO	CAIXA		LIQUIDEZ INTERNACIONAL (1)	
	Posição	Variação de Posição Mensal	Posição	Variação 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
Maio	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

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 — 2004/09

PERÍODOS	FIM DE PERÍODO				MÉDIA DE PERÍODO			
	Compra		Venda		Compra		Venda	
	Taxa (R\$/US\$)	Variação %	Taxa (R\$/US\$)	Variação %	Taxa (R\$/US\$)	Variação %	Taxa (R\$/US\$)	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

FONTE: Banco Central do Brasil.
NOTA: Os dados de 2009 referem-se à última data informada.

Tabela 5

Posição de câmbio dos bancos — 2001/09

(US\$ milhões)

PERÍODOS	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
Maio	-	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	-
Maio	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	-

FONTE: Banco Central do Brasil.

Tabela 6
Índices de taxas reais de câmbio (IPA-DI) no Brasil — 1997/09

PERÍODOS	EFETIVA (1)	DÓLAR NORTE-AMERICANO	IENE JAPONÊS	MARCO ALEMÃO	PESO ARGENTINO
1997					
Dez.	77,3	81,0	59,9	72,1	81,0
1998					
Dez.	82,0	83,7	68,7	80,3	80,7
1999					
Dez.	96,1	103,3	92,9	83,1	96,8
2000					
Dez.	90,9	104,7	80,1	73,4	94,2
2001					
Dez.	97,0	105,9	73,9	78,2	95,6
2002					
Dez.	113,3	124,5	84,8	99,7	74,2
2003					
Dez.	98,8	99,3	73,9	95,2	63,9
2004					
Dez.	91,0	86,5	63,4	86,5	55,0
2005					
Dez.	79,3	79,8	47,2	68,3	51,9
2006					
Dez.	77,8	73,1	45,3	71,6	49,2
2007					
Dez.	68,2	59,9	36,9	61,4	42,8
2008					
Jan.	68,0	59,6	36,7	61,5	42,7
Fev.	66,9	58,3	36,7	60,2	41,8
Mar.	67,6	58,8	38,1	62,5	41,4
Abr.	67,6	58,3	36,9	62,6	40,6
Maio	65,8	57,8	35,3	60,1	40,0
Jun.	63,9	56,2	33,2	57,8	38,2
Jul.	63,8	55,9	32,8	57,9	38,7
Ago.	63,4	55,5	32,8	55,7	38,5
Set.	68,0	60,8	37,2	59,7	42,4
Out.	76,1	70,6	46,5	65,7	48,4
Nov.	75,1	71,6	49,3	64,8	49,1
Dez.	78,9	74,8	55,1	72,5	50,9
2009					
Jan.	74,0	72,9	53,3	68,1	48,5
Fev.	72,5	73,2	52,0	65,9	48,1

FONTE: Banco Central do Brasil.
(1) Média da cotação da moeda brasileira em relação às moedas de 15 países ponderada pela participação destes no total das exportações brasileiras para esse grupo de países.
NOTA: 1. Deflator interno, IPA-DI; deflator externo, IPA.
2. A queda do índice significa valorização da taxa de câmbio.
3. O índice tem como base junho de 1994 = 100.

Referências

CASTANHAR, José Cezar. **Mercado cambial, duendes e jaboticabas**. Disponível em: <<http://www.andima.com.br/clipping/271108/index.html>>. Acesso em: 28 nov. 2008.

GUIMARÃES, Luis Sérgio. BC rola swap e não ajuda “hedge fund”. **Valor Econômico**, São Paulo, 27 mar. 2009. p. C-2.

LACERDA, Antonio Correa de. Vícios e virtudes da política cambial. **Gazeta Mercantil**, São Paulo, 10 dez. 2008. p. 3.

SOFIA, Juliana. Governo zera dívida interna atrelada ao dólar. **Folha de São Paulo**. São Paulo, 24 jan. 2006. p. B-1.

