

UNIVERSIDADE FEDERAL DE SANTA CATARINA  
CURSO DE GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS ECONÔMICAS

**O EFEITO INFLACIONÁRIO DA POLÍTICA CAMBIAL NA ARGENTINA, BRASIL  
E URUGUAI  
1995-2002**

Monografia submetida ao Departamento de Ciências Econômicas para obtenção de carga horária na disciplina CNM 5420 - Monografia

Por Adriano Domingos dos Passos

Orientador: Prof. Dr. Fernando Seabra

Área de Pesquisa: Macroeconomia

Palavras – Chaves:

1. Taxa de Câmbio
2. Inflação
3. Regime Cambial

FLORIANÓPOLIS, fevereiro de 2003

UNIVERSIDADE FEDERAL DE SANTA CATARINA  
CURSO DE GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS ECONÔMICAS

A Banca examinadora resolveu atribuir a nota 6,5 ao aluno Adriano Domingos dos Passos, disciplina CNM 5420 – Monografia, pela apresentação deste trabalho.

Banca Examinadora:



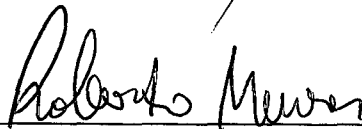
---

Prof. Dr. Fernando Seabra  
Presidente



---

Prof. Dr. Laércio Barbosa Pereira  
Membro



---

Prof. Dr. Roberto Meurer  
Membro

## **AGRADECIMENTOS**

Agradeço primeiramente a Deus pela vida e saúde que ele me proporcionou para que eu concluísse esse trabalho.

Agradeço a minha mãe e ao meu pai não só pelo apoio financeiro mas por sua compreensão e incentivo.

Agradeço ao pessoal da biblioteca da Eletrosul por Ter cedido informações estatísticas.

Agradeço ao meu colega Jean André Caraldi Prates por Ter cedido o seu trabalho, que foi de muita importância teórica para conclusão desse trabalho.

Por fim agradeço ao Fernando Seabra por sua paciência , incentivo e tranquilidade, bem como pelo suporte de informações estatísticas da qual não seria possível a conclusão desta pesquisa.

## SUMÁRIO

<b>LISTA DE QUADRO.....</b>	<b>V</b>
<b>LISTA DE TABELA.....</b>	<b>VI</b>
<b>LISTA DE FIGURAS.....</b>	<b>VII</b>
<b>LISTA DE ANEXOS.....</b>	<b>VIII</b>
<b>RESUMO.....</b>	<b>X</b>

### **CAPÍTULO I**

<b>1. O PROBLEMA.....</b>	<b>11</b>
1.1. Introdução.....	11
1.2. Objetivos.....	13
1.2.1. Geral.....	13
1.2.2. Específico.....	13
1.3. Metodologia do Trabalho.....	13

### **CAPÍTULO II**

<b>2. ASPECTOS TEÓRICOS E DEFINIÇÕES SOBRE A RELAÇÃO ENTRE CÂMBIO E INFLAÇÃO.....</b>	<b>15</b>
2.1. Definição de taxa de Câmbio.....	16
2.2. Fixo ou Flutuante?.....	16
2.3. Definição de Inflação.....	17
2.4. As Principais Teorias de Inflação.....	18
2.4.1 A Inflação de Demanda.....	19
2.4.2 A Inflação de Custos.....	19
2.4.3 A Inflação Inercial.....	20
2.5. Definição de Análise de Regressão.....	20
2.6. Paridade do Poder de Compra: O Uso da Taxa Cambial para Estabilizar os Preços.....	21
2.6.1 O Uso da Taxa Cambial para Estabilizar os Preços.....	21

2.6.2 Paridade do Poder de Compra.....	22
--	----

### **CAPÍTULO III**

<b>3 EVIDÊNCIAS EMPÍRICAS DA RELAÇÃO INFLAÇÃO – TAXA CAMBIAL NO BRASIL.....</b>	<b>25</b>
3.1. Equação de Regressão Utilizando o Modelo de taxa real de Câmbio Linearizada.....	25
3.2. Análise de Regressão.....	26
3.3. Gráficos de Linha de Tendência.....	28
3.4. Gráficos da Evolução da Taxa de Câmbio e Inflação.....	34

### **CAPÍTULO IV**

<b>4 CONCLUSÃO.....</b>	<b>46</b>
<b>REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....</b>	<b>48</b>
<b>ANEXOS.....</b>	<b>50</b>

## RESUMO

Este trabalho tem a finalidade de estudar os regimes cambiais do Brasil, Argentina e Uruguai. Através de análises estatísticas econométricas e gráfica que foram estudadas e comparadas para que fosse observado o funcionamento teórico em cada uma das economias analisadas. Para isso os conceitos teóricos de paridade de poder de compra, uso da taxa de câmbio para estabilizar preços, teorias de inflação, análise de regressão linear e taxa de câmbio foram utilizados.

Com essas ferramentas obtêm-se o resultado que mostra que o regime de câmbio mais adequado para os três países estudados seria o câmbio flutuante, dado os aspectos macroeconômicos e sociais das economias em estudo, onde o alto grau de incertezas dos investidores internacionais para esses países não seria compatível com um regime mais rígido.

## LISTA DE ANEXOS

**ANEXO I – Dados Bruto: Inflação e Taxa de Câmbio da Argentina, Brasil e Uruguai.....50**

## LISTA DE FIGURAS

FIGURA 3.1 – Relação de preço por atacado do Brasil e variação da taxa de câmbio nominal – de 1995 à 2002.....	29
FIGURA 3.2 - Relação de preço ao consumidor do Brasil e taxa de câmbio nominal – de 1995 à 2002.....	30
FIGURA 3.3 – Relação de preço ao consumidor e taxa cambial nominal da Argentina – de 1995 à 2002.....	31
FIGURA 3.4 – Relação de preço por atacado e taxa nominal de câmbio da Argentina – de 1995 à 2002.....	32
FIGURA 3.5 – Relação de preço por atacado e taxa nominal de câmbio do Uruguai – de 1995 à 2002.....	33
FIGURA 3.6 – Relação de preço ao consumidor e taxa nominal de câmbio do Uruguai – de 1995 à 2002.....	34
FIGURA 3.7 – Evolução dos preços ao consumidor do Brasil, Uruguai e Argentina no período de janeiro de 1995 à dezembro de 1998 ( em % ).....	35
FIGURA 3.8 – Evolução dos preços ao consumidor do Brasil, Uruguai e Argentina de janeiro de 1999 à janeiro de 2002 ( em % ).....	36
FIGURA 3.9 – Evolução dos preços por atacado do Brasil, Uruguai e Argentina de janeiro de 1995 à dezembro de 1998 ( em ).....	37
FIGURA 3.10 – Evolução dos preços por atacado do Brasil, Uruguai e Argentina de janeiro de 1999 à janeiro de 2002 ( em % ).....	39
FIGURA 3.11 – Evolução da variação cambial do Brasil, Uruguai e Argentina de janeiro de 1995 à dezembro de 1998 ( em % ).....	40
FIGURA 3.12 – Evolução da variação cambial do Brasil, Uruguai e Argentina de janeiro de 1999 à janeiro de 2002 ( em % ).....	41
FIGURA 3.13 – Evolução da inflação por atacado e variação cambial do Brasil de janeiro de 1995 à janeiro de 2002 ( em ).....	43
FIGURA 3.14 – Evolução da inflação por atacado e variação cambial no Uruguai de janeiro de 1995 à janeiro de 2002 ( em % ).....	44



FIGURA 3.15 – Evolução da inflação por atacado e variação cambial da Argentina de janeiro de 1995 à janeiro de 2002 ( em % .....45

## LISTA DE QUADROS

**QUADRO 2.1 – Vantagens e Desvantagens do Regime de Câmbio Fixo e Flutuante.....17**

## LISTA DE TABELAS

TABELA 3.1 - Coeficientes de inflação da Argentina, Brasil e Uruguai de janeiro de 1995 à janeiro de 2002 (em %)	27
--	----

## CAPÍTULO I

### 1. O PROBLEMA

#### 1.1. Introdução

A definição e manutenção de uma política cambial têm papel relevante no controle do nível de preços em uma economia. Os países capitalistas avançados têm, entre as suas preocupações mais relevantes, a da manutenção dos preços relativamente baixos de suas economias nacionais. Esta preocupação começou a dominar o cenário dos debates acadêmicos e profissionais, especialmente no meio dos teóricos da economia, por volta da década de setenta, quando o choque de preços, provocado pela redução da oferta de petróleo pelos países da OPEP e entre outras coisas, evidenciou o fim de um ciclo de expansão iniciado no segundo pós-guerra.

Até então acreditava-se que a expansão das economias capitalista poderia ser mantida indefinidamente, como defendia (e teorizava) uma corrente teórica<sup>1</sup>, que propunha a tese da continuidade dos gastos públicos e da implementação de uma política monetária frouxa. Segundo esta corrente, cabia ao Estado a função de provocar o aumento da demanda e, até mesmo, dentro de certos limites, de apropriar-se de alguns setores estratégicos, o que provocava uma expectativa positiva dos empresários.

Essa tendência de orientação das políticas econômicas perdurou até meados dos anos setenta, quando o crescimento econômico tinha provocado uma grande evolução tecnológica e o consumo em massa evidenciava a canalização dos ganhos em produtividade no sentido de salários. Quando esse aumento da produtividade cessa, a pressão sobre o consumo aumenta,

---

<sup>1</sup> os chamados keynesianos que defendem a manutenção dos gastos públicos para promover o pleno emprego dos fatores de produção.

criando um desequilíbrio entre oferta e demanda de bens, tornando pressão inflacionária inevitável.

É nessa conjuntura mundial que a economia brasileira começa a sentir os efeitos inflacionários, derivados, principalmente, de algumas mudanças que se impuseram na economia dos Estados Unidos da América, que aumentaram drasticamente suas taxas de juros (em função da recessão mundial), medida que provocou um fluxo considerável de dólares via remessa de lucros e pagamento de juros da dívida, criando assim o aumento, em espiral ascendente, do déficit externo brasileiro, ajudado também pela deteriorização dos termos de troca da balança comercial brasileira.

Foi neste contexto que começam a surgir as dificuldades internas de ajustes orçamentários para conter a inflação, que nos anos oitenta refletirá em um problema crônico para as economias do Mercosul.

Os vários planos de estabilização econômica dos anos oitenta foram implementados em um período de baixa liquidez internacional, o que, em parte, acabou contribuindo para que não se cumprisse o objetivo do controle inflacionário.

O Plano Real parece ser uma exceção, especialmente, se consideramos os seus efeitos positivos sobre o controle da inflação e a relativa estabilidade da moeda e dos preços. Noutros termos, o Plano Real está “dando certo”, se levarmos em conta o controle da inflação como um problema crônico. A inflação aumenta os custos de produção (criando dificuldades para os empresários programarem seus investimentos no longo prazo), contribuindo, assim, para um desnível competitivo em relação aos produtos importados.

Desse modo é preciso verificar a evolução dos preços no período abrangido pela implantação e implementação do Plano Real e discutir os efeitos contraditórios da política cambial a ele vinculada, sobretudo a funcionalidade da âncora cambial, no combate a inflação, bem como levantar informações que possam mostrar a relação entre taxa de câmbio e custo de vida nas economias argentina e uruguaia e fazer um comparativo com a economia brasileira. Por isso o objetivo é levantar informações que possam mostrar a evolução dos preços nesses países, sobretudo a funcionalidade da âncora cambial.

## **1.2. Objetivos**

### **1.2.1. Objetivo geral**

O principal objetivo deste estudo é verificar a evolução dos preços nos principais países do Mercosul e comparar as políticas cambiais deste países e a importância destas no combate à inflação.

A economia do Paraguai não pode ser incluída nesse estudo devido à falta de dados referentes a preços divulgados pelo Fundo Monetário Internacional (FMI). Por não ter cumprido alguns critérios estabelecidos pelo FMI, os números não puderam ser divulgados.

### **1.2.2. Objetivos específicos**

- a) Analisar a correlação dos índices de preços e de taxa de câmbio desde janeiro de 95 até janeiro de 2002;
- b) Apresentar os efeitos da variação cambial nos índices de preços através de análise de regressão;
- c) Apresentar e analisar graficamente a evolução da taxa de câmbio e inflação nos três países.

## **1.3. Metodologia do trabalho**

Este estudo será desenvolvido através de análise comparativa dos dados e informações obtidas junto ao Banco Central e outras fontes credenciadas. Avaliar, *coeteris paribus*, qual das políticas cambiais adotadas pelos governos foi mais eficiente para fazer frente às dificuldades conjunturais enfrentadas pela economias no período em que vigiram; sem levar

em consideração as transformações estruturais, o que exigiria um estudo mais detalhado no âmbito da competitividade de setores, o que fugiria aos objetivos deste trabalho.

O estudo será desenvolvido, por um lado, com base em dados secundários, levantados junto ao Bancos Centrais (concernente as taxas de câmbio) e Instituições de Pesquisa , por outro lado, em alguns dos estudos mais relevantes feitos sobre o assunto. A análise comparativa será feita através da aplicação de métodos econométricos que indicarão o efeito da política cambial na estabilização – inflacionária.

O tratamento sistemático dos dados e dos estudos acima mencionados será complementado por uma análise descritiva, teoricamente fundamentada na literatura científica, buscando explicitar e, dentro de determinados limites, explicar, as diferenças entre as respectivas políticas cambiais e as condições teóricas e objetivas que poderão comprovar, ou não, os seus respectivos graus e limites de eficiência.

## CAPÍTULO II

### 2. ASPECTOS TEÓRICOS E DEFINIÇÕES SOBRE A RELAÇÃO ENTRE CÂMBIO E INFLAÇÃO

Neste capítulo será apresentado as principais teorias desenvolvidas pelos economistas para explicar as causas dos processos inflacionários. Entre elas: a teoria da Paridade de Poder de Compra e também o uso da taxa de câmbio para combater o processo inflacionário necessário a comprovação empírica das evidências que serão analisadas. Também são apresentadas as principais teorias de inflação, câmbio e análise de regressão, bem como suas definições.

Com a desindexação da economia em meados de 1994 e a implantação da nova moeda (REAL), havia uma expectativa dos brasileiros, que esperavam viver em um país cuja economia poderia se assemelhar a dos países desenvolvidos, pelo menos na política monetária. Muito se fez para que a inflação fosse controlada, principalmente com políticas monetárias restritivas, levando a taxa de juros à níveis altíssimos para atrair o capital externo.

Depois da crise da Ásia e em seguida da Rússia, os economistas do Banco Central resolveram atacar a fuga de capitais por meio de aumento da taxa de juros a níveis estratosféricos e intervenções no mercado cambial, o que acabou por contribuir para a redução drástica das reservas cambiais.

Quando as reservas tinham se esgotado, ou melhor, quando o seu nível chegou ao limite estabelecido pelas autoridades internacionais o governo decidiu trocar o presidente do Banco Central, sinalizando a mudança da política cambial. A partir de janeiro de 1999 o Banco Central começa a trabalhar com o regime de câmbio flutuante, após uma desvalorização de 78% no pior momento e se manteve em torno de 40% até julho do mesmo ano. Veremos como a inflação se comportou nos dois períodos do Plano Real, o primeiro que vai de janeiro de 1995 até janeiro de 1999 e o segundo de 1999 até 2002.



## 2.1 Definição de Taxa de Câmbio

É definida como a quantidade de moeda de uma determinada nação para obter uma unidade de moeda de outra nação. Nesse caso seria a quantidade de Reais necessária para adquirir um Dólar americano. Matematicamente podemos definir da seguinte forma:

$$(2.1) \quad e = \text{R\$} / \text{US\$}$$

Existem três tipos de política cambial que podem ser adotadas pelo governo. São eles : o regime de câmbio flutuante, fixo ou bandas cambiais. No primeiro quem determina a taxa de câmbio é o mercado, o que dá maior transparência ao mercado. Os dois últimos é o governo que determina qual vai ser a cotação através de seus agentes de política monetária (o Bacen) que será divulgada para o mercado.

## 2.2 Fixo ou Flutuante ?

Segundo estudos da Fundação Getúlio Vargas (FGV) não existe um sistema ideal. O Regime de Câmbio Fixo pode ser mais indicado em economias com histórico de déficit público e inflação alta. Esse regime daria maior credibilidade quanto a disciplina fiscal e o combate a inflação. Por outro lado , regimes cambiais fixos estão mais vulneráveis à crises cambiais.

O Brasil adota um regime intermediário entre o Fixo e Flutuante. Tecnicamente adotou-se o regime flutuante, mas o Banco Central faz intervenções pontuais para reduzir a volatilidade da taxa de câmbio. Semelhantemente isso também ocorre nos EUA, zona do Euro, etc. Na figura abaixo estão relacionadas as principais vantagens e desvantagens de cada regime.

**QUADRO 2.1 - Vantagens e Desvantagens do Regime de Câmbio Fixo e flutuante**

<b>Câmbio Fixo</b>	<b>Câmbio Flutuante</b>
Maior disciplina sobre políticas macroeconômicas: emissão restrita	Tendência a aumento da inflação: desvalorização aumenta preços de importados e produtos comercializáveis
Maior credibilidade das políticas anti-inflacionárias	Maior isolamento de choques externos
Âncora de programas de estabilização	Ajustamento externo “quase imediato”: taxa de câmbio se ajusta mais rápido que preços
Perda de controle sobre política monetária	Independência de política monetária
Ajuste do balanço de pagamentos via recessão. Porém, como preços domésticos são pouco flexíveis e é difícil reduzir salários nominais	Excessiva volatilidade da taxa de câmbio (devido a movimentos de capital)
Aumenta probabilidade de crises cambiais	Maior eficácia de política monetária
Maior vulnerabilidade a choques externos	
Mecanismo de coordenação de preços (internos +/- = externos)	

Fonte: Fundação Getúlio Vargas (FGV)

**2.3 Definição de Inflação**

No senso- comum inflação nada mais é do que um fenômeno caracterizado pela elevação geral dos níveis de preços (Lopes & Rossetti, 1987). Segundo Gordon (1998) inflação é um movimento ascendente e sustentado dos níveis de preços agregados. Nesse caso

a expressão inflação só existirá quando houver uma alta sustentada e continuada dos preços. Para entender melhor este fenômeno, são apresentados neste capítulo algumas teorias de inflação mais conhecidas.

## 2.4 As Principais Teorias da Inflação

Segundo Lopes & Rossetti são inúmeras as teorias da inflação e geralmente os seus ramos se superpõem um ao outro, dificilmente uma teoria elimina outra. Para Mishkin (2000) a inflação é definida como uma elevação contínua e rápida no nível de preços, sendo que, a maior parte dos economistas, seja monetarista ou economista concorda que a única culpada pela inflação é a moeda. Mas existem vários fatores que indicam as fontes de inflação: o grau de desenvolvimento, organização e poder dos sindicatos dos trabalhadores, estruturas predominantes do mercado e graus de abertura da economia com outros países. Com o passar dos anos vão surgindo novas estruturas e instituições que influenciam nos tipos de inflação.

Apesar disso existem dois tipos de inflação que tem predominado, são as formas puras:

1. excesso de demanda agregada em relação à oferta;
2. expansão dos custos componentes da oferta agregada.

Essas duas formas dão origem a dois tipos de inflação: *a inflação de demanda e a inflação de custos*. Existe ainda outro tipo de abordagem que se destaca dentro das teorias estruturalistas da inflação. A mais recente é a abordagem inercialista, explicada a partir das expectativas dos agentes econômicos e das forças de realimentação (é o caso da indexação generalizada da economia).

Veremos cada caso à seguir explicando as diferenças básicas de cada tipo.

### **2.4.1 A Inflação de Demanda**

Segundo Lopes & Rossetti as explicações da inflação de demanda está relacionada com o excesso de demanda agregada da economia com a falta de capacidade dessa economia em atender essa demanda. Simplificando, a inflação de demanda é impulsionada pela elevação das quantidades de bens e serviços que os consumidores estão aptos à adquirir aos níveis de preços existentes. Também é correto dizer que existe um excesso de moeda em relação aos bens e serviços oferecidos.

Nessa teoria a oferta agregada é progressivamente inelástica, ou seja, a medida que a produção aumenta os fatores de produção vão se aproximando do seu limite, inclusive o emprego de mão de obra. Isto significa que a curva da oferta agregada chegará em um ponto limite, onde qualquer aumento de demanda resultará na elevação dos preços.

### **2.4.2 A Inflação de Custos**

Basicamente esse tipo de inflação está relacionado com os aumentos nos preços dos insumos fazendo com que os custos de produção aumentem , aumentando também o preço do produto final.

A análise de Lopes & Rossetti focaliza três tipos de inflação de custos. Uma causada por elevações salariais, depois pela expansão dos custos de matérias-primas (de produção interna ou importadas) e a última pela elevação dos lucros.

A inflação de custos provocada pela elevação dos níveis salariais pressupõe que os sindicatos dos trabalhadores consigam conquistas que aumentem os níveis salariais reais acima dos índices do custo de vida. O repasse desse aumento para os produtos dependerá da capacidade ociosa que a indústria possui e da estrutura de mercado das indústrias dominante, ou seja, do grau de monopólio e oligopólio das indústrias responsáveis pelo maior volume de empregos.

Já a inflação de custos provocada pelo aumento dos preços de matéria-prima dependerá dos preços dos insumos das principais indústrias em uma economia. Geralmente essas principais indústrias possuem um certo grau de oligopólio, que resulta na falta de poder pelos agentes consumidores de estabelecer preços. Esses tipos de indústrias só estarão dispostas a manter a oferta agregada se os níveis de preços aumentarem, com isso leva-se também os lucros.

### **2.4.3 A Inflação Inercial**

O início do debate sobre inflação inercial começou com os teóricos da corrente cepalina, entretanto, só conseguiu se desenvolver com os trabalhos de Moura Silva (1983) e Lara Resende e Pêrsio Arida (1984).

Os teóricos da inflação inercial não descartam os choque de demanda e de custos que caracterizam como fatores aceleradores da inflação descartando os fatores mantenedores. Esses fatores estão associados nos desequilíbrios dos orçamentos públicos e na sua cobertura via emissão de moeda, e por outro lado, no aumento de custos via lucros e salários. Já, de acordo com os fatores mantenedores, a inflação em dado momento está fortemente atrelada a inflação passada. Isto significa que exista uma realimentação automática dos preços, ou seja, os preços estão indexados e em grande medida existe uma certa expectativa de inflação. A indexação da economia é o principal ingrediente da abordagem inercialista.

## **2.5 Definição de Análise de Regressão**

Segundo Gujarati (2000) a análise de regressão é o estudo da dependência de uma variável (variável dependente) em relação a uma ou mais variáveis (variáveis explicativas)

com o objetivo de estimar ou prever a média da variável dependente em termos dos valores conhecidos das explicativas. A expressão abaixo é dada como um modelo de expressão simples

$$(2.5) Y = a + Bx$$

Onde Y é a variável dependente ou explicada, ou seja, a variável que depende da variação de outros fatores; X é a variável explicativa ou independente; a é o parâmetro linear do modelo (no caso desse estudo seria a inflação constante sem variação cambial) e b é o parâmetro angular (que no caso desse estudo seria a porcentagem de variação da inflação em relação a variação cambial)

## **2.6 Paridade do Poder de Compra: O Uso da Taxa Cambial para Estabilizar os Preços**

É hoje geralmente aceito que o objetivo de médio prazo adequado para um banco central é a garantia da estabilidade de preços, ou seja, a manutenção do poder de compra da moeda. O nível relativo das taxas de juros tem uma influência direta sobre o nível da taxa de câmbio do Real. As condições de remuneração das aplicações em Reais desempenham, na verdade, um papel determinante nas decisões de afetação de carteira entre divisas que efetuam os agentes econômicos. Tornando assim a taxa de câmbio uma variável de considerável importância para a que sejam alcançadas as metas de inflação e variação do PIB.

### **2.6.1 O Uso da Taxa Cambial para Estabilizar os Preços**

A variação da taxa cambial em uma economia aberta afeta diretamente os preços dos produtos importados e indiretamente os preços dos produtos domésticos. Desse modo um

aumento da taxa cambial provoca a elevação do índice de preço ao consumidor, pelo fato de alguns produtos importados fazer parte desse índice.

Além de afetar os preços dos bens finais importados, alguns produtos domésticos dependem de componentes importados, ou seja, os preços desses componentes afetam diretamente o custo desses bens.

Verifica-se também que nos bens intermediários importados (petróleo, grãos e metais) uma depreciação da taxa cambial eleva o preço do produto final.

Assim a taxa cambial pode atuar sobre os preços, influenciando diretamente sobre a política anti-inflacionária, muito além do seu papel indireto sobre a demanda agregada e o nível geral de desemprego. A economia Norte Americana vem a anos se beneficiando desse mecanismo, com uma taxa cambial baixa o custo de alguns produtos domésticos diminuem, dando margem para redução de preços.

Entretanto, quando a economia está num processo de hiperinflação o uso do PPC (Paridade do Poder de Compra) pode ser perigoso, uma vez que com a indexação, os salários recebem constantes aumentos. Os empresários domésticos teriam que competir internacionalmente aumentando os preços dos produtos exportados e conseqüentemente reduziriam suas vendas lá fora.

A Argentina em 1979 vivenciou essa situação. Foi implantada uma política que mantinham a inflação acima da taxa de desvalorização cambial, ou seja, desaceleraria a inflação geral e colocaria a taxa cambial e inflação no mesmo nível. Essa política não teve êxito, continuando a inflação superior a taxa cambial levando a economia a perder a competitividade pelo aumento dos custos internos, prejudicando as exportações, o que levou a queda substancial das reservas, provocada pela especulação cambial.

## **2.6.2 Paridade do Poder de Compra**

A economia tem como princípio básico a lei do preço único, onde um produto não pode ser vendido por um preço diferente em vários países e locais. Se isso não ocorresse os negociantes poderiam criar vantagens comprando em um local e vendendo em outro,

praticando o que chamamos de arbitragem. A oferta desse produto seria aumentada no local que fosse vendido, igualando seu preço ao preço do local do qual foi adquirido .

A Paridade do Poder de Compra é a *lei do preço único* . Caso houvesse a possibilidade de fazer arbitragem internacional o dólar deveria ter o mesmo poder de compra em todos os países. Desse modo tais operações mexeriam na taxa de cambio, diminuindo essa toda vez que o negociante compra o produto no país estrangeiro. Ao diminuir a taxa de cambio as exportações líquidas tendem a aumentar substancialmente.

Alguns economistas não acreditam nessa teoria, por não descrever a realidade concreta. Primeiro porque os serviços não podem ser vendidos de um país para o outro e nem alguns produtos, como é o caso de um apartamento. Segundo, alguns produtos não são sempre substitutos, podendo ser preferidos algumas marcas mais que outras em função do gosto. “Terceiro a PPC desconsidera mudanças cumulativas diferenciadas nos determinantes reais da oferta ou da demanda nas diversas economias. Isto é, assume-se que fatores como ganhos de eficiência, choque de oferta ou novos padrões de consumo sejam distribuídos igualmente na economia internacional. Quarto, abstrai-se do fato que economias diferentes possuem diferentes mecanismos para estabelecer preços e salários, o que implica diferentes graus de rigidez de preços (e salários). Quinto, a PPC ignora o efeito renda no comércio internacional. Isto é, a doutrina da PPC não serve de guia para situações de desequilíbrio comercial decorrentes de excessiva absorção doméstica. Os desequilíbrios comerciais, assume-se implicitamente, são corrigidos por mudanças no nível de preço e/ ou na taxa de câmbio, em um raciocínio que lembra o modelo de fluxo ouro-preço (price-specie flow model). Isso exigiria para ser correto, diga-se de passagem, flexibilidade total nos preços e inexistência de intervenção por parte das autoridades monetárias.”(Zini Jr. P. 112). No entanto, existem outras alternativas para a busca da taxa de câmbio real de equilíbrio. Williamson (1983b) define essa taxa em relação a uma situação de equilíbrio interno e externo.

*A taxa de câmbio de equilíbrio fundamental é aquela que se espera conseguir gerar um saldo ou déficit na conta corrente igual ao fluxo de capital subjacente ao ciclo, assumindo que o país está em busca do “equilíbrio interno”, da melhor forma que puder, e não está restringindo o comércio por razões de balança de pagamentos. (Williamson 1983b p. 14)*



No entanto essa teoria é importante para fornecer ao mundo real as alterações da taxa real de cambio. Quanto maior essa taxa se afastar do nível determinado pela paridade do poder de compra maior será as chances e o incentivo para os negociantes se voltarem para as operações de arbitragem internacional. O caso do Bigmac é um exemplo clássico, onde a taxa de câmbio que deve existir é calculada tomando como base o preço do Bigmac, para se ter o mesmo poder de compra da moeda de cada país.

No Brasil e mais especificamente no Plano Real, uma das preocupações quanto ao uso da taxa cambial como instrumento de estabilização de preços era a indexação dos preços, ou melhor dos salários. Segundo Edmar Bacha para manter uma taxa de câmbio estável é necessário uma ampla abertura da economia as importações, além da eliminação dos esquemas internos de indexação. Isso equivale a dizer que seria impossível os exportadores conviverem com uma taxa cambial fixa e um crescente aumento nos custos de produção provocados pela inflação, ou seja, a taxa real de câmbio ficaria cada vez mais depreciada, incorrendo na perda de rendimentos do setor exportador.

## CAPÍTULO III

### **3. EVIDÊNCIAS EMPÍRICAS DA RELAÇÃO INFLAÇÃO- TAXA CAMBIAL NO BRASIL.**

Neste capítulo são apresentados os resultados das análises de regressão linear, onde possibilitará avaliar o impacto de cada regime cambial no índice de preço por atacado (IPA) e no índice de preço ao consumidor (IPC) nos três países. Logo após, são apresentados os gráficos de correlação, onde é mostrada a evidência teórica entre inflação e câmbio. E por último serão apresentados os gráficos de evolução da inflação e taxa cambial para avaliar o impacto da mudança do regime cambial, bem como a eficiência dos regimes cambiais para a estabilidade-inflacionária.

Como foi visto anteriormente, o uso da política cambial como mecanismo de estabilização de preços requer a desindexação da economia como uma das primícias básicas. Sendo assim, a sua utilidade vem sendo observada a partir do Plano Real (agosto de 1994), quando o governo começou a fazer um grande esforço, utilizando-se do excelente nível de reservas cambiais para fazer frente a moeda Norte Americana. O resultado disso foi a grande enxurrada de produtos importados, incluindo automóveis e outros bens sofisticados e de capital, que vieram a concorrer diretamente com os produtos nacionais. Essa política foi bastante evidente no Plano Real e extremamente útil no combate a demanda reprimida provocada pela explosão de consumo, causada pelo aumento do nível de renda real.

#### **3.1 Equação de Regressão Utilizando o Modelo de Taxa Real de Câmbio Linearizada**

A equação de regressão linear pode ser usada para explicar o efeito da variação cambial sobre os índices de preços, na medida que, o determinante e o poder de explicação da primeira em relação a segunda variável é dado pelo valor do coeficiente de determinação ( $R^2$ ).

A função abaixo foi linearizada para facilitar a intuição do significado e a operacionalização dos dados. Com isso a regressão pode ser mais facilmente explicada, considerando as variações percentuais mensais de taxa de câmbio e inflação.

$$e = p/p^* \text{ ou}$$

$$e = p - p^*$$

$$p = e + p^*$$

onde  $p$  é a inflação interna,  $p^*$  é a inflação externa e  $e$  a taxa de câmbio.

$$\pi = \Delta\%e + \pi^*$$

onde  $\pi$  é inflação interna,  $\pi^*$  inflação externa,  $e$  a taxa de câmbio e  $\Delta\%$  a variação mensal da taxa de câmbio.

isolamos o  $\pi$

$$\pi^* = 0 \text{ temos,}$$

$$\pi = \alpha + \beta\Delta\%e$$

### 3.2 Análise de Regressão

Tomando os números de inflação e taxa cambial desde 1995, verifica-se que a relação entre essas duas variáveis (inflação e taxa de câmbio) é diretamente proporcional (ver equações abaixo). A relação direta verificada nas equações onde a inflação utilizada é a inflação ao consumidor pode ser explicada pela concorrência dos agentes econômicos. A transmissão do aumento da taxa cambial para o índice ao consumidor sofre a influência do grau de concorrência em uma economia e do nível de produção da mesma. Uma economia de mercado que está em recessão (onde os preços não estão indexados) está sujeito a um grau de competição maior, pois há uma maior disputa pelo mercado que cresce pouco .

**TABELA 3.1 - Coeficientes de inflação da Argentina, Brasil e Uruguai de janeiro de 1995 à janeiro de 2002 (em %)**

<b>Países</b>	<b>Argentina*</b>		<b>Brasil</b>		<b>Uruguai</b>	
<b>Variável independente</b>	<b>Variável dependente</b>					
	<b>IPA</b>	<b>IPC</b>	<b>IPA</b>	<b>IPC</b>	<b>IPA</b>	<b>IPC</b>
Constante	-0,04	0,03	0,83	0,67	0,73	0,74
Taxa de Câmbio	0,38	0,4	0,05	0,001	0,25	0,11
Determinante explicativo (R <sup>2</sup> )	0,17	0,15	0,20	0,18	0,26	0,21

Fonte: Dados Bruto do IFS/ FMI

O período que vai de janeiro de 1995 à janeiro de 2002, mostra que quando a taxa de câmbio varia 1% no Brasil, o reflexo nos preços ao consumidor será de 0,001 ponto percentual com uma inflação fixa de 0,67% ao mês.

Quando utilizado o índice de preços por atacado (IPA), o impacto da taxa de câmbio sobre a inflação é maior para o caso do Brasil. Nos preços por atacado estão embutidos os bens comercializáveis entre os países, que são estão indexados pela taxa de câmbio. Nota-se que aqui uma variação de 1% na taxa de câmbio reflete em um aumento de 0,05 ponto percentual nos preços por atacado.

No Uruguai as variáveis mostram uma economia mais indexada a moeda estrangeira , nota-se que o impacto da mudança na taxa cambial reflete em uma variação da inflação maior que a brasileira, chegando a 0,11 ponto percentual o aumento dos preços ao consumidor a cada 1% de variação da moeda estrangeira. Nessa economia a inflação fixa está em um nível maior, mantém-se em 0,74 ponto percentual a cada mês.

Pode-se dizer que o uso da taxa de câmbio para estabilizar os preços é mais funcional no Uruguai do que no Brasil. As variáveis mostram que um regime de câmbio flutuante para o Uruguai pode ser mais perigoso, pois o impacto da taxa de câmbio nos níveis de preços por atacado é maior nessa economia.

A economia argentina é um pouco diferente da uruguaia e da brasileira. O uso da paridade fixa entre o dólar e o peso tornou esse mecanismo de conversão um importante mecanismo para estabilizar os preços e ao mesmo tempo dar continuidade ao processo de aumento da competitividade da sua indústria. A taxa de câmbio da Argentina é sempre fixa e a sua moeda indexada ao dólar. As variáveis mostram que na Argentina o impacto de uma desvalorização é bem maior. A cada 1% de aumento da taxa de câmbio o nível de preços ao consumidor sobe 0,4 ponto percentual com uma inflação fixa de 0,03%. O impacto na economia argentina é maior devido ao alto grau de indexação ao dólar que possui, e a inflação fixa reflete as pequenas variações da inflação nesse regime de câmbio.

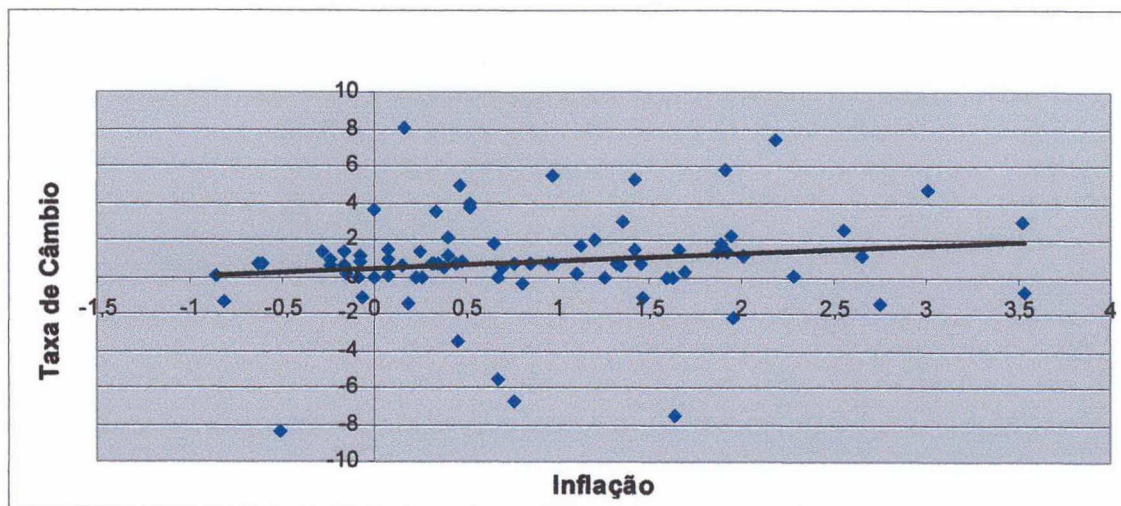
Argentina aparece como a economia que mais impacto terá no caso de uma possível mudança de seu regime cambial, seja para o sistema de bandas ou para o câmbio livre. Nota-se que a inflação fixa chega a ser negativa, indicando que essa política de regime cambial fixo é mais eficaz no combate a inflação.

### **3.3 Gráficos de Linha de Tendência**

O Gráfico de linha de tendência mostra as evidências teóricas de impactos da taxa cambial nos índices de inflação. Nesse caso a linha de tendência deve conter uma trajetória ascendente, variando de menos acentuada para a inflação ao consumidor e mais acentuada para a inflação no atacado, indicando uma relação direta entre taxa de câmbio e inflação. Com isso é comprovada a importância dessa variável como ferramenta de utilização no processo de estabilização-inflacionária, levando em consideração os diferentes regimes cambiais adotados nos três países em estudo.

Figura 3.1

**Relação de preço por atacado do Brasil e variação da taxa de câmbio nominal - de 1995 a 2002**

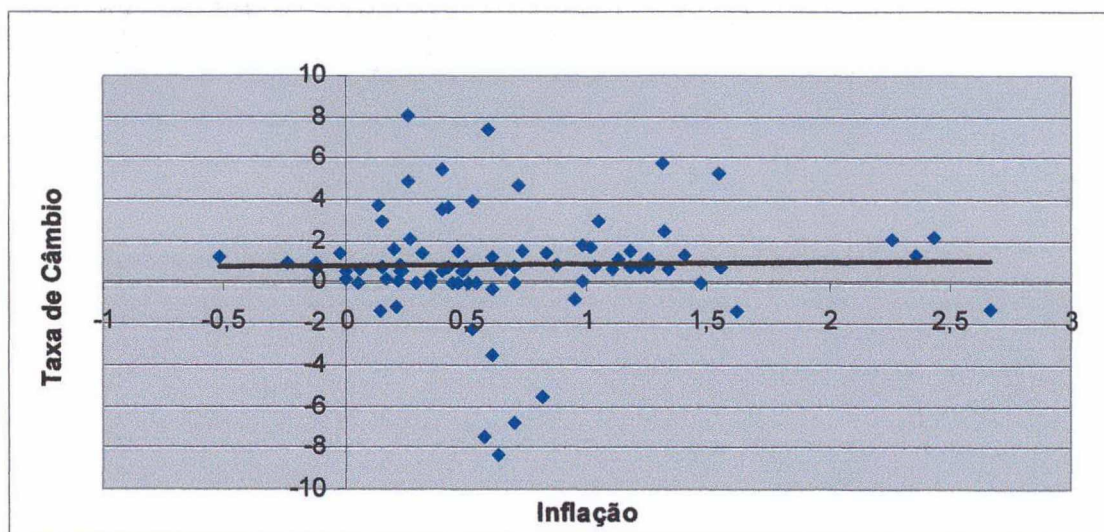


Fonte: Relatório do FMI

Na figura 3.1 a linha de tendência mostra-se uma trajetória ascendente, indicando que política cambial segue em concordância com a teoria. No entanto esse índice é o mais adequado, pois mostra os preços por atacado que não sofreram o impacto da concorrência de mercado do consumidor, e também por possuir produtos comercializáveis. Segundo Prates (2002. Monografia em Ciências Econômicas) esse índice que corresponde ao IPA-DI da Fundação Getúlio Vargas seria o mais adequado para explicar o impacto da variação cambial nos índices de preços internos. O estudo de Prates revelou que o coeficiente de repasse cambial para os preços por atacado chega a atingir 9,33% da variação cambial. Este é o índice mais adequado, que possui a maior sensibilidade à variação cambial, pois o mesmo analisa preços de insumos industriais e mercados atacadistas.

Figura 3.2

Relação de preço ao consumidor do Brasil e taxa de câmbio nominal – de 1995 a 2002



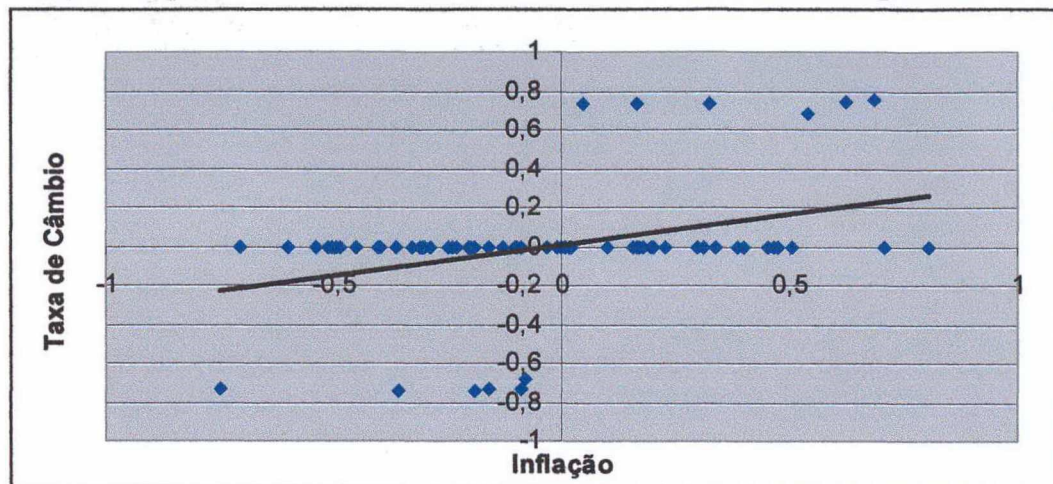
Fonte: Relatório do FMI

Na figura 3.2 a linha de tendência permanece quase estável quanto a inflação, o que mostra que a política cambial no Brasil nesse período obteve êxito quanto a estabilidade de preços ao consumidor. Deve-se levar em conta também que esse índice sofre a pressão dos agentes econômicos e que portanto estão mais suscetíveis à tendência declinante da linha de tendência, além de levar em conta alguns produtos não-comercializáveis como os serviços que não sofrem influência da cotação da moeda estrangeira.

O índice de preços ao consumidor, que é equivalente ao IPC/FGV, é o índice que sofre o menor repasse cambial, segundo estudos de Prates (2002), e que portanto, será de menor relevância nesse estudo para a comprovação da influência da política cambial na administração dos níveis de preços. Nesse índice o repasse estimado é de 0,36% da variação cambial (Prates, 2002.), o que mostra uma baixa influência em comparação com o repasse do índice por atacado (equivalente ao IPA -DI) que foi de 9,33% da variação cambial (Prates, 2002). Isso comprova que o melhor índice que comprova o uso da taxa cambial no combate a inflação é o índice de preços por atacado.

Figura 3.3

## Relação de preço ao consumidor e taxa cambial nominal da Argentina – de 1995 a 2002



Fonte: Relatório do FMI

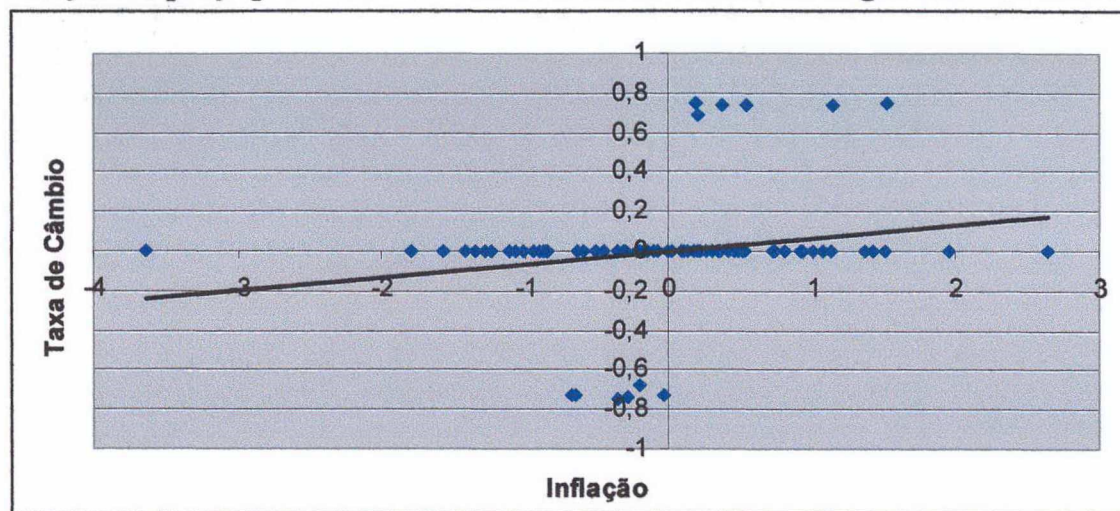
Quando a situação na Argentina é analisada a teoria do uso da taxa de câmbio para estabilizar os preços se evidencia na inflação ao consumidor. Na figura 3.3 a linha de tendência mostra a relação direta de inflação e taxa cambial. A política de câmbio fixo foi muito importante para o sucesso do plano de governo, pois eliminou de vez a hiperinflação da qual os argentinos já estavam vivendo. Os pontos que estão bem próximos um do outro significam a política adotada pelo governo argentino da paridade de um por um (1 dólar vale sempre aproximadamente um peso).

Já os pontos que estão dispersos da linha de tendência mostram alguns repiques da inflação que foram influenciados por choques de ofertas de alguns produtos agrícolas, os preços externos de algumas matérias-primas, como o petróleo, e também fatores externos, como as crises dos países emergentes (México, Ásia e Rússia), bem como o grau de utilização da indústria argentina, provocando uma certa inflação de demanda. A linha de tendência quase totalmente na horizontal, segue na mesma tendência constante da taxa de câmbio argentina, ou seja, a paridade de 1 peso/ 1 dólar.



Figura 3.4

Relação de preço por atacado e taxa nominal de câmbio da Argentina - de 1995 a 2002



Fonte: Relatório do FMI

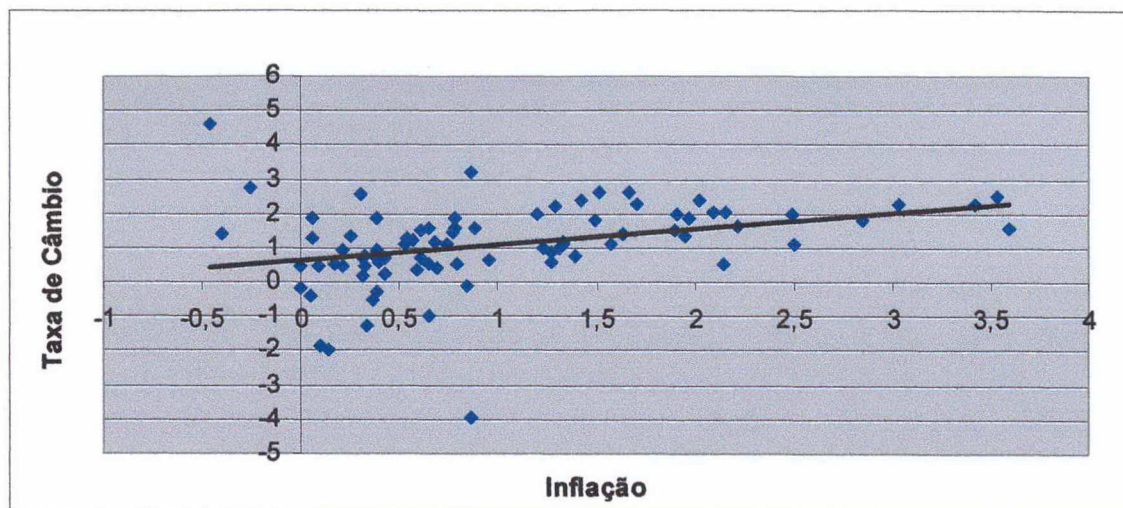
O uso da taxa de câmbio para estabilizar os preços na Argentina também é evidente como no Brasil. A figura 3.4 mostra a inflação dos preços dos produtos comercializáveis em relação à variação cambial, que segue uma tendência ascendente, indicando a relação direta entre essas duas variáveis.

A linha de tendência ascendente para a inflação no atacado comprova a teoria. Como foi verificado no caso do Brasil (figura 3.1), esse índice apresenta um repasse maior da variação cambial e portanto é o que mais comprova a teoria do uso da taxa de câmbio para estabilizar os preços. Não tão forte como no Brasil, na Argentina esse repasse parece menor, devendo levar em consideração que sua política cambial fixa diminui relativamente a variável taxa cambial no repasse para o índice de preços por atacado.

Levando em consideração que a inflação por atacado é a mais influenciada pela taxa de câmbio na Argentina, o estudo será mais focalizado nesse índice.

Figura 3.5

Relação de preço por atacado e taxa nominal de câmbio do Uruguai – de 1995 a 2002



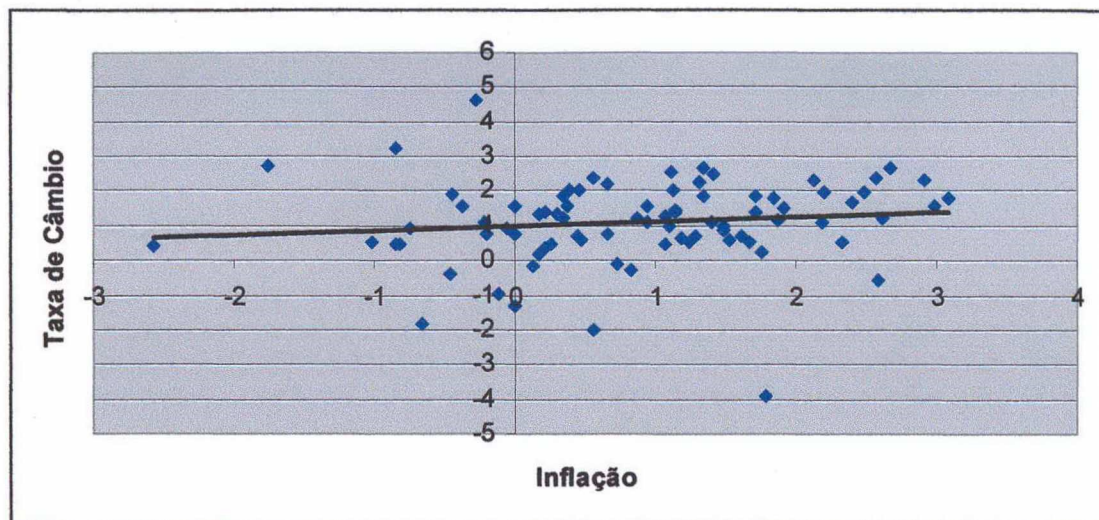
Fonte: Relatório do FMI

Quando a economia do Uruguai é analisada observa-se uma situação totalmente dentro da evidência teórica, ao contrário do figura 3.2, do Brasil. A tendência teórica é observada nos dois gráficos, note que na figura 3.5 e 3.6 a linha de tendência se comporta de maneira ascendente, tanto com a inflação por atacado como a inflação ao consumidor. Nesse caso o que podemos concluir é que a política cambial da economia uruguaia interfere na estabilidade de preços.

O Uruguai apresenta uma linha de tendência bem parecida com a do Brasil (figura 3.1). Esse comportamento semelhante deve-se ao fato do Uruguai Ter adotado uma política cambial bem próxima à que o Brasil adotou. No Brasil como na economia uruguaia o regime cambial foi de câmbio administrado, no Brasil até janeiro de 1999. Os pontos bem próximos a linha de tendência caracterizam uma política cambial mais eficiente no combate a inflação, ao contrário do que ocorre na economia argentina, apesar da tendência ascendente (figura 3.4).

Figura 3.6

Relação de preço ao consumidor e taxa nominal de câmbio do Uruguai – de 1995 a 2002



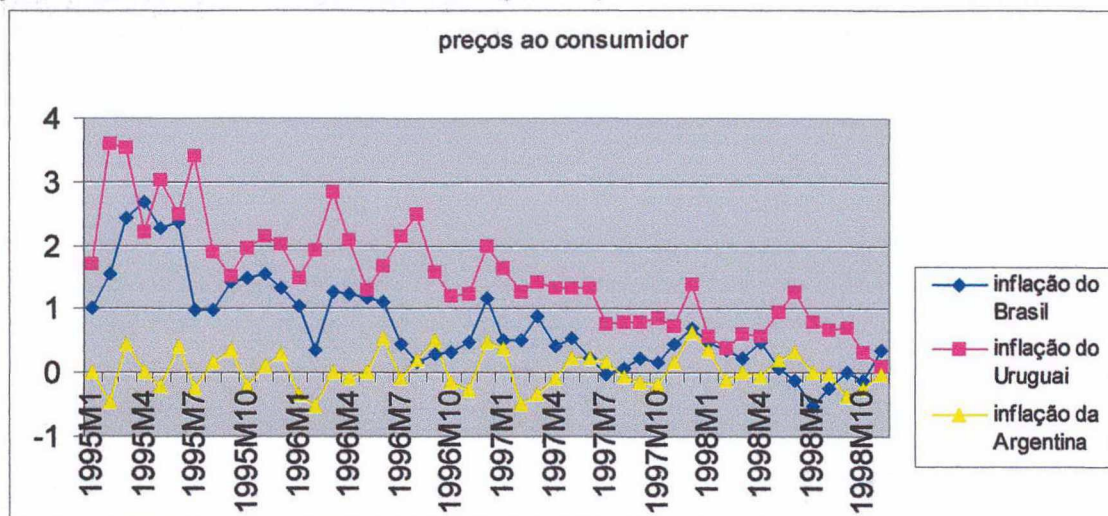
Fonte: Relatório do FMI

### 3.4 Gráficos de Evolução da Taxa de Câmbio e Inflação

Os gráficos de evolução da taxa de câmbio e inflação mostram os diversos regimes cambiais e seu impacto sobre a inflação, que são comparados entre si. Também são apresentados e analisados a evolução da inflação ao longo do período para os dois índices de preços (IPC e IPA) nos três países, evidenciando momentos históricos importantes da economia mundial e também as políticas econômicas adotada nas três economias, que vieram a afetar o mercado cambial e os preços internos.

Figura 3.7

**Evolução dos preços ao consumidor do Brasil, Uruguai e Argentina no período de janeiro de 1995 a dezembro de 1998 ( em %)**



Fonte: Relatório do FMI

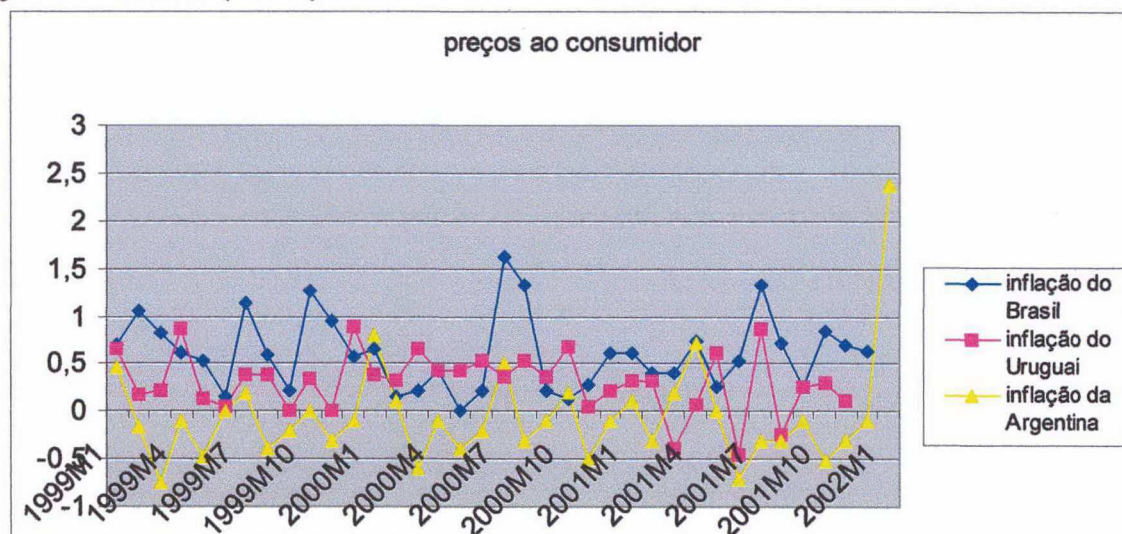
A evolução gráfica da inflação ao consumidor nos três países mostra o que foi a política monetária de combate a inflação, especificamente a política cambial em termos de aumento da concorrência internacional dos produtos comercializáveis, ou seja, a importância do regime de manutenção de um câmbio administrado (no caso do Brasil e Uruguai) e de uma política cambial fixa (no caso da Argentina).

No Brasil, como mostra a figura 3.7, a inflação vem declinando gradativamente (não devemos levar em conta as crises que assolaram os mercados financeiros e afetaram principalmente as economias emergentes e que teve bastante repercussão no Brasil quando o governo aumentou drasticamente a taxa de juros). A figura 3.7 está mostrando que no regime de câmbio administrado como foi nesse período a inflação segue uma tendência de queda. Juntamente com o Brasil a economia uruguaia também apresenta essa tendência, uma vez que a economia do Uruguai vem eliminando sua inflação gradativamente desde o início do seu plano de estabilização, em dezembro de 1990 com o então presidente Luís Alberto Lacalle, quando a inflação anual batia os 129%.

Já a situação argentina é sempre estável ao longo do período, com pequenas oscilações no meio do caminho, provocados por crises externas e alguns ajustes internos, como problemas de infra-estruturais e a própria “inflação de custos” provocada pela elevação de alguns produtos importados e não comercializáveis . Por se tratar de um regime de cambio fixo, a política monetária argentina inexistente, portanto a elevação dos níveis de preços não pode ser combatida com aumento da taxa de juros , pois um aumento ou diminuição da oferta monetária está totalmente dependente do fluxo de moeda estrangeira que entra no país.

**Figura 3.8**

**Evolução dos preços ao consumidor do Brasil, Uruguai e Argentina de janeiro de 1999 a janeiro de 2002 (em %)**



Fonte: Relatório do FMI

*“As experiências atuais mostram que, na presença de superávits fiscais sustentáveis e de um regime cambial flutuante, o atual regime de metas de inflação é uma excelente opção.” (Ronaldo Domingues, internet)*

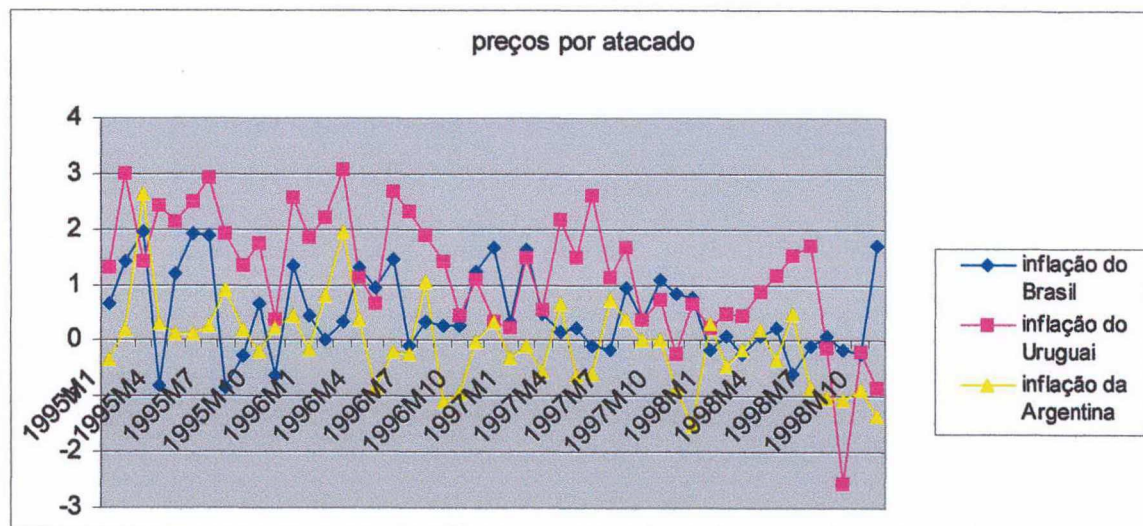
Apesar da opinião de Domingues a respeito do regime flutuante, quando analisamos graficamente o seu comportamento a inflação mantinha-se em uma trajetória descendente até dezembro de 1998 (figura 3.7). Ao analisarmos a figura 3.8, as oscilações são mais acentuadas o que nos permite dizer que existe uma certa instabilidade, mesmo com o regime

de metas inflacionárias. O importante que se pode verificar é a manutenção, apesar de uma certa instabilidade, da trajetória horizontal da inflação ao longo do período de maxidesvalorização (pós- janeiro de 1999).

A política cambial tem uma certa participação no objetivo de alcance da meta inflacionária. O Banco Central do Brasil determina um limite superior da taxa de cambio que quando alcançado o governo intervém. Isso significa dizer que quando esse limite se aproxima, ou seja, quando a variação da taxa de inflação é muito alta a tendência é aumentar os preços dos produtos importados comercializáveis (onde o principal é o petróleo que é comprado pelo governo) , aumentando assim os custos de produção nacional. Nesse caso a intervenção se justifica para que se alcance a meta de inflação.

**Figura 3.9**

**Evolução dos preços por atacado do Brasil, Uruguai e Argentina de janeiro de 1995 a dezembro de 1998 ( em %)**



Fonte: Relatório do FMI

Como foi visto anteriormente a inflação por atacado reflete de maneira mais precisa o efeito da desvalorização cambial, pois embute nesse índice os preços de produtos

comercializáveis e não sofrem a pressão da concorrência como na inflação ao consumidor. Na figura 3.9 a variação de preços é mais freqüente e apresenta oscilações maiores que as verificadas na figura 3.7, isso porque o período que compreende a análise foi uma fase em que a economia mundial passou por crises financeiras mundiais que acabou contaminando e aumentando os mercados emergentes, como foi o caso da América Latina e mais especificamente os países do Mercosul. De outro modo não poderia ser diferente que essas economias não se protegessem da especulação financeira provocada pelas frequentes crises mundiais, adotando mecanismos de controle de capitais e provocando uma recessão para evitar o pior, a volta da inflação. A diferença é a tendência estável da inflação por atacado que na figura 3.7 aparece declinante.

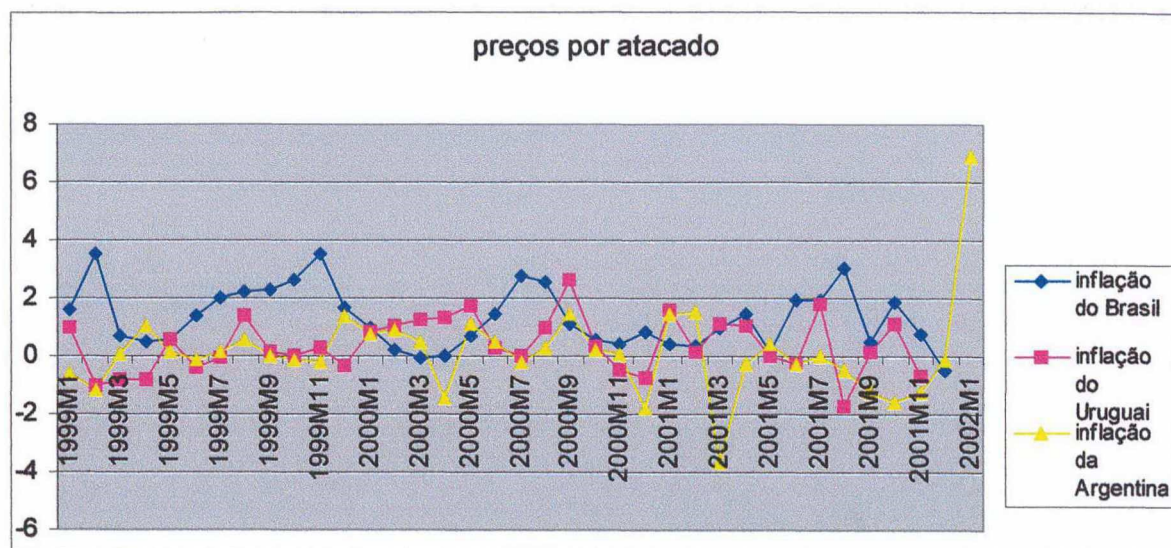
No caso da economia uruguaia houve uma queda dos preços por atacado, influenciada pela recessão da economia argentina. De acordo com o Banco Central del Uruguay, um estudo elaborado pelo IPEA e DIPES, no ano de 1996 a inflação por atacado no acumulado foi de 23,5% convergindo com a taxa de câmbio que nesse mesmo ano teve uma variação de 22,8%.

A economia argentina começou sua fase de estabilidade em 1990 com a implantação do plano econômico do então ministro Domingos Cavallo. Sua intenção era acabar com a espiral inflacionária atrelando o peso argentino ao dólar americano. No início o plano foi bem sucedido, de fato eliminou a inflação e a economia argentina passou por uma fase de crescimento considerável. Após as crises do México de 1995 a Argentina sentiu o peso de não ter a autonomia monetária. A especulação financeira provocou a saída de reservas internacionais que foram alcançadas com os anos de crescimento das exportações. A figura 3.9 mostra as oscilações do período de 1995 à 1998, caracterizado por duas crises, a do México em 1995 e dois anos mais tarde a crise da Ásia.

Semelhante a Argentina e o México no Brasil não foi diferente, as crises mundiais financeiras mundiais acabaram afetando a nossa economia. Na figura 3.9 há dois pontos entre os meses de setembro e outubro que a inflação teve uma grande variação chegando a quase 2% em outubro de 1995. Esse período foi um momento de turbulência externa provocada pela crise mexicana.

Figura 3.10

**Evolução dos preços por atacado do Brasil, Uruguai e Argentina de janeiro de 1999 a janeiro de 2002 (em %)**



Fonte: Relatório do FMI

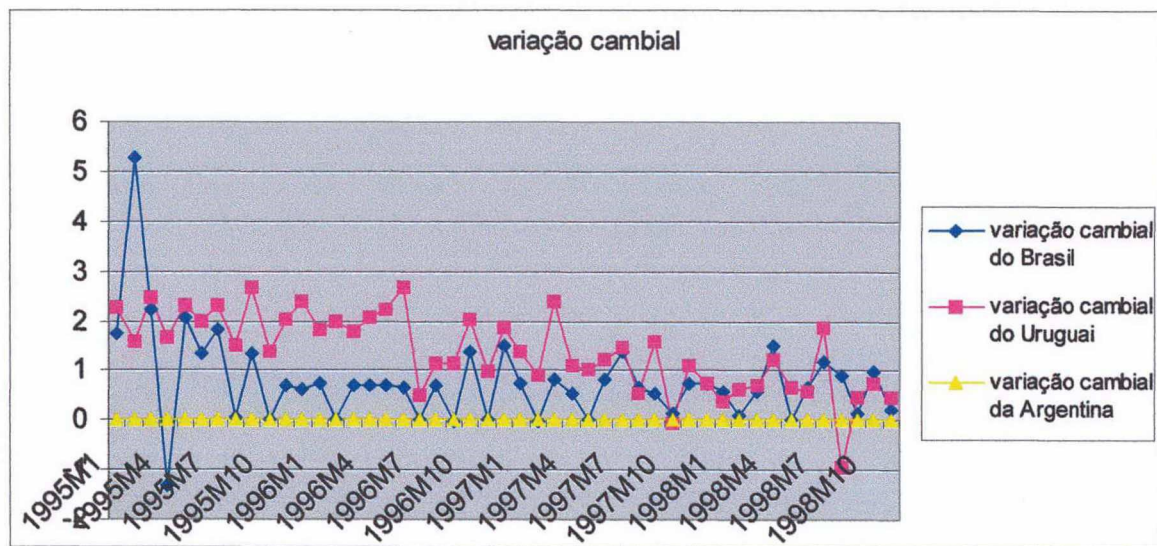
A primeira impressão que pode-se ter no gráfico acima são suas oscilações menos abruptas, no caso do Brasil, com relação ao período anterior (de 1995 à 1998). Essas oscilações mais suaves podem ser entendidas como a maneira como foi conduzida a política de controle do câmbio após a desvalorização em janeiro de 1999. Quando o governo sentiu que não poderia mais controlar o preço do Real (as reservas internacionais já beirava o seu limite estabelecido pelo FMI) resolveu adotar a livre flutuação cambial. A partir daí as especulações cessaram e as oscilações das taxas de cambio foram mais suaves ao longo do período. Já a Argentina as oscilações foram causadas por outras variáveis, como o aumento do preço do petróleo e alguns produtos que são importados dos países do Mercosul, do qual o principal deles é o Brasil.

O Uruguai vem conseguindo superar a inflação desde 1996, até 1998 a inflação no atacado ficava entre os 2% e 3% mensais. De 1999 até 2002 a figura 3.10 mostra que a inflação no atacado chegou no máximo aos 2,5% em outubro de 2000, variando em alguns meses em percentuais negativos.



Figura 3.11

**Evolução da variação cambial do Brasil, Uruguai e Argentina de janeiro de 1995 a dezembro de 1998 (em %)**



Fonte: Relatório do FMI

O gráfico acima mostra a variação da taxa de câmbio nos anos de 1995 até 1998. Como foi visto anteriormente o melhor índice para explicar a influência do câmbio na inflação é o índice por atacado. Esse índice se adequa melhor a análise pois são pesquisados produtos comercializáveis e não estão condicionados à concorrência pelo consumidor.

Note que no início de 1995 ocorreu uma queda considerável da taxa de câmbio no Brasil, que veio a refletir na inflação no mesmo período (ver figura 3.9). De novembro de 1995 à janeiro de 1997 o índice de inflação por atacado vem acompanhando a variação da taxa de câmbio. Parte dessa queda pode ser explicada pelo fato de a economia estar em recessão nesse período, tendo as autoridades monetárias feito intervenções para frear a alta do dólar provocada pela especulação. A figura 3.7 mostra que os preços vêm caindo desde 1995, evidenciando a política contracionista das autoridades monetárias, que influenciaram nos

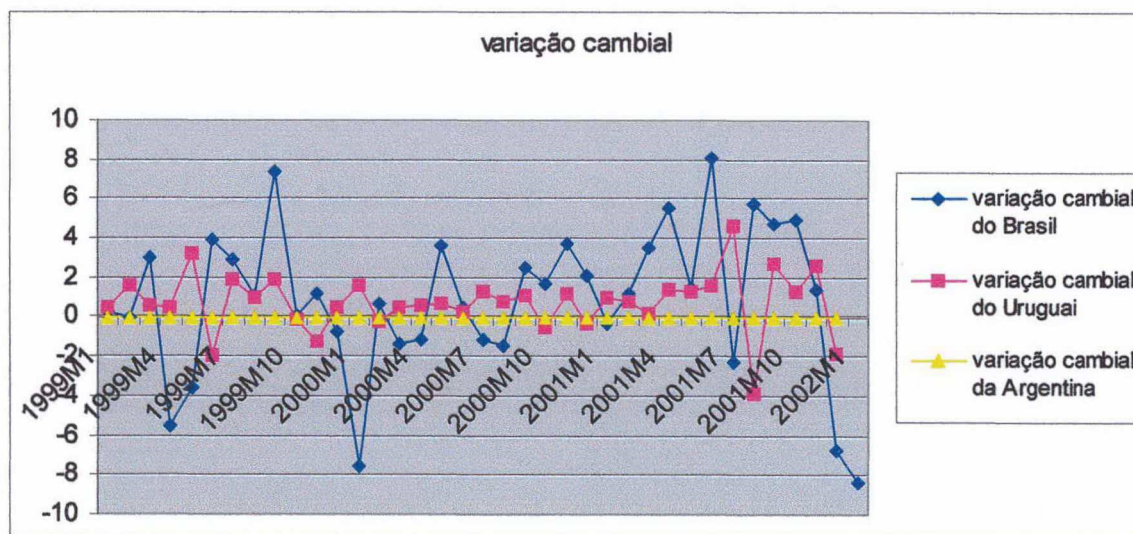
níveis de preços ao consumidor, a teoria da inflação de demanda aqui explica esse comportamento.

No caso da economia uruguaia a tendência de queda da taxa de câmbio desse período acompanha a tendência de queda da inflação (ver figura 3.9). O Uruguai adotou a partir de 1996 o regime de bandas cambiais semelhante ao do Brasil e vem conseguindo combater a inflação com sucesso. As oscilações ao longo do período refletem as intervenções do Banco Central do Uruguai na oferta de moeda, para fazer frente às crises do México, da Ásia e da Rússia em 1998, com isso diminuíram os aflusos de dólares e evitaram uma desvalorização mais acentuada que comprometeria o comércio no Mercosul.

A economia argentina é um caso muito especial pois a política cambial difere dos outros países, por isso a evolução dos preços está mais atrelada a estrutura interna da economia bem como de fatores de comércio internacional entre os países do Mercosul.

**Figura 3.12**

**Evolução da taxa cambial do Brasil, Uruguai e Argentina de janeiro de 1999 a janeiro**



2002 (em %)

Fonte: Relatório do FMI

A figura 3.12 mostra o efeito da desvalorização do Real em janeiro de 1999 ao longo do período que vai até 2002. Diferente do período anterior as oscilações são bem maiores, onde o afluxo de capital especulativo (de curtíssimo prazo) provocou a redução das reservas internacionais até o seu limite, obrigando as autoridades monetárias a buscar apoio do FMI. Mesmo com a política de regime de câmbio flutuante, ou seja, a livre flutuação, as autoridades monetárias impuseram um limite a essa liberdade. O preço do dólar continuava a subir pressionando os preços internos, contribuindo para o não alcance da meta de inflação acordada com o FMI.

O regime de câmbio flutuante mostra-se mais instável (ver figura 3.12) que o regime de bandas cambiais (é o caso do Brasil), permitindo maior especulação e pressão sobre os custos das empresas e o bolso dos consumidores, afetando as relações de comércio regional entre os países do Mercosul.

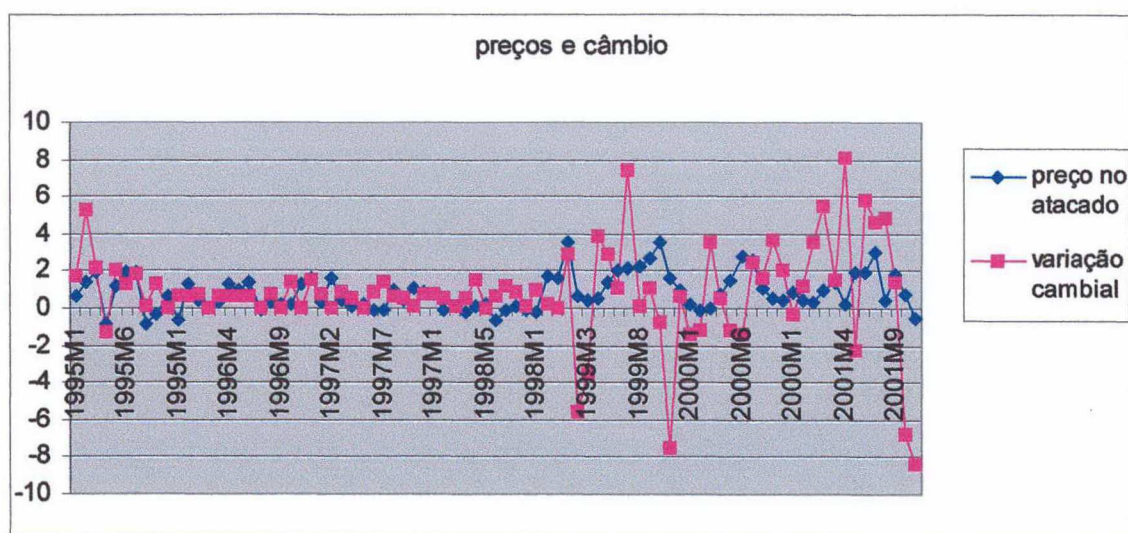
*“ Apesar da determinação do preço do real com base nas regras da demanda e da oferta ser a forma mais eficiente, a experiência em nível internacional tem mostrado que o câmbio flexível está sujeito a muita variação. A instabilidade da taxa de câmbio constitui um problema sério para os agentes econômicos, indivíduos e empresas, que realizam transações em nível internacional. Exportadores, importadores e investidores internacionais vêm-se obrigados a administrar os riscos do câmbio flutuante”. (Hidalgo, 2002).*

A linha vermelha que mostra a evolução do câmbio no Uruguai apresenta variações menos abruptas se comparada a evolução do câmbio do Brasil. O Uruguai adotou desde 1992 o regime de bandas para conduzir sua política de combate ao processo inflacionário. Semelhantemente a política cambial do Uruguai, o Brasil adotou esse mesmo regime até janeiro de 1999. Por esse motivo o comportamento do câmbio foi bem menos estável no período de 1999 a 2002.

No caso da Argentina a taxa de câmbio permanece inalterada, de forma que as mudanças cambiais das economias vizinhas não exercem influência sobre a sua política cambial, uma vez que, o Banco Central da Argentina garante ao governo a paridade fixa de 1Peso/US\$.

Figura 3.13

**Evolução da inflação por atacado e variação cambial no Brasil – janeiro de 1995 a janeiro de 2002 ( em %)**



Fonte : Relatório do FMI

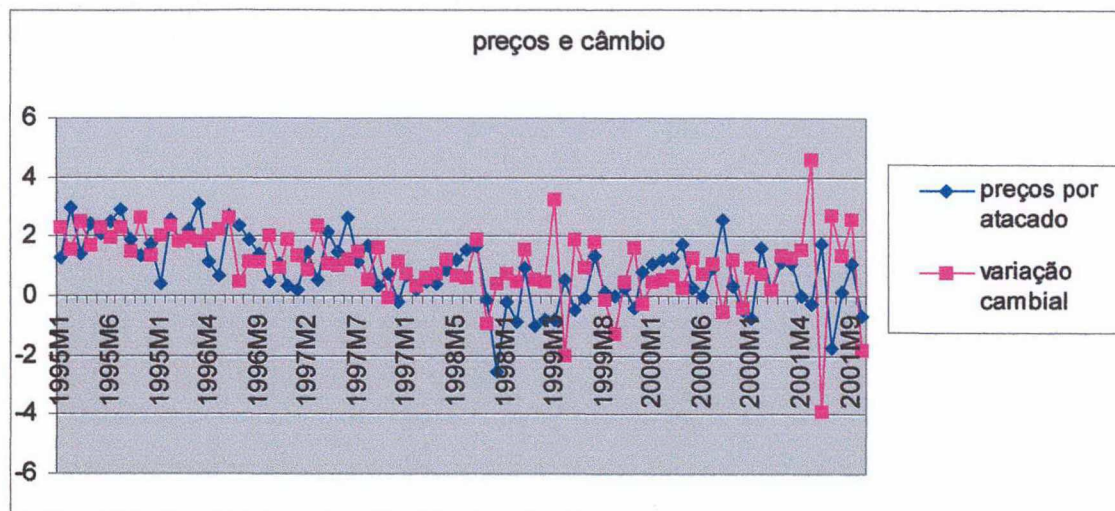
A figura 3.13 mostra que até o final de 1998 os preços e o câmbio convergiam melhor. A partir de 1999 essa proximidade de convergência acaba. É o que mostra a figura 3.13, que evidencia, apesar dessa falta de proximidade, uma trajetória de queda da taxa de câmbio que é acompanhada pela inflação no atacado.

O governo uruguaio conseguiu conter as variações cambiais que vinham ocorrendo até 1998. Na figura 3.12 a taxa de câmbio permaneceu bem próxima a zero em alguns meses, mostrando que a mudança do regime cambial no Brasil não afetou muito em termos de impacto do mercado cambial, a economia uruguaia.

A partir de 1999 a livre flutuação cambial tornou o mercado cambial mais instável, refletindo nas variações cambiais do Uruguai (figura 3.14) e nos níveis de preços que oscilaram à taxas mais altas. A figura 3.13 mostra um comportamento convergente, mesmo quando o câmbio flutua livremente. É preciso salientar que a variação não ocorre de imediato, pois os preços no mercado de bens são mais rígidos que no mercado monetário.

Figura 3.14

**Evolução da inflação por atacado e variação cambial no Uruguai – de janeiro de 1995 a janeiro de 2002 (em %)**



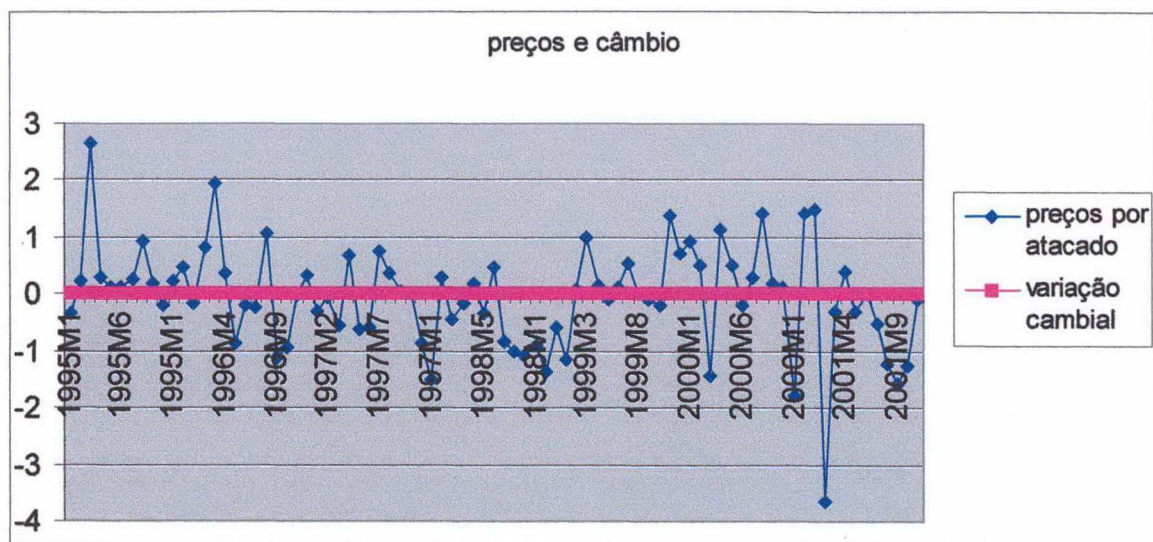
Fonte: Relatório do FMI

Como foi visto anteriormente o governo do Uruguai vem desde 1996 tentando combater o processo inflacionário, adotando uma política de câmbio administrado dentro de um teto de 12% (variação máxima). Na figura 3.14 verifica-se um comportamento de convergência das duas variáveis ao longo de período que vai até final de 1998, em uma tendência declinante. As oscilações reagiram de maneira diferente a partir de 1999 parecendo mais instáveis, o que reflete o grau de incerteza da economia uruguaia no período após crise cambial do Brasil.

Por ser uma economia altamente indexada ao dólar, ou seja, o Uruguai possui muitas obrigações à pagar em dólar, a crise brasileira acabou contaminando o mercado uruguaio, refletindo na dificuldade de manter uma política monetária estável. As implicações quanto a diferença de políticas cambiais entre os três países (Brasil, Argentina e Uruguai) acabaram provocando um aumento da especulação contra o peso uruguaio.

Figura 3.15

**Evolução da inflação por atacado e variação cambial da Argentina – janeiro de 1995 a janeiro de 2002 (em %)**



Fonte: Relatório do FMI

A Argentina é um caso diferente do Uruguai e Brasil. Por ser uma economia administrada por um regime de câmbio fixo, o uso da taxa de câmbio é importante para estabilizar os preços, mas não exerce influência sobre os aumentos de preços por atacado. Esse mecanismo possui uma vantagem e uma desvantagem. Por um lado a paridade cambial dá uma certa confiança aos investidores, suas aplicações no país não vão desvalorizar-se, e por outro lado a economia fica sem um importante mecanismo para aumentar a vantagem competitiva dos preços de seus produtos comercializáveis ou não-comercializáveis.

Como mostra a figura 3.15, ao longo do período observado a Argentina não obteve nenhuma oscilação da sua taxa de câmbio. No entanto a inflação no atacado apresenta variações que podem ser explicadas pelo aumento de alguns preços de produtos importados e também pelo aumento da demanda provocada no início do plano Cavallo, que deu maior poder aquisitivo aos salários com o fim da inflação.

## CAPÍTULO IV

### 4. CONCLUSÃO

As principais economias do Mercosul se aproveitaram de um momento em que havia grande liquidez mundial para atrair capitais, e com isso, aumentar suas reservas cambiais. Diante de uma economia caracterizada por inflação alta, cada país adotou a sua política cambial, o regime de câmbio fixo (Argentina), o regime de bandas cambiais (Brasil e Uruguai) para conter as variações cambiais, que influenciam nos níveis de preços internos.

As variações cambiais em países que buscam a estabilização-inflacionária tem duas fontes: a primeira é doméstica, em consequência da política monetária que está relacionada especialmente com o controle do déficit público. A segunda é externa, em consequência das crises de outros países, onde ocorre o fenômeno chamado “fly to quality”, ou seja, a busca de mercados mais seguros.

Para controlar a segunda fonte das variações cambiais, destaca-se a experiência argentina, onde a política de câmbio fixo aumentou a credibilidade internacional. Com isso o governo conseguiu atrair mais capitais e controlar a taxa de câmbio.

No regime de bandas cambiais adotado pelo Brasil e Uruguai, apesar de não possuir a credibilidade de um regime de câmbio fixo (currency board), é mais flexível em termos de política monetária. Essa flexibilidade garante uma certa independência do Banco Central para controlar algumas pressões inflacionárias interna.

Diante da crise de liquidez internacional que afetou a economia brasileira em janeiro de 1999, os países do Mercosul estão adotando regimes de câmbio flexíveis. A descontinuidade dos regimes mais rígidos tem se apresentado nos três países estudados. Nota-se que na primeira fase ocorre a desvalorização da moeda, evidenciando a mudança de política cambial. Nessa fase o nível dos preços aumenta muito, mas não chega a provocar uma hiperinflação, já que as autoridades monetárias possuem o poder de restringir a oferta de moeda. Na Segunda

fase o efeito do primeiro impacto da desvalorização começa a desaparecer, voltando a estabilidade- inflacionária.

Quanto à avaliação das causas de inflação nos três países estudados, pode-se afirmar, através das avaliações empíricas, que a inflação é mais crescente e causada tanto pela desvalorização cambial, como pelos aumentos dos preços dos comercializáveis. Essa avaliação empírica pode ser muito bem observada nos gráficos de correlação, que mostram através da linha de tendência, que há uma concordância teórica do impacto da taxa de câmbio na inflação, nos países estudados. Para observar isso, nos gráficos de evolução da inflação e câmbio, evidencia-se uma trajetória paralela entre inflação e câmbio. Também é importante frisar que no momento da desvalorização do Real (em janeiro de 1999), verificou uma tendência mais oscilante da inflação, indicando que no regime de câmbio flutuante, a inflação é mais instável, o que não ocorria no regime de bandas cambiais, onde a trajetória da inflação era mais suave ao longo do período ( 1995 a janeiro/1999).

Pode-se afirmar, portanto, que o regime mais adequado, considerando o atual cenário internacional de integração financeira e também a estabilização da inflação para os países do Mercosul, seria o de câmbio livre. Por se tratar de países subdesenvolvidos o grau de incerteza que os investidores atribuem é muito alto, e por isso adotar um regime cambial mais rígido requereria uma melhora de todas as condições macroeconômicas e sociais.



## REFERÊNCIAS

Âncora do FMI Pode Afundar Ainda Mais a Argentina. Disponível em: <[www.adital.org.br](http://www.adital.org.br)>  
Acesso em 08 de fevereiro 2003.

DEZOUZART, Fabiana Xavier ; MELO , Drumond de. A taxa virtual: uma alternativa para a taxa de câmbio de equilíbrio, 1996. BNDES – FINAME – BNDESPar.

DOMINGUES, Ronald . Metas de inflação : Fundamentos e discussões. Disponível em : <  
<http://www.ronald@ronalddomingues.com>>. Acesso em : 2 agosto 2002.

FERREIRA, Pedro Cavalcanti. Regimes Cambiais e Crises Cambiais. Disponível em : <  
<http://www.fgv.org>>.

Acesso em : 19 de novembro de 2002.

FRANCO, Gustavo H.B. . Câmbio e inflação. Disponível em : < <http://www.oestadão.com>>.  
Acesso em : 07 julho 2002.

HENRIQUE, Fernando. Economia e política da crise brasileira : O pensamento da equipe –  
Rio de Janeiro : Rio Fundo Ed. , 1995.

HIDALGO, Álvaro. A alta do dólar e suas implicações. Nº 89/ set 2001. Disponível em :  
<http://www.comunicampus.com>. Acesso em : 23 julho 2002.

LOPES, João do Carmo; Rossetti, José Paschoal. Economia Monetária. 4º ed. revisada e  
atual. – São Paulo : Atlas, 1987.

MANKIWI, N, Gregory. Macroeconomia. 3ª ed. Rio de Janeiro : LTC, 2001.

MISHKIN, Frederic S. . Moedas , Bancos e Mercados Financeiros. 5ª ed. Rio de Janeiro : LTC, 2000.

PRATES, Jean André Caraldi. Impactos da Variação Cambial Sobre Índices de Preços Domésticos. 2002. Monografia ( Graduação em Economia ) – Universidade Federal de Santa Catarina. Florianópolis.

SCHIMITT, Cecília. Como Está a Economia Argentina? – Departamento de análise de Investimentos. Disponível em : < [www.solidus.com.br](http://www.solidus.com.br)> Acesso em: 08 de fevereiro 2003.

ZINI, Álvaro Antônio Jr. Taxa de câmbio e política cambial no Brasil. São Paulo : Ed. da Universidade de São Paulo : Bolsa de Mercadorias & Futuros, 1993.

# **ANEXOS**

## ANEXO I

## Dados Bruto: Inflação e Taxa de Câmbio do Brasil

Ano/mês	tx cambial (%)	IPC(%)	IPA(%)
1995M2	1,731976564	1,015565	0,654477
1995M3	5,289723384	1,551743	1,413975
1995M4	2,202001844	2,431938	1,943823
1995M5	-1,322960609	2,668348	-0,81255
1995M6	2,044452381	2,261332	1,199797
1995M7	1,335101689	2,361417	1,919019
1995M8	1,829548553	0,987292	1,882886
1995M9	0,06529243	0,98732	-0,8533
1995M10	1,342281888	1,408991	-0,277008
1995M11	0	1,47448	0,6752
1995M12	0,694444403	1,555514	-0,625856
1996M1	0,632580322	1,339081	1,338319
1996M2	0,723387947	1,031768	0,446689
1996M3	-0,009447335	0,349368	0
1996M4	0,68965513	1,258704	0,348028
1996M5	0,694444472	1,225425	1,319846
1996M6	0,6944444	1,184463	0,950841
1996M7	0,670760541	1,110346	1,450504
1996M8	0	0,442666	-0,083558
1996M9	0,70382881	0,152555	0,33451
1996M10	-0,01407458	0,296183	0,259307
1996M11	1,374812308	0,320621	0,2494
1996M12	0	0,470984	1,25311
1997M1	1,511274202	1,180311	1,656202
1997M2	0,724637656	0,504674	0,322263
1997M3	-0,039420456	0,510372	1,623985
1997M4	0,815326154	0,876331	0,482922
1997M5	0,540808689	0,405943	0,157288
1997M6	0	0,541764	0,235561
1997M7	0,833991324	0,225189	-0,078336
1997M8	1,360544185	-0,024073	-0,156794
1997M9	0,671140924	0,064211	0,950968
1997M10	0,521739158	0,224593	0,388903
1997M11	0,144175365	0,168067	1,101928
1997M12	0,740740752	0,431448	0,851499
1998M1	0,746268645	0,70008	0,768322
1998M2	0,573951373	0,481909	-0,159196
1998M3	0,087796324	0,353801	0,083921
1998M4	0,565302186	0,235036	-0,234781
1998M5	1,503759389	0,46897	0,075643
1998M6	0	0,054458	0,235156
1998M7	0,64935065	-0,116632	-0,611646

1998M8	1,174771324	-0,521563	-0,075873
1998M9	0,905479048	-0,23476	0,07593
1998M10	0,143584405	0	-0,151745
1998M11	0,957556934	-0,117656	-0,236407
1998M12	0,230710063	0,353385	1,69262
1999M1	0	0,70428	1,589547
1999M2	2,946504675	1,049033	3,52223
1999M3	-5,54665	0,815134	0,67371
1999M4	-3,564419119	0,610221	0,456274
1999M5	3,894589568	0,530705	0,529902
1999M6	2,932656304	0,15083	1,355422
1999M7	1,109172492	1,129518	2,005944
1999M8	7,377049171	0,595681	2,184996
1999M9	0,055315872	0,222058	2,280827
1999M10	1,127819526	1,255539	2,648084
1999M11	-0,792696266	0,948213	3,53021
1999M12	-7,524076464	0,578035	1,639344
2000M1	0,653061218	0,646552	0,967742
2000M2	-1,420217222	0,142755	0,191693
2000M3	-1,166835318	0,213828	-0,063776
2000M4	3,595907107	0,426743	0
2000M5	0,49337919	0	0,701978
2000M6	-1,16369765	0,212465	1,457541
2000M7	-1,434478372	1,625442	2,748282
2000M8	2,499174652	1,32128	2,553191
2000M9	1,625617363	0,205903	1,12626
2000M10	3,699799074	0,136986	0,52755
2000M11	2,065189524	0,273598	0,408163
2000M12	-0,361630394	0,613915	0,813008
2001M1	1,17194652	0,610169	0,403226
2001M2	3,529411772	0,404313	0,344234
2001M3	5,483405492	0,402685	0,971984
2001M4	1,470588201	0,735294	1,415629
2001M5	8,10434785	0,265428	0,167504
2001M6	-2,258609417	0,529451	1,950948
2001M7	5,767247388	1,316656	1,913614
2001M8	4,677287582	0,71475	3,004292
2001M9	4,87804878	0,258065	0,46875
2001M10	1,373374847	0,836551	1,866252
2001M11	-6,780438567	0,701978	0,763359
2001M12	-8,335000011	0,633714	-0,505051
2002M1		0,503778	0,35533
2002M2		0,37594	0,050582

Fonte: Dados Bruto do IFS/ Fundo Monetário Internacional

## ANEXO I

## Dados Bruto: Inflação e Taxa de Câmbio da Argentina

Ano/mês	Tx cambial (%)	IPC(%)	IPA(%)
1995M2	1	0	-0,348968
1995M3	1	-0,450315	0,205994
1995M4	1	0,452352	2,641587
1995M5	1	0,020014	0,300421
1995M6	1	-0,2001	0,129792
1995M7	1	0,401003	0,129624
1995M8	1	-0,239641	0,258913
1995M9	1	0,170153	0,923719
1995M10	1	0,339728	0,177148
1995M11	1	-0,229038	-0,206307
1995M12	1	0,09981	0,216578
1996M1	1	0,299133	0,46169
1996M2	1	-0,328064	-0,166227
1996M3	1	-0,5386	0,812929
1996M4	1	0	1,952783
1996M5	1	-0,090253	0,362112
1996M6	1	0,010037	-0,864033
1996M7	1	0,541951	-0,20113
1996M8	1	-0,079856	-0,239923
1996M9	1	0,17982	1,067821
1996M10	1	0,508576	-1,104131
1996M11	1	-0,158746	-0,943215
1996M12	1	-0,288184	-0,009716
1997M1	1	0,468407	0,340103
1997M2	1	0,386866	-0,300213
1997M3	1	-0,494071	-0,077708
1997M4	1	-0,327706	-0,544376
1997M5	1	-0,089668	0,674421
1997M6	1	0,229358	-0,631068
1997M7	1	0,228833	-0,595994
1997M8	1	0,158825	0,737173
1997M9	1	-0,049554	0,370768
1997M10	1	-0,158651	0,029163
1997M11	1	-0,188698	0,019436
1997M12	1	0,169154	-0,855033
1998M1	1	0,625807	-1,519012
1998M2	1	0,35538	0,288586
1998M3	1	-0,127877	-0,446517
1998M4	1	0,009849	-0,149507
1998M5	1	-0,068938	0,189659

1998M6	1	0,187247	-0,358673
1998M7	1	0,314775	0,479952
1998M8	0,98999	0,019612	-0,845855
1998M9	1	-0,029412	-1,013649
1998M10	1	-0,362852	-1,064585
1998M11	1	-0,246063	-0,891576
1998M12	1	-0,009867	-1,344225
1999M1	1	0,473653	-0,586941
1999M2	1	-0,166961	-1,13864
1999M3	1	-0,747664	0,063986
1999M4	1	-0,099118	1,001812
1999M5	1	-0,486159	0,137174
1999M6	1	0	-0,105374
1999M7	1	0,199402	0,105485
1999M8	1	-0,39801	0,52687
1999M9	1	-0,1998	0
1999M10	1	0	-0,104822
1999M11	1	-0,3003	-0,209864
1999M12	1	-0,100402	1,366982
2000M1	1	0,80402	0,726141
2000M2	1	0,099701	0,92688
2000M3	1	-0,59761	0,510204
2000M4	1	-0,1002	-1,42132
2000M5	1	-0,401204	1,132853
2000M6	1	-0,20141	0,509165
2000M7	1	0,504541	-0,202634
2000M8	1	-0,301205	0,304569
2000M9	1	-0,100705	1,417004
2000M10	1	0,201613	0,199601
2000M11	1	-0,503018	0,099602
2000M12	1	-0,101112	-1,791045
2001M1	1	0,101215	1,41844
2001M2	1	-0,303337	1,498501
2001M3	1	0,20284	-3,641732
2001M4	1	0,708502	-0,306435
2001M5	1	0	0,409836
2001M6	1	-0,703518	-0,306122
2001M7	1	-0,303644	0
2001M8	1	-0,304569	-0,511771
2001M9	1	-0,101833	-1,234568
2001M10	1	-0,509684	-1,5625
2001M11	1	-0,307377	-1,269841
2001M12	1	-0,102775	-0,107181
2002M1	1	2,366255	6,866953
2002M2	1,395161		

Fonte: dados bruto do IFS/ Fundo Monetário Internacional

## ANEXO I

## Dados Bruto: Inflação e Taxa de Câmbio do Uruguai

Ano/mês	IPC(%)	IPA(%)	tx cambial (%)
1995M2	1,704941	1,312248	2,271064594
1995M3	3,5922	2,98904	1,557935736
1995M4	3,533686	1,418897	2,481594835
1995M5	2,222222	2,405935	1,660977332
1995M6	3,037237	2,121714	2,288420711
1995M7	2,493438	2,483024	1,961240911
1995M8	3,417709	2,917326	2,299526717
1995M9	1,904762	1,912174	1,491922692
1995M10	1,514019	1,348293	2,647980268
1995M11	1,951758	1,72109	1,369863006
1995M12	2,158208	0,384123	2,027027037
1996M1	2,02422	2,578353	2,369751737
1996M2	1,498874	1,838529	1,824395467
1996M3	1,912079	2,197802	1,98170155
1996M4	2,84781	3,080731	1,787090112
1996M5	2,093004	1,125921	2,051512424
1996M6	1,292278	0,654932	2,216312055
1996M7	1,669554	2,667751	2,65061959
1996M8	2,145624	2,329082	0,500000007
1996M9	2,502465	1,8735	1,136677722
1996M10	1,575793	1,398283	1,126494105
1996M11	1,201748	0,457169	2,009637194
1996M12	1,230659	1,104148	0,966962123
1997M1	1,976397	0,339433	1,860857687
1997M2	1,638316	0,213267	1,37869376
1997M3	1,275808	1,48969	0,881875144
1997M4	1,422282	0,556761	2,36811392
1997M5	1,335559	2,178759	1,097948896
1997M6	1,311367	1,48487	0,996932517
1997M7	1,326916	2,607309	1,19701639
1997M8	0,770317	1,142123	1,457055211
1997M9	0,79628	1,670453	0,529100537
1997M10	0,777349	0,368034	1,588754495
1997M11	0,840336	0,733368	-0,083665857
1997M12	0,74005	-0,22101	1,113854628
1998M1	1,388975	0,651466	0,746268642



1998M2	0,58451	0,220065	0,358070251
1998M3	0,393462	0,464996	0,599193755
1998M4	0,608984	0,43713	0,710418044
1998M5	0,563347	0,870456	1,211241398
1998M6	0,953516	1,180203	0,650288989
1998M7	1,269185	1,523893	0,574300111
1998M8	0,786943	1,711038	1,874993273
1998M9	0,653557	-0,11539	-0,965452761
1998M10	0,695282	-2,57798	0,433033288
1998M11	0,325268	-0,19347	0,748230506
1998M12	0,091007	-0,84417	0,444457176
1999M1	0,65352	0,939648	1,57205816
1999M2	0,175023	-1,01212	0,530376056
1999M3	0,214169	-0,80788	0,466666683
1999M4	0,866093	-0,83991	3,214136553
1999M5	0,139392	0,551848	-1,994238711
1999M6	0,055679	-0,44671	1,892213911
1999M7	0,389538	-0,0641	0,948766576
1999M8	0,388027	1,347017	1,849489848
1999M9	0	0,126582	-0,153367294
1999M10	0,331309	0	-1,297898614
1999M11	0	0,252845	0,453976189
1999M12	0,880572	-0,37831	1,593281548
2000M1	0,381888	0,822785	-0,27468754
2000M2	0,326087	1,067169	0,482337934
2000M3	0,650054	1,242236	0,51489691
2000M4	0,430571	1,288344	0,685777785
2000M5	0,428725	1,756511	0,254456604
2000M6	0,533618	0,297619	1,314484898
2000M7	0,37155	0	0,773738186
2000M8	0,528821	0,949555	1,082958158
2000M9	0,368227	2,586714	-0,538449268
2000M10	0,681342	0,34384	1,191501928
2000M11	0,052056	-0,45688	-0,405421363
2000M12	0,208117	-0,74584	0,938558309
2001M1	0,311526	1,618497	0,71336854
2001M2	0,310559	0,170648	0,184162031
2001M3	-0,4	1,135718	1,377217596
2001M4	0,06	1,066816	1,299504898
2001M5	0,611933	0	1,538912661
2001M6	-0,45616	-0,27778	4,596627502
2001M7	0,86558	1,78273	-3,930800724
2001M8	-0,2524	-1,75151	2,724709565
2001M9	0,253036	0,167131	1,31956397
2001M10	0,302877	1,112347	2,556602854
2001M11	0,100654	-0,66007	-1,842577132
2001M12			

Fonte: Dados Bruto do IFS/ Fundo Monetário Internacional