

# DOZE ANOS DE FLUTUAÇÃO CAMBIAL: UMA ANÁLISE ECONOMÉTRICA DO DESEMPENHO DO BALANÇO DE PAGAMENTOS BRASILEIRO (1999-2010)

*TWELVE YEARS OF FLOATING EXCHANGE: AN ECONOMETRIC ANALYSIS OF  
BRAZILIAN BALANCE OF PAYMENTS PERFORMANCE (1999-2010)*

Augusta Pelinski\*  
Maqueli Scolaro\*\*  
Ivan Salomão\*\*\*

## RESUMO

O comportamento do balanço de pagamentos exerce forte influência sobre o potencial de crescimento econômico dos países. No Brasil, o desempenho das contas externas permeou a condução da política econômica, principalmente durante a década de 1990, quando das seguidas crises financeiras nas economias em desenvolvimento que resultaram na flexibilização do real. Neste contexto, as políticas cambial e monetária fazem-se instrumentos ainda mais relevantes, uma vez que a livre movimentação de capitais reforça a instabilidade inerente às economias emergentes. Desse modo, este trabalho tem por objetivo identificar a relação e mensurar, através de um modelo econométrico, o efeito da taxa de câmbio, da taxa de juros e do risco-país sobre o desempenho do balanço de pagamentos nos doze primeiros anos após a flutuação do real em janeiro de 1999.

**Palavras-Chave:** Balanço de pagamentos. Taxa de juros. Taxa de câmbio. Risco-país.

**Classificação JEL:** F41; C22

## ABSTRACT

The balance of payment performance has a strong influence on the potential for economic growth. In Brazil, the performance of external accounts permeated the conduct of economic policy, especially during the 1990s, when the followed financial crises in developing economies resulted in the easing of the real. In this context, the exchange rate and monetary policy instruments are made even more relevant, since the free movement of capital reinforces the inherent instability emerging economies. Thus, this paper aims to identify the relationship and measure, through an econometric model, the effect of the exchange rate, interest rate and country-risk on the balance of payments performance in the first twelve years after the real flotation in January 1999.

**Keywords:** Balance of payments. Interest rate. Exchange rate. Country-risk.

**JEL Code:** F41; C22

## 1 INTRODUÇÃO

A economia brasileira passou, nas últimas décadas, por diversos momentos de turbulência, nos quais o desequilíbrio das contas externas fez-se especialmente

---

\* Professora Adjunta do Departamento de Economia e do Programa de Pós-Graduação em Ciências Sociais Aplicadas da Universidade Estadual de Ponta Grossa (UEPG), Brasil. E-mail: [apelinski@gmail.com](mailto:apelinski@gmail.com).

\*\* Bacharel em Economia (UCS) e Mestranda em Administração na Universidade do Vale do Rio dos Sinos (PPGA-UNISINOS), Brasil. E-mail: [maqueliscolaro@gmail.com](mailto:maqueliscolaro@gmail.com).

\*\*\* Professor Adjunto do Departamento de Economia e Relações Internacionais (DERI-UFRGS) e do Programa de Pós-Graduação em Economia da Universidade Federal do Rio Grande do Sul (PPGE-UFRGS), Brasil. E-mail: [ivansalomao@gmail.com](mailto:ivansalomao@gmail.com).

deletério. Superado o desafio de estabilização monetária, a administração do balanço de pagamentos passou a figurar entre os principais desafios das autoridades econômicas.

A adoção de uma política monetária restritiva, aliada à fixação da taxa de câmbio em níveis valorizados, contribuiu sobremaneira para reforçar a vulnerabilidade crônica do balanço de pagamentos brasileiro. Se, por um lado, a administração contracionista dos instrumentos de política econômica fazia-se necessária para o próprio êxito do Plano Real, por outro, atuou no sentido de reforçar os sucessivos desequilíbrios das contas externas do país. Por sua vez, a administração da taxa de juros esteve diretamente balizada pelo desempenho do balanço de pagamentos através da atração de capital estrangeiro de curto prazo.

Neste sentido, este trabalho busca identificar a relação entre três variáveis macroeconômicas, as quais estão diretamente relacionadas ao desempenho do balanço de pagamentos de um país: taxa de câmbio real, taxa de juros e risco-país. O período escolhido abarca os doze primeiros anos da política de câmbio flutuante pós-implantação do Plano Real, ou seja, de janeiro de 1999 até 2010, quando do final do segundo governo Lula.

Para tanto, dividiu-se o artigo em três seções além desta breve introdução. Na segunda parte, tece-se uma análise acerca da evolução das contas externas do país no período pós-Real. Na sequência, avalia-se o efeito entre o câmbio real, do risco-país e da taxa de juros sobre o desempenho do balanço de pagamentos através de um modelo econométrico de vetor autorregressivo. Por fim, apresentam-se as considerações finais.

## **2 TAXA DE CÂMBIO, TAXA DE JUROS E RISCO-PAÍS: UMA ANÁLISE CONJUGADA DO SETOR EXTERNO DA ECONOMIA BRASILEIRA PÓS-REAL**

A livre movimentação do capital financeiro internacional permitiu que o fluxo de recursos transacionados superasse a produção, o comércio de bens e serviços e as reservas das nações a partir dos anos de 1990. Países em desenvolvimento tornaram-se dependentes de poupança externa para financiar seus déficits em transações correntes, tornando-se vulneráveis às contrações dos fluxos financeiros (KRUGMAN, 2001).

Tratou-se desta conjuntura em que esteve inserida a economia brasileira em grande parte do período analisado. A reação do governo brasileiro baseou-se na adoção de políticas cambial e monetária que atenuassem, no curto prazo, o ônus inerente aos momentos de reversão dos fluxos financeiros internacionais. Neste sentido, faz-se relevante empreender uma análise que mensure o impacto das variáveis selecionadas – a saber, taxa de câmbio, de juros e o risco-país – sobre o desempenho do balanço de pagamentos brasileiro.

### **2.1 Taxa de câmbio**

O desempenho das contas externas é afetado pela combinação de diferentes fatores, dentre os quais a taxa de câmbio faz-se especialmente relevante. A influência que esta variável exerce sobre todas as rubricas do balanço de pagamentos faz de sua dinâmica objeto de análise das distintas escolas do pensamento econômico.

De acordo com Bresser-Perreira (2007), a adoção de uma taxa de câmbio relativamente depreciada seria a maneira mais eficiente de incentivar o crescimento econômico por meio de uma estratégia *export-led*. Ao adotar o modelo de crescimento com poupança externa durante a década de 1990, porém, o Brasil reforçou não apenas tendência à valorização cambial, como também a sua própria vulnerabilidade externa.

Oreiro e Missio (2010) corroboram este argumento ao destacarem a necessidade de se supervisionar a taxa de câmbio para se lograr um crescimento sustentável no longo prazo. Isso se deve ao fato de que economias que apresentam heterogeneidade

estrutural<sup>1</sup> devem adotar estratégias de promoção de suas exportações, uma vez que este óbice só pode ser superado através do incremento tecnológico, variável tão dependente das transações internacionais.

Um taxa de câmbio administrada e competitiva torna-se essencial, portanto, para balizar um crescimento sustentável do ponto de vista intertemporal. O fortalecimento estrutural das indústrias, por exemplo, está diretamente associado à competitividade da produção nacional em relação à estrangeira. Em última análise, a própria sustentação do balanço de pagamentos repousa sobre a política cambial, uma vez que déficits em transações correntes são cobertos, via de regra, por capitais de curto prazo, estando, assim, intimamente relacionada à relação monetária de troca.

Sabe-se que a política cambial adotada pelo governo brasileiro a partir de 1994 passou por momentos distintos: de março de 1990 até julho de 1994, adotou-se uma taxa de câmbio flutuante; deste momento até março de 1995, praticou-se uma taxa câmbio fixa e sobrevalorizada; a partir de então, o governo criou o sistema de bandas cambiais até janeiro de 1999, quando se adotou a livre flutuação cambial.

O êxito do Plano Real esteve diretamente associado a esta política de valorização cambial, a qual resultou em um aumento expressivo das importações<sup>2</sup>. A queda vertiginosa da inflação não se refletiu, porém, em crescimento sustentado. Nos distintos momentos em que se observava uma reação da demanda agregada, os desequilíbrios do balanço de pagamentos sepultavam tal esboço (BATISTA JÚNIOR, 2002).

A ocorrência de diversos ataques especulativos contra as moedas dos países emergentes ao longo dos anos 1990 pautou a política cambial brasileira no período. Ainda que o Banco Central atuasse no sentido de proteger o real através de uma política monetária contracionista, a queda vertiginosa das reservas internacionais fez com que, após a moratória russa, em 1998, o governo se visse obrigado a alterar a política cambial (FERRARI FILHO, 2001).

Em janeiro de 1999, portanto, o Banco Central permitiu que a moeda brasileira flutuasse frente ao dólar. Em apenas 45 dias, o câmbio atingiu o patamar de R\$ 2,20, contra R\$ 1,30 observado no período imediatamente anterior. Essa rápida desvalorização atuou no sentido de reverter os constantes déficits das contas externas<sup>3</sup>. Por outro lado, porém, agravou a situação econômica do país, principalmente no que se referia à confiança dos investidores internacionais.

Com a insegurança gerada pelas eleições em 2002, aumentaram as incertezas do mercado financeiro em relação à economia brasileira. Somada à crise argentina e aos desdobramentos econômicos dos ataques terroristas de 11 de setembro, observou-se uma expressiva fuga de capitais do país, a qual resultou, por sua vez, na maior desvalorização cambial experimentada desde a criação do real. Como consequência, logrou-se reverter o déficit nas contas externas baseados nos expressivos superávits comerciais – viabilizados, em grande medida, pelo aumento da demanda chinesa e pela elevação dos preços das *commodities* no mercado internacional.

---

<sup>1</sup> O conceito de heterogeneidade estrutural refere-se ao atraso estrutural no setor industrial em consequência da baixa tecnologia empregada, além da aplicação de bens de capitais em países que não possuem desenvolvimento necessário para a sua plena utilização.

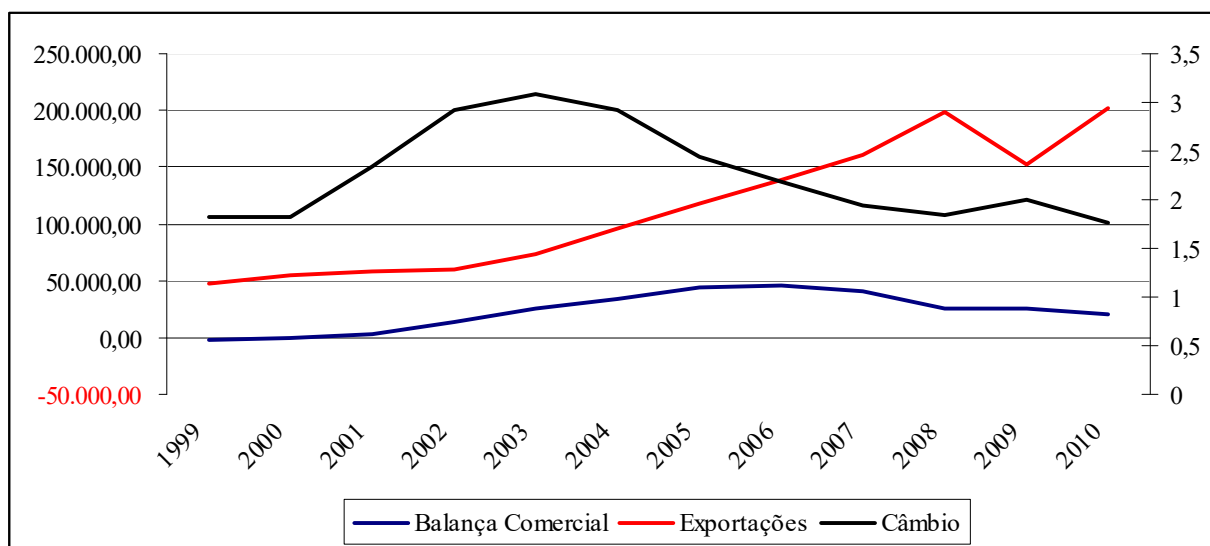
<sup>2</sup> Bresser-Pereira (2007) ressalta que o câmbio apreciado tornou-se um relevante, porém equivocado instrumento de política econômica para conter a inflação. Com a adoção de uma taxa valorizada, os preços dos produtos importados sofrem uma redução, contribuindo para uma elevação artificial dos salários e dando uma falsa impressão de aumento de poder de compra.

<sup>3</sup> Há autores, por outro lado, que rechaçam a relação positiva entre desvalorização cambial e superávit na balança comercial. Holland e Marçal (2010, p. 3), por exemplo, atestam não haver “uma relação forte e sistemática entre o *quantum* exportado total e as diversas medidas de taxa de câmbio aqui utilizadas”.

Após a estabilização do câmbio ocorrida já no decorrer de 2003, aliada ao retorno do risco-país aos patamares pré-eleitorais, o mercado internacional voltou a financiar a dívida brasileira. Somado ao desempenho favorável das transações correntes, o Banco Central logrou recompor as reservas internacionais, as quais alcançaram níveis recordes já em 2006.

A relação entre câmbio e saldo da balança comercial pode ser observada no Gráfico 1. Além da desvalorização cambial do início do período, os superávits comerciais apresentados a partir de 2001 podem ter sido estimulados pelo já citado cenário externo extremamente positivo em relação à demanda e aos preços de diversas *commodities* exportadas pelo Brasil. Ressalta-se, entretanto, que não se percebe uma relação necessariamente simétrica entre o câmbio e o saldo da balança comercial, bem como entre o câmbio e as exportações. A partir de 2004, por exemplo, a despeito da valorização do câmbio, as exportações continuaram a crescer paralelamente ao saldo da balança comercial.

**Gráfico 1 – Balança comercial, exportações e taxa de câmbio (Brasil)  
1999-2010 (em milhões de US\$ e R\$/US\$)**



Fonte: Ipeadata.

Após anos de relativa estabilidade e prosperidade da economia global, a crise norte-americana deflagrada em 2008 voltou a cercear o crescimento da economia brasileira. A despeito dos sólidos fundamentos macroeconômicos, o desempenho positivo da conta capital foi interrompido pela segurança que os títulos públicos das economias centrais oferecem aos investidores. Por este motivo, o câmbio sofreu uma paulatina desvalorização a partir de agosto daquele ano, movimento revertido pela atuação do Banco Central no mercado de futuro no ano subsequente. Destarte, o último ano do governo Lula foi marcado pelo contínuo fluxo de capitais externos captado pelos países emergentes, o que permitiu que a autoridade monetária brasileira recompusesse as reservas cambiais.

O comportamento aparentemente descolado entre a oscilação da taxa de câmbio e a balança comercial sugere, portanto, não ser automática a relação entre as variáveis citadas. Os dados apresentados para o período 1999-2010 corroboram essa ambiguidade, não podendo se afirmar *a priori* a existência de uma relação significativa entre o câmbio e a balança comercial, bem como entre câmbio e o balanço de pagamento. Ressalta-se, novamente, a importância de outros fatores, como por exemplo,

o vertiginoso aumento da demanda mundial por bens primários ocorrido ao longo dos anos 2000.

## 2.2 Taxa de juros

O impacto da taxa de juros sobre as diversas contas do balanço de pagamentos torna a sua exposição fundamental na análise das contas externas. Devido ao alto fluxo capital transacionado mundialmente, observou-se um crescimento da despesa do país com rendas enviadas ao exterior, em função, principalmente, do aumento da taxa de juros em períodos anteriores.

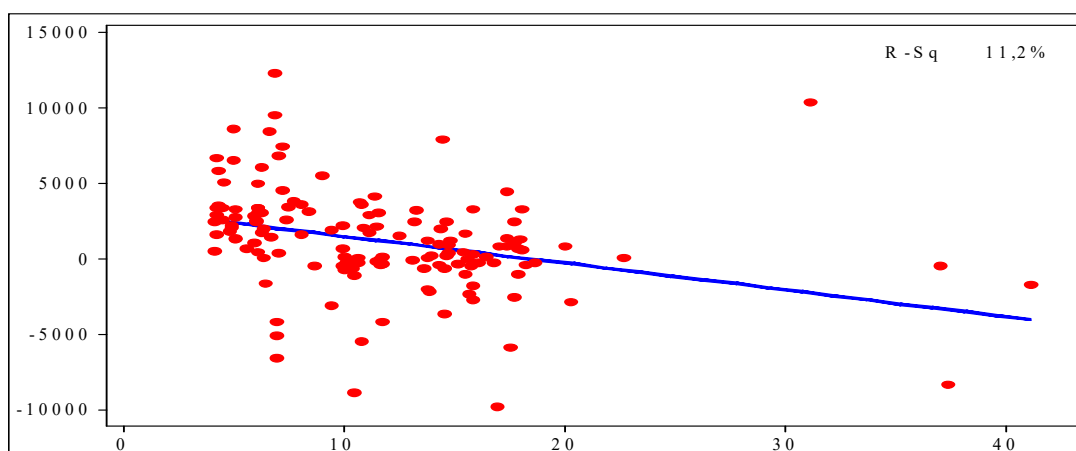
O próprio aumento do déficit nas contas externas induz a atração de maiores volumes de capital estrangeiro na conta capital, sendo a taxa de juros um dos principais mecanismos desse processo. Portanto, no curto prazo, uma mudança percebida na taxa de juros traz consigo um efeito imediato, elevando a disponibilidade de capital.

A relação entre os juros e as contas externas dá-se, principalmente, através de duas rubricas: a balança de serviços e a conta capital. No primeiro caso, tem-se uma relação negativa, visto que os juros estão associados aos aumentos dos déficits observados na balança de serviços e, conseqüentemente, na conta corrente. Por outro lado, observa-se uma influência positiva desta variável na conta capital, pois aumentos nas taxas de juros tendem a incentivar os fluxos oriundos do exterior.

Desse modo, o alto fluxo de capital externo foi essencial para o financiamento das contas externas, dado o elevado déficit apresentado em conta corrente durante grande parte do período em análise. A despeito das recorrentes crises internacionais – mexicana (1994), asiática (1997), russa (1998), argentina (2001) e norte-americana (2008) –, o Brasil logrou financiar seus déficits externos em função de praticar uma das mais elevadas taxas de juros do mundo<sup>4</sup>. Uma das principais conseqüências onerosas da política monetária restritiva adotada, além de inibir a absorção interna, foi a valorização da moeda nacional, a qual depunha, por sua vez, contra o equilíbrio das transações correntes.

Como visto, a relação entre o balanço de pagamentos e a taxa de juros tende a assumir uma posição ambígua, dado que, por um lado, o aumento dos juros eleva a disponibilidade de capital no curto prazo, mas colabora, por outro lado, com o crescimento das despesas financeiras no futuro. Pode-se verificar no gráfico 2 a relação fraca e negativa entre tais variáveis.

**Gráfico 2 – Balanço de pagamentos e Taxa de juros (Brasil)  
1999-2010 (em milhões de US\$ e R\$)**



<sup>4</sup> Com exceção dos dois acordados firmados pelo governo brasileiro com o Fundo Monetário Internacional (FMI) em 1998 e 2002.

Fonte: Ipeadata.

Destarte, as altas taxas de juros praticadas pelo governo brasileiro contribuíram, entre outros fatores, para elevar os déficits em conta corrente, o que pode ser observado em 7 dos 12 anos do período analisado. Esses valores negativos apresentados em conta corrente foram financiados, em parte, através da entrada de capital externo, o qual, por sua vez, acarretou em incremento futuro nas despesas destinadas aos juros. Portanto, pode-se inferir que o efeito negativo da taxa de juros tendeu a predominar na economia brasileira, seja sobre a balança de serviços, seja no próprio balanço de pagamentos.

### 2.3 Risco-país

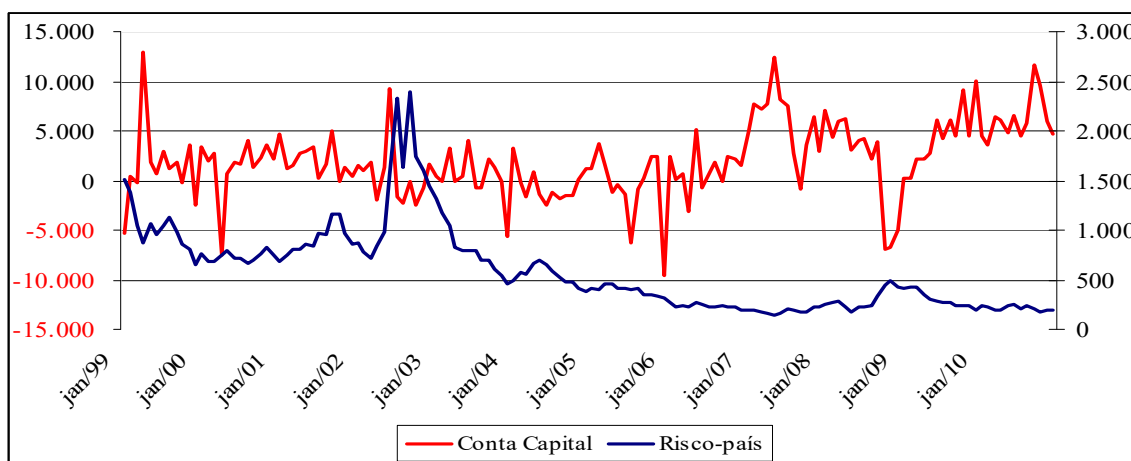
Por fim, uma terceira variável com expressiva influência sobre os fluxos externos é o risco-país. Este índice busca qualificar as dívidas dos países e pode, na ocorrência de grandes oscilações, provocar expressivas fugas do capital de curto prazo. Visto como uma ferramenta de balizamento informal, o risco-país tem o intuito de demonstrar a desconfiança dos investidores globais nas diferentes economias, sendo utilizado como indicativo de possíveis insolvências e moratórias da dívida de um país.

O risco-país pode ser influenciado por diversos fatores, políticos e econômicos, como a deterioração do desempenho econômico mundial, a administração temerária da política fiscal, a eleição de governantes pouco simpáticos às práticas de mercado etc.

Quando apresenta uma elevação expressiva, esta variável pode desestruturar o balanço de pagamentos por acarretar uma forte inversão dos fluxos de investimentos especulativos. Sendo a conta capital uma fonte de financiamento do balanço de pagamentos em conta corrente e, observando a sua relação direta quanto ao risco-país, faz-se prudente monitorar os elementos que influenciem sua variação.

Conforme pode ser observado no Gráfico 3, os saldos em conta capital tendem, de forma geral, a aumentar quando há uma redução no risco-país. Ressalta-se, entretanto, que as alterações provocadas na conta capital abrangem outros fatores além do risco-país, entre eles, a liquidez mundial e o *spread* entre as taxas de juros interna e externa.

**Gráfico 3 – Conta capital e risco-país (Brasil)  
1999-2010 (em milhões de US\$ e pontos)**



Fonte: Ipeadata.

Durante a época de câmbio sobrevalorizado e de déficits em transações correntes, o risco-país<sup>5</sup> alcançou 1.118 pontos, em julho de 1994, e 1.229 pontos em fevereiro de 1995. O ápice da desconfiança do mercado em relação à capacidade de pagamento da dívida externa brasileira, porém, se deu com as eleições de 2002, quando a vitória do candidato da oposição fez com que o risco-país superasse, pela primeira vez, a marca simbólica e histórica dos 2.000 pontos. A partir de 2004, com a manutenção da política econômica adotada pelo governo anterior, houve uma redução gradativa do risco-país e uma significativa elevação dos fluxos externos. Já em 2007, o índice atingiu o seu menor nível (138 pontos) desde a sua criação, em 1994.

Com efeito, o risco-país exerce um constrangimento sobre balanço de pagamentos por meio da conta capital, mas também, indiretamente, através de sua influência sobre os juros cobrados pelo mercado na rolagem da dívida pública. Ainda que este efeito oneroso possa ser minimizado via política monetária, não se deve negligenciar os efeitos deste indicador sobre o bom desempenho das contas externas dos distintos países.

### 3 O EFEITO DA TAXA DE CÂMBIO, DA TAXA DE JUROS E DO RISCO-PAÍS SOBRE O BALANÇO DE PAGAMENTOS: UMA ANÁLISE ECONOMÉTRICA

Diante das considerações tecidas acima, faz-se conveniente, portanto, mensurar o real impacto da taxa de câmbio, da taxa de juros e do risco-país sobre o desempenho do balanço de pagamentos (BP). Para isso, estimou-se um modelo econométrico, cuja metodologia utilizada consiste em uma análise de séries temporais por meio de um modelo de vetor autoregressivo (VAR)<sup>6</sup>. O modelo VAR baseia-se na premissa de que todas as variáveis no modelo devem ser tratadas de forma simultânea e simétrica (GOMES; FANTINEL, 2014). Trata-se de um conjunto de K variáveis endógenas  $y_t = (y_{1t}, \dots, y_{kt}, \dots, y_{Kt})$  para  $k = 1, \dots, k$ , sendo definido por:

$$y_t = A_1 y_{t-1} + \dots + A_p y_{t-p} + BX_t + \varepsilon_t \quad (1)$$

Sendo que  $A_i$ ,  $i = 1, 2, \dots, p$  são matrizes ( $K \times K$ ) com os parâmetros das equações;  $\varepsilon_t$  são os erros não correlacionados, com média zero e variância constante e;  $p$  é número de defasagens a serem incluídas no modelo, em que, utilizando três critérios [Akaike (AIC), Bayesiano de Schwarz (BIC) e de Hannan-Quinn (HQC)], uma defasagem<sup>7</sup>.

<sup>5</sup> O risco-país é um conceito que busca expressar de forma objetiva o risco de crédito a que investidores estrangeiros estão submetidos quando investem no País. Os indicadores mais utilizados para essa finalidade são o EMBI+Br e o CDS do Brasil. O EMBI+ é calculado pelo Banco J.P. Morgan, é um número-índice que mede o retorno que os títulos que compõem uma carteira hipotética asseguraram ao investidor desde a sua composição até o presente, ou até a data de referência. O EMBI+Br é um índice que reflete o comportamento de títulos da dívida externa brasileira. Este índice corresponde à média ponderada dos prêmios pagos por esses títulos em relação a papéis de prazo equivalente do Tesouro dos Estados Unidos, que são considerados livres de risco. O mercado usa o EMBI+Br para medir a capacidade do país honrar os seus compromissos financeiros, ou seja, quanto maior a pontuação do indicador de risco, maior é o risco de crédito do país a que se refere. Assim, para conseguir atrair capital estrangeiro em montante suficiente para o financiamento de sua dívida externa, um país com *spread* elevado no EMBI+ necessita oferecer altas taxas de juros (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2012).

<sup>6</sup> Estimado com erros padrão robustos, visando eliminar problemas econométricos.

<sup>7</sup> Abaixo, apresentam-se os valores do Critério Akaike (AIC), Bayesiano de Schwarz (BIC) e de Hannan-Quinn (HQC):

Defasagem	AIC	BIC	HQC
1	40,98	41,58*	41,22*
2	40,97*	41,98	41,38

Fonte: Resultado da pesquisa.

As séries utilizadas na pesquisa englobam o período de 1999 a 2010, tendo sido coletados dados mensais. O procedimento inicial para a estimação do modelo refere-se à investigação quanto à estacionariedade das séries, executadas por meio dos testes Dickey-Fuller aumentado e o teste Phillips-Perron (Tabela 1). Em ambos, a hipótese nula de existência de raiz unitária para as séries câmbio, juros e risco-país, não pode ser rejeitada, encontrando uma ordem de integração I(1). Ao transformar as variáveis em diferenças, todas se tornaram estacionárias. Faz-se relevante frisar que se utilizaram variáveis *dummies* como o intuito de controlar quebras nas séries, decorrentes, principalmente, da crise de 2008, conforme detectado pelo teste Chow (valor igual a 3,41).

Tabela 1 – Teste Dickey-Fuller (DF) e Phillips-Perron (PP) para raiz unitária Brasil  
(01/1999 a 12/2010)

Variável	DF		PP
	Com constante	Com constante e tendência	
Saldo Balanço de Pagamentos	-3,79*	-4,03*	-8,27*
Taxa de câmbio real	0,73	0,82	-1,45
Primeira diferença Taxa de câmbio real	-3,53*	-3,87*	-8,9*
Taxa de juros	-1,68	-2,99	-2,5
Primeira diferença Taxa de juros	-7,17*	-6,45*	-11,3*
Risco-país	-1,88	-2,55	2,31
Primeira diferença Risco-país	-6,56*	-6,54*	-13,15*

Fonte: Resultado da pesquisa.

Nota: \* Indica significância a 5%.

Admitindo que os erros são ortogonalizados pela decomposição de Cholesky, então o ordenamento das variáveis torna-se importante para a análise da função resposta ao impulso (MENDONÇA, 2005). Um dos testes que podem ser utilizados para este fim é o Wald, cujos resultados (Tabela 2) indicam o seguinte ordenamento: taxa de juros, balanço de pagamentos, risco-país e taxa de câmbio real.

Tabela 2 – Teste de Wald para Exogeneidade em Bloco

Balanço de Pagamentos	Taxa de Câmbio real	Taxa de Juros	Risco-país
14,2	33,9	11,2	14,4

Fonte: Resultado da pesquisa.

Na análise dos resultados do VAR, faz-se comum o uso da função resposta ao impulso, pela qual se afere a sensibilidade de determinadas variáveis a certos choques. Tal procedimento contribui para a identificação quanto à direção e o tempo de reação das respostas aos impulsos (choques) de um desvio-padrão sobre os valores atuais e futuros das variáveis do sistema. Essas funções foram utilizadas na avaliação dos efeitos subsequentes de um choque na taxa de juros, no câmbio e no risco-país sobre o saldo do balanço de pagamentos.

Na Figura 1(a), tem-se o efeito do choque na taxa de juros sobre o BP, mostrando que esta variável possui uma resposta inicial positiva a um impulso dos juros, decaindo a partir do segundo mês, gerando um efeito negativo no quarto, com tendência a zero na sequência. Destarte, a função resposta ao impulso revela exatamente o efeito ambíguo que a literatura destaca existir entre a taxa de juros e as contas externas, contribuindo positivamente no início, via atração de capital, afetando-o



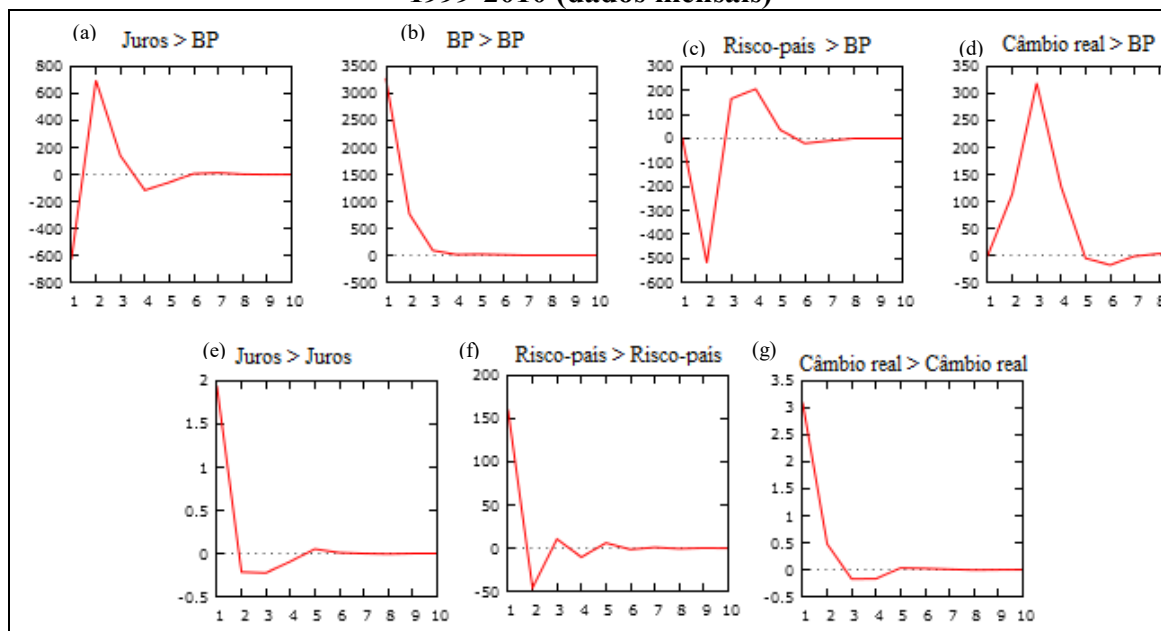
negativamente na sequência, em virtude dos maiores montantes de renda que são enviados para o exterior em forma de juros da dívida.

No caso do efeito do choque do risco-país sobre o BP, teoricamente infere-se a existência de uma relação negativa, dada a forte inversão do fluxo de investimento especulativo quando o risco se eleva. Trata-se do que se verifica na figura 1(c): um impacto significativamente alto já no primeiro mês, vindo a se retrair na sequência. Interessante notar que, no terceiro e no quarto meses, a resposta do BP torna-se positiva àquele choque inicial, resultado do próprio efeito que o choque inicial do risco-país apresenta para si mesmo [Figura 1 (f)], diminuindo significativamente no segundo mês.

A última variável analisada é a taxa de câmbio [Figura 1(d)]. Um choque no câmbio, com sua desvalorização, tende a impactar positivamente o saldo do BP, com efeitos positivos que se anulam apenas no quinto mês. Esse impacto positivo decorre da elevação da competitividade dos produtos nacionais, fomentando as exportações do país ao mesmo tempo em que desestimula as importações. Como a produção, bem como o consumo, apresentam um determinado retardamento até que se reequilbrem, então o saldo do BP vai se intensificando paulatinamente, alcançando seu ponto máximo no terceiro mês.

Comparando-se os valores do eixo das ordenadas das Figuras 1(a), 1(c) e 1(d), observa-se que um choque dos juros apresenta um impacto maior sobre o saldo do BP do que um choque do risco-país e do câmbio. Tanto a taxa de juros como a de câmbio atuam no sentido de melhorar o saldo do BP inicialmente, enquanto que o risco-país o afeta negativamente. Verifica-se, portanto, uma resposta do saldo do BP em relação a um choque de qualquer uma das três variáveis. O efeito, porém, não é sempre na mesma direção e não tem a mesma intensidade. Além disso, o impacto não é permanente, se dissipando no decorrer do tempo.

**Figura 1 – Brasil: Função resposta ao impulso 1999-2010 (dados mensais)**



Fonte: Resultado da pesquisa.

Nota: (a) resposta do BP a um impulso da taxa de juros; (b) resposta do BP a um impulso do BP; (c) resposta do BP a um impulso do risco-país; (d) resposta do BP a um impulso da taxa de câmbio real; (e) resposta dos juros a um impulso dos juros; (f) respostas do risco a um impulso do risco; (g) resposta do câmbio real a um impulso do câmbio real.

Em razão da dificuldade de interpretar os coeficientes estimados para um modelo VAR, é usual que os resultados sejam sumariados, além da função resposta

impulso, por meio da decomposição da variância. Devido à frequência mensal dos dados, utilizou-se um período que corresponde a 10 meses depois da ocorrência de um choque. Conforme pode ser observado na Tabela 3, a importância relativa do saldo do BP na explicação de sua própria variância é significativa (89,1%), e os 10,9% restantes são atribuído à taxa de juros (7,2%), risco-país (2,7%) e taxa de câmbio (1%).

Tabela 3 – Decomposição da variância para o BP

Taxa de juros	BP	Risco-país	Taxa de câmbio real
3,51	96,48	0,00	0,00
7,03	90,69	2,17	0,10
7,10	89,62	2,36	0,91
7,17	89,12	2,68	1,03
7,19	89,08	2,69	1,03
7,19	89,08	2,69	1,04
7,20	89,08	2,69	1,04
7,20	89,08	2,69	1,04
7,20	89,08	2,69	1,04
7,20	89,08	2,69	1,04

Fonte: Resultado da pesquisa.

Dessa forma, a análise da decomposição da variância revela que as três variáveis em questão não são tão relevantes na explicação da variância do saldo do BP. A falta de relevância estatística também é detectada na própria análise da função resposta ao impulso, já que, nos três casos, os efeitos provenientes de choque sobre o saldo do BP são neutralizados no período máximo de 6 meses.

#### 4 CONSIDERAÇÕES FINAIS

A busca pela estabilidade econômica em um contexto de mobilidade de capital nas economias periféricas resultou, nos últimos anos, em severas crises das respectivas contas externas. Com o intuito de atenuar a vulnerabilidade a que se expuseram, os governos utilizaram-se de diferentes instrumentos de política econômica, como a manipulação das taxas de juros e de câmbio. Torna-se relevante, dessa maneira, aferir o grau de efetividade dessas políticas sobre a estabilização do balanço de pagamentos.

Apesar de os choques da taxa de juros, de câmbio e do risco-país sabidamente influenciarem o desempenho do saldo do balanço de pagamentos, os resultados contidos neste trabalho demonstraram que seus respectivos efeitos são, exclusivamente, de curto prazo. Portanto, pode-se afirmar que a influência exercida por essas variáveis sobre o saldo do BP está mais relacionada a questões de ordem conjuntural do que estrutural, de tal forma que os efeitos dos choques tendem a ser completamente eliminados em curto período de tempo. Com efeito, a resposta do BP a um impulso do próprio BP tende a ser dominante, ou seja, é necessário tornar sustentável as contas que formam o BP, de modo que as demais variáveis em análise apresentam comportamento meramente coadjuvante.

Neste sentido, elevar a competitividade das exportações, via intensificação tecnológica, melhoramento da infraestrutura, otimização do sistema tributário, dentre outras medidas, são meios mais eficazes de inserção de uma economia no competitivo mercado internacional. Assim, patrocinar um modelo de crescimento à lá *export-led* pode eximir uma economia de ter que financiar seus déficits em conta corrente com capital especulativo de curto-prazo. Além disso, ao se maximizar a competitividade das exportações – seja por transbordamento, seja por efeito direto –, tem-se ganhos indiretos

com a melhoria na oferta interna, o que reforça, por sua vez, o ciclo virtuoso do crescimento sustentado.

Neste sentido, Thirwall (2005) destaca que a obtenção de uma taxa de crescimento sustentável consiste em suspender a limitação do balanço de pagamentos, fomentando a entrada de recursos com as exportações e/ou pelo próprio fluxo de capital. Ou seja, a ideia central de seu modelo reside no crescimento econômico respeitando os limites impostos pelo balanço de pagamentos.

Diante de mais este fato estilizado quanto à necessidade de se reduzir a dependência da economia brasileira em relação ao mercado externo, faz-se não apenas conveniente, como necessário uma mudança no modelo de inserção internacional e, em última análise, de desenvolvimento adotado nas últimas décadas. A exportação de soja e minério de ferro para a Ásia e a venda de refrigeradores e motocicletas para a classe média em ascensão não pode ser o escopo maior da sétima economia do planeta. Crescimento sustentado requer maturidade, ousadia e, principalmente, sacrifícios.

## REFERÊNCIAS

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Boletim do Banco Central do Brasil 2010**. Disponível em: <[www.bcb.gov.br?boletimano](http://www.bcb.gov.br?boletimano)>. Acessado em: 15 de set. de 2011.

BATISTA JÚNIOR, Paulo Nogueira. **A economia como ela é...** São Paulo: Boitempo, 2002.

BRESSER-PEREIRA, Luiz Carlos. **Doença holandesa e sua neutralização: uma abordagem ricardiana**. 2007. Disponível em: <[www.bresserpereira.org.br](http://www.bresserpereira.org.br)>. Acesso em: 23 de set. de 2011.

FERRARI FILHO, Fernando. O legado do Plano Real: uma estabilização sem crescimento econômico? **Análise Econômica**, Porto Alegre, v. 19, n. 35, p. 5-21, 2001.

GOMES, E. C.; FATINEL, V. D. **O impacto da taxa de câmbio e da renda mundial nas exportações de calçados gaúchos**. Disponível em: <[http://cdn.fee.tche.br/eeg/6/mesa14/O\\_Impacto\\_da\\_Taxa\\_de\\_Cambio\\_e\\_da\\_Renda\\_Mundial\\_nas\\_Exportacoes\\_de\\_Calçados\\_Gauchos.pdf](http://cdn.fee.tche.br/eeg/6/mesa14/O_Impacto_da_Taxa_de_Cambio_e_da_Renda_Mundial_nas_Exportacoes_de_Calçados_Gauchos.pdf)>. Acesso dez 2014.

KRUGMAN, Paul. (ed.). **Crises Monetárias**. São Paulo: Makron Books, 2001.

MARÇAL, Emerson F.; HOLLAND, Márcio. **Taxa de câmbio, rentabilidade e quantum exportado: Existe alguma relação afinal? Evidências para o Brasil**. Texto para Discussão, 254, FGV-SP, 2010.

MENDONÇA, H. F. Metas para inflação e variáveis macroeconômicas: uma avaliação empírica. In: Encontro Nacional de Economia – ANPEC, 33, 2005, Natal. **Anais**. Natal: ANPEC, 2005.

NISHIJIMA, Shoji; TONOOKA, Eduardo Kiyoshi. Crise cambial brasileira: fundamentos vs ataque auto-realizável. **Kobe Economic and Business Review**, Kobe, Japão, v. 44, p. 15-51, 1999.

OREIRO, José Luis; MISSIO, Fabrício José. Câmbio, Crescimento e Estrutura Produtiva. **Valor Econômico**, São Paulo, 19 jul. 2010.

THIRLWALL, Anthony P. **A Natureza do Crescimento Econômico: um referencial alternativo para compreender o desempenho das nações**. Brasília: IPEA, 2005.