

TCC/UNICAMP
Ok1i
1290004337/IE



TCC/UNICAMP
Ok1i
IE

CEDOC - IE - UNICAMP

**Inter-relação entre juros, câmbio e
expectativas de mercado (2004-2007)**

Jonas Manabu Okawara
Orientadora: Maryse Farhi

6005 2009/08

CEDOC - IE - UNICAMP



UNIVERSIDADE ESTADUAL DE CAMPINAS

Jonas Manabu Okawara

**Inter-relação entre juros, câmbio e
expectativas de mercado (2004-2007)**

Trabalho de Monografia apresentada à
banca examinadora em Dezembro de
2009, Curso de Graduação em Ciências
Econômicas da UNICAMP

Orientadora: Prof. Maryse Farhi



Campinas

Dezembro

2009

OKAWARA, Jonas Manabu. Inter-relação entre juros, câmbio e expectativas de mercado (2004-2007). Campinas: UNICAMP, Dezembro de 2009. 62p.

Resumo: O trabalho tem como proposta analisar a inter-relação entre taxa de juros, câmbio e as expectativas dos agentes no período 2004-2007. O estudo se baseará nos agentes dos mercados futuros de DI e de DDI por meio da análise dos contratos em aberto por tipo de participantes disponibilizados no site da BM&F (posições assumidas e não liquidadas no mesmo dia) e na conjuntura macroeconômica do corte temporal.

Palavras-chave: Derivativos, câmbio, juros, inflação, expectativas de mercado e contratos em aberto.

ÍNDICE

INTRODUÇÃO	2
CAPÍTULO 1 – MERCADO FUTURO E SUAS DEFINIÇÕES	4
1.1 <u>HISTÓRIA DO MERCADO DE DERIVATIVOS FINANCEIROS</u>	4
1.2 <u>DEFINIÇÃO E PRECIFICAÇÃO DOS MERCADOS FUTUROS DE JURO E DE CÂMBIO</u>	6
1.2.1 <u>MERCADO FUTURO DE TAXA DE JUROS</u>	7
1.2.1.1 <u>ESPECIFICAÇÕES DO CONTRATO FUTURO DE TAXA MÉDIA DE DEPÓSITOS INTERFINANCEIROS DE UM DIA (FUTURO DE DI)</u>	7
1.2.2 <u>MERCADO FUTURO DE TAXA DE CÂMBIO</u>	9
1.2.2.1 <u>ESPECIFICAÇÕES DO CONTRATO FUTURO DE TAXA DE CÂMBIO DE REAIS POR DÓLAR COMERCIAL</u>	9
1.2.2.2 <u>ESPECIFICAÇÕES DO CONTRATO FUTURO DE CUPOM CAMBIAL E NEGOCIAÇÃO DE FORWARD RATE AGREEMENT CUPOM CAMBIAL (FRA DE CUPOM, FRC)</u>	10
1.2.3 <u>CONTRATOS EM ABERTO (OPEN INTEREST)</u>	12
1.3 <u>DEFINIÇÃO DE HEDGE, ESPECULAÇÃO E ARBITRAGEM</u>	12
1.3.1 <u>HEDGE</u>	13
1.3.2 <u>ESPECULAÇÃO</u>	15
1.3.3 <u>ARBITRAGEM</u>	16
CAPÍTULO 2 – CÂMBIO E JUROS NO PERÍODO DA ANÁLISE (2004-2007)	18
2.1 <u>FLUXOS DE CAPITAIS (2004-2007) E SUAS INFLUÊNCIAS NO BRASIL</u>	18
2.1.1 <u>O ANO DE 2004</u>	22
2.1.1.2 <u>EVOLUÇÃO DOS JUROS, CÂMBIO E EXPECTATIVAS EM 2004</u>	23
2.1.1.3 <u>COMPORTAMENTO DO MERCADO FUTURO EM 2004</u>	26
2.1.2 <u>O ANO DE 2005</u>	29
2.1.2.2 <u>EVOLUÇÃO DOS JUROS, CÂMBIO E EXPECTATIVAS EM 2005</u>	30
2.1.2.3 <u>COMPORTAMENTO DO MERCADO FUTURO EM 2005</u>	33
2.1.3 <u>O ANO DE 2006</u>	36
2.1.3.2 <u>EVOLUÇÃO DOS JUROS, CÂMBIO E EXPECTATIVAS EM 2006</u>	37
2.1.3.3 <u>COMPORTAMENTO DO MERCADO FUTURO EM 2006</u>	40
2.1.4 <u>O ANO DE 2007</u>	43
2.1.4.2 <u>EVOLUÇÃO DOS JUROS, CÂMBIO E EXPECTATIVAS EM 2007</u>	43
2.1.4.3 <u>COMPORTAMENTO DO MERCADO FUTURO EM 2007</u>	46
CAPÍTULO 3 – A INFLUÊNCIA DOS ATAQUES ESPECULATIVOS NO CÂMBIO E NOS JUROS	49
3.1 <u>A DINÂMICA DOS ATAQUES ESPECULATIVOS COM ENFOQUE NOS DERIVATIVOS</u>	49
3.2 <u>O COMPORTAMENTO DOS DERIVATIVOS NO CICLO DE ALTA LIQUIDEZ</u>	52
CONCLUSÃO	59
BIBLIOGRAFIA	60

Introdução.

Esta monografia visa estudar de que maneira se comportou a inter-relação entre juros, câmbio e expectativas de mercado no período 2004-2007. Esse período foi escolhido devido ao aumento dos fluxos de capitais para as economias emergentes. Nesse contexto, a taxa de câmbio no Brasil desempenhou função importante como instrumento de transmissão de política monetária e foi principal motor das variações dos preços no regime de câmbio flutuante. Sob câmbio flutuante, as expectativas dos agentes determinam, por meio dos mercados financeiros, a taxa de câmbio. A autoridade monetária possui menores chances de êxito de manter o câmbio no nível almejado. Assim, num pano de fundo em que os fluxos de capitais são inconstantes, a maior liberalização do câmbio significa um maior impacto das alterações de humores do capital estrangeiro na economia nacional.

A transição para o regime cambial flutuante realizada em 1999, junto com a adoção das metas de inflação e a maior liberdade de capitais, resultou na restrição ao poder de atuação da política monetária. Assim, o objetivo da monografia é entender as conseqüências da inter-relação da taxa de juros, de câmbio e as expectativas de mercado, sob essa política monetária e alta liquidez dos fluxos internacionais. Dessa forma, a monografia analisará a evolução dos juros, do câmbio e da inflação em paralelo com as operações dos agentes no mercado Futuro de DDI, Juros e Dólar. Os mercados de derivativos serão estudados, pois com o aumento do processo de internacionalização financeira e de livre circulação de capitais, os derivativos passaram a ter papel importante na formação dos preços, além de representarem as expectativas dos agentes para as projeções futuras.

A monografia, além desta introdução, divide-se em três capítulos e uma conclusão. No primeiro capítulo, serão introduzidos alguns conceitos e definições dos mercados futuros de juros e de câmbio, bem como os diferentes tipos de operadores atuantes nesses mercados de derivativos. É apresentada também uma rápida história do mercado futuro. O intuito do primeiro capítulo é dar um panorama geral sobre o mercado de derivativos e sua dinâmica, de forma a auxiliar a discussão da interação entre juros, câmbio e expectativas realizados nos capítulos seguintes.

No segundo capítulo, serão analisados os movimentos da taxa de câmbio e de fluxos de capitais no período que engloba os anos de 2004 até 2007. No início do

capítulo, é estudado o quadro de política econômica no período. Após essa definição, é apresentada a conjuntura econômica do país de cada ano estudado. Os juros, o câmbio, a inflação e as expectativas expressas no mercado futuro serão tratadas em conjunto por meio de gráficos que ilustrem a interação entre agentes nacionais e internacionais.

O terceiro capítulo tem como intuito vincular todas as informações estudadas ao longo da monografia para entender a inter-relação entre juros, câmbio e expectativas no período 2004-2007 no Brasil. Será discutida a dinâmica dos ataques especulativos e suas características, posteriormente, será analisado, por meio dos derivativos, de que forma se comportaram as expectativas dos investidores no período 2004-2007 no Brasil.

Por fim, a conclusão que fecha com os principais pontos levantados na monografia.

Capítulo 1

Mercado Futuro e suas definições.

Este capítulo tem como objetivo introduzir alguns conceitos importantes para o desenvolvimento da monografia. Serão abordadas as definições dos mercados futuros de juros e de câmbio, bem como os diferentes tipos de operadores atuantes nesses mercados de derivativos. Dessa forma, o capítulo divide-se em três partes. De início, é apresentada uma rápida história do mercado futuro e sua importância, logo em seguida, são apresentadas as definições do mercado futuro de juros e câmbio e sua dinâmica particular da formação de preços. Cabe fazer a ressalva de que, ao longo da monografia, serão tratados apenas os derivativos de juros e câmbio negociados no mercado organizado (bolsas de mercadorias e de futuros¹), sobretudo porque essas divulgam os volumes das posições (contratos em aberto), ao contrário do mercado de balcão² em que não há informações exatas disponíveis sobre os negócios realizados. Deste modo, devido à importância dos contratos em aberto para a análise, a definição desses é apresentada posteriormente ao mercado futuro de juros e câmbio. Por fim, serão discutidos detalhadamente os conceitos de especulação, *hedge* e arbitragem.

1.1. História do mercado de derivativos financeiros.

No mercado de derivativos³ são negociados contratos que constituem uma promessa de compra e venda para liquidação diferida em que se negociam as atuais projeções de preços e taxas futuras. Os derivativos negociados na Bolsa de Futuros são padronizados em todos seus aspectos: especificação dos ativos, data de liquidação, forma da entrega, etc. Nesses contratos de derivativos negociados em bolsa, resta ao comprador e ao vendedor apenas definir o preço em que será realizada a operação. Dito em outras palavras, no mercado de derivativos, não se negocia uma mercadoria ou um ativo, mas um compromisso padronizado de compra ou de venda.

O mercado de derivativos nasceu da necessidade de produtores e comerciantes agrícolas de eliminar os riscos atrelados à incerteza do preço futuro e da produção. Hoje

¹ As bolsas de futuros possuem a função de eliminar obstáculos à negociação e dar maior agilidade e segurança às negociações. Dessa forma, cabe a bolsa de mercado futuros coordenar, liquidar e desenvolver o mercado. No Brasil, a BM&FBovespa é quem exerce esse papel

² O mercado de Balcão engloba todas as negociações não realizadas na Bolsa. Nesse tipo de transação, apenas as partes envolvidas conhecem os critérios e os termos negociados.

³ Os derivativos podem ser negociados nos mercados futuros, a termo, swaps, opções, etc.

este mercado é um dos principais campos de negociação mundial, prova disso é seu alto volume de contratos negociados. O volume de negociação do mercado de derivativos está ligado às flutuações de preços, pois não há necessidade da cobertura de risco de um ativo cujo preço é estável e que ofereça pouca incerteza.

Como os derivativos de *commodities*, o derivativo financeiro tem seu preço “derivado” de outros ativos financeiros, é um contrato cujo valor “deriva” de outro ativo. Dentre o conjunto de derivativos, destaca-se o mecanismo de negociação do mercado futuro por ser o pioneiro desses instrumentos e possibilitar a aplicação aos mais diversos ativos, desde moedas e taxas de juros, até cobre ou milho. A influência dos contratos futuros na economia torna-se relevante, principalmente, após o fim dos acordos de *Bretton Woods* em que se verifica um forte aumento da volatilidade mundial nas taxas de câmbio e de juros.

Com a forte volatilidade das taxas de câmbio e de juros - resultante da ruptura dos acordos de Bretton Woods - adveio o derivativo financeiro. O termo derivativo financeiro ganhou força após a expansão dos mercados de opções e de swaps financeiros na década de 70. Farhi (1998, p. 5 e 6) destaca que:

“o surgimento desses mercados decorrem de razões distintas das que deram origem às demais inovações financeiras. Não se trata de contornar regulamentações restritivas (como no caso do euromercado) ou de acentuar a captação e crédito das instituições financeiras, sem elevação de risco, ou de promover o acesso direto às fontes de financiamento das grandes empresas (como para as operações de securitização). É a extrema volatilidade (tanto em termos nominais quanto reais) das taxas de câmbio e de juros que caracteriza o período posterior à ruptura dos acordos de Bretton Woods e aos dois choques do petróleo que condiciona o aparecimento desses mercados (...). A busca de proteção contra esse ambiente financeiro instável está na base da introdução dos mercados de derivativos financeiros. Os derivativos financeiros representam uma resposta de mercado à instabilidade de expectativas e ao acúmulo de incertezas de curto prazo. Surgidos da necessidade de proteção dos agentes econômicos, seu aprofundamento foi extremamente rápido à medida que novos mecanismos foram sendo criados para atender uma demanda cada vez maior e mais precisa. Sua extensão para uma grande gama de ativos resultou do interesse dos agentes de poder usufruir dos mesmos mecanismos de proteção em ativos financeiros, em especial ações, que sempre foram considerados de “risco”.”

Essa volatilidade abriu espaço para que os agentes pudessem distribuir de diversas formas os seus riscos financeiros mediante o desenvolvimento do mercado de

derivativos e, também, alavancar seu portfólio estabelecendo novos patamares de ganhos e de perdas por meio da especulação. O surgimento do mercado de derivativos ofereceu novos e eficientes mecanismos de proteção ao risco, de especulação e de arbitragem para os agentes privados. As autoridades monetárias também utilizam os derivativos como instrumentos de intervenção e como termômetro das expectativas predominantes no mercado financeiro.

As funções dos derivativos vão desde transferir riscos como dar visibilidade aos preços e possibilitar os negócios de arbitragem gerando ganhos ou perdas decorrentes de especulação. Na transferência de riscos os participantes do mercado (exportadores, importadores, investidores, etc.) estão expostos aos riscos de variação de preços e taxas. Dessa forma, por meio dos derivativos, os agentes procuram transferir os riscos de uma variação não esperada.

A visibilidade de preço é o preço que a oferta e procura determina para um ativo futuro, ou seja, segundo alguns agentes do mercado, a visibilidade de preços no mercado futuro leva à sua utilização para a formação de preços no mercado à vista. Porém para outros analistas, no caso brasileiro dentro do período analisado, “(...) eventos que afetam o mercado à vista geram repercussões nas taxas do mercado futuro e vice-versa, não sendo possível defender qualquer tipo de precedência temporal” (Farhi, Marçal, Prates, Set/2007, p. 26). Dessa forma, a função de visibilidade de preços é algo discutível no que diz respeito à sua real eficácia como formador dos preços à vista. Entretanto, os agentes se baseiam nos preços futuros para o processo de tomada de decisão, já que eles espelham a soma das expectativas para a evolução futura dos preços. O mercado futuro é utilizado também nas operações de arbitragem que visam tirar vantagem de distorções nas relações de preços, por exemplo, comprar um ativo no mercado à vista e, logo em seguida, vendê-lo no mercado futuro. Nesse caso, os arbitadores exploram o ganho extra por meio da venda de ativos futuros que é coberta com compras no mercado à vista.

1.2. Definição e precificação dos mercados futuros de juro e de câmbio.

Segundo Farhi (1998, p 31 e 39), o primeiro contrato futuro de taxa de juros foi lançado em 20 de outubro de 1975. Já os contratos de câmbio foram lançados em 16 de Maio de 1972.

1.2.1. Mercado futuro de taxa de juros.

O primeiro contrato futuro de taxa de juros foi lançado em Chicago em 1975. Desde então, surgiram contratos sobre uma gama ampla de ativos subjacentes no mundo com uma forte expansão dos volumes de negociação. No Brasil, a BM&F é responsável pela negociação, cotação, especificação dos principais contratos futuros. Será analisado no mercado futuro de taxa de juro apenas o Contrato Futuro de Taxa Média de Depósitos Interfinanceiros de Um Dia (Futuro de DI) por ser o contrato mais negociado. Por meio do Futuro de DI, a taxa de juros futura sofreria influencia da demanda e da oferta pela taxa ilustrando, também, quem oferta e de que forma bem como quem demanda e para quê.

Outro exemplo da influência do mercado futuro de juros é a *yield curve*⁴. Ela indica as taxas esperadas em relação ao tempo de maturidade de algum título homogêneo (títulos de características idênticas diferenciados apenas pelo vencimento). O formato da *yield curve* muda de forma e de nível quando há variação nas taxas de juros futuras. Dessa forma, além do contrato futuro de juros servir como cobertura do risco da oscilação da taxa de juros à vista, a variação da taxa futura de juros afeta diretamente as expectativas de rendimento dos investidores dos títulos homogêneos.

1.2.1.1. Especificações do Contrato Futuro de Taxa Média de Depósitos Interfinanceiros de Um Dia (Futuro de DI)⁵.

O contrato futuro de DI prescinde de liquidação por entrega no vencimento, ou seja, não há no vencimento a entrega física de um título, a transação é liquidada apenas financeiramente por diferença. Segundo as especificações determinadas pela BM&F no contrato Futuro de DI, “o preço unitário (PU) do Futuro de DI é, em pontos, correspondente a 100.000, descontado a Taxa Média de Depósitos Interfinanceiros de Um Dia (DI), calculada pela Central de Custódia e de Liquidação Financeira de Títulos (CETIP), expressa em taxa efetiva anual cuja base é 252 dias úteis.

O preço de ajuste (PA) é o preço de fechamento expresso em PU, apurado e/ou arbitrado diariamente pela BM&F a seu critério, para cada um dos vencimentos

⁴ A *yield curve* ilustra o rendimento

⁵ As especificações do contrato de Futuro de DI foram retiradas diretamente do site da BMF: www.bmf.com.br acessado em 21/11/2008 às 19h35min horas. Serão tratadas apenas as especificações que interessam para o estudo da monografia.

autorizados para efeito de atualização do valor das posições em aberto e apuração do valor de ajustes diários e de liquidação das operações *day trade*⁶. Os saques-reservas são de um dia útil para fins de operações praticadas no mercado financeiro, conforme estabelecido pelo Conselho Monetário Nacional. O objeto de negociação é a taxa de juro efetiva até o vencimento do contrato, definida para esse efeito pela acumulação das taxas diárias de DI no período compreendido entre a data de negociação, inclusive, e o último dia de negociação do contrato inclusive. A oscilação diária fica estabelecida pela BM&F. A unidade de negociação ou tamanho do contrato é o PU multiplicado pelo valor em reais de cada ponto, estabelecidos pela BM&F. A BM&F admiti operações *day trade* apenas que serão compensadas, desde que realizadas em nome do mesmo cliente, intermediadas pela mesma Corretora de Mercadorias e registradas pelo mesmo Membro de Compensação ou realizadas pelo mesmo Operador Especial e registradas pelo mesmo Membro de Compensação” (definição retirada do site da BM&FBovespa).

O preço da operação (PO) do Futuro de DI será calculado em PU da seguinte forma: após o fechamento do negócio, considerando que n é o número de saques-reserva, compreendido entre a data de negociação, inclusive, e a data de vencimento do contrato exclusive e i é a taxa de juro negociada (DI):

$$PO = \frac{100.000}{\left(1 + \frac{i}{100}\right)^{n/252}}$$

Nota-se que é uma operação pré-fixada na qual o aumento da taxa de juro i e do número de saques reservas n significa uma diminuição do PO, ou onde a diminuição da taxa de juro i e do número de saques reservas n aumenta o PO. Dessa forma, considerando n uma variável que oscila diariamente, mas uma oscilação diária de uma unidade, o agente negociador do Futuro de DI se interessa pela variação em i . A queda da taxa de juro i é interessante quando o agente estiver comprado (*long*) em PO, ou, num cenário oposto, ele estará interessado na alta da taxa de juro quando estiver vendido (*short*) no PO. Supondo uma conjuntura de expectativas da elevação da taxa de juro, o agente negociador do Futuro DI tomará medidas baseadas nos riscos que está exposto. Ele pode decidir se proteger dessa alta por diversos meios, desde a compra de

⁶ Segundo a Receita Federal, Lei nº 9.959/00, Art. 8º considera-se *day trade* a operação ou conjugação de operações iniciadas e encerradas em um mesmo dia, com o mesmo ativo, em que a quantidade negociada tenha sido liquidada, total ou parcialmente.

um novo derivativo até simplesmente se desfazer da posição. Mas o agente pode visualizar uma oportunidade de ganho sobre essas expectativas de alta. Através de operações de arbitragem ou de especulação, as negociações sobre esse contrato representam apostas de um agente que pode tanto ganhar quanto perder. A volatilidade do mercado pós Bretton Woods é o campo para as negociações de contratos como o Futuro de DI.

1.2.2. Mercado futuro de taxa de câmbio.

O primeiro contrato futuro de câmbio foi lançado em 1972 em Chicago. O contrato futuro de câmbio estipula no vencimento do contrato a entrega de divisas, mas na prática a realização da operação contrária à inicialmente assumida representa a maior parte da liquidação. No Brasil, por particularidades da legislação brasileira, a liquidação desses contratos não envolve a entrega física de divisas, ou seja, a liquidação é feita por diferença em reais. Desse modo, o contrato futuro de taxa de câmbio serve como opção alternativa do Banco Central de intervenção no mercado sem utilizar as reservas internacionais do país. Mas é importante destacar a ressalva feita por Farhi (2001) sobre as operações no mercado futuro de câmbio: “(...) o resultado de suas operações incidia nas contas do governo, figurando seja como receita quando o Banco Central obtinha lucros nas suas operações, seja como despesa quando o resultado das operações do BC nos mercados futuros era negativo.” Farhi (2001, p. 76).

1.2.2.1. Especificações do Contrato Futuro de Taxa de Câmbio de Reais por Dólar Comercial⁷.

O mercado futuro de câmbio é utilizado amplamente como mecanismo de Hedge, por exemplo, para se proteger contra variações do real frente ao dólar. Segundo as especificações estipuladas pela BM&F, o objeto de negociação é a taxa de câmbio de reais por dólar dos Estados Unidos, para entrega pronta, contratada nos termos da Resolução 1690/90, do Conselho Monetário Nacional-CMN. No Art. 12 do contrato Futuro de Taxa de Câmbio de Reais por Dólar as condições de liquidação do

⁷ As especificações do contrato de Futuro de Taxa de Câmbio de Reais por Dólar Comercial foram retiradas diretamente do site da BMF: www.bmf.com.br acessado em 21/11/2008 às 19h38min horas. Serão tratado apenas as especificações que interessam para o estudo da monografia.

vencimento são “na data de vencimento, as posições em aberto serão liquidadas financeiramente pela Bolsa, mediante o registro de operação de natureza inversa (compra ou venda) à da posição, na mesma quantidade de contratos, pelo valor de liquidação (...)” a “taxa de câmbio de reais por dólar dos Estados Unidos, para entrega pronta, contratada nos termos da Resolução 1690/90, do CMN, definida como a taxa média de venda apurada pelo Banco Central do Brasil-Bacen, segundo critérios por ele definidos, e divulgada através do Sisbacen, transação PTAX800 opção “5-L” (cotação de fechamento), e que será utilizada com até quatro casas decimais. A taxa de câmbio será aquela verificada no último dia do mês imediatamente anterior ao mês de vencimento do contrato, independentemente de, nesse dia, haver ou não pregão na BM&F.”

1.2.2.2. Especificações do Contrato Futuro de Cupom Cambial⁸ e negociação de *Forward Rate Agreement* Cupom Cambial (FRA de Cupom, FRC)⁹.

O diferencial entre taxa de juros efetiva e a variação cambial é negociado por meio do contrato futuro de cupom cambial. Segundo o contrato estipulado pela BM&F, o preço unitário (PU) é correspondente a 100.000, descontado pela taxa de juro Cupom Cambial. O Cupom Cambial é a “taxa de juro obtida a partir do cálculo da diferença entre a acumulação da taxa de DI, no período compreendido entre a data de operação, inclusive, e a data de vencimento, exclusive, e a variação da taxa de câmbio observada entre o dia útil anterior a data da operação, inclusive, e a data de vencimento do contrato exclusive” (contrato Futuro de Cupom Cambial). A taxa de câmbio é o PTAX, segundo as especificações da BM&F “taxa de câmbio de reais por Dólar dos estados Unidos da América, cotação de venda, negociada no segmento de taxas livremente pactuadas, para entrega pronta, contratada nos termos da Resolução 1690/1990, do Conselho Monetário Nacional (CMN), apurado e divulgado pelo Banco Central do Brasil (BACEN), por intermédio do Sisbacen, transação PTAX800, opção “5”, cotação de fechamento, para

⁸ As especificações do contrato de Futuro de Cupom Cambial foram retiradas diretamente do site da BMF: www.bmf.com.br acessado em 21/11/2008 às 19h38min horas. Serão tratado apenas as especificações que interessam para o estudo da monografia.

⁹ As especificações do contrato de FRA Futuro de Cupom Cambial (FRC) foram retiradas diretamente do site da BMF: www.bmf.com.br acessado em 21/11/2008 às 19h38min horas. Serão tratadas apenas as especificações que interessam para o estudo da monografia.

liquidação em dois dias, a ser utilizada com o máximo de seis casas decimais, sendo divulgado com a denominação “fechamento PTAX”, conforme Comunicado 10.742 do BACEN, de 17 de Fevereiro de 2003” (contrato futuro de Cupom Cambial). O saque-reserva e o Preço de ajuste são os mesmos estipulados para o Contrato futuro de Taxa Média de depósitos Interfinanceiros de Um Dia. Considerando i_{op} a taxa de juro negociada expressa em percentual ao ano, linear, base 360 dias corridos, com até três casas decimais e n o número de dias corridos compreendido no período entre a data da operação, inclusive, e a data e vencimento, exclusive, o preço (PU) da operação (PO) é obtido da seguinte maneira:

$$PO = \frac{100.000}{\left(\left(\frac{i_{op}}{100} \right) \times \left(\frac{n}{360} \right) \right) + 1}$$

A operação do contrato Futuro de cupom Cambial implica em dois fatores de Risco de Mercado. O Cupom Cambial é obtido através da diferença entre DI e a variação da taxa de câmbio, dessa forma o Cupom Cambial possui o risco pré implícito na taxa de juro DI e o risco Cambial implícito na taxa de câmbio. Ou seja, os agentes negociadores do Futuro de Cupom Cambial estão expostos para o risco da variação da taxa DI e para o risco da variação cambial.

Segundo Farhi (2001) “Os mercados futuros de câmbio constituem um dos terrenos privilegiados de atuação dos especuladores nos momentos de forte ataque contra uma divisa. Para que o especulador possa tirar proveito desses ataques, ele deve, com efeito, ter a possibilidade de vender esta divisa a descoberto, isto é, vender aquilo que não possui.” Farhi (2001, p. 76). Dessa forma, esse mercado alavancado onde os agentes especuladores negociam taxas futuras de câmbio, representa um campo amplo para o risco de *default*, caso as estratégias adotadas não surtam o efeito esperado. Dependendo da dimensão do ataque e do tamanho do agente, esse *default* pode trazer sérias conseqüências de âmbito micro e macro.

Já no contrato de *Forward Rate Agreement* (FRA de cupom) negociam-se dois contratos de cupom cambial. A operação envolve uma compra ou venda de um contrato de cupom cambial de vencimento mais longo e outro contrato de natureza inversa de vencimento mais curto. O objetivo do FRA de cupom é efetuar uma negociação de

cupom cambial sem a distorção causada pela variação do dólar PTAX do dia anterior e o negociado no mercado à vista da operação. Esse contrato possibilita duas facilidades: negociação do cupom limpo e negociação de FRA de cupom cambial sem a necessidade de duas operações no contrato futuro de DDI.

As operações de FRA de Cupom Cambial (FRC) são realizadas como se fossem um novo contrato. A diferença é que ao invés de gerar posições em novo contrato, as operações de FRC são automaticamente transformadas pela BM&F em duas operações: a primeira para o primeiro vencimento de DDI (ponta curta) e a segunda, de natureza inversa, para o vencimento de DDI idêntico ao vencimento negociado no FRC (ponta longa).

O cálculo da rentabilidade é a combinação da variação cambial do período com um cupom pré-acordado entre as partes. Desse modo, o FRC facilita a operação do cupom cambial, pois evita a distorção ocasionada pela variação entre o PTAX do dia anterior e o dólar à vista do dia de negociação.

1.2.3 Contratos em Aberto (*Open Interest*).

Os dados referentes aos Contratos em Aberto são utilizados para indicar tanto o volume de riscos presentes no mercado quanto as tendências de preços- no mercado de futuros e no mercado de opções – essas tendências são constatadas por meio da quantidade negociada de contratos em abertos em valores mobiliários. Segundo o site (www.bastter.com.br acessado em 06/10/2009 às 18h38min) “Um contrato em aberto tem ao mesmo tempo um comprador e um vendedor, assim os dois investidores combinam de firmar um contrato. A posição de números de contratos em aberto que é reportada todo dia nos mostra se houve aumento ou queda no número de contratos futuros para aquele dia, e é mostrada como um número positivo ou negativo. Um aumento no número de contratos em aberto acompanhado de alta das cotações pode estar nos confirmando uma tendência de alta. Assim similarmente, um aumento no número de contratos em aberto vindo acompanhado de queda nas cotações confirmaria uma tendência de baixa. Um aumento ou queda nas cotações enquanto o número de contratos em aberto se mantém de lado ou declinando levemente pode nos indicar uma possível reversão de tendência por vir”.

1.3. Definição de *Hedge*, Especulação e Arbitragem.

1.3.1 *Hedge*

O conceito usual de *Hedge* utilizado pelo mercado inclui todo movimento de proteção com o intuito de diminuir o nível de exposição ao risco por meio da transferência do risco aos outros agentes. De maneira simples, o termo *hedge* faz referência à cobertura de riscos do presente ou do futuro. Farhi (1998, p. 13, 14 e 15) explica os mecanismos de *Hedge* utilizando como um primeiro exemplo os mercados de commodities:

“O agente econômico que detém uma posição (comprada no caso do produtor, vendida no caso do transformador) num mercado à vista corre um risco de preços. Caso o mercado venha a cair, o produtor terá um lucro reduzido ou até um prejuízo e, caso os preços subam, o transformador com compromissos já firmados estará na mesma situação. É verdade que no caso inverso, isto é, preços em alta para o produtor e preços em baixa para o transformador, poderiam realizar um ganho suplementar de natureza especulativa.

A teoria clássica, expressa em inúmeros manuais, afirma que em mercados com grandes variações de preços, essa posição especulativa pode ser considerada como arriscada demais ou inadaptada às necessidades da empresa. O agente tentará pois cobrir seus riscos seja através do mercado à vista com entrega diferida, seja através do mercado futuro, nos casos em que seu produto disponha de um contrato próprio ou cuja as curvas de preços seja semelhante (...)

O princípio do *Hedge* consiste em assumir, no mercado futuro e da forma mais concomitante possível, a posição simetricamente oposta àquela que se tem no mercado à vista. A operação de cobertura de riscos do produtor ou de outro agente que tenha uma posição comprada no mercado à vista é denominada de *Hedge* de venda enquanto que a do transformador ou de todo agente com posição vendida no mercado à vista é conhecida como *Hedge* de compra.

Tomemos o exemplo de um *hedge* de compra: em Janeiro, um transformador de soja assina um contrato de venda a um preço determinado de farelo e óleo para entrega em Junho. Para cumprir seu contrato, ele deverá começar a esmagar a matéria-prima em Abril. Seu risco é o que o preço da matéria-prima suba até Abril reduzindo o lucro esperado ou até acarretando um prejuízo na medida em que o preço de venda do farelo e do óleo seja fixado. Sua situação é equiparada à de outro agente *short* no mercado físico. Para cobrir seu risco, o transformador deverá assumir a posição contrária no mercado futuro.

O transformador comprará então um contrato futuro (representando a quantia que ele deverá esmagar para cumprir o contrato) a US\$ 110, supondo-se que o preço do grão no mercado à vista seja de US\$ 100. Em Abril, quando for começar a esmagar soja, ele comprará os grãos necessários no mercado à vista e liquidará sua posição no mercado futuro.

Caso os preços tenham efetivamente subido, ele pagará, sempre por hipótese, US\$ 105 no mercado à vista e venderá seu contrato futuro a US\$ 115. O prejuízo apurado na compra no mercado à vista será compensado pelo lucro realizado no futuro resultando num preço final de US\$ 100 (...)

Se ao contrário, os preços tivessem caído, a situação de nosso transformador seria a seguinte: ele compraria grãos no mercado à vista em Abril a US\$ 97 e venderia seu contrato futuro a US\$ 107. O prejuízo apurado no mercado futuro seria compensado pelo lucro obtido na compra à vista, com um preço final de US\$ 100 (...)

O *hedge* de venda, como por exemplo, o de um produtor de matéria-prima que terá certa quantidade de seu produto disponível para a venda em alguns meses, é simetricamente oposto. Por estar *long* no mercado à vista, seu risco é de queda dos preços e para cobri-lo deverá vender contratos no mercado futuro, liquidando-os quando conseguir vender sua matéria-prima no mercado à vista”.

Mas com o desenvolvimento dos mercados de derivativos e a complexidade das operações realizadas entre os administradores de fundos sobre a conjuntura internacional de alta volatilidade, esse conceito genérico de *hedge* não é suficiente para definir as diferenças atuais entre *hedge*, especuladores e arbitradores.

Segundo Farhi (1998) “poucos são os agentes que cobrem sistematicamente suas posições em ativos financeiros”, ou seja, os agentes que fazem dos ativos financeiros a sua atividade econômica buscam cobrir os seus riscos em determinadas situações nas quais suas expectativas são negativas, pois há custos nessas operações de cobertura que acabam tornando o investimento financeiro pouco atraente. O agente monta a sua carteira baseado em suas expectativas e na consciência do risco ao qual está exposto ao investir em determinados ativos, dessa forma, a cobertura de risco é realizada quando suas expectativas tornam-se negativas, o movimento de cobertura é custoso e pode diminuir a margem de ganho da estratégia criada pelo agente. Ainda segundo Farhi (1998). “Nas situações em que os ativos financeiros resultam das atividades econômicas dos agentes é mais comum a busca de coberturas de riscos, notadamente no caso das pequenas e médias empresas (...) nas grandes empresas, a maioria acabou montando sofisticados departamentos financeiros aptos a gerenciar riscos nos mais diferenciados

ativos financeiros, cobrindo-os quando as expectativas de valorização são negativas ou mantendo-os descobertos para tirar proveito de uma eventual evolução favorável e, eventualmente, assumindo novos riscos nas aplicações de tesouraria.” Ou seja, se a expectativa se faz positiva sobre a posição tomada, a tesouraria não opera para cobrir os seus riscos, porém no menor sinal pessimista, as operações de cobertura de riscos são efetuadas e a proteção contra os seus riscos de mercados é estruturada.

Farhi (1998, p. 153) aponta os tipos básicos de *hedge*: *hedge* de custo de carregamento (*carrying charge hedging*); o *hedge* seletivo; *hedge* por antecipação; os *hedges* ajustáveis e o *hedge* puro de aversão ao risco. Os *Hedges* correspondem uma maneira de socializar os prejuízos onde os riscos são distribuídos entre os participantes dos mercados sem esses riscos deixem de existir, ou seja, os riscos se disseminam para todos entre os participantes do mercado. Os *hedges* também podem gerar perdas quando as expectativas previstas e as medidas adotadas de prevenção aos riscos são tomadas de maneira equivocada ou deficiente. Esses prejuízos causados pela realização de uma operação de *hedge* mal estruturada podem trazer reverteres macroeconômico quando este *hedge* vem de uma deficiência técnica na avaliação dos riscos incorridos ou na montagem da operação.

1.3.2. Especulação.

Farhi (1998, p. 157) cita Keynes (1936) sobre a especulação: “a atividade de antecipar a psicologia do mercado. Os especuladores estavam engajados numa batalha de vontades para antecipar a base de avaliação convencional com alguns meses de antecedência ao invés do retorno projetado de um investimento ao longo dos anos” (Keynes, J.M. 1936 - Teoria Geral do Emprego, Juros e Moeda). Entretanto, num contexto marcado por taxas de câmbio flutuantes e acentuada volatilidade das taxas de juros e dos preços dos ativos, anteciparem as expectativas dos agentes deixa de ser privilégio das operações ditas especuladoras para também englobar as operações de *hedge* e arbitragem. Farhi (1998, p. 159) propõe uma nova maneira de distinguir em função da nova realidade conjuntural. Para ela, as operações especulativas são as “posições líquidas, compradas ou vendidas, num mercado de ativos financeiros (à vista ou de derivativos) sem cobertura por uma posição oposta no mercado com outra temporalidade no mesmo ativo, ou num ativo correlato (...) após a criação dos mercados de derivativos financeiros e a sua generalização à maioria dos ativos, é o fato de elas

serem mantidas líquidas, sem cobertura por uma posição oposta em outra temporalidade e no mesmo ativo, ou num ativo correlato, que as caracteriza como especulativas. Não o fato de serem resultantes de uma expectativa concernente aos preços, já que esta permeia todos os tipos de operações realizadas nos mercados financeiros contemporâneos.” Essas posições são mantidas para tirar vantagem de um esperado movimento de preço. Mas uma carteira especulativa que investe todo o seu patrimônio é menos especulativa daquela carteira que se “alavanca”, a alavancagem acentua o potencial especulativo que pode trazer graves conseqüências econômicas num cenário em que essa alavancagem pode acarretar um grau profundo de endividamento sem perspectiva de retorno.

1.3.3. Arbitragem.

As operações de arbitragem visam tirar vantagem de distorções nas relações de preços. As operações de arbitragem através da sua natureza de aproveitar as oportunidades entre as diversas variações de preços tende a unificar internacionalmente os preços de mesma natureza. A busca de novas correlações entre os ativos financeiros é uma área de investimento pesado das grandes instituições financeiras, pois o intuito é aproveitar a descoberta dessa nova oportunidade de arbitragem. Segundo Farhi (1998, p. 161 e 162)

“A arbitragem adquiriu um peso extremamente importante nos mercados de ativos financeiros e seus derivativos. É muito mais fácil realizar este tipo de operações com ativos financeiros do que com *commodities* já que o acesso ao mercado à vista é geralmente amplo, os preços nele praticado são transparentes e o custo de “estocagem”, outro que a taxa de juros praticada no mercado monetário para o período, limita-se às taxas de custódia cobradas pelas instituições financeiras credenciadas.

Grande parte da energia dos operadores e dos recursos informáticos das instituições financeiras, mesmo as mais conservadoras, é dedicada às operações de arbitragem. O impacto macroeconômico da arbitragem não pode ser subestimado, já que essas operações se transformaram num dos principais veículos de unificação internacional dos preços de ativos financeiros de mesma natureza, de seu ajustamento temporal e de correia de transmissão dos impactos sofridos num mercado para outros.

O próprio sucesso desse tipo de operações faz com que as distorções de preços que permitem sua realização sejam cada vez mais raras e de menor magnitude, principalmente no que concerne à estrutura temporal ou espacial de preços, diminuindo as possibilidades de lucro. Para poder continuar a realizar operações de arbitragem, as instituições são cada vez mais levadas a procurar correlações diversas e “torcer” para que a concorrência delas não se aperceba. Na hora em que uma correlação é amplamente admitida, as oportunidades de arbitragem se rarefazem (por exemplo, índices de Bolsas de Valores e taxas de juros).”

Capítulo 2

Câmbio e juros no período da análise (2004-2007)

Este capítulo tem como objetivo analisar os movimentos da taxa de câmbio e de fluxos de capitais no período que engloba os anos de 2004 até 2007. Será realizada uma contextualização macroeconômica sob viés Keynesiano com enfoque no ciclo de liquidez no Brasil. A inspiração Keynesiana não pressupõe homogeneidade de comportamentos, equilíbrio geral e expectativas racionais, dando ênfase para “(...) a dinâmica do mercado de câmbio, os comportamentos miméticos, a heterogeneidade dos agentes e suas interações que conduzem a uma dinâmica instável e não ao equilíbrio. Como sublinhou Keynes, num ambiente de incerteza os agentes passam a ser guiados pela lógica especulativa, que procura prever a “psicologia do mercado”, nas suas decisões de alocação de riqueza” FARHI, MARÇAL e PRATES (Set/2007)

2.1. Fluxos de capitais (2004-2007) e suas influências no Brasil.

“No Brasil, o elevado grau de abertura financeira e a adoção do câmbio flutuante ampliaram consideravelmente os canais de transmissão desta dinâmica cíclica devido ao aumento da participação estrangeira no sistema financeiro, aos fluxos de capitais de portfólio e ao desenvolvimento e aprofundamento de mercados de derivativos financeiros *onshore* e *offshore* que permitem a realização de elevado volume de operações especulativas e de arbitragem” (FARHI, 2005/abr, p. 152). Nesse trecho, Farhi explicita claramente os impactos da adoção do regime de câmbio flutuante, em Janeiro de 1999, que, em conjunto com o elevado grau de abertura financeira, subordinaram as políticas cambial, monetária, fiscal aos interesses do mercado financeiro.

O câmbio flutuante levou à adoção da política monetária regulada pelas metas de inflação. O objetivo das metas de inflação é, por meio do controle da taxa de juro, a estabilização dos preços. Dessa forma, a política monetária, após 1999, substituiu a âncora cambial por um sistema que pretendia influenciar as expectativas dos agentes e o nível da demanda. As metas de inflação, dessa forma, têm como função coordenar as expectativas por meio da credibilidade nas ações adotadas pelo Banco Central. Ou seja, ao Copom anunciar as metas inflacionárias perseguidas, as expectativas futuras dos

agentes convergiriam aos valores determinados pelo Copom. Essa convergência inibiria a propagação da inflação corrente para períodos posteriores. Para tanto, o Banco Central se empenha para cumprir as metas estipuladas por meio do controle da taxa de juros. Contudo, em economias emergentes como a do Brasil, faz-se necessário destacar os efeitos particulares que essa combinação entre taxa de câmbio flutuante e política monetária baseada em metas de inflação acarreta. Argumenta-se que a liberalização dos fluxos de capitais ou da conta financeira e a desregulamentação financeira restringiram o poder de atuação das políticas monetárias dos países emergentes possuidores de moedas inconvertíveis¹⁰. Essa restrição é maior para as economias com elevado grau de abertura financeira. Nessas economias a volatilidade da taxa de câmbio é mais elevada em comparação às economias desenvolvidas e o grau de inter-relação entre juros e câmbio é potencializado. Como consequência há uma amplificação dos efeitos da instabilidade cambial na inflação, o chamado *pass-through*. O *pass-through* no Brasil ganha especial relevância, segundo Farhi (nov.2005/abr.2006), pois “se singulariza por ser o único que adotou, por longo período e com largo alcance, mecanismos de indexação da moeda e dos contratos. A decorrente inércia inflacionária foi reduzida na adoção do Plano Real. Mas ela foi reintroduzida pela adoção da indexação das tarifas dos serviços prestados pelas companhias oriundas do processo de privatização (...) a estrutura específica da formação de preços no Brasil faz com que a desvalorização da taxa de câmbio e/ou os demais choques exógenos de oferta atinjam a maioria dos preços dos bens e serviços. Não são apenas os preços dos bens comercializáveis – que compõem a pauta do comércio exterior – que sofrem os impactos da taxa de câmbio e/ou outros choques de oferta, mas também os preços administrados (em sua maioria compostos por serviços), em virtude dos contratos, firmados na privatização das empresas de telefonia e das distribuidoras de energia elétrica, que determinam reajustes anuais das tarifas tomando por base a evolução dos Índices Gerais de Preços (IGPs), que tem forte peso dos preços por atacado e são muito sensíveis à taxa de câmbio e demais choques de oferta.”

De tal modo, no *pass-through*, quanto maior a influência do câmbio na inflação, menor é a eficiência da utilização da taxa de juros como instrumento de política

¹⁰ A inconvertibilidade da moeda parte da idéia de hierarquia das moedas apontada por Keynes. Ou seja, as economias nacionais possuíam diferentes capacidades de atrair recursos. Dessa forma, havia um poderio financeiro responsável pelas assimetrias do sistema monetário internacional. Essa natureza não-conversível é, como destaca Prates (2007) “reflexo das assimetrias do sistema monetário e financeiro internacional, resulta tanto na existência de um prêmio de risco-país em relação à moeda-chave, como num risco cambial mais elevado, que afetam as condições de paridade entre os juros internos e externos.”

monetária nas fases de baixa liquidez do ciclo de capitais. Sob o regime de metas inflacionárias, o aumento inflacionário causará um aumento das taxas de juros. Assim, o regime cambial em economias emergentes com elevada abertura financeira exerce grande influência na política monetária.

Metas de inflação

O sistema de metas de inflação consiste na condução da política monetária cujo principal objetivo é a estabilização de preços. O BC é responsável pela determinação das metas de inflação tal qual é sua função anunciar ao público as decisões sobre a meta e as razões para essas. Giambiagi (2005, p. 178) destaca que “com a adoção do sistema de metas de inflação, o Conselho Monetário Nacional (CMN) ao definir um “alvo” para a variação do IPCA, passou a balizar as decisões de política monetária do Banco Central (BC) tomadas todos os meses pelo Comitê de Política Monetária (Copom). Este toma decisões acerca da taxa Selic com base em um modelo no qual a hipótese adotada quanto à taxa de juros gera um certo resultado da inflação, nos termos desse modelo. Assim, teoricamente, se a variação dos preços resultante de incorporar às equações uma hipótese correspondente à taxa de juros Selic vigente na época se mostrasse inferior à meta, o BC estaria em condições de reduzir os juros, enquanto, se a inflação estimada fosse superior à meta, o BC deveria subir os juros. O sistema de metas trabalha com uma margem de tolerância acima ou abaixo da meta, para acomodar possíveis impactos de variáveis exógenas, procurando evitar grandes flutuações do nível de atividade”.

Dessa forma, para os países periféricos que liberalizaram os fluxos de capital e desregulamentaram as atividades financeiras, a taxa de câmbio representa o conduto básico da transmissão da instabilidade da percepção dos investidores estrangeiros em relação a eles. Fica claro que, devido ao *pass-through*, a taxa de juros, no sistema de metas de inflação em países como o Brasil, é um importante instrumento de difusão da volatilidade do mercado internacional para a economia local.

Após uma rápida discussão das conseqüências do câmbio flutuante em conjunto com as metas inflacionárias, faz-se necessário contextualizar em que cenário ocorreu essa adoção do câmbio flutuante. Em 1998, houve uma negociação do governo brasileiro por um novo acordo com o FMI para que o Brasil pudesse afrontar um cenário de baixa liquidez internacional. Essa negociação estava gerando uma evasão de

capitais frente à expectativa de uma desvalorização, ou seja, antes que houvesse algum tipo de mudança cambial, os agentes estavam trocando R\$ por U\$. Houve um acordo, porém ele não foi suficiente para aliviar o pessimismo externo ocasionando uma perda ainda maior de divisas.

Assim, a desvalorização cambial foi inevitável e, dois dias depois, o câmbio flutuante foi adotado. Armínio Fraga foi nomeado presidente do Banco Central e tomou duas providências: elevou a taxa de juros básica e iniciou os estudos para a adoção do sistema de metas de inflação. Em 1999 e em 2000 houve uma relativa tranquilidade, porém nos anos de 2001 e 2002 ocorreram novos ataques especulativos. Dentre as principais razões para os ataques no ano de 2001 estão os ataques terroristas, a crise de energia e a crise Argentina. Em 2002, além do contexto de forte aversão ao risco dos investidores externos devido às incertezas internacionais, havia ainda o risco Lula. Esses ataques especulativos sob o regime de câmbio flutuante acarretaram numa depreciação cambial. Esta, por sua vez, pressionou os preços e obrigou ao Bacen elevar a taxa de juros básica devido a alta da inflação que excedeu a meta estipulada. O período entre 1999 e o último trimestre de 2002 foi caracterizado por um cenário de forte aversão ao risco e de baixa liquidez internacional. Porém, a partir do último trimestre de 2002, iniciou-se um novo período de farta liquidez internacional devido ao aumento da exposição aos riscos dos investidores internacionais. Em 2003, houve uma apreciação da moeda e dos ativos brasileiros. Esses são frutos do movimento especulativo que antes, em 2001 e 2002, havia depreciado os preços. Ainda em 2003, iniciou-se a queda do risco país que a partir de 2004 se acentua.

O período 2004 até 2007 é caracterizado pela alta liquidez internacional. Nesse contexto, a taxa de câmbio exerceu papel importante como instrumento de transmissão de política monetária e foi principal motor das variações dos preços no regime de câmbio flutuante. Outro importante fato ocorrida nesse período foi o anúncio do Bacen de elevação da taxa de juros básica, esse aumento da Selic em conjunto com a queda do risco-país fez com que os investidores tomassem posições agressivas apostando por uma nova valorização do real. A política monetária mostrou-se incompatível com as particularidades da economia nacional com um forte desvio para o anti-crescimento. Essa combinação da política de regime de metas inflacionárias e de câmbio flutuante é sujeita a grandes oscilações levando a episódios de *stop and go*. Isso sem levar em conta que as autoridades monetárias, devido a essa política monetária inflexível, ficam impossibilitados de implementar qualquer tipo de política que possua elementos de

surpresa para afetar as variáveis reais da economia, ou seja, o Bacen deve tomar uma posição de maior transparência possível com o intuito de não afetar as expectativas dos agentes.

Diante desse quadro exposto acima, este item da monografia visa analisar de que maneira se comportou a inter-relação entre juros, câmbio e expectativas perante esse contexto de alta liquidez, câmbio flutuante e meta inflacionária.

2.1.1. O ano de 2004.

Em 2004, o ano base desta análise, configurou-se um cenário macroeconômico positivo, principalmente, a partir do 2º semestre. Pela tabela 2.1 podemos perceber a evolução do PIB a partir de 1999 até 2004. Nota-se uma evolução crescente e contínua no PIB em R\$ correntes com um aumento de 5,2% na variação real anual do PIB no ano de 2004.

Tabela 2.1.

Anos	Produto Interno Bruto em R\$ correntes	
	R\$ Milhões	Varição real anual (%)
1999	973.846	0,8
2000	1.101.255	4,4
2001	1.198.736	1,3
2002	1.346.028	1,9
2003	1.556.182	0,5
2004	1.769.202	5,2

(Fonte: IBGE, elaboração própria)

Nessa melhora do PIB, destaca-se o aumento dos investimentos diretos externos (IED) na economia nacional de R\$ 52,9 bilhões contra R\$ 30,9 bilhões em 2003¹¹ que reflete o otimismo dos agentes externos. Em 2004, segundo o relatório anual do Banco Central (dez/2004), a economia norte-americana foi impulsionada pela demanda

¹¹ Dados retirados do site do IBGE (www.ibge.gov.br).

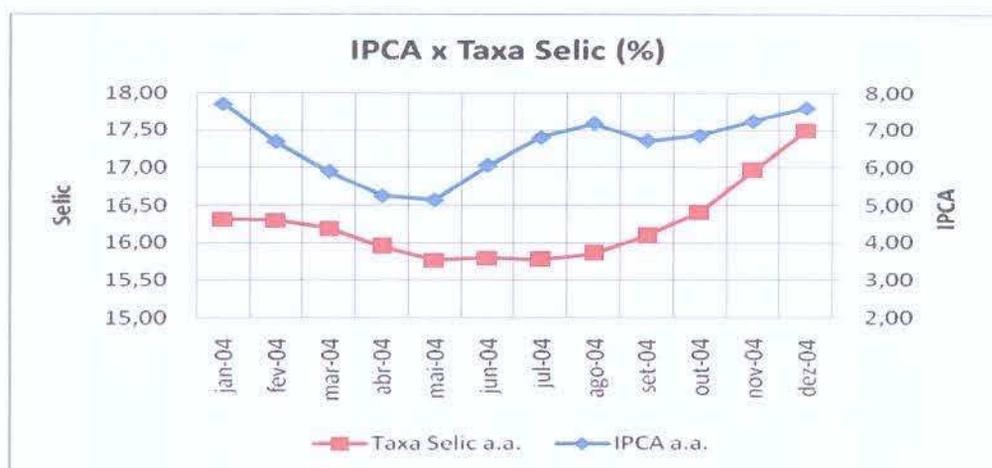
doméstica e pela manutenção de taxas de juros em patamares baixos. O baixo custo de crédito norte-americano que favoreceu o refinanciamento de hipotecas e a liquidez do mercado foi outro fator importante para a expansão econômica em 2004¹². A China, por sua vez, passava por uma expansão continuada do seu produto e de suas exportações que trazia como consequência o aumento da demanda de insumos. Essa necessidade de matérias primas contribuiu de maneira positiva para o comércio internacional e para a elevação dos preços das *commodities* como petróleo e metais. A elevação dos preços das *commodities*, por sua vez, favoreceu a economia dos países emergentes. Dentre esses se destaca o Brasil. Com isso, configura-se um cenário positivo para os investidores estrangeiros, ou seja, essa relativa estabilidade econômica mundial no ano de 2004 somada com a liquidez dos mercados internacionais resultou na redução da aversão aos riscos dos investidores estrangeiros. Isso significa que os investidores estrangeiros estavam mais aptos a colocarem seus capitais em mercados de risco maior.

2.1.1.2. Evolução dos juros, câmbio e expectativas em 2004.

Frente a esse cenário internacional e à melhora do mercado interno frutos da expansão econômica, o BACEN preocupado com a estabilização dos preços, devido aos choques externos e internos, decidiu adotar medidas conservadoras e elevar gradualmente a taxa básica de juros para enquadrar a inflação dentro da trajetória de metas que para o ano de 2004 estava em 5,5%. No gráfico 2.1 pode-se visualizar a evolução da Taxa Selic a.a. e do IPCA acumulada em doze meses ao longo do ano de 2004.

¹² Esse crédito fácil que patrocinou o mercado imobiliário e colaborou para a expansão econômica em 2004 constituiria alguns anos depois, um dos grandes responsáveis pela crise financeira iniciada em 2008. Isso se deve a falta de critérios e controles com os quais foram administrados esses créditos.

Gráfico 2.1

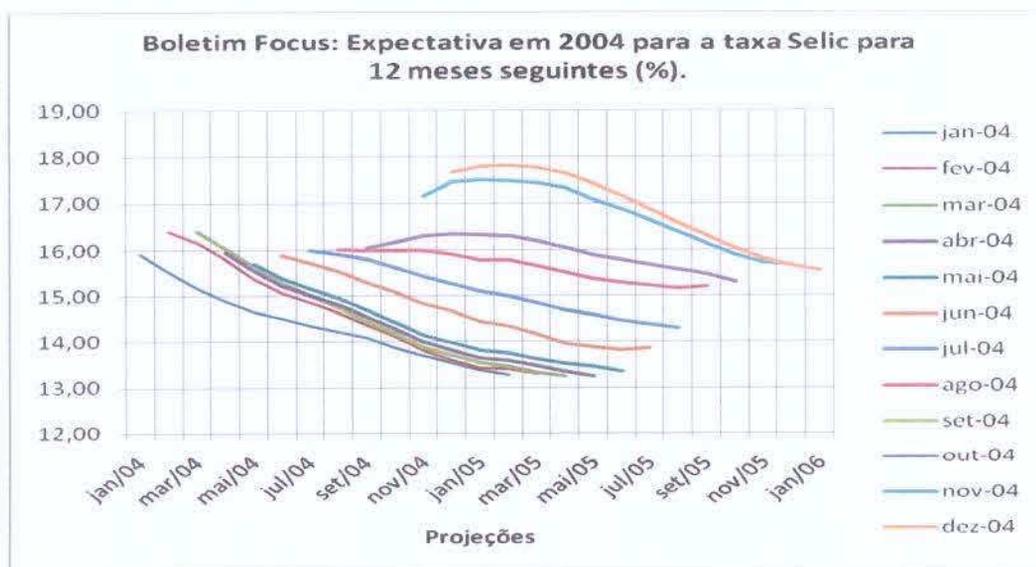


(Fonte: Bacen e IBGE, elaboração própria)

A evolução da Selic em 2004 acompanhou a preocupação dos condutores de política monetária em manter a estabilização de preços. Em Março e Abril ocorreram cortes de 0,25 p.p. na meta chegando em 16% a.a. Os cortes foram motivados pelas perspectivas de queda da inflação, porém o cenário incerto quanto à evolução da inflação motivadas pela volatilidade dos preços do petróleo, da alteração da taxa de juros básica dos EUA e da expansão da economia nacional influenciou um processo de elevação das taxas de juros iniciado em setembro.

O comportamento das expectativas dos agentes para a meta da Taxa Over-Selic em 2004 pode ser visualizado no gráfico 2.2.

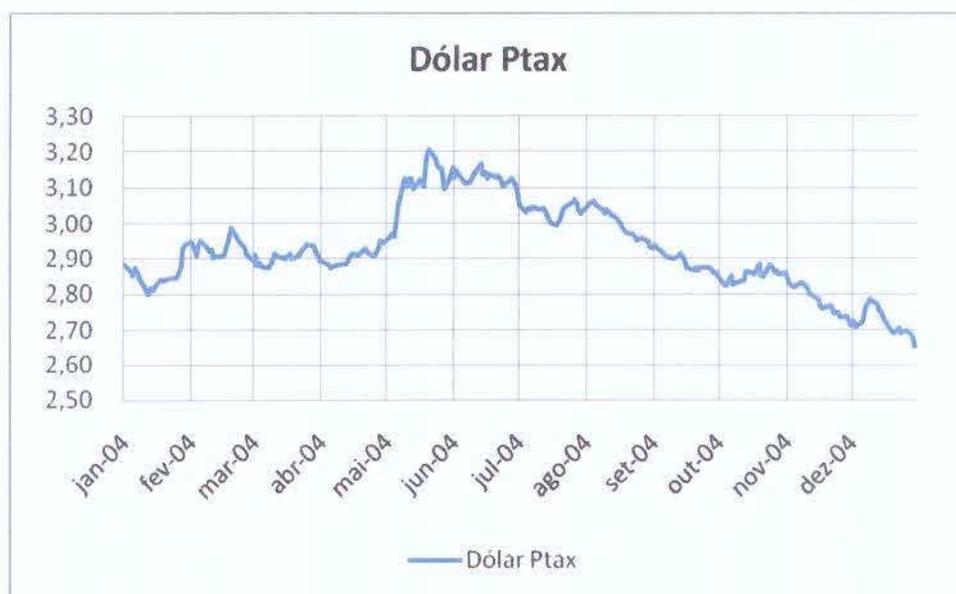
Gráfico 2.2.



(Fonte: Bacen, elaboração própria)

Nota-se que em 2004 que o comportamento das expectativas dos agentes do mercado para a Selic foi se alterando. Em Março de 2004, por exemplo, as expectativas para a Selic nos doze meses seguintes eram de constante queda. Em Agosto de 2004, ainda há uma projeção de queda para a taxa, porém de forma menos acentuada. Em Novembro, nota-se uma expectativa para os doze meses seguintes diferente dos meses anteriores. Essas alterações nas expectativas da Selic estão interligadas, além da própria Selic, com outras variáveis como câmbio, inflação e, principalmente, pelas decisões do Comitê de Política monetária (Copom), é importante ressaltar que em novembro, embora tenha mudado de patamar, a curva de juros projetada manteve-se invertida, ou seja, há uma manutenção das expectativas por uma queda da taxa de juros. No gráfico 2.3, visualiza-se a evolução do dólar Ptax¹³ ao longo do ano de 2004.

Gráfico 2.3.



(Fonte: Bacen, elaboração própria)

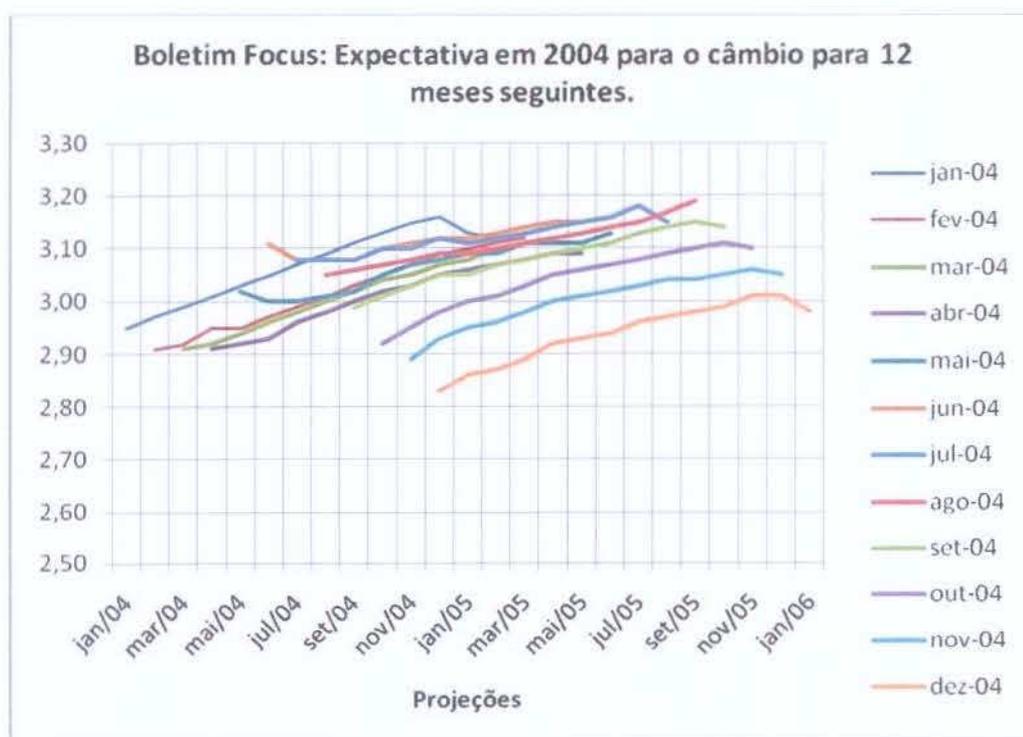
Em 2004, a primeira grande variação do dólar foi no período de Maio quando no mesmo período o risco-país, de acordo com o Emerging Market Bond Index plus (Embi+)¹⁴, alcançou cerca de 800 pontos básicos, o motivo desse risco é devido a sinalização dos EUA por um aumento da taxa básica de juros. A taxa de câmbio sofreu

¹³ O Ptax é a média ponderada pelo volume de transações das taxas efetivas de negociação do dólar no mercado interbancário.

¹⁴ O Embi+ foi criado pelo banco JP Morgan em 1992 para medir o grau de insolvência que cada país emergente representa para o investidor.

uma depreciação atingindo o patamar de R\$3,20/US\$. Em torno de Julho, com uma menor perspectiva de instabilidade financeira internacional, o real começou a apreciar. A tendência de depreciação da moeda estadunidense no mercado internacional aliado com o crescimento da economia nacional, a melhora dos indicadores do risco Brasil e a elevação da Selic fizeram com que a apreciação do real se estendesse. No gráfico 2.4 temos a evolução das expectativas do câmbio para os doze meses seguintes. As expectativas ao longo do ano de 2004 eram de depreciação do real frente ao dólar. Na medida em que o real começou a se apreciar no final do ano, as expectativas de depreciação do real se tornaram mais amenas.

Gráfico 2.4.



(Fonte: Bacen, elaboração própria)

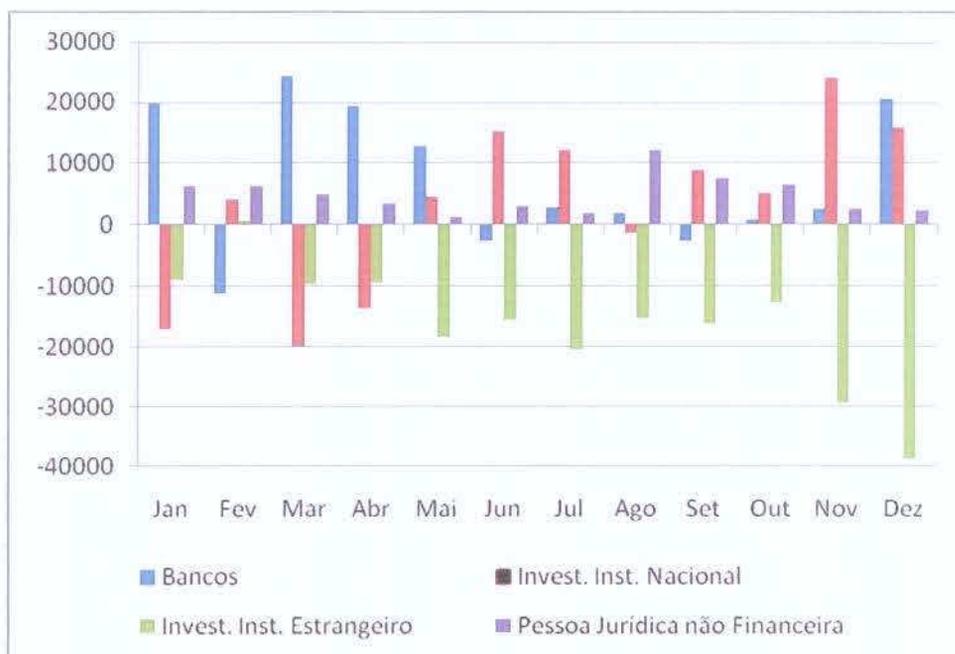
2.1.1.3. Comportamento do mercado futuro em 2004.

Nesse item será examinado de que maneira o mercado futuro se comportou durante o ano de 2004 frente as variações da Selic, do câmbio e das expectativas. A análise do mercado futuro será feita por meio dos contratos abertos. O contrato aberto é utilizado como uma espécie de indicador para confirmar tendências para mercados futuros. Segundo definição do site (www.bastter.com) sobre contratos em aberto, o

número de contratos em aberto em conjunto com uma elevação nas cotações dos preços pode sinalizar uma tendência de alta. Da mesma forma que um aumento do número de contratos em aberto acompanhado por uma baixa dos preços pode significar uma tendência de baixa. Uma tendência de reversão ocorre quando há um aumento ou queda das cotações enquanto que o número de contratos em aberto se mantém de lado ou declinando levemente. Nos gráficos abaixo 2.5, 2.6 e 2.7 é retratado as posições líquidas¹⁵ por tipo de investidores dos mercados de Futuro de DDI, Futuro de Juros e Futuro de Dólar.

Gráfico 2.5.

Posições líquidas dos investidores em Futuro de DDI (2004)



(Fonte: BM&FBovespa, elaboração própria)

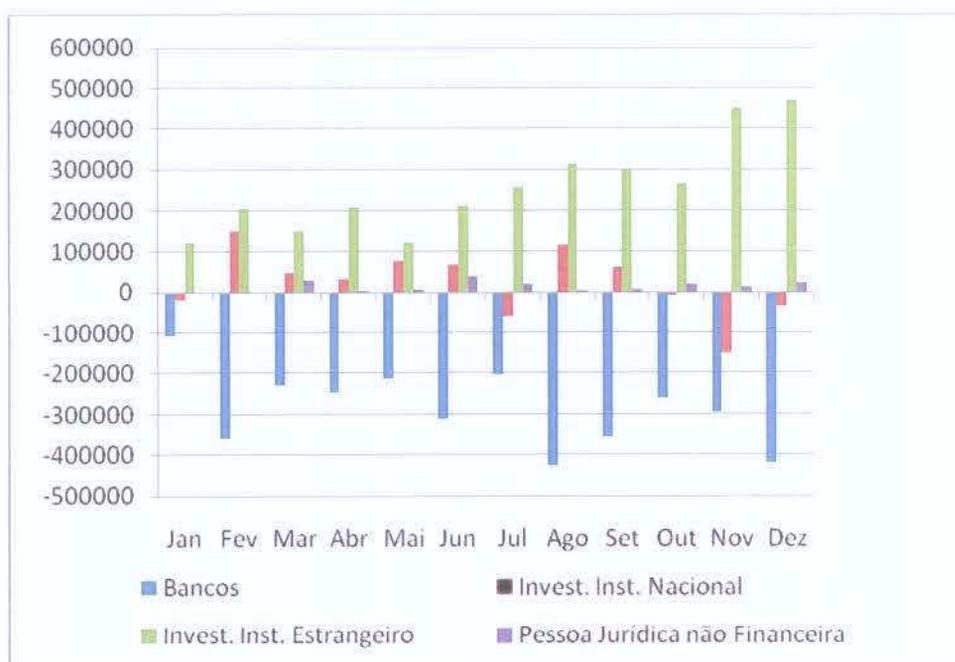
No gráfico 2.5, nota-se uma participação relevante dos investidores estrangeiros nas posições líquidas vendidas. Nos meses de Novembro e Dezembro, essa participação é maior em comparação ao longo do ano devido a influência da decisão do Copom de aumentar a taxa Selic que estava em 16,75% a.a. para 17,25% a.a. Segundo o Copom (Ata do Copom, 102ª Reunião, item 30), “Esse ajuste evitará que medidas mais fortes venham a ser necessárias no futuro para desinflacionar a economia, cujos danos ao ciclo de crescimento poderiam ser grandes. Além disso, consolidar a convergência da

¹⁵ As posições líquidas representam o total das posições compradas menos o total das posições vendidas nesse contrato. Nos gráficos, as posições líquidas compradas situam-se acima da linha horizontal, as vendidas abaixo dela.

inflação para a trajetória das metas é crucial para que tenha prosseguimento de forma saudável e balanceada o processo de retomada da atividade iniciado em 2003, pela preservação das forças que darão sustentação aos componentes da demanda doméstica mais dependentes da renda do trabalho. Nesse sentido, o ajuste da política monetária tem como objetivo último reduzir a volatilidade do produto e oferecer condições de sustentabilidade de longo prazo ao processo de crescimento da economia brasileira”. Diante disso, a partir de Novembro, os agentes alteraram as suas expectativas futuras para a Selic (gráfico 2.2) e para o câmbio (gráfico 2.4). Os investidores estrangeiros, por sua vez, intensificaram as suas posições líquidas vendidas em Futuro de DDI (gráfico 2.5) e as suas posições líquidas compradas em Futuro de Juros (gráfico 2.6). No mercado futuro de DDI é negociado o diferencial entre taxa de juros efetiva e a variação cambial. A razão dos investidores estrangeiros estarem vendidos nesse contrato – comprados em juros e vendidos em dólar no período – é coerente com as pesadas apostas de que o Brasil devesse convergir para uma taxa de juros mais similar com a de outros países emergentes. No mercado do cupom cambial, a posição vendida significa que o cupom deverá cair quando a taxa de juros brasileira também cair.

Gráfico 2.6.

Posições líquidas dos investidores em Futuro de Juros (2004)

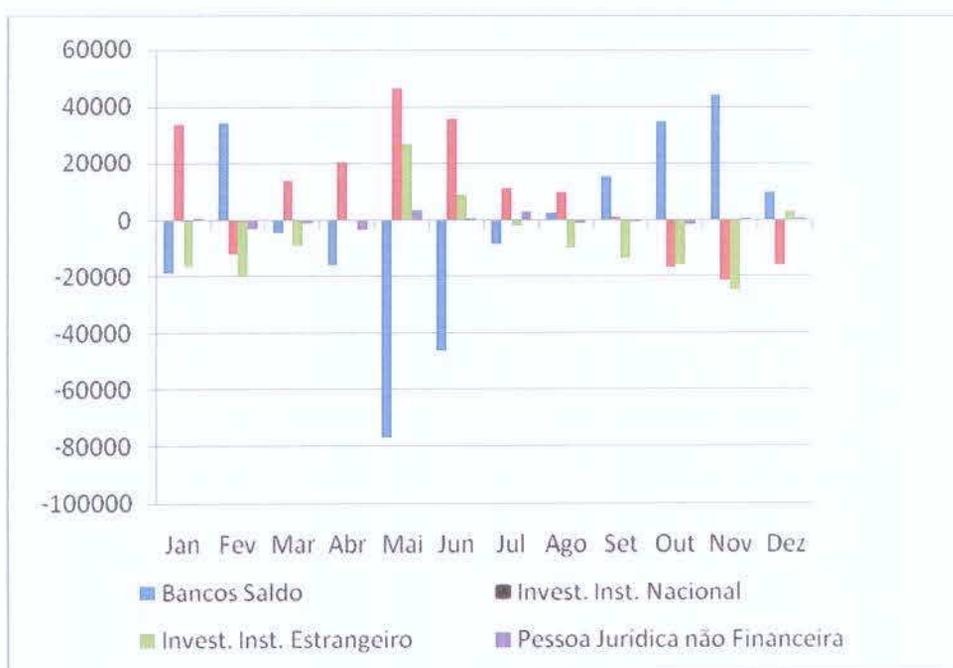


(Fonte: BM&FBovespa, elaboração própria)

Já no mercado Futuro de dólar, percebe-se no gráfico 2.7 pouca participação dos investidores estrangeiros e pouca variância nas posições líquidas desses. O ano de 2004 é alternado entre posições líquidas vendidas (períodos entre Janeiro até Março e Julho até Novembro) com posições líquidas compradas (Maio até Junho e em Dezembro). Se de um lado, havia uma inversão dos investidores estrangeiros das posições vendidas líquidas para compradas, do outro lado ocorria uma depreciação do real em Junho de 2004, porém ao longo do ano, houve uma apreciação do real em Julho e, em paralelo, a volta dos investidores estrangeiros em posições líquidas vendidas.

Gráfico 2.7.

Posições líquidas dos investidores em Futuro de Dólar (2004)



(Fonte: BM&FBovespa, elaboração própria)

2.1.2 O ano de 2005.

Em 2005, segundo o relatório anual 2005 (Dez/2005) do Banco Central, a economia brasileira apresentou um bom desempenho, embora o PIB tenha crescido a uma taxa inferior em comparação ao ano de 2004. O PIB em 2005 cresceu 2,3%, resultado influenciado pelo aumento da demanda interna e pela melhora das condições de crédito.

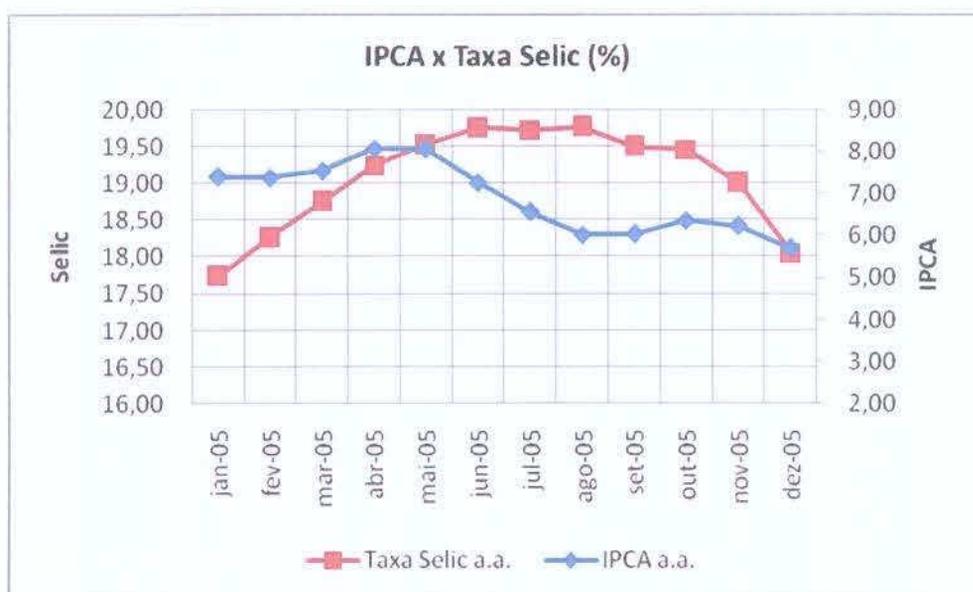
O mercado internacional manteve-se em crescimento, porém com menor expressão em comparação ao ano de 2004. As economias emergentes continuaram a

serem beneficiadas pela manutenção ou elevação dos patamares dos preços das *commodities*. A forte demanda chinesa contribuiu para manter os preços das *commodities* elevados. Em 2005, as *commodities* metálicas e agrícolas apresentaram desempenho positiva com destaque para um aumento médio em 26.4% no preço das *commodities* metálicas. O preço do petróleo em 2005 apresentou uma tendência ascendente devido às pressões políticas exercidas pelas regiões produtoras e pela forte demanda da China e da Índia.

2.1.2.2. Evolução dos juros, câmbio e expectativas em 2005.

A continuidade do cenário de alta liquidez internacional com o bom desempenho da economia nacional fez com que o Banco Central mantivesse a política monetária. Ao final do ano de 2004, o Bacen adotou a estratégia de uma elevação gradual da taxa de juros básica, segundo o qual, procurava-se defender a meta inflacionária da elevação do ritmo da demanda. O Bacen atuou de forma cautelosa também devido a incertezas associadas à deterioração do cenário econômico internacional. Podemos verificar no gráfico 2.8 a evolução da Selic em comparação ao IPCA acumulado em doze meses em 2005.

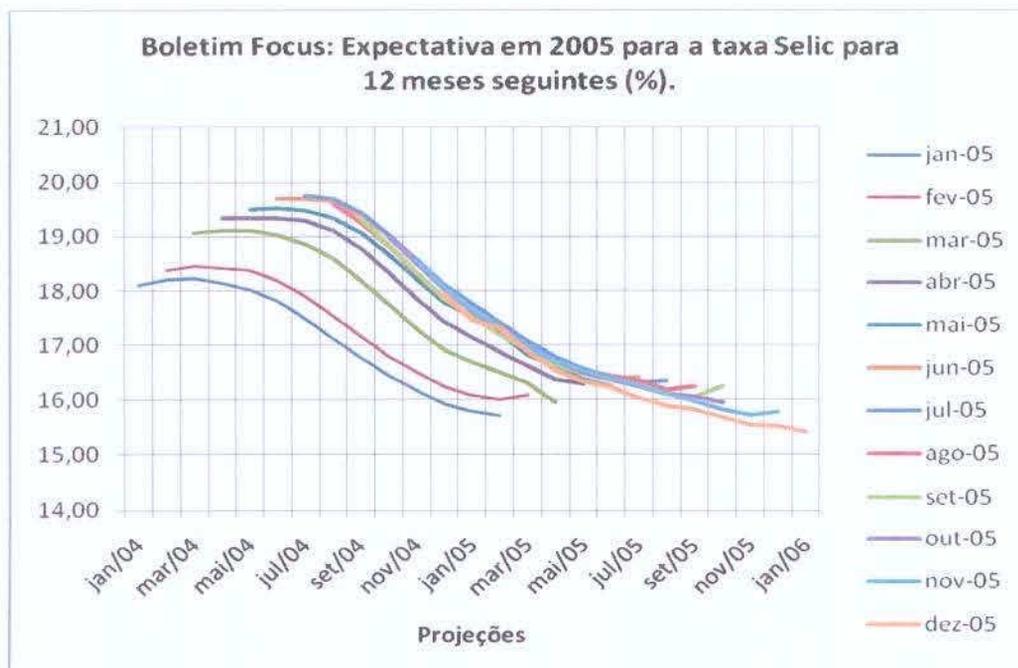
Gráfico 2.8.



(Fonte: Bacen e IBGE, elaboração própria)

Pelo gráfico 2.8, nota-se o crescimento da taxa Selic até a metade do ano. O Copom (Ata do Copom, 108ª Reunião, item 27) destacou que “dados os riscos de curto prazo e sua persistência nos últimos meses, o Comitê avaliou que somente a perspectiva de manutenção da taxa de juros básica por um período suficientemente longo de tempo no nível estabelecido em sua reunião de abril não proporcionaria condições adequadas para assegurar a convergência da inflação para a trajetória de metas. Diante disso, o Copom decidiu, por unanimidade, aumentar a meta para a taxa Selic para 19,75% a.a., sem viés, e acompanhar atentamente a evolução do cenário prospectivo para a inflação até a sua próxima reunião, para então definir os próximos passos na estratégia de política monetária implementada desde setembro de 2004. Como ressaltado também nas Notas de reuniões anteriores, é necessário que a Autoridade Monetária esteja pronta a adequar às circunstâncias o ritmo e a magnitude do processo de ajuste da taxa de juros básica, caso venham a exacerbar-se os fatores de risco acompanhados pelo Comitê. Em contraposição, a série do IPCA sofreu uma queda atenuada a partir de Maio”. Dessa forma, até a metade do ano a taxa Selic foi se elevando e apenas em setembro voltou a se reduzir chegando em Dezembro a 18 % a.a. O comportamento das expectativas para a Selic é ilustrado no gráfico 2.9. Nesse gráfico, nota-se que a curva de rendimento esperado acentua a previsão de quedas no futuro.

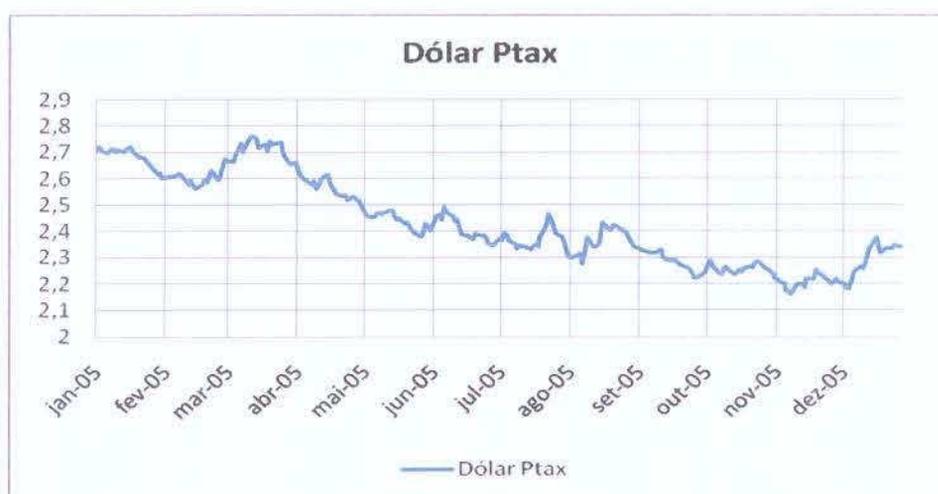
Gráfico 2.9.



(Fonte: Bacen e IBGE, elaboração própria)

Ao longo de 2005, as expectativas foram se alterando conforme as medidas adotadas pelo Copom. Já a taxa de câmbio representada no gráfico 2.10 mostra uma leve tendência de apreciação da moeda ao longo do ano de 2005. Essa valorização do Real foi, conforme afirma Farhi (maio/out. 2005 p.84), “(...) resultado direto da elevação da taxa básica de juros e que tal valorização foi ativamente procurada pelo Banco Central como instrumento para reduzir a inflação. A flagrante anomalia dessa divergência entre a forte alta da taxa de juros básica e a queda do risco país tem condicionado os movimentos verificados nos mercados de ativos brasileiros, notadamente nos que negociam a taxa de câmbio”. No item 2.1.2.3, será analisado mais detalhadamente como se comportou o mercado futuro no ano de 2005.

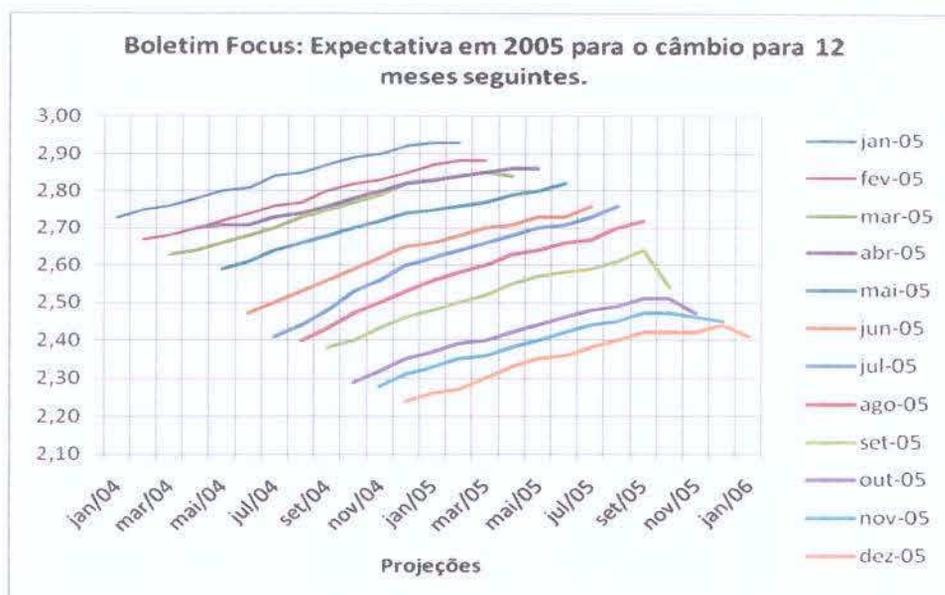
Gráfico 2.10.



(Fonte: Bacen e IBGE, elaboração própria)

O comportamento das expectativas ao longo do ano de 2005 (gráfico 2.11) foi de permanente queda. Na medida em que o real se apreciava, as expectativas ao longo do ano eram cada vez menores.

Gráfico 2.11.



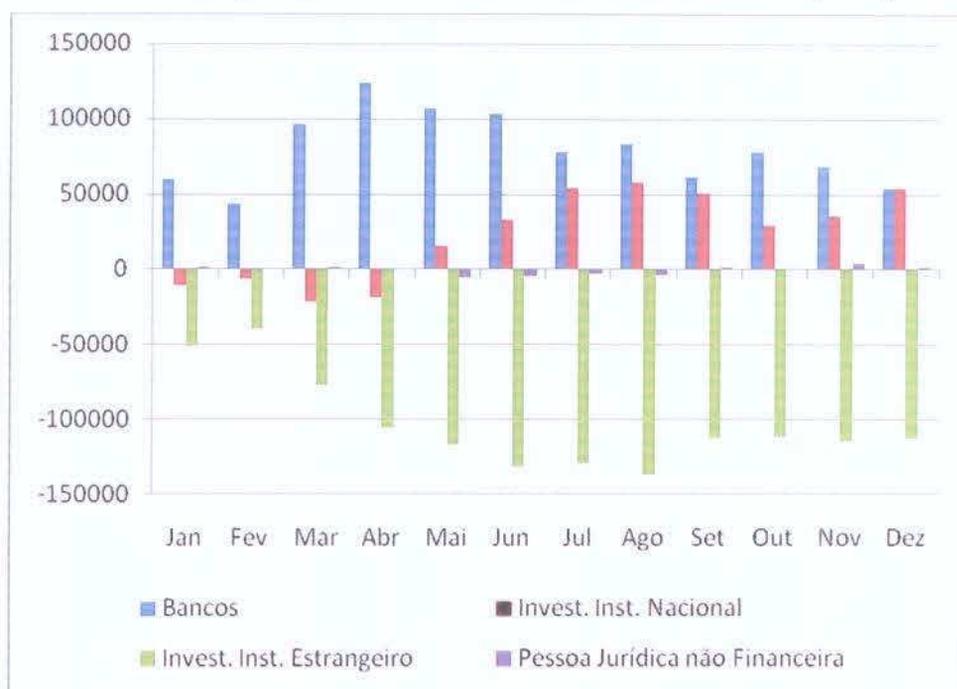
(Fonte: Bacen e IBGE, elaboração própria)

2.1.2.3. Comportamento do mercado futuro em 2005.

O gráfico 2.12 representa as posições líquidas dos agentes em Futuro de DDI. Na medida em que o Copom estabelecia novos aumentos para a Taxa Selic, nota-se um aumento da participação dos investidores estrangeiros nas posições líquidas vendidas chegando aos maiores patamares nos meses de Junho, Julho e Agosto – meses em que a taxa Selic estava em 19,75% a.a. O aumento das posições vendidas é coerente com as apostas de que a taxa o Brasil deveria convergir para uma taxa de juros similar com a de outros países emergentes, pois estar vendido no cupom cambial significa que o cupom deverá cair quando a taxa de juros brasileiros caírem também.

Gráfico 2.12.

Posições líquidas dos investidores em Futuro de DDI (2005)

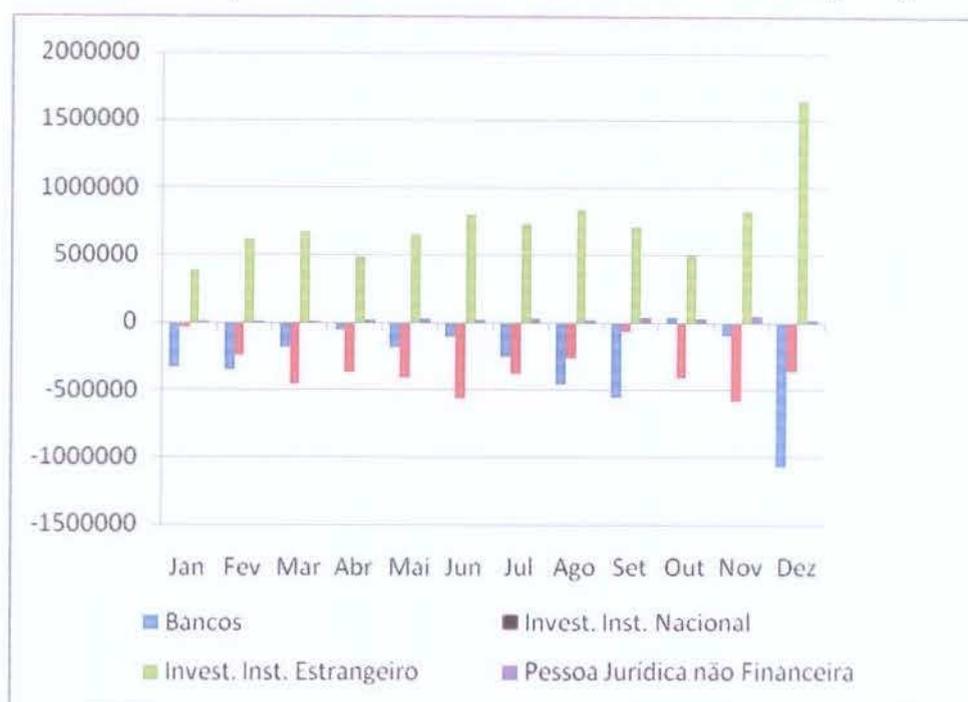


(Fonte: BM&FBovespa, elaboração própria)

No gráfico 2.13 percebe-se uma elevada participação dos investidores estrangeiros no mercado de Futuro de Juros. Farhi (maio/out 2005 p. 90) destaca que “uma extremamente elevada participação dos investidores estrangeiros se verifica no mercado de derivativos de taxa de juros. Neste mercado, há um ano – ou seja desde que o Banco Central iniciou o “processo de elevação da taxa de juros “ que levou a Selic de 16% para 19,75% - que os investidores institucionais estrangeiros reinam incontestes na ponta comprada, aquela que representa uma aposta na queda da taxa Selic. Os investidores institucionais estrangeiros apostaram sobretudo nos vencimentos mais longínquos, acreditando que a taxa de juros básica da economia brasileira não poderá manter-se indefinidamente em patamar tão superior ao dos praticados por outras economias emergentes. São essas posições que explicam que vencimentos mais longínquos passaram a ter uma liquidez e um volume de contratos em aberto elevados. É importante insistir que foi sua atuação e o grande volume de operações que realizaram que impediu que a curva de rendimentos se elevasse na mesma proporção que a alta da taxa básica determinada pela política monetária.”

Gráfico 2.13.

Posições líquidas dos investidores em Futuro de Juros (2005)



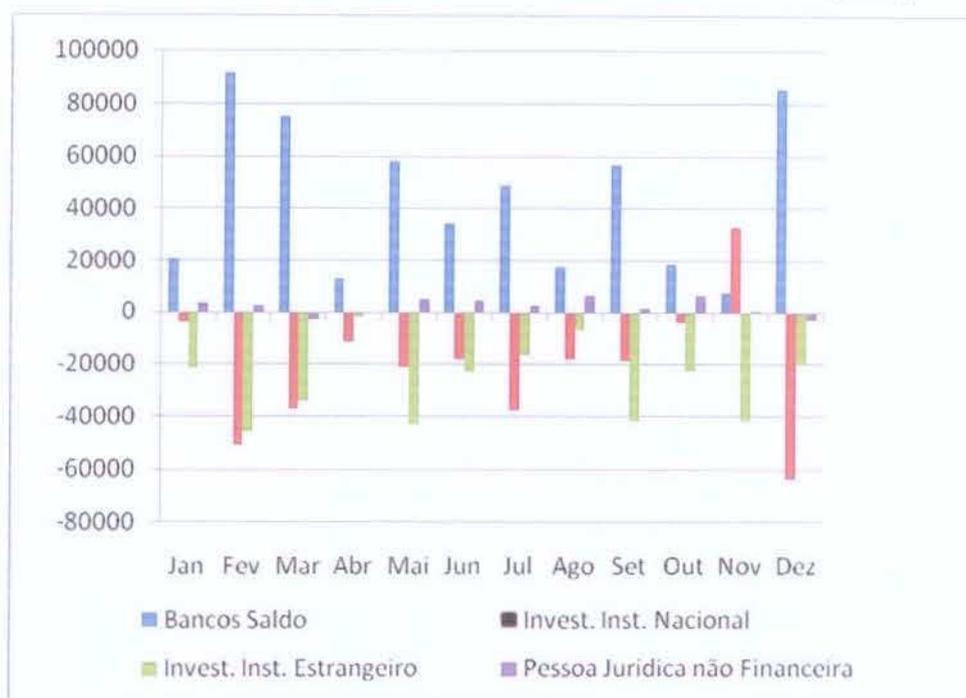
(Fonte: BM&FBovespa, elaboração própria)

No mercado futuro de dólar (gráfico 2.14), segundo Farhi (maio/out 2005 p. 91) “(...) os investidores institucionais estrangeiros compartilharam a posição líquida vendida – aquela que realiza lucros quando o real se aprecia – com os investidores institucionais nacionais, enquanto os bancos detinham a posição líquida comprada (...), o que pode ser explicado, pelo menos em parte, como cobertura de riscos das posições vendidas em câmbio que vêm mantendo no mercado à vista além de outras dívidas contraídas em divisas. Convém, entretanto, sublinhar que a posição líquida vendida dos investidores institucionais estrangeiros reduziu-se consideravelmente até outubro em relação à que detinham em fevereiro/março deste ano. A forte atuação do Banco Central no mercado de câmbio naquele período que antecedeu o anúncio da não renovação do acordo com o FMI e a acentuada apreciação do real verificada desde então pode explicar esta queda de sua posição líquida ou, em outras palavras, de suas apostas unilaterais. Tal redução das posições líquidas dos estrangeiros acentuou-se em outubro, em função dos já mencionados temores de deterioração do cenário externo e do retorno da autoridade monetária às operações de compra de divisas. Mas essas posições líquidas voltaram a se elevar de forma acentuada no início de Novembro, apesar do fato que o

Banco Central voltou a comprar divisas no mercado à vista e da redução do diferencial de juros resultante de um lado da ligeira queda da Selic e de outro lado da alta taxa básica de juros Americana.”

Gráfico 2.14.

Posições líquidas dos investidores em Futuro de Dólar (2005)



(Fonte: BM&FBovespa, elaboração própria)

2.1.3 O ano de 2006.

Em 2006, segundo o relatório anual do Banco Central (Dez/2006), a economia brasileira registrou um aumento real do PIB em 3,7%. O crescimento do mercado interno foi fundamental para esse desempenho.

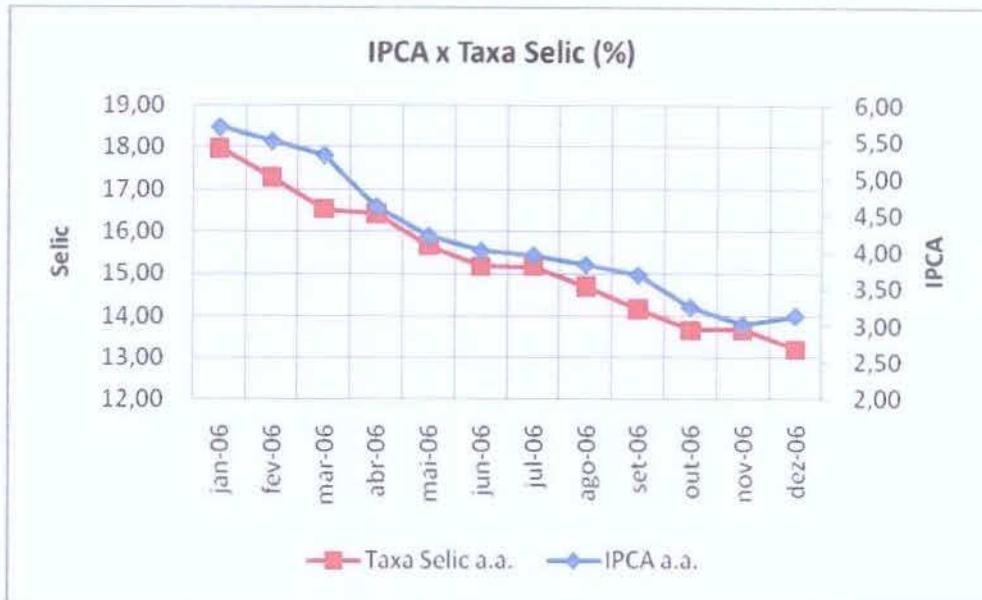
No contexto internacional, em 2006, houve expansão da economia mundial que foi favorecida pelo crescimento dos EUA e pelo crescimento dos principais países em desenvolvimento, China e Índia. Há, em 2006, a continuidade do aumento do preço das commodities em destaque para os metais. Já o preço do petróleo flutuou ao longo do ano e exerceu certo impacto na balança comercial dos países. As commodities agrícolas ficaram em patamares inferiores aos de 2004 (elas registraram elevação de 14.2%), ao contrário do preço das commodities metálicas que estabeleceram novos recordes (os preços aumentaram em 68.9%).

2.1.3.2. Evolução dos juros, câmbio e expectativas em 2006.

No decorrer do ano, o Copom reduziu a meta da taxa Selic em 4,75 p.p. fixando-a em 13,25% a.a. Segundo o Bacen (relatório anual, Dez/06, p. 43), “Nas três primeiras reuniões do ano, o Copom reduziu a meta da taxa Selic em 0,75 p.p., o que diminuiu a intensidade do corte para 0,5 p.p. nas reuniões subseqüentes. Essa redução refletiu incertezas em relação tanto ao grau de transmissão do movimento de flexibilização da política monetária iniciado em Setembro de 2005, quando sobre as condições de liquidez externas provenientes de alterações na condução da política monetária nos EUA. O processo de flexibilização da política monetária brasileira foi facilitado pela trajetória declinante das expectativas de inflação para 2006, que, no acumulado de doze meses, passaram a situar-se em patamar inferior à meta a partir de Abril. Tendência semelhante foi observada, a partir de setembro, pelas expectativas em relação aos índices de preços em 2007. Adicionalmente, a conjunção de fatores como a evolução da taxa de câmbio (...); os processos de acumulação das reservas internacionais e de resgate antecipado de papéis da dívida denominada em moeda estrangeira, que exerceram influência positiva sobre as condições de financiamento externo, reduzindo os prêmios de risco nas captações realizadas no exterior; e a própria redução do risco-Brasil, que calculado pelo Emerging Markets Bond Index Plus (Embi+) alcançou níveis históricos abaixo de 200 pontos-base (p.b), sedimentaram um ambiente benigno para a redução dos níveis inflacionários. Nesse contexto, o IPCA, utilizado como referência para o sistema de metas de inflação, cresceu 3,14% no ano, ante 5,69% no ao anterior, situando-se, pela primeira vez desde a implantação do sistema, em 1999, abaixo da meta estabelecida”.

No gráfico 2.15 pode se visualizar a evolução da taxa Selic e do IPCA ao longo de 2006.

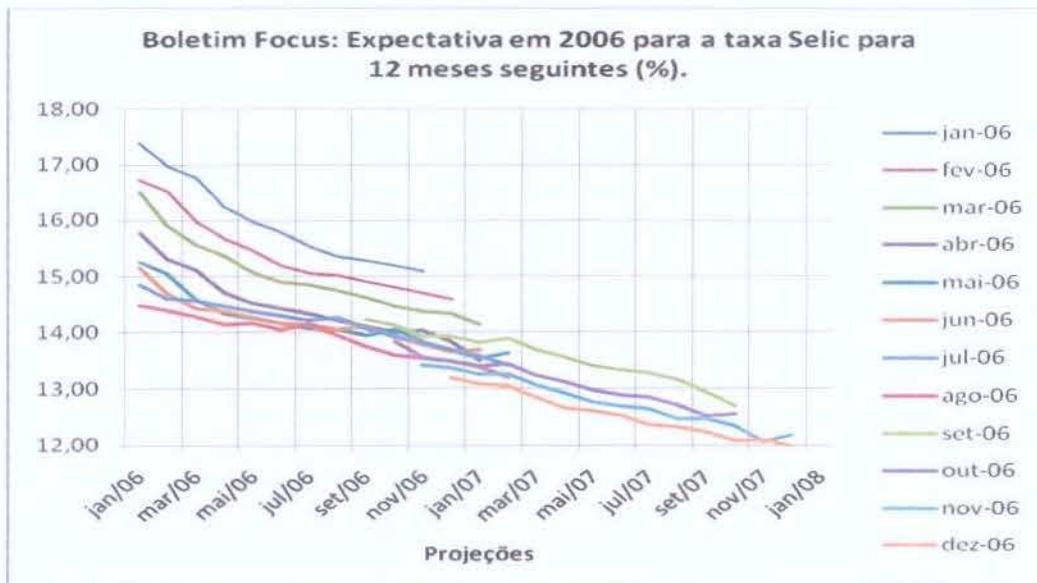
Gráfico 2.15



(Fonte: Bacen e IBGE, elaboração própria)

No gráfico 2.15, nota-se a queda da taxa Selic acompanhada pela queda do IPCA ao longo do ano. No gráfico 2.16, as expectativas da Selic para os doze meses seguintes vão nitidamente caindo conforme os cortes das taxas. Notamos nesse gráfico que a inclinação da curva indica uma expectativa dos agentes de uma queda da inflação, mesmo com a mudança de patamares como nas expectativas dos primeiros meses do ano.

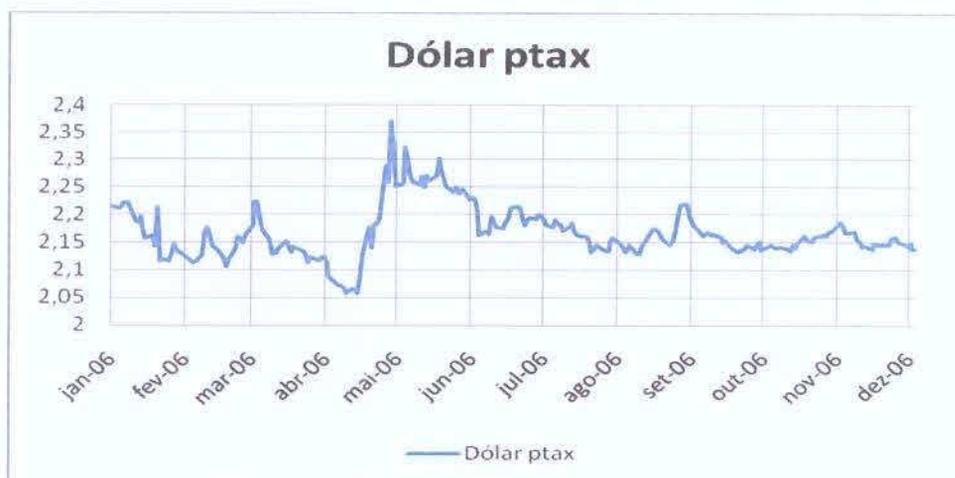
Gráfico 2.16



(Fonte: Bacen e IBGE, elaboração própria)

No gráfico 2.17, percebe-se a evolução da taxa de câmbio ao longo do ano de 2006.

Gráfico 2.17.



(Fonte: Bacen e IBGE, elaboração própria)

No período entre Abril e Junho há uma grande variação do câmbio. No dia 05/05/2006 o câmbio havia alcançado a maior valorização do ano e no dia 25/05/2006 o câmbio havia alcançado a maior desvalorização. Em entrevista ao Jornal Folha de São Paulo no dia 26/05/2006, Delfim Netto criticou a política monetária atual, segundo a matéria:

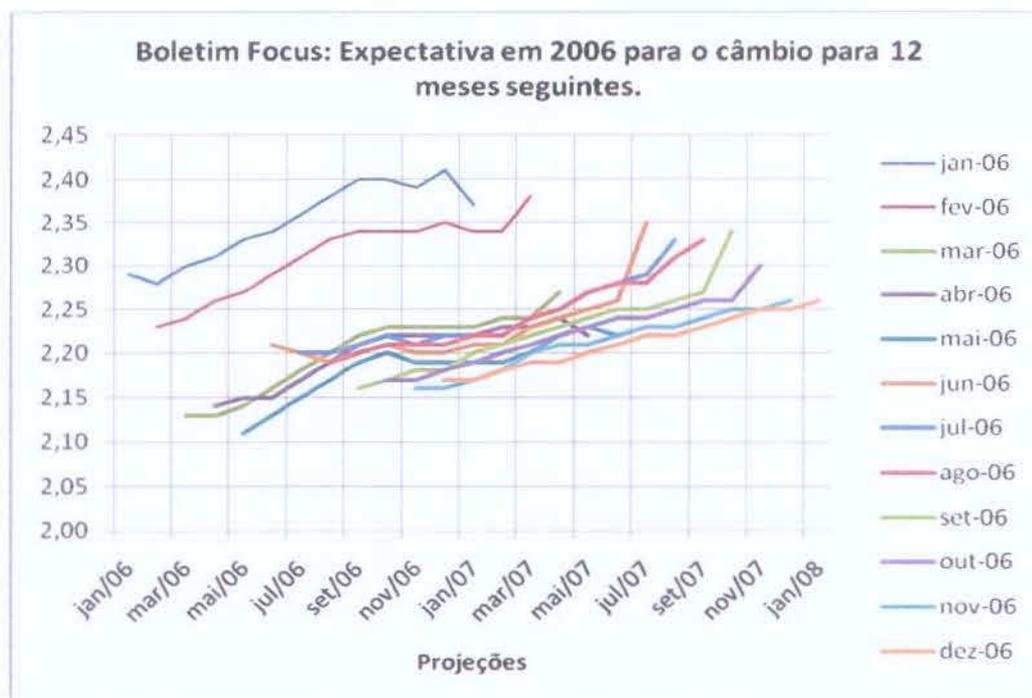
“O economista e deputado federal Delfim Netto (PMDB-SP) criticou ontem a política monetária atual, afirmando que a taxa de câmbio no Brasil “não flutua, voa”: os juros altos fazem da moeda brasileira uma das commodities mais valorizadas do mundo, o que deixa o câmbio suscetível.

O dólar subiu fortemente nos últimos dias pela expectativa de alta nos juros americanos. “O [Antonio] Palocci [ex-ministro da Fazenda] dizia que o câmbio flutuante flutua. Eu digo que o câmbio flutuante no Brasil voa ou afunda”, ironizou o deputado, que participou do Congresso da Indústria, da Fiesp (Federação das Indústrias do Estado de São Paulo). Segundo Delfim, que é presidente do Conselho Superior de Economia da entidade, o sistema de metas de inflação foi mal preparado. “O governo se recusou a entender que parte dessa sobrevalorização do câmbio está relacionada à arbitragem da taxa de juros”, disse. Ele declarou ainda que a valorização do câmbio é um erro histórico. “Um

erro com "agá" maiúsculo, que produz uma armadilha. Um pequeno movimento de imaginação do mercado, de que o Fed [banco central americano] vai subir os juros, produziu isso que estamos vivendo, ou seja, uma valorização de 20% em quatro dias." Para o deputado, haverá uma recessão nos Estados Unidos que terá efeito em todo o mundo, inclusive no Brasil. Ele ressaltou, entretanto, que o país está menos vulnerável hoje. "O Brasil tem bala para enfrentar isso. Está muito menos vulnerável do que antes. Se o mundo crescer menos, cresceremos menos, mas sem recessão (...)."

Delfim destaca que “a sobrevalorização do câmbio está relacionada à arbitragem da taxa de juros”, assim, devido à política econômica baseada na taxa de câmbio flutuante, livre entrada de capitais e metas de inflação, essa “flutuação” do câmbio num período curto de tempo é explicado pelos fluxos de capitais externos. No gráfico 2.18, nota-se como comportou as expectativas para o câmbio para os doze meses seguintes.

Gráfico 2.18



(Fonte: Bacen e IBGE, elaboração própria)

2.1.3.3. Comportamento do mercado futuro em 2006.

No gráfico 2.19, nota-se uma grande participação dos investidores institucionais estrangeiros no mercado futuro de DDI e no mercado futuro de Juros (gráfico 2.20). No mercado futuro de Juros, os investidores institucionais estrangeiros aparecem na ponta comprada, ou seja, os investidores estrangeiros apostam numa queda da taxa Selic - de fato, no ano de 2006, houve uma redução da Selic (gráfico 2.15).

Gráfico 2.19

Posições líquidas dos investidores em Futuro de DDI (2006)

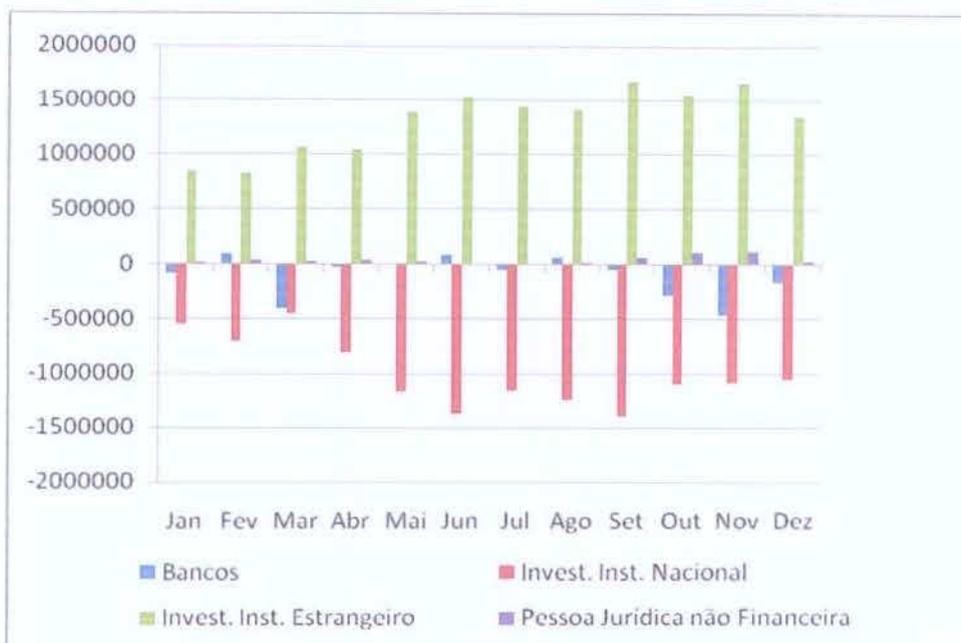


(Fonte: BM&FBovespa, elaboração própria)

Dessa forma, enquanto a taxa Selic se reduzia, os investidores institucionais estrangeiros intensificavam a sua participação no mercado futuro de Juros na ponta comprada.

Gráfico 2.20

Posições líquidas dos investidores em Futuro de Juros (2006)

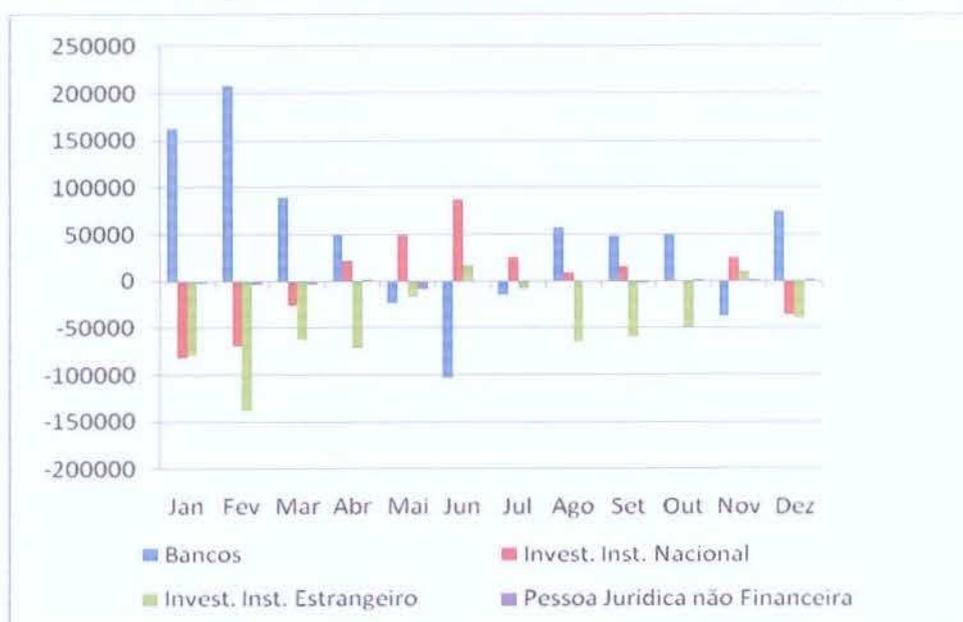


(Fonte: BM&FBovespa, elaboração própria)

Já no gráfico 2.21, nota-se uma participação dos investidores institucionais estrangeiros na posição líquida vendida no mercado de Futuro de Dólar – posição da qual se lucra com a valorização do real.

Gráfico 2.21

Posições líquidas dos investidores em Futuro de Dólar (2006)



(Fonte: BM&FBovespa, elaboração própria)

2.1.4 O ano de 2007.

Em 2007, segundo o relatório anual do Banco Central (Dez/2007), o PIB cresceu 5,4%, representando o maior crescimento do produto desde 2004. Segundo o Bacen (relatório anual, Dez/07, p. 16), “o desempenho do PIB em 2007 refletiu a sucessão de resultados trimestrais favoráveis observados no período. Nesse sentido, ratificando a percepção de recuperação do ritmo de crescimento da economia, influenciada, principalmente, pelo crescimento contínuo da renda real e do emprego, pelo bom desempenho do setor agrícola e pelos reflexos da flexibilização da política monetária (...)”.

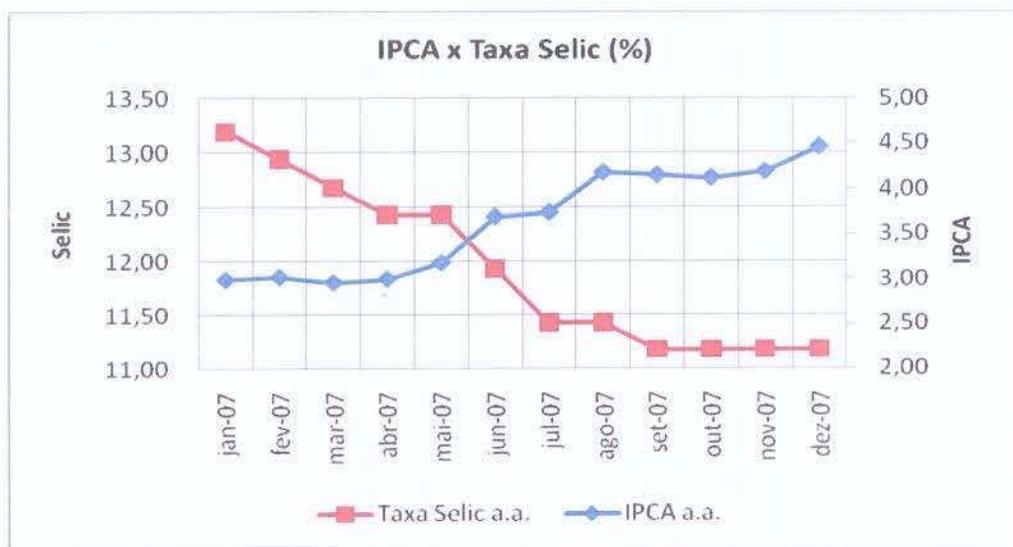
Em 2007, diferentemente dos outros anos analisados, a economia internacional registrou dois desempenhos distintos em cada semestre. No primeiro semestre houve um desempenho positivo em grande parte das economias, entretanto os EUA já começavam a dar os primeiros sinais de retração dos investimentos residenciais. No segundo semestre, o crescimento global foi prejudicado frente ao crescente quadro de inadimplência no mercado *sub-prime* norte-americano que atingiu a liquidez do crédito global e que exigiu a atuação dos principais Bancos Centrais. No entanto, os países exportadores de *commodities* tiveram sua economia favorecida pelo aumento da demanda desse mercado. Houve um aumento no preço das *commodities* agrícolas devido ao aumento do preço do petróleo nos principais insumos e, também, devido o aumento da demanda de carne em países como a Índia e a China. O preço dos metais apresentou elevação no começo do primeiro semestre, mas apresentou queda ao longo do ano. O preço do petróleo apresentou grande volatilidade ao longo do ano.

2.1.4.2. Evolução dos juros, câmbio e expectativas em 2007.

Segundo o relatório anual do Bacen (relatório anual, Dez/07, p. 45), “o comitê de Política Monetária do Banco Central (Copom) manteve, no início de 2007, a estratégia de flexibilização da política monetária, procedendo, nas primeiras reuniões ordinárias realizadas no ano, a três cortes sucessivos de 25 p.b. na meta para a taxa Selic. Esse ritmo de redução, embora pudesse representar relativo conservadorismo em relação à trajetória registrada no ano anterior (...), significou, na realidade, o posicionamento adequado do comitê ante o cenário de aceleração da variação dos índices de preços observado a partir do final de 2006. O comportamento recente dos

preços traduzia, no início de 2007, tanto os impactos da evolução dos preços externos das principais *commodities*, quanto os efeitos dos crescimentos dos níveis de emprego e da renda, do crédito, das transferências governamentais e de outros impulsos fiscais ocorridos em 2006 e esperados para 2007 (...). Dessa forma, temos no gráfico 2.22 o comportamento da taxa Selic e do IPCA no ano de 2007.

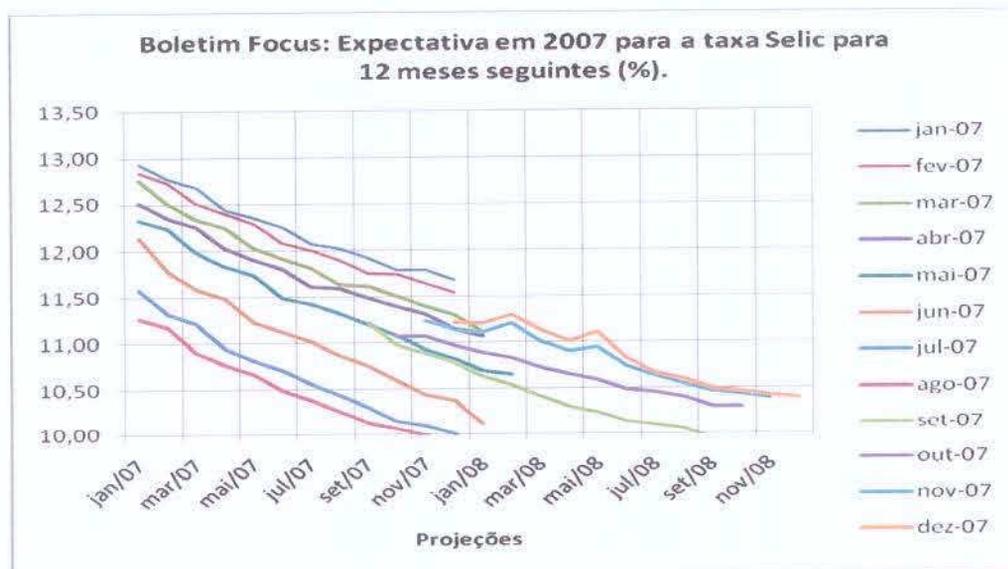
Gráfico 2.22



(Fonte: Bacen e IBGE, elaboração própria)

Esse “posicionamento adequado” adotado pelo Bacen influenciou na formação das expectativas da Selic para doze meses como mostra no gráfico 2.23.

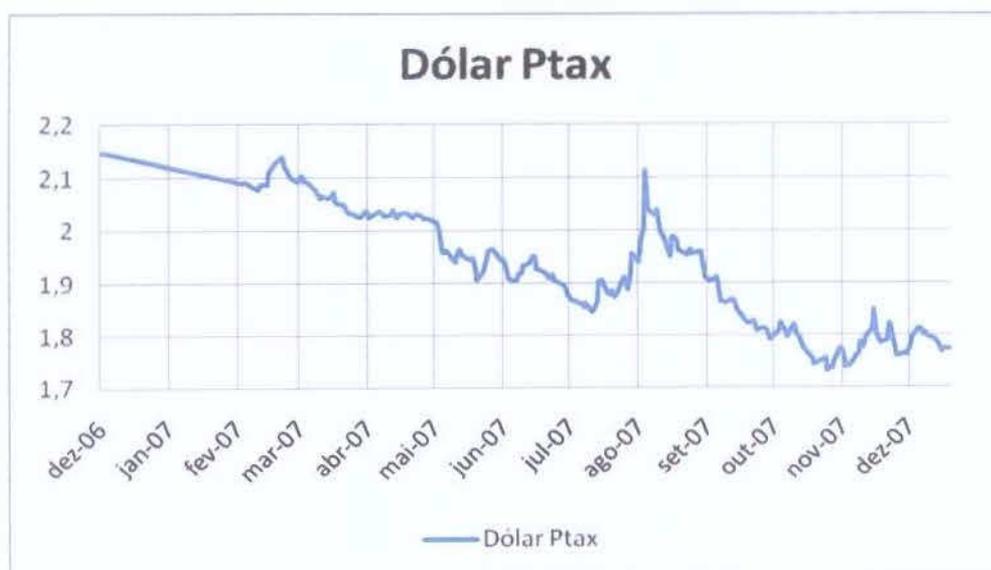
Gráfico 2.23



(Fonte: Bacen e IBGE, elaboração própria)

No câmbio conforme mostra o gráfico 2.24, sofreu uma ligeira apreciação até em agosto. Nesse mês, o câmbio foi influenciado pelas más notícias sobre a crise de liquidez no sistema financeiro. Essa falta de liquidez estava interligada com os primeiros sinais da crise dos créditos imobiliários “*subprimes*” americanos. Mas após o mês de Agosto, o dólar entrou num processo de valorização que chegou a atingir R\$ 1.73 no mês de novembro. Essa valorização do Real foi devido ao otimismo dos mercados globais com a perspectiva de que o Federal Reserve cortasse os juros básicos dos EUA – esse otimismo mundial fez com que a bolsa brasileira fosse beneficiada a tal ponto que o Ibovespa havia batido a marca histórica dos 65 mil pontos.

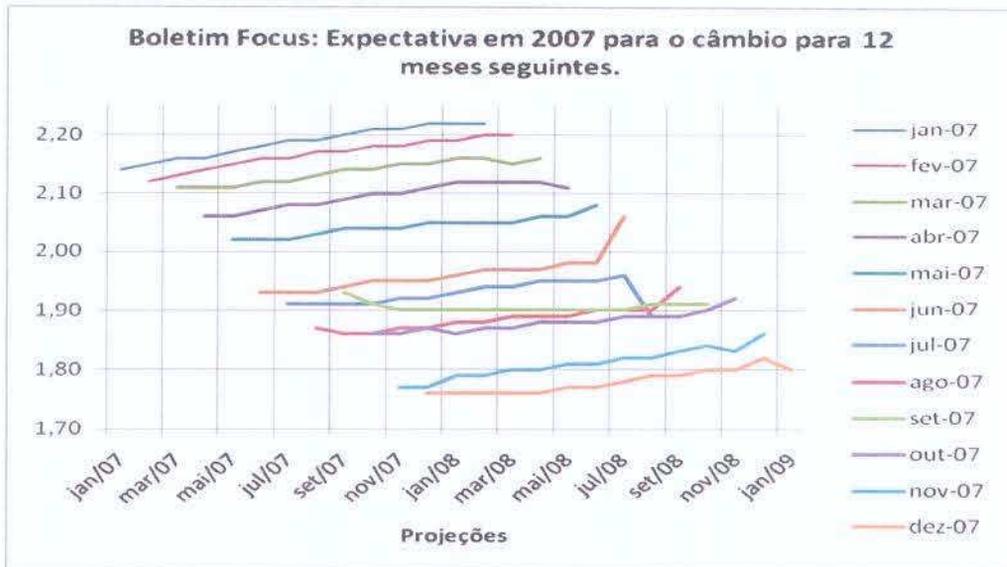
Gráfico 2.24



(Fonte: Bacen e IBGE, elaboração própria)

No gráfico 2.25, nota-se como se comportaram as expectativas para o câmbio para os próximos doze meses seguintes.

Gráfico 2.25



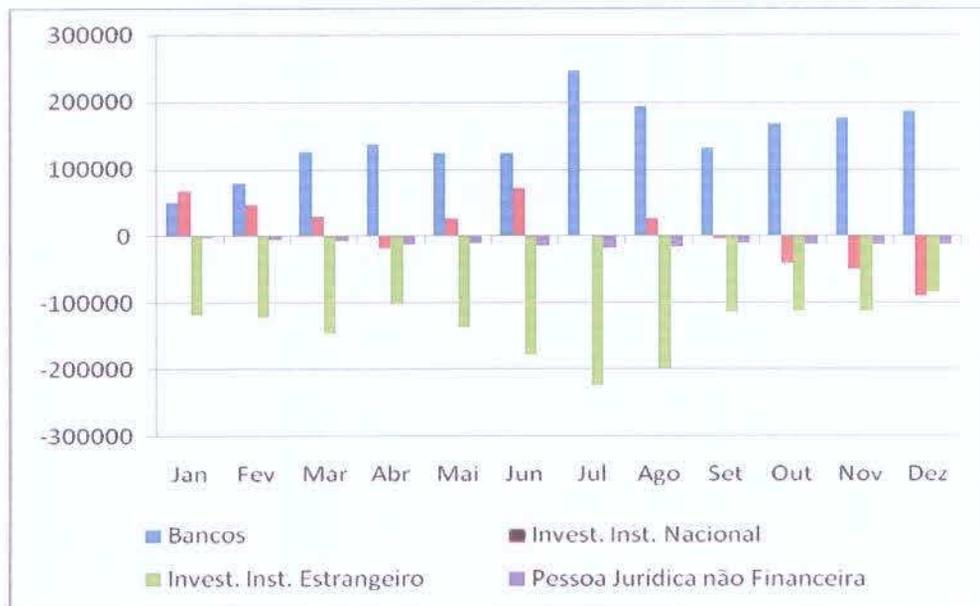
(Fonte: Bacen e IBGE, elaboração própria)

2.1.4.3. Comportamento do mercado futuro em 2007.

No gráfico 2.26, destaca-se um aumento das participações dos investidores institucionais estrangeiros no mês de julho. Mês no qual o Copom havia reduzido a taxa de juros em 11,50% a.a.

Gráfico 2.26

Posições líquidas dos investidores em Futuro de DDI (2007)

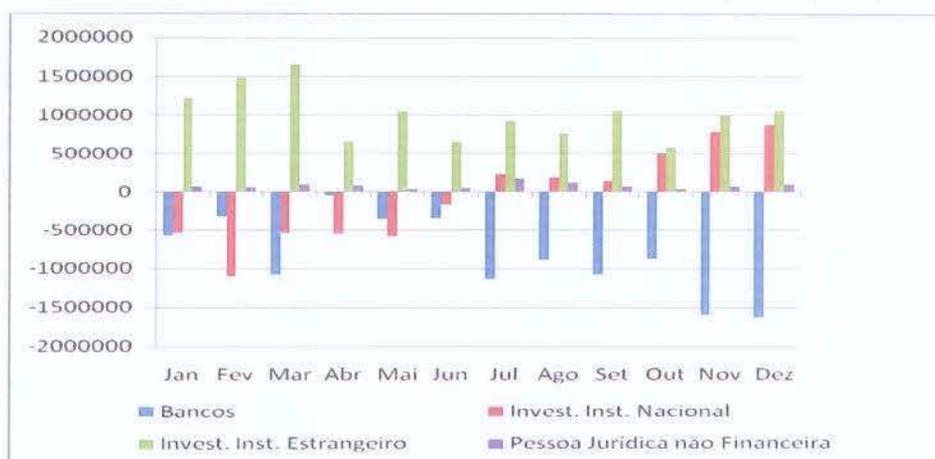


(Fonte: BM&FBovespa, elaboração própria)

Já no mercado de Futuro de Juros (gráfico 2.27), nota-se um crescimento da participação dos estrangeiros de janeiro até março na posição líquida comprada, ou seja, os investidores apostavam numa queda da taxa Selic. Meses nos quais o Copom reduziu a taxa Selic em 0.25 p.p.

Gráfico 2.27

Posições líquidas dos investidores em Futuro de juros (2007)

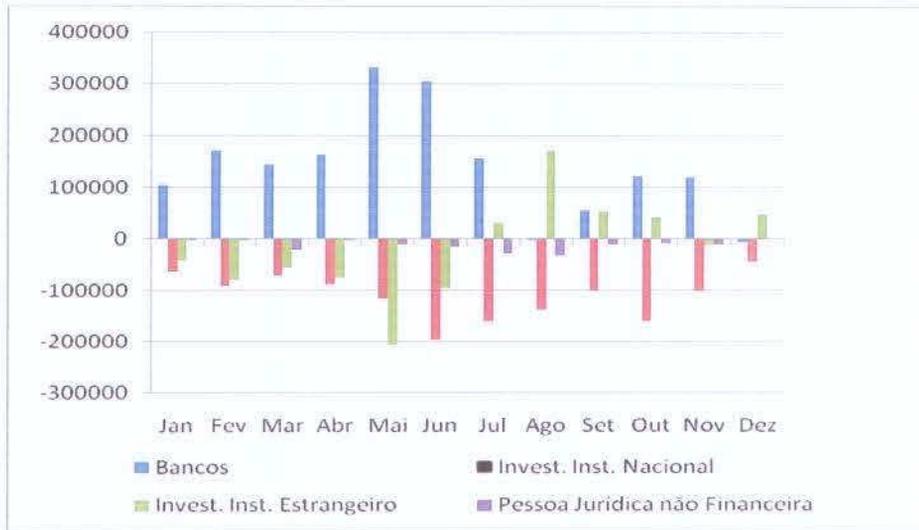


(Fonte: BM&FBovespa, elaboração própria)

No contrato futuro de Dólar (gráfico 2.28), nota-se uma inversão de posição dos investidores institucionais estrangeiros. No mês de junho, os investidores institucionais estrangeiros encontravam-se na ponta vendida – apostando numa valorização do real – no gráfico 2.24, percebe-se uma valorização do real até julho e em agosto, devido aos primeiros reflexos da crise do *subprime*, o real se desvaloriza. No gráfico 2.28, notamos que no mês de agosto, devido aos efeitos da crise, há uma grande participação dos investidores estrangeiros na posição líquida comprada, ou seja, os estrangeiros estavam apostando numa depreciação do real.

Gráfico 2.28

Posições líquidas dos investidores em Futuro de Dólar (2007)



(Fonte: BM&FBovespa, elaboração própria)

Capítulo 3

A influência dos ataques especulativos no câmbio e nos Juros.

Este capítulo tem como intuito vincular todas as informações estudadas ao longo da monografia para entender a inter-relação entre juros, câmbio e expectativas no período 2004-2007 no Brasil. De início, serão discutidas a dinâmica dos ataques especulativos e suas características, posteriormente, será analisado, por meio dos contratos em aberto, de que forma se comportaram os fluxos de capitais no período 2004-2007 no Brasil. No final do capítulo, será feita uma breve discussão sobre as possíveis consequências dessa movimentação financeira.

3.1 A dinâmica dos ataques especulativos com enfoque nos derivativos.

O processo de liberalização financeira global acarretou aumento dos fluxos de capitais, sobretudo, para os países emergentes. Contudo, esses fluxos aos países emergentes são voláteis, pois eles acompanham os interesses dos investidores ligados aos riscos e às oportunidades de ganho. Nas fases de pessimismo, o real se desvaloriza e os preços dos ativos caem. Nas fases de otimismo, o real se valoriza e os preços dos ativos nacionais sobem. A desvalorização cambial se traduz por pressões inflacionárias enquanto a apreciação cambial atenua essas pressões. Assim, no Brasil, segundo Farhi (nov.2005/abr.2006), a taxa de câmbio tornou-se uma dos principais condutos de transmissão da política monetária devido ao *pass-through*. Ou seja, as políticas cambiais, monetárias e fiscais ficaram subordinadas aos *diktats* dos mercados financeiros globalizados.

Sob câmbio flutuante, a determinação da taxa de câmbio é realizada nos mercados financeiros, de acordo com as expectativas dos agentes. A autoridade monetária possui menores chances de êxito de manter o câmbio no nível almejado. Assim, num pano de fundo em que os fluxos de capitais são instáveis, a maior liberalização do câmbio significa um maior impacto das mudanças de humores do capital estrangeiro na economia nacional.

Dentro desse contexto de liberalização financeira, os derivativos financeiros exercem papel importante para a intensificação a aprofundamento desse processo. Os

derivativos permitem que os agentes eliminem os riscos cambiais e especulem operando a descoberto na divisa sob ataque, Farhi (2001, p. 4) destaca que “nos mercados de derivativos de câmbio, grande parte dos agentes, independentemente de fatores como acesso a vultuosos créditos bancários, podem operar facilmente e beneficiar-se da alavancagem própria desses mercados. Em consequência dessa alavancagem, têm a possibilidade de operar volumes muito maiores do que o montante de recursos de que dispõem à vista.”

Os derivativos, ao mesmo tempo em que possibilitam aos agentes administrar suas expectativas e atuar dentro de um cenário de incerteza, dando proteção à vulnerabilidade financeira e cambial, também são responsáveis pelo aumento dos riscos sistêmicos, isso por causa do grau de alavancagem e da maior transmissão da volatilidade dos preços aos ativos para a economia. A alavancagem representa em conjunto com os novos instrumentos de créditos um canal de transmissão das instabilidades e dos humores externos. Essa transmissão se dá de diversas formas. Assim, em períodos de instabilidade o aumento das garantias e os ajustes diários exigidos pelas câmaras de compensação têm, como consequência, a redução da alavancagem e das posições nos mercados de derivativos. Cria-se, dessa forma, uma necessidade de busca por novos recursos devido às perdas inesperadas, essa procura é assinalada como uma das responsáveis por ser o canal de transmissão das crises. Por isso, os derivativos possuem um forte poder de repassar a instabilidade em economias de câmbio flutuante, de livre entrada de capitais e de pouca regulação econômica.

Num cenário habitual, os especuladores adotam posições contrárias nos mercados de derivativos, manifestando diversos tipos de expectativas. Num cenário de alta volatilidade, os especuladores irão se posicionar de acordo com a sua estrutura financeira. Os pequenos e médios adotam uma postura de defesa dos seus meios financeiros frente a uma possível perda contribuindo, assim, para um aumento do movimento de manada. Os grandes investidores que possuem maior poder financeiro têm a maior flexibilidade para adotar novas posições para tentar realizar lucros frente ao efeito manada. Essa movimentação colabora para a maior difusão da instabilidade, Farhi (2001).

Essa assimetria de riscos fica mais clara em economias emergentes de câmbio flutuante e livre entrada de capitais. Nessas, grande parte dos agentes, que internalizaram recursos externos sem procurar cobrir os riscos cambiais dessa posição, está exposta aos riscos de uma mudança cambial ou de uma desvalorização. De tal

modo, a liquidez nos mercados de derivativos de câmbio será influenciada pelos ciclos de capitais externos, ou seja, em tempos de pouca volatilidade, há liquidez para esses mercados, porque nem todos agentes cobrem sua posição e existem *hedgers* e especuladores dispostos a tomar uma posição vendida em moeda. Já em períodos de alta volatilidade, os riscos aumentam e a disposição dos agentes (*hedgers*, especuladores, empresas exportadoras, etc.) se comporta de acordo com os seus interesses e suas estruturas financeiras.

Outro ponto a se destacar é a função que possui o acesso à informação financeira sobre as empresas e os países. No mercado financeiro atual, as informações exercem papel fundamental no comportamento dos agentes. O acesso amplo às mesmas informações possibilitaria que as decisões de investimentos fossem tomadas sobre os mesmos dados, do outro lado, a assimetria de informações criaria vantagens dos agentes eventualmente beneficiados e também uma desvantagem para os restantes. Igualmente, o funcionamento do mercado seria “prejudicado”. Para lidar com as assimetrias de informações foram criadas agências privadas (*Credit Rating Agencies*) com o objetivo de analisar informações e fornecer avaliações de empresas e, posteriormente, de países que procuravam recursos nos mercados financeiros. As *Credit Rating Agencies* visam auxiliar os agentes por meio da classificação de créditos (*ratings*) e de riscos. Essas empresas, por meio dessas classificações, têm o poder de determinar novos empréstimos para os demandantes de recursos e os retornos esperados pelos investidores. A expansão do mercado de derivativos e as novas práticas de gestão de recursos como, por exemplo, a alavancagem das carteiras, acrescentaram ainda mais a importância das agências de classificação de riscos para a tomada de decisões dos agentes. Ocorre deste modo, uma atribuição significativa pelas notas e projeções dessas *ratings* ao ponto de transformar as suas avaliações, de alguma forma, em profecias auto-realizáveis, Farhi (2001).

Porém, após a crise asiática e as falhas ocorridas nos diagnósticos realizados pelas agências, a credibilidade delas caiu perante os investidores. Outros mecanismos de mercado foram criados e passaram a terem maior influência nas decisões e nas expectativas dos investidores como, por exemplo, o EMBI+, esse, por sua vez, é um índice criado pelo JP Morgan/Chase que mede o risco país dos países emergentes. Ele é um índice de referência para medir o desempenho de retorno total de títulos do governo internacionais emitidos por países emergentes que são considerados soberanos (emitidos em algo diferente da moeda local) e de liquidez que cumpram os requisitos específicos e estruturais. O EMBI+ em comparação aos *ratings* é extremamente volátil por ser

embasado em parâmetros de mercado. Porém, nos últimos anos, a baixa liquidez do mercado secundário de títulos da divisa soberana do Brasil¹⁶ e a forte volatilidade dos títulos do Tesouro americano fizeram com que o EMBI+ perdesse sua sensibilidade. O *credit default swaps* (CDS) sobre risco soberano vem substituindo o risco-país calculado pelo JPMorgan/Chase. O CDS é um mecanismo de mercado que precifica o custo de se obter um seguro contra a possibilidade de inadimplência, segundo Prates e Farhi (2008) ele é “derivativo de balcão que permite que o comprador de proteção pague um prêmio ao vendedor de proteção que, por um período pré-determinado, assume o risco de crédito de um título.”

Outros instrumentos que visam auxiliar os agentes ao acesso de informações são as publicações especializadas, independentes ou provenientes de intermediários financeiros. Essas análises são referentes tanto às empresas de capital aberto quanto aos títulos de crédito dos países. Entretanto, devido aos conflitos de interesses – os intermediários financeiros foram acusados de distorcer seus prognósticos para favorecer empresas clientes dessas e alguns analistas também foram acusado de se beneficiarem pelas recomendações realizadas por eles – levou o organismo de supervisão das bolsas, a Securities and Exchange Commission (SEC) em conjunto com a procuradoria de Nova Iorque a estabelecer um novo regulamento de atuação para esses analistas e para essas instituições para qual eles trabalham. O intuito é aplicar maior transparência entre os analistas e as instituições financeiras para qual trabalham. Porém, essas regras não se aplicam para os analistas em países e regiões, apenas para os especialistas em ações. Pode haver conflitos de interesses nas análises feitas por esses especialistas para os países, pois suas projeções têm a capacidade de influenciar as expectativas dos investidores para os preços dos ativos e taxas de juros, por exemplo. De tal modo que essa influência pode favorecer posições tomadas anteriormente pelos bancos, independente do interesse nacional dos países avaliados.

3.2. O comportamento dos derivativos no ciclo de alta liquidez.

Os mercados de derivativos, com o aumento do processo de internacionalização financeira e de livre circulação de capitais, passaram a ter papel importante na formação dos preços. No mercado de derivativos, as funções vão desde transferir riscos como dar

¹⁶ Devido ao menor volume de emissões e às expressivas recompras do Tesouro Nacional.

visibilidade aos preços e possibilitar os negócios de arbitragem gerando ganhos ou perdas decorrentes de especulação. Na transferência de riscos, os participantes do mercado (exportadores, importadores, investidores, etc.) estão expostos aos riscos de variação de preços e taxas. Dessa forma, por meio dos derivativos, os agentes procuram transferir os riscos de uma variação não esperada. O mercado futuro é utilizado também nas operações de arbitragem que visam tirar vantagem de distorções nas relações de preços, por exemplo, comprar um ativo no mercado à vista e, logo em seguida, vendê-lo no mercado futuro. Nesse caso, os arbitradores exploram o ganho extra por meio da venda de ativos futuros que é coberta com compras no mercado à vista. Assim, constata-se que as principais motivações dos agentes para operar no mercado de derivativos são *hedge*, arbitragem e especulação. Destaca-se que as chamadas operações de arbitragem no tempo¹⁷ é um dos principais mecanismos de transmissão entre as cotações futura e à vista da taxa de câmbio nominal. Isso se dá devido às pequenas diferenças entre a cotação futura e a cotação à vista em períodos curtos. De tal modo que essas divergências dão condições para as operações de arbitragem que tornam os preços dos mercados futuro e à vista intrinsecamente vinculados.

A diferença entre os preços dos ativos financeiros no mercado à vista e futuro é denominado de “prêmio” ou “base”. No caso da maior parte dos ativos financeiros, o preço futuro é formado pelo preço à vista acumulado pelo prêmio, o prêmio é vinculado à taxa de juros vigente no mercado monetário. O prêmio, no caso do mercado de câmbio, é resultado da diferença de juros entre as duas divisas envolvidas. A equação

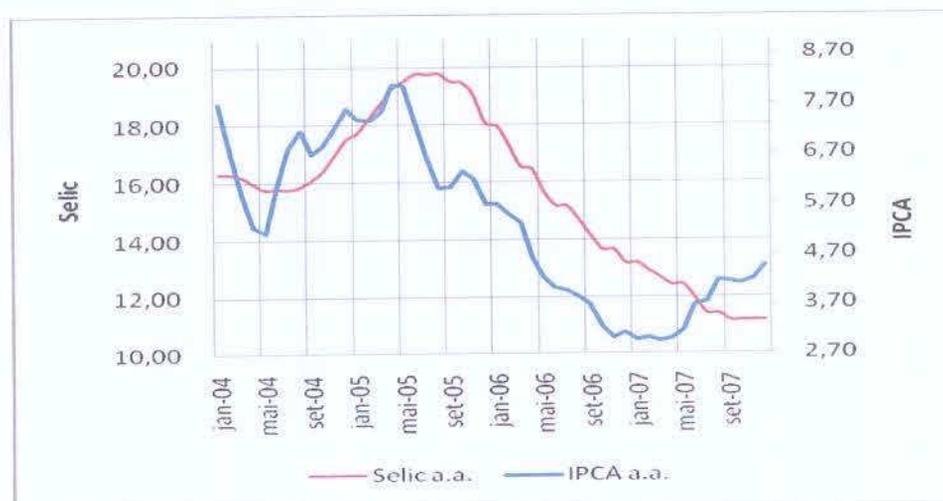
$F = S (1+i)/(1+i^*)$, onde F = taxa de câmbio futura (*forward*), S = taxa de câmbio à vista (*spot*), i = juros interno e i^* = juros externo, exemplifica a formação da taxa de câmbio futura. Como destaca Prates (2007), “assim como nos demais mercados que possuem segmentos à vista e futuro, três situações são possíveis: (1) a taxa de câmbio futura equivale à taxa à vista mais o prêmio ou desconto normais, que representam a diferença entre as taxas de juros interna e externa; (2) a taxa futura carrega um prêmio anormal (ou seja, é superior à taxa à vista acrescida do prêmio normal); (3) a taxa futura embute um desconto anormal.” Por causa das operações de

¹⁷ Segundo Prates (2007) as “operações de arbitragem no tempo – entre os mercados à vista e futuro –, se procura obter lucro a partir de diferenças de curtíssimo prazo nas cotações das moedas e nas respectivas taxas de juros. Essas operações, realizadas principalmente pelos bancos e gestores de fundos, desempenham um papel essencial na dinâmica do mercado de câmbio, pois tendem a eliminar os desequilíbrios entre os segmentos à vista e futuro e, constituem, assim, o mecanismo fundamental de transmissão entre as respectivas cotações, como explicado a seguir. Nesse tipo de operação, o operador procura maximizar a rentabilidade da sua posição de tesouraria sem incorrer em risco de câmbio.

arbitragem, prêmios ou descontos “anormais” convergem para uma base “normal” entre as cotações *spot* e futuro. Assim, na situação (2), os agentes efetuam a arbitragem comprando o ativo à vista e vendendo o no futuro. Na situação (3), o movimento de arbitragem é inverso, ou seja, os agentes vendem o ativo no mercado à vista e compram no mercado futuro. Em ambos os casos, o intuito é lucrar com o diferencial nas cotações.

Fez-se necessária essa rápida contextualização do mercado de derivativos para melhor averiguar o comportamento dos derivativos no período 2004-2007. Como dito anteriormente, esse período foi marcado pelo grande fluxo de liquidez para os países emergentes. Nesse contexto, a taxa de câmbio exerceu papel importante como instrumento de transmissão de política monetária e foi principal motor das variações dos preços no regime de câmbio flutuante. Outro importante fato, nesse período, foi o anúncio do Bacen de elevação da taxa de juros básica. Esse aumento da Selic em conjunto com a queda do risco-país fez com que os investidores tomassem posições agressivas apostando por uma nova valorização do real. Ou seja, essa política monetária restritiva teve influência direta na apreciação cambial. No gráfico 3.1 podemos notar de que maneira se comportou a taxa Selic a.a. em relação ao IPCA a.a. No gráfico 3.2, tem se o comportamento da taxa de câmbio no período. No gráfico 3.1, nota-se que a taxa Selic a.a. acompanha o movimento do IPCA. Enquanto que no gráfico 3.2, percebe-se que ao longo do período, o real se valoriza em relação ao dólar.

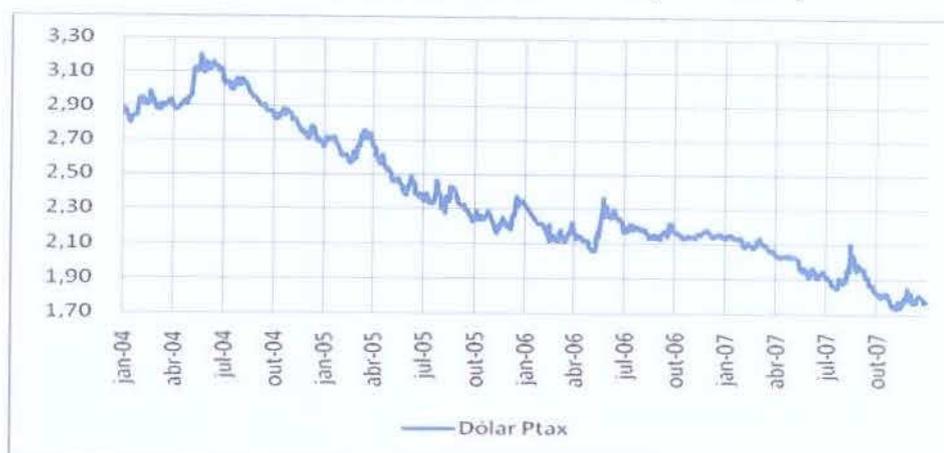
Gráfico 3.1
Taxa Selic a.a. X IPCA a.a. (2004-2007).



(Fonte: Bacen, elaboração própria)

Gráfico 3.2

Comportamento da taxa de câmbio (2004-2007).



(Fonte: Bacen, elaboração própria)

Nota-se que em 2004, a evolução da Selic acompanhou a preocupação dos condutores de política monetária em manter a estabilização de preços. A tendência de depreciação da moeda estadunidense no mercado internacional aliado com o crescimento da economia nacional, a melhora dos indicadores do risco Brasil e a elevação da Selic fizeram com que a apreciação do real se estendesse. Em 2005, o Bacen adotou a estratégia de uma elevação gradual da taxa de juros básica, segundo o argumento oficial, procurava-se defender a meta inflacionária da elevação do ritmo da demanda. O Bacen atuou de forma cautelosa também devido a incertezas associadas à deterioração do cenário econômico internacional. Com a queda atenuada do IPCA a partir de maio, o Copom decidiu reduzir a Selic, porém apenas em setembro se iniciou esse processo de redução. Em relação ao câmbio, a valorização do real foi resultado direto da elevação da taxa básica de juros e que tal valorização foi ativamente procurada pelo Banco Central como instrumento para reduzir a inflação. Em 2006, houve uma redução da taxa Selic em 4,75 p.p. O movimento de flexibilização da política monetária brasileira foi promovido pela trajetória declinante das expectativas de inflação para 2006 - no acumulado de doze meses, passaram a situar-se em patamar inferior à meta a partir de Abril - e da redução do risco-Brasil avaliado pelo *Emerging Markets Bond Index Plus* (Embi+). No câmbio, a manutenção da sobrevalorização está relacionada à arbitragem da taxa de juros e a dinâmica do mercado futuro, assim, devido à política monetária baseada na taxa de câmbio flutuante, livre entrada de capitais e metas de inflação, essa “flutuação” do câmbio é explicada pelos fluxos de capitais externos. Em

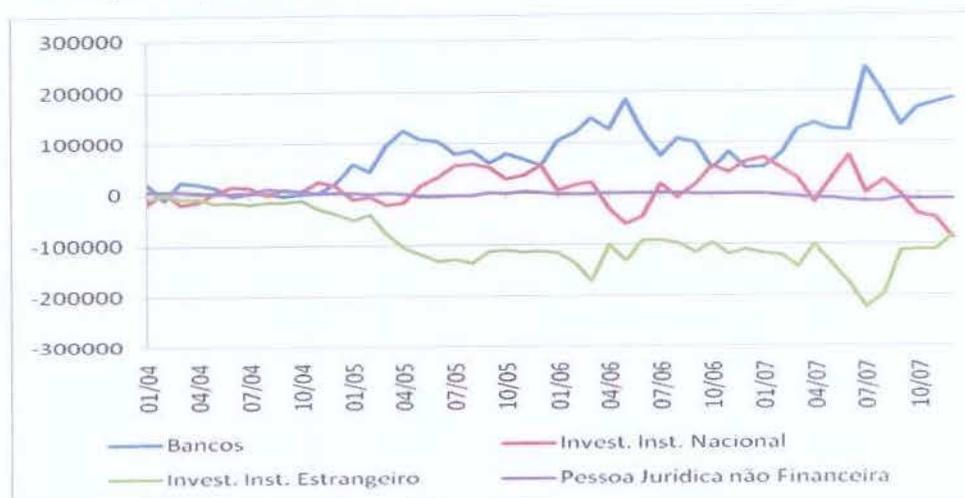
2007, o Copom manteve a estratégia de “flexibilização” da política monetária. No câmbio, houve uma ligeira apreciação até em agosto. Nesse mês, o câmbio foi influenciado pelas más notícias sobre a crise de liquidez no sistema financeiro. Essa falta de liquidez estava interligada com os primeiros sinais da crise dos créditos imobiliários “*subprimes*” americanos. Mas após o mês de Agosto, o dólar entrou num processo de valorização que chegou a atingir R\$ 1.73 no mês de novembro. Essa valorização do Real foi devido ao otimismo dos mercados globais com a perspectiva de que o Federal Reserve cortasse os juros básicos dos EUA.

Dessa forma, como dito anteriormente, a política monetária restritiva foi fundamental no movimento de apreciação cambial durante o período analisado. De tal modo que a trajetória da taxa de juros básica não foi influenciada pelos movimentos de câmbio e dos prêmios de risco, e sim, pela inter-relação entre taxa de juros e câmbio dentro de um contexto de câmbio flutuante e livre mobilidade de capitais. A taxa de juros elevada, em conjunto com a queda dos prêmios de risco, avigorou as expectativas de apreciação cambial, assim, a taxa de juros conduziu a valorização do real e o câmbio virou instrumento de transmissão da política monetária, ou seja, o câmbio tornou-se a variável de ajuste da paridade de taxa de juros.

Nos mercados de derivativos, podemos observar como se comportou os agentes perante esse contexto de política monetária restritiva, de queda do risco país e de valorização do real. No gráfico 3.3, notam-se as posições líquidas em contrato em aberto dos investidores de Futuro de DDI.

Gráfico 3.3

Posições líquidas dos investidores em Futuro de DDI (2004-2007)

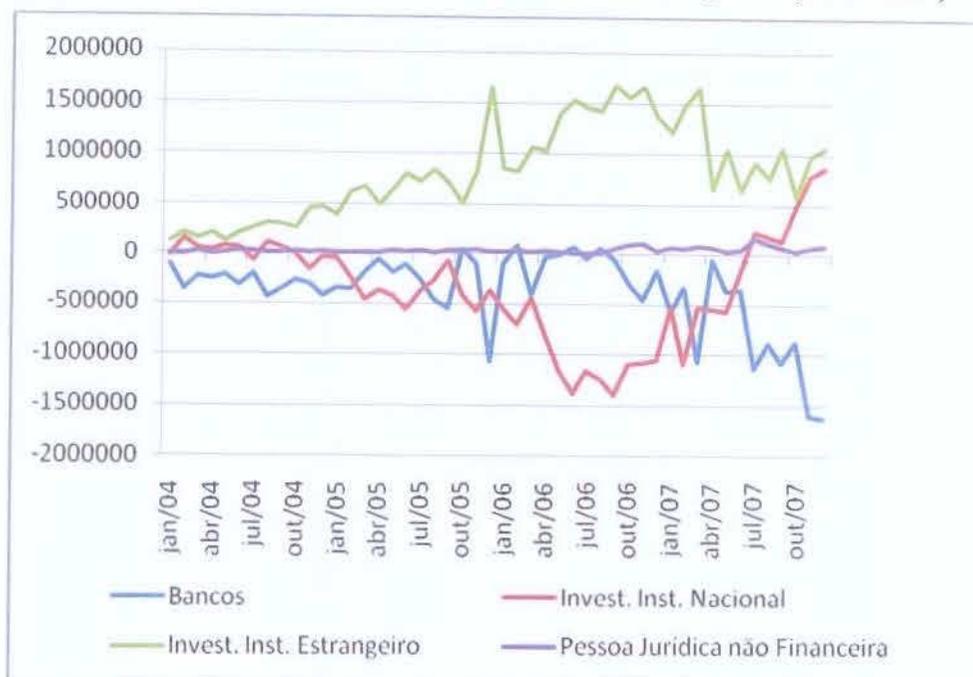


(Fonte: BM&FBovespa, elaboração própria)

No gráfico 3.3, destacam-se dois movimentos que de certa forma são opostos. De um lado, têm-se os Bancos adotando uma posição líquida comprada. Do outro lado, os investidores institucionais estrangeiros vendidos em posição líquida. No mercado futuro de DDI é negociado o diferencial entre taxa de juros efetiva e a variação cambial. Dito em outras palavras, o cupom cambial tende a ser maior quanto maior for o risco de desvalorização do real. A operação do contrato Futuro de cupom Cambial implica em dois fatores de Risco de Mercado. O Cupom Cambial é obtido através da diferença entre DI e a variação da taxa de câmbio, dessa forma o Cupom Cambial possui o risco pré implícito na taxa de juro DI e o risco Cambial implícito na taxa de câmbio. Ou seja, os agentes negociadores do Futuro de Cupom Cambial estão expostos para o risco da variação da taxa DI e para o risco da variação cambial. Os gestores de fundos cambiais utilizam o Cupom Cambial para ponderar se um investimento em divisa estrangeira é mais rentável (juros maiores) do que em moeda nacional. Assim, no gráfico 3.3, as posições líquidas expressadas mostram que os Bancos “ganhariam” na elevação da Selic e na desvalorização do real. Já os investidores estrangeiros, obteriam “lucro” se houvesse queda na Selic e valorização do real. Como dito anteriormente, existem diversos motivos para os agentes operarem no mercado de derivativos (hedge, arbitragem e especulação), deste modo, o que vale enfatizar é que, durante o período 2004-2007, os investidores institucionais estrangeiros, por meio do comportamento da Selic (gráfico 3.1) e do câmbio (gráfico 3.2), obtiveram retorno positivo no mercado futuro de DDI. Nota-se no gráfico 3.3 que, a partir de meados de 2005, há uma intensificação das posições líquidas. Uma possível explicação desse movimento é que, em 2005, além da manutenção da trajetória de valorização do real, houve uma queda da inflação. Essa queda na inflação pode ter representado um sinal de futuros cortes na taxa básica de juros. No gráfico 3.4, nota-se, por meio das posições líquidas no mercado futuro de juros, esse comportamento frente às expectativas futuras da taxa Selic.

Gráfico 3.4

Posições líquidas dos investidores em Futuro de juros (2004-2007)



(Fonte: BM&FBovespa, elaboração própria)

Os investidores institucionais estrangeiros aparecem na ponta comprada, ou seja, ao longo do período 2004-2007, os investidores estrangeiros apostam numa queda da taxa Selic. De fato, pelo gráfico 3.1, há uma queda da taxa de juros básicos ao longo dos anos analisados.

Portanto, após analisar a evolução do câmbio, da taxa de juros, do IPCA e do mercado de Derivativos, conclui-se que na inter-relação entre câmbio, juros e os derivativos de câmbio “as posições vendidas dos investidores estrangeiros pressionaram para baixo a cotação do dólar no mercado futuro, que se tornou inferior à cotação à vista em vários momentos (...), abrindo espaço para a operação de arbitragem descrita na situação (3), qual seja: como o prêmio efetivo (diferencial de juros embutido no preço futuro) ficou menor do que o normal e a cotação à vista mais alta, passa a ser vantajosa a venda de dólar no mercado à vista (que está mais caro) e a compra no futuro; assim, o investidor ganha o diferencial de cotação. Na realidade, essa venda equivale à compra de reais, que podem ser aplicados a taxas de juros mais elevadas no mercado interno (superiores à embutida no preço futuro).” Prates (2007).

Conclusão

O câmbio flutuante, a política monetária controlada pelas metas de inflação e a desregulamentação financeira restringiram o poder de atuação das políticas monetárias dos países emergentes possuidores de moedas inconvertíveis. O elevado grau de abertura financeira nas economias emergentes acarretou uma volatilidade da taxa de câmbio mais elevada em comparação às economias desenvolvidas e, conseqüentemente, o grau de inter-relação entre juros e câmbio foi potencializado. Essa inter-relação amplificou os efeitos da instabilidade cambial na inflação (*pass-through*). Devido ao *pass-through*, a taxa de juros, no sistema de metas de inflação em países como o Brasil, é um importante instrumento de difusão da volatilidade do mercado internacional para a economia local. Essa combinação da política de regime de metas inflacionárias e de câmbio flutuante ficou sujeita a grandes oscilações levando a episódios de *stop and go*. Assim, por causa dessas peculiaridades da política monetária no Brasil, a economia brasileira no período 2004-2007 expressou uma inter-relação entre taxa de juros, taxa de câmbio e expectativas de mercado de forma diferenciada.

No período 2004 até 2007 - caracterizado pela alta liquidez internacional - a política monetária restritiva foi fundamental no movimento de apreciação cambial. De tal modo que a trajetória da taxa de juros básica não foi influenciada pelos movimentos de câmbio e dos prêmios de risco, e sim, pela inter-relação entre taxa de juros e câmbio dentro de um contexto de câmbio flutuante e livre mobilidade de capitais. A taxa de juros elevada, em conjunto com a queda dos prêmios de risco, avivou as expectativas de apreciação cambial. Assim, a taxa de juros conduziu a valorização do real e o câmbio virou instrumento de transmissão da política monetária, ou seja, o câmbio tornou-se a variável de ajuste da paridade de taxa de juros. A política monetária mostrou-se incompatível com as particularidades da economia nacional com um forte desvio para o anti-crescimento.

Nesse contexto de alta liquidez internacional, baixo risco-país e elevados níveis da taxa Selic, as operações dos agentes no período demonstraram a influência dos derivativos na cotação do dólar *spot* e futuro. O diferencial entre a taxa interna e externa incentivou os investidores estrangeiros a aumentarem as suas apostas, por meio das operações no mercado à vista e futuro, na valorização do real e numa redução futura da

taxa de juros. Essa movimentação dos investidores restringiu ainda mais os graus de liberdade das políticas monetária e cambial.

Referências Bibliográficas.

BANCO CENTRAL DO BRASIL, *Relatório anual (2004, 2005, 2006 e 2007)*. Site:
www.bcb.gov.br

BANCO CENTRAL DO BRASIL, *Ata do Copom (números 102 e 108)*. Site:
www.bcb.gov.br

BLANCHARD, O. *Macroeconomia*. Campus

BASTTER. *Contratos em Aberto*. Site: www.baster.com.br acessado em 06/10/2009 às 18H38min.

CANUTO, O. e LAPLANE, M (1995) – *Especulação e instabilidade na globalização financeira*. Economia e Sociedade número 5. Campinas.

FARHI, M. *O futuro no presente: um estudo dos mercados de derivativos financeiros*. Tese doutorado. Campinas. 1998

FARHI, M. *Dinâmica dos ataques especulativos e Regime Cambial*. Tese de pós-doutorado. Campinas. 2001

FARHI, M. *DERIVATIVOS FINANCEIROS: HEDGE, ESPECULAÇÃO E ARBITRAGEM*. Pesquisa de pós-doutorado, relatório á Fapesp, 2001.

FARHI, M. *Seção III Metas de Inflação e o Medo de Crescer* IN: Política Econômica em Foco n° 4, maio/out – 2004.

- FARHI, M. *Seção V O Impacto dos ciclos de liquidez no Brasil: Mercados financeiros, taxa de câmbio, preços e política monetária* IN: *Política Econômica em Foco* n° 7, nov. 2005/abr. – 2006.
- FARHI, M. *Canais de Transmissão da Política Monetária no Brasil*. Relatório de pesquisa para o BNDES (trabalho não publicado), 2007.
- FOLHA DE SÃO PAULO. *Entrevista com Delfim Netto*. Folha de São Paulo, São Paulo, 26/05/2006.
- GARCIA, M. G.P; DIDIER, Tatiana. *Taxa de Juros, Risco Cambial e Risco Brasil*. Rio de Janeiro: Pontificia Universidade Católica do Rio de Janeiro, 2003.
- GIAMBIAGI, F. Estabilização, Reformas e Desequilíbrios Macroeconômicos: Os anos FHC (1995-2002). IN: GIAMBIAGI, F.; VILLELA, A.; CASTRO, L.B. de; HERMANN, J. (org.). *Economia Brasileira Contemporânea: 1945-2004*, Editora Campus
- HULL, J. *Fundamentos dos Mercados Futuros e Opções*, BMF Brasil.
- KEYNES, J.M. *Teoria Geral do Emprego, Juros e Moeda*, (1936).
- KLITGAARD, T, WEIR. L. *Exchange rate changes and Net positions of speculators in the futures Markets*. *Economic Policy Review*. Maio de 2004.
- NOVAES, W.; OLIVEIRA, F. N. de. *Intervenção no Mercado Cambial: Eficácia de Derivativos e de Outros Instrumentos*, (2005).
- PRATES, D. *Seção II A fragilidade encoberta* IN: *Política Econômica em Foco* n° 6, maio/out. – 2005.
- PRATES, D. *Os determinantes das taxas de câmbio nominal e real no Brasil após a adoção do regime de câmbio flutuante*, relatório de pesquisa para o BNDES, (trabalho não publicado), (2007).

PRATES, D. e FARHI, M. A crise financeira internacional, o grau de investimento e a taxa de câmbio do real. *IE/Unicamp*, novembro de 2008 (trabalho não publicado).

PRATES, D, FARHI, M, MARÇAL, E. *Uma reflexão sobre a apreciação do real no período 2004-2006*. (trabalho não publicado), (2007)