

A INVESTIGAÇÃO SOBRE OCORRÊNCIAS E AS CAUSAS DA CORRELAÇÃO ENTRE O RISCO PAÍS E O RISCO CAMBIAL

Aluno: Laura F. M. T. de Macedo

Orientador: Márcio Garcia

1. Introdução

A taxa de juros constitui uma variável macroeconômica de primordial importância para o bom funcionamento da economia, desempenhando papel essencial na determinação, dentre outras tantas variáveis econômicas, da taxa de câmbio.

No caso de grande parte dos países, que são economias financeiramente abertas ao exterior, existe uma limitação da liberdade em se fixar taxas de juros, em função dos fluxos de capitais. Estes influenciam a determinação da taxa de juros na medida em que se movem em direção ao ambiente onde obterão mais rendimentos. O que possibilita a atração ou repulsão de capitais via taxa de juros é o diferencial de juros, que constitui a diferença entre os juros pagos em um país em relação a outros. Assim, por exemplo, se a taxa de juros de um país for muito alta em relação a outros, pode haver uma atração maciça de capitais, de modo que haja uma apreciação da taxa de câmbio, gerando não apenas consequências positivas, como aumento do poder de compra de produtos estrangeiros, mas também consequências negativas, como a dificuldade de os produtores do país em exportar os seus produtos, em função do aumento do valor relativo destes sem que a sua qualidade tenha aumentado conjuntamente.

O exemplo acima ilustra o caso brasileiro atualmente. O elevado diferencial de juros atrai capitais via derivativos (contratos financeiros cujo valor depende ou deriva de outros instrumentos financeiros).

O projeto desenvolvido visa, em primeira instância, analisar a participação dos investidores institucionais estrangeiros no mercado de derivativos brasileiro. A análise se estreita, em seguida, para o mercado de dólar futuro, uma vez que se acredita que operações relacionadas a tal mercado possuem um impacto significativo sobre a taxa de câmbio à vista. A idéia defendida é a de que movimentos na posição investida (vendida) em dólar futuro dos investidores estrangeiros apresentam forte correlação com a taxa de câmbio vigente.

2. Revisão de Literatura

2.1. Determinação da Taxa de Juros no Brasil

A paridade coberta da taxa de juros constitui uma definição cujo argumento é o de que, sob mobilidade perfeita de capitais, ativos com características semelhantes, porém vinculados a dois países distintos, devem ter rendimentos semelhantes, descontadas as eventuais variações cambiais esperadas:

$$i = i^* + \text{variação cambial}$$

O termo i designa a taxa de juros do país doméstico e i^* , o país estrangeiro. Assim, a taxa de juros dos títulos do país doméstico é aquela que cobre a taxa de juros dos títulos do país estrangeiro, adicionada da variação esperada da taxa de câmbio. Dessa forma, a possibilidade de arbitragem (aproveitamento da diferença de rendimentos de um ativo: “comprar barato e vender caro”) inexistiria.

No entanto, a idéia de mobilidade perfeita de capitais representa uma idéia um tanto quanto ilusória quando se trata da relação entre países emergentes e países desenvolvidos.

Neste caso, entende-se que há um viés no que diz respeito à rentabilidade requerida pelos aplicadores em mercados emergentes: os mercados exigem um spread, um bônus, para reter títulos referentes a países cuja moeda não é suficientemente forte. O interesse em aplicações em mercados emergentes advém do fato de o retorno oferecido em dólar mais do que compensar o retorno esperado em dólar em mercados mais seguros.

A diferença entre os juros cobrados para um empréstimo em um país desenvolvido e um num país emergente é denominada diferencial da paridade coberta, conhecida também como risco-país, uma vez que afeta o rendimento de todos os ativos emitidos no país. “O risco-país é considerado a melhor medida da mobilidade imperfeita de capitais, pois capta todas as barreiras à integração dos mercados financeiros além das fronteiras nacionais: custos de transação, custos de informação, controle de capitais, leis sobre tributação...”(Garcia,2006). Em outras palavras, o risco-país é um indicador da situação econômica e financeira do país, refletindo também a estabilidade política e comprometimento histórico de suas obrigações financeiras. Assim, temos:

$$i = i^* + \text{variação cambial} + \text{risco-país}$$

Juntamente ao risco-país, outro fator afeta a taxa de juros doméstica de países emergentes: o chamado risco cambial, que leva em conta o movimento esperado do câmbio até o vencimento de um contrato futuro. Ele constitui uma cunha entre o preço do dólar futuro e a expectativa do dólar à vista no vencimento. Ao contrário do risco-país, o risco cambial não possui uma medição direta, uma vez que não se pode observar a desvalorização esperada do câmbio. A relação da taxa de juros torna-se

$$i = i^* + \text{Forward Premium} + \text{risco-país}$$

Denomina-se forward Premium a soma da variação cambial com a desvalorização esperada da taxa de câmbio.

Dessa forma, os juros ofertados pelos países emergentes como forma de atrair capitais, mantê-lo internamente e evitar saídas especulativas são aqueles que permitem oferecer uma rentabilidade capaz de cobrir o risco-país e o forward Premium.

2.2. O Mercado de Derivativos Brasileiro

Derivativo pode ser definido como um título financeiro cujo preço deriva do preço de mercado de outro ativo real ou financeiro. No mercado à vista compra-se, vende-se e liquidase a operação instantaneamente. No mercado de derivativos, negociam-se contratos com vencimentos e liquidações financeira e física numa data futura por um preço determinado. O objetivo principal dos investidores que realizam tal operação é minimizar os riscos ligados à atividade econômica.

O mercado futuro consiste em um mercado organizado, no qual há a negociação de uma determinada quantidade de um certo bem por um preço específico para ser liquidado em uma data futura determinada. São contratos bastante padronizados, com prazos e garantias definidos, sendo negociados em bolsas. Suas principais peculiaridades são:

- Padronização dos contratos: preço, quantidade, qualidade e prazo de liquidação
- Qualquer uma das partes pode liquidar o seu contrato antes do prazo, revertendo a sua posição
- A Bolsa assegura que as obrigações assumidas no contrato sejam cumpridas, caso haja inadimplência por uma das partes

- A Bolsa ajusta a mercado todas as posições de futuros, determinando uma margem de garantia para a cobertura de uma eventual inadimplência de uma das partes
- O mercado futuro tem muitos participantes e, devido às garantias exigidas pela Bolsa, representa grande liquidez.

3. Base de Dados

3.1. Formação da Base de Dados

Este estudo utiliza dados de duas fontes distintas: a Bolsa de Mercadorias & Futuro (BMF), órgão responsável por organizar e operacionalizar mercados para negociação de títulos e/ou contratos que possuam como referência ativos financeiros, índices, indicadores, taxas, mercadorias e moedas, nas modalidades à vista e de liquidação futura; utiliza também dados do Banco Central do Brasil.

Neste projeto foram coletados as seguintes séries temporais, com início em janeiro de 1999: quantidade de contratos de compra e venda de dólar futuro, cupom cambial, ibovespa futuro e taxa de juros futura por parte dos investidores institucionais estrangeiros; taxa de câmbio à vista.

3.1.1. Mercado Futuro de Dólar:

São contratos firmados entre duas instituições financeiras, em que compradora se obriga a comprar da vendedora uma determinada quantidade de dólar em uma data estabelecida a um preço acertado na data presente. Por sua vez, a instituição vendedora se obriga a vender na data futura os dólares ao preço previamente acordado. Assim, se na data de vencimento do contrato futuro o dólar “pronto” (à vista) valer mais do que o preço acertado, ganha a instituição compradora (pois comprou por um preço menor que o preço que efetivamente vigorou), e perde a instituição vendedora.

3.1.2. Mercado Futuro de Cupom Cambial:

Existe uma modalidade de títulos cuja remuneração equivale à variação cambial acrescida de uma taxa, esta sendo denominada cupom cambial. O valor do cupom cambial estimado pelo mercado futuro é função direta de duas variáveis: DIXPRÉ e dólar futuro. O DIXPRÉ nada mais é do que a expectativa de mercado para a taxa acumulada do CDI (Certificado de depósito interbancário) até determinada maturidade, ao passo que o dólar futuro constitui a expectativa em relação à cotação do dólar no mesmo vencimento, ambas acrescidas do prêmio de risco.

Grosso modo, podemos dizer que o cupom cambial constitui um título em dólar remunerado a taxas de juros domésticas.

3.1.3. Mercado Futuro de Ibovespa:

O Índice Bovespa é o mais importante indicador do desempenho médio das cotações do mercado de ações brasileiro. Sua relevância advém do fato do Ibovespa retratar o comportamento dos principais papéis (os 40 mais negociados) da Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa), e também de sua tradição, pois o índice manteve a integridade de sua série histórica e não sofreu modificações metodológicas desde sua implementação em 1968. A negociação deste índice à vista não é viável, mas ele serve de referência para o comportamento da Bolsa como um todo.

A BM&F criou um mecanismo de proteção ao mercado de ações chamado Ibovespa futuro, que nada mais é do que a expectativa do índice futuro em determinada data. Desta forma, o investidor assume uma posição, vendida ou comprada, para uma data futura, pagando ou recebendo apenas o diferencial (ajuste).

3.1.4. Mercado Futuro de Taxa de Juros:

O mercado futuro de DI (taxas de juros) tornou-se, ao longo dos últimos anos, um dos mais importantes mercados financeiros da economia brasileira, movimentando hoje em dia um volume superior a R\$ 40 bilhões. É um mercado importante na medida em que propicia uma cobertura específica ao risco de oscilação da taxa de juros.

É representado basicamente por contratos futuros de taxas médias de depósitos interfinanceiros (DI). O vendedor de um contrato ganha com a subida dos juros, ao passo que o comprador ganha com a queda.

3.2. A utilização da Base de Dados

A quantidade de contratos comprados foi revertida para valor em bilhões de dólares, cada mercado tendo sua conversão obedecendo às devidas especificações de tamanho da BM&F:

- Mercado de dólar futuro e de cupom cambial: o tamanho do contrato (preço unitário) é de U\$50.000,00 de valor de face;
- Mercado de Ibovespa Futuro: o tamanho do contrato equivale ao número de pontos do índice multiplicado por U\$ 1,00;
- Mercado de Taxa de Juros: o valor, em pontos, corresponde a 100.000. O tamanho do contrato equivale ao número de pontos em reais.

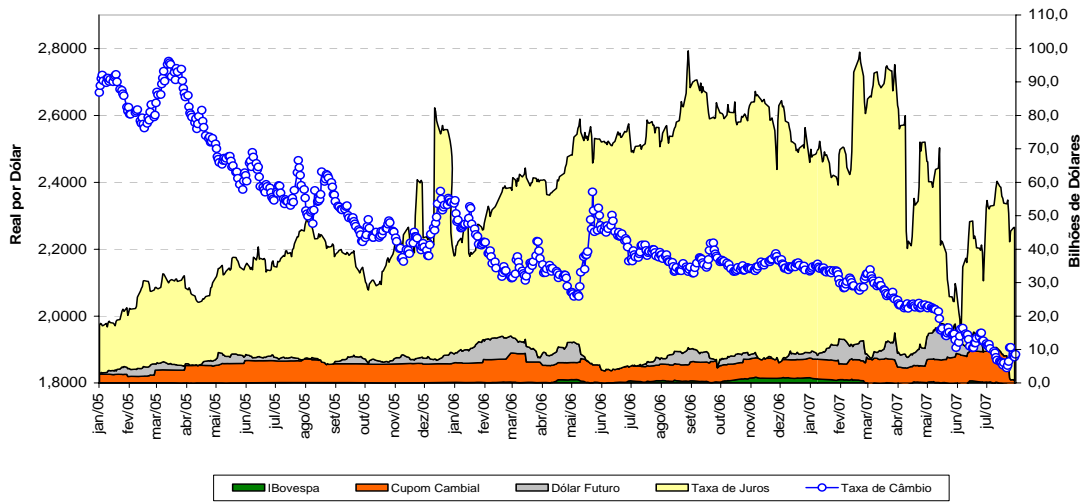
4. Resultados

4.1. Composição dos investimentos dos investidores institucionais estrangeiros

Neste estágio do projeto o interesse consistiu simplesmente em verificar o grau de participação dos investidores institucionais estrangeiros nos mercados considerados mais relevantes, sendo estes os mercados futuros de dólar, de cupom cambial, de taxa de juros e de índice ibovespa. Foram elaborados gráficos contrastando a posição líquida dos investidores estrangeiros nos diferentes mercados com a taxa de câmbio vigente no período.

Gráfico 4.1

POSIÇÃO DOS INVESTIDORES ESTRANGEIROS NO MERCADO FUTURO DE DÓLAR, DE CUPOM CAMBIAL, DE TAXA DE JUROS E DE IBOVESPA



O gráfico 4.1 é o que melhor evidencia a participação dos investidores nesses mercados. A partir do gráfico verifica-se claramente a intensa importância que o mercado de taxa de juros (área maior) desempenha na carteira de investimentos dos estrangeiros. A principal razão para que isto aconteça decorre do fato de constituírem estes os contratos mais líquidos, havendo uma dinâmica muito maior do que nos demais.

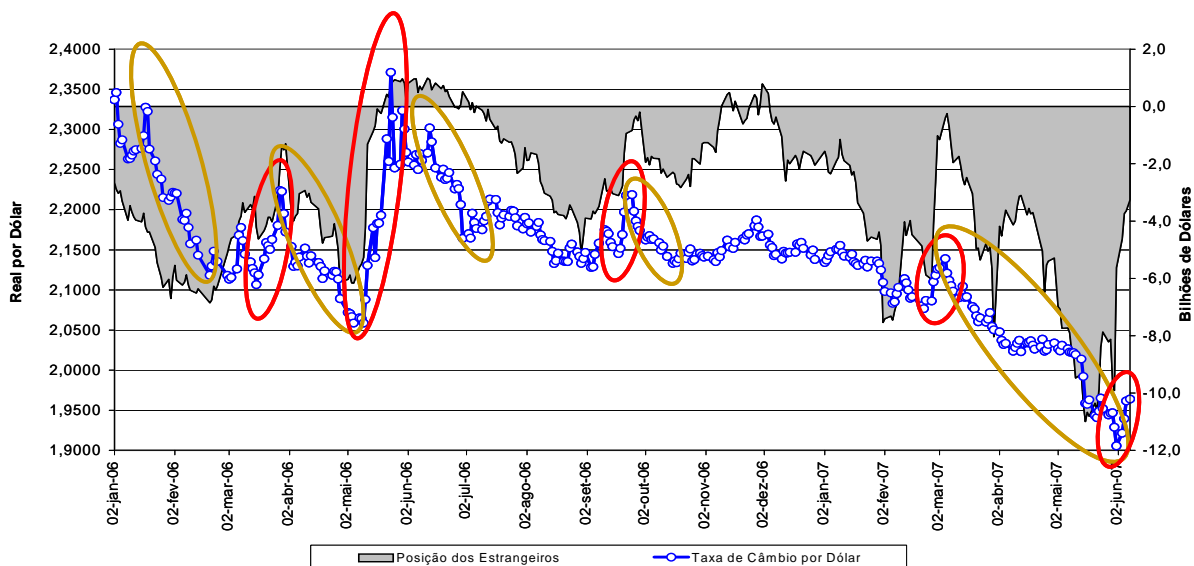
Os outros mercados apresentam uma participação muito menos significativa, sendo responsáveis por poucos bilhões de dólares (na maior parte, menos de 10).

4.2. O mercado de dólar futuro e a taxa de câmbio à vista

Estreitando a análise da participação dos investidores estrangeiros nos mercados de derivativos ao mercado de dólar futuro, percebe-se um comportamento que, preliminarmente, indica uma forte correlação entre movimentos na posição vendida dos investidores e a taxa de câmbio à vista: quando aumenta a posição dos investidores (ou seja, quando há mais contratos de venda), o dólar cai, e vice-versa.

Gráfico 4.2

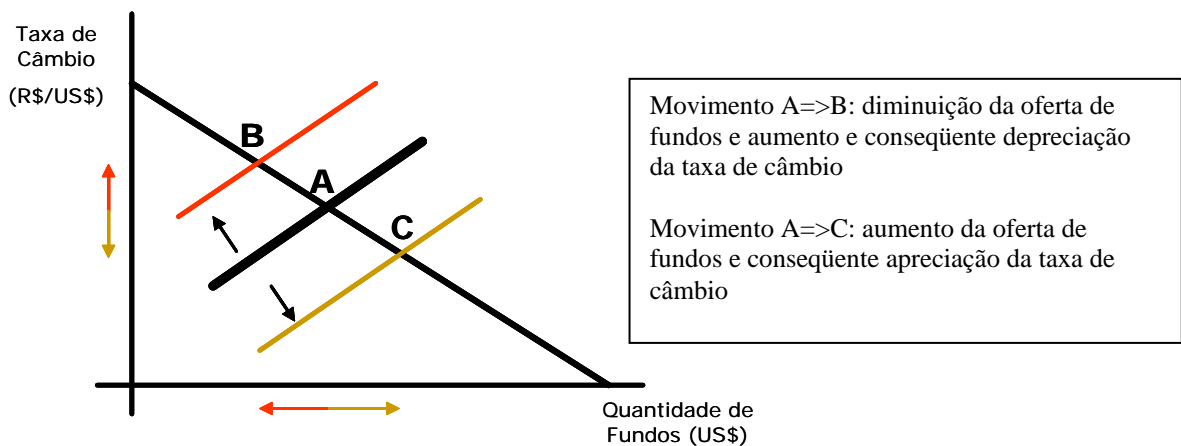
POSIÇÃO DOS INVESTIDORES ESTRANGEIROS NO MERCADO DE DÓLAR FUTURO



O gráfico 4.2 mostra, no eixo esquerdo, a taxa de câmbio, e, no direito, a posição líquida (comprada – vendida) dos investidores. Assim, quanto mais negativa a posição líquida, mais vendidos em dólar futuro estão os investidores. As elipses vermelhas indicam aumento rápido da taxa de câmbio, e as elipses douradas indicam diminuições na mesma.

A partir da análise do gráfico percebe-se que em vários momentos desde janeiro de 2006 variações na posição vendida são acompanhadas por variações na taxa de câmbio: quando há aumento na posição vendida, há uma apreciação do câmbio, como se vê em períodos como fevereiro e abril de 2006, ou abril de 2007. Quando o oposto ocorre, ou seja, quando a posição comprada aumenta, o que se tem em vários períodos, dentre eles maio e setembro de 2006, é uma depreciação do real frente ao dólar.

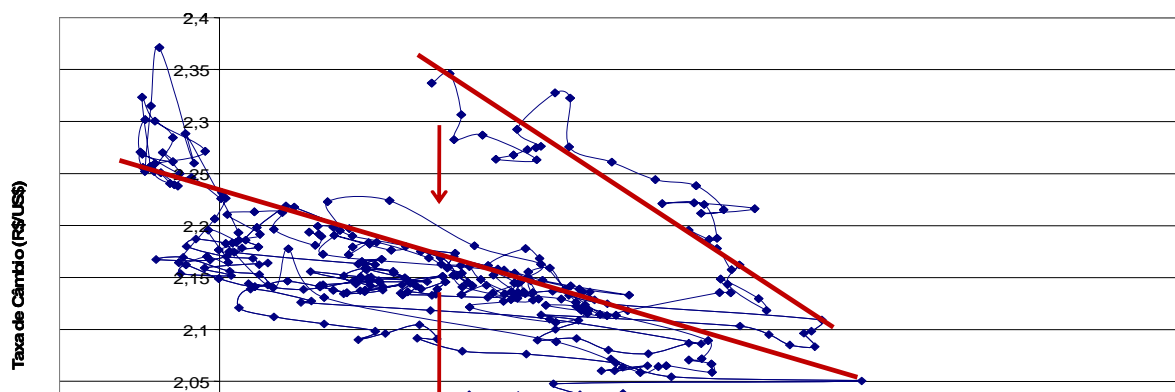
Tal comportamento é compatível com um modelo de oferta e demanda de fundos, em que a quantidade vendida de dólar pelos investidores estrangeiros corresponde à curva de oferta, deslocando-se ao longo de uma demanda estável, conforme ilustrado na figura abaixo.



O que se tem verificado desde 2006 é um deslocamento da demanda por fundos para baixo, como se verifica no gráfico de dispersão abaixo (gráfico 4.3), em que o comportamento da taxa de câmbio é relacionado aos movimentos na posição investida dos estrangeiros.

Gráfico 4.3

Posição dos Investidores Estrangeiros (Dólar Futuro) x Taxa de Câmbio



Tal movimento está relacionado, provavelmente, à entrada de recursos externos não associada à arbitragem de juros. Assim, embora a arbitragem de juros seja um fator que tem colaborado para a apreciação do real, não parece que tenha um peso tão significativo.

Conclusões

A partir do projeto desenvolvido podemos perceber a relevância que os investidores institucionais estrangeiros vêm tendo no mercado de derivativos brasileiros, com participação crescente e mais estável ao longo dos anos. O elevado diferencial de juros juntamente à estabilidade que os mercados brasileiros vêm apresentando são razões bastante convincentes para tal fato.

Apesar de não se ter nenhum material conclusivo por enquanto acerca da influência da posição investida por parte dos estrangeiros no mercado futuro de dólar sobre a taxa de câmbio à vista, parece clara a existência de uma relação entre eles. A partir da continuação do projeto teremos uma idéia mais clara acerca de tal relação.

Referências

- 1 - DE LA ROQUE, Eduarda Cunha;GARCIA,Márcio G.P.**Um estudo sobre a volatilidade do mercado futuro de taxa de juros do Brasil.**
- 2 – GARCIA,Márcio G.P.**Tendenciosidade do Mercado Futuro de Câmbio:Risco Cambial ou erros sistemáticos de previsão?**
- 3 - DIDIER, Tatiana;GARCIA,Márcio G. P. **Taxa de juros, risco cambial e risco-Brasil**
- 4 – BIAGE,Milton;CORREIA, Vanessa P.;NEDER, Henrique D. **Risco-país, fluxos de capitais e determinação da taxa de juros no Brasil: uma análise de impactos por meio da metodologia VEC**