

Bolsista: HENRIQUE ABUIAR DE CAMPOS
Orientador: GERALDO JOSÉ GARDENALI

RELATÓRIO FINAL
PROVISÓRIO

Introdução / Objetivos

Taxas de juros e câmbio apresentam inúmeros determinantes e fatores influenciadores. Temos, como objetivo principal, acompanhar, analisar e prever tais taxas do mercado financeiro, visando constatar alguns de seus determinantes.

Os juros são, essencialmente, a remuneração do capital em função da perda de liquidez e riscos de quem empresta. Os riscos referem-se basicamente à possibilidade do não pagamento, da variação das taxas, ou mesmo da defasagem de valor em virtude da inflação.

Quanto aos determinantes das taxas de juros, temos como pressupostos iniciais, a inflação e a política monetária do governo federal.

A inflação influencia, basicamente, na correção de eventuais perdas nos títulos prefixados. A variação dos preços acaba elevando "artificialmente" as taxas de juros, constituindo a taxa nominal de juros.

A política monetária do governo representa exatamente às variações na quantidade real de moeda, que acaba afetando taxa de juros e renda¹. Procuraremos observar de que forma se dá a influência deste fator no estabelecimento das taxas de juros do mercado.

As taxas de juros podem ser nominais, quando englobam eventuais perdas inflacionárias, ou reais, quando descontam as taxas inflacionárias. As taxas reais de um título, por exemplo, representa o valor bruto do rendimento deste título em determinado período de tempo.

As taxas de câmbio expressa a relação entre duas moedas para efeitos de conversão entre elas². No Brasil é comum utilizar-se a relação real/dólar.

Quanto ao mercado de câmbio, observaremos não somente o impacto inflacionário, quanto a influência da política cambial adotada, no estabelecimento das taxas de câmbio. Há taxas nominais e reais de câmbio, quando englobam ou não, variações inflacionárias respectivamente.

¹Ver Dorndush, R. e Fisher, S., Macroeconomia, 1991.

²Ver Dorndush, R. e Fisher, S., Macroeconomia, 1991.

2- Metodologia - Plano de trabalho

a) Identificação das principais taxas de juros praticadas pelo mercado financeiro e sua periodicidade, assim como as principais fontes de obtenção de dados. Principais determinantes e funcionamento do mercado de juro.

b) Acompanhamento das taxas de juros: coleta e sistematização dos dados relevantes.

c) Identificação de mecanismos e parâmetros para comparação dos dados (taxa real e nominal de juros, inflação, expectativa de inflação, etc.).

d) Tratamento e análise dos dados, utilizando os parâmetros e mecanismos de comparação.

e) Previsão de taxas de juros: estudo e acompanhamento do mercado futuro de juro, mecanismos de previsão (limitações).

f) Confecção de relatórios mensais abordando todo o acompanhamento e análise, e posteriormente as previsões, das taxas de juros e câmbio.

g) Determinação dos fatores influenciadores/condicionantes de taxas de juros e câmbio.

Resultados

Mercado de Juros

Relatório mensal - Outubro/93

Para efeito de análise, serão utilizados, como parâmetros para as variações das taxas de juros durante o mês de outubro, indicadores de inflação e correção cambial. Para tanto serão adotados o IGP-M/Futuro, como indicador inflacionário, e a correção cambial projetada, para acompanhamento de variações nas taxas de câmbio e desvalorização do cruzeiro em relação ao dólar. O CDI-over (com variação ao mês por um dia) serão utilizados como referência na evolução das taxas de juros no período em questão.

A comparação entre as taxas de juros em relação à evolução da inflação e correção cambial, como foco da análise, objetiva a obtenção de correlações entre às variações das mesmas, assim como o acompanhamento das taxas reais de juro (sobre inflação e câmbio).

Evolução das taxas de juro

*→ FALTA OS GRÁFICOS
PROBLEMAS COM IMPRESSORA*

Erro! Argumento de opção desconhecido.

As taxas de juros (CDI-over) iniciaram o mês em alta com relação ao último dia útil de setembro, fechando o primeiro dia de outubro a taxa over de 49,17% com taxa efetiva de 38,42%.

Expectativas de inflação menor para outubro, ou mesmo de diminuição na aceleração das taxas inflacionárias, ocasionaram queda das taxas de juros nos dias seguintes. No dia 07/10 no entanto, em função da interpretação do mercado de que exagerara na previsão de queda da inflação, as taxas de juro voltaram a elevar-se. Tal previsão, no entanto é revertida posteriormente com a aproximação da divulgação da prévia do IPC, quando volta a prevalecer no mercado a expectativa de inflação desacelerada em outubro.

Mesmo efetivando-se as expectativas de desaceleração da inflação com a divulgação da prévia do IPC, no dia 15/10 as taxas tornam a subir em virtude da atitude do Banco Central ao manter as taxas do Overnight (títulos públicos) na faixa de 49,15%. A atitude considerada conservadora pelo mercado, diante às novas indicações de evolução, acabou provocando a alta dos juros. A manutenção das taxas de juros sobre títulos públicos na faixa dos 49,15% foi uma constante durante todo o mês de outubro.

Entre os dias 18 e 19/10, em virtude dos escândalos de corrupção no Orçamento da União, em meio ao clima de instabilidade e início dos

trabalhos da CPI, ocorreram aumentos nas taxas de juros, que no entanto não se refletem com grande intensidade nas taxas de CDI-over, e sim nos mercados de juros futuros (CDI futuro). As taxas de juros voltam a subir entre os dias 20 e 25/10 como reação às expectativas de aumentos na tributação sobre aplicações financeiras (IOF), e consequente previsão de aumento na inflação.

Os juros, por fim, caem a no fechamento do mês em função de dois acontecimentos: a comprovação da desaceleração da inflação com a divulgação do IGP-M de outubro, que ficou em 35,04% ; e a recolocação pelas instituições financeiras governamentais das LTN prefixadas no mercado de juros, que tiveram grande demanda em relação aos demais papéis. O CDI-over (por 1 dia) atingiu sua cotação mais baixa no dia 28/10 com taxa over a 49,06% e efetiva de 38,32% .

Evolução das taxas de inflação

As taxas de inflação, durante o mês de outubro, apresentaram desaceleração, seguindo as expectativas do mercado. O IGP-M negociado na Bolsa Mercantil & Futuros demonstrou essa tendência de queda da inflação (desaceleração), apresentando aumentos na expectativa de inflação para outubro apenas nos dias 07 e 08/10 em virtude de uma reversão momentânea das expectativas, e em 17e 18/10, consequência da instabilidade gerada pelos escândalos de corrupção no Orçamento da União.

Juros e inflação

Com a expectativas de inflação menor do que o previsto para o mês de outubro, observada pela evolução nas cotações do IGP-M Futuro, e permanência das taxas efetivas de juros variando entre 38,42% e 38,32% (CDI ao mês por dia), o juro real (sobre inflação) apresentou elevação.

No início do mês encontrava-se a 1,6% /mês, com 19,2% /ano, atingindo a mínima de 1,48% /mês com 17,76% /ano em 8/10, para chegar a máxima de 2,44% /mês com 29,28% /ano, no fim do mês. A taxa de juros real sobre títulos públicos atingiu os 2,49% /mês com 29,88% /ano, ao manter-se a taxa de 49,15% (over-night) pelo BC. Isto, em relação ao IGP-M, que para o mês de outubro chegou a 35,04% , como já fora dito, sinalizando uma taxa real de juros de 2,44% ao mês e 29,28% ao ano para outubro.

As taxas de juro real atingiram seu mínimo justamente no período de reversão das expectativas de queda de inflação (1,48% /mês) e cotação máxima do IGP-M Futuro (8 e 11/10). Já nos últimos dias do mês, com a constatação de desaceleração inflacionária e cotação mínima do IGP-M, o juro real atingiu seu valor máximo (2,44% /mês). No entanto, em muitos

momentos percebeu-se que as taxas de juros acompanharam a evolução inflacionária.

Evolução da taxa de juro real (sobre inflação)

Erro! Argumento de opção desconhecido.

Juro/ Inflação

Erro! Argumento de opção desconhecido.

CDI (ao mês por 1 dia)

dia	taxa over	taxa efetiva	taxa real
01/10	49,17%	38,42%	1,60%
04/10	49,14%	38,40%	1,65%
05/10	49,13%	38,39%	1,73%
06/10	49,12%	38,38%	1,76%
07/10	49,15%	38,40%	1,66%
08/10	49,13%	39,39%	1,48%
11/10	49,13%	38,39%	1,48%
13/10	49,12%	38,38%	1,71%
14/10	49,09%	38,35%	1,69%
15/10	49,12%	38,38%	1,64%
18/10	49,11%	38,37%	1,63%
19/10	49,12%	38,38%	1,64%
20/10	49,12%	38,38%	1,64%
21/10	49,12%	38,38%	1,78%
22/10	49,13%	38,39%	1,78%
25/10	49,14%	38,40%	1,94%
26/10	49,14%	38,40%	1,94%
27/10	49,13%	38,39%	2,29%
28/10	49,06%	38,32%	2,43%
29/10	49,09%	38,34%	2,44%

Mercado de Juro **Relatório Mensal - Novembro/93**

Evolução das Taxas de Juros

O mercado financeiro abriu o mês na expectativa de queda nominal das taxas de juros em virtude da transição para o mês de dezembro, com três úteis dias a mais. O mercado dividia-se quanto a opinião sobre a redução nominal dos juros. Enquanto uns acreditavam na diminuição gradual, outros apostavam na queda por volta da virada do mês.

No segundo dia útil de novembro, as taxas de juro elevaram-se em função da revisão das expectativas de inflação futura, até então estável, e da atuação do BC para controlar o excesso de liquidez do mercado (em virtude dos grandes fluxos de recursos). As taxas do overnight fecharam em 49,19%, fugindo do patamar mantido pelo BC em outubro, por volta dos 49,15%.

Nos dias que se seguiram as taxas caíram, devido principalmente a previsão de estabilização das taxas inflacionárias, e de que a redução nominal ficaria para a 2- quinzena. Com previsão de inflação estável, a tendência de queda do juro real passou a ser a expectativa do mercado.

No dia 9 no entanto, com o resultado do leilão das BBCs de 28 dias, na qual o BC não conseguira vender estes papéis, as taxas voltaram a subir. Isto, entretanto, aumentou a liquidez do mercado no dia seguinte, fazendo com que a quantidade de moeda circulante estivesse superior à de títulos, e com que os juros caíssem. Para que os juros não caíssem ainda mais, o BC retirou dinheiro do mercado pagando juros menores em relação às que vinha ditando. Neste dia, as taxas do overnight atingiram sua cotação

mínima (48,92%), influenciando também o CDI over. A queda foi analisada pelo mercado como circunstancial. No dia 11, com a liquidez equilibrada, as taxas de juros voltaram a subir, provando que a queda da taxa do overnight no dia anterior fora apenas para controlar o excesso da liquidez.

No dia 12 de novembro, os juros voltaram a baixar com a expectativa de que o plano de estabilização passaria pela prefixação dos preços, tarifas e salários, de acordo com os rumores. As taxas do overnight entretanto, não foram afetadas. Já em 16 de novembro em função do impacto das mudanças no IOF (aumento da taxa sobre aplicações financeiras), e no compulsório, os juros voltaram a subir, fazendo com que o overnight atingisse sua máxima cotação.

Nos dois dias consecutivos os juros caíram em consequência das perspectivas do indexador cambial a ser criado pelo governo como medida do plano econômico, e das incertezas geradas com os rumores sobre o próprio indexador.

A 19 de novembro, fora marcante a queda das taxas dos papéis de curto prazo, refletindo-se bastante sobre o CDI over, que atingiu sua menor cotação do mês (49,03%), e influenciou a baixa na taxa do overnight. O desmentido do governo perante o anúncio do plano econômico e a perspectiva de que a "paulada" na inflação demoraria, fizeram com que as taxas subissem no dia seguinte, mantendo-se constante em 23/11.

Em 24/11, o mercado com excesso de liquidez, propiciou a queda das taxas de juros, que passou então a manter-se no patamar dos 49,12%, balizados pelo BC para o final de mês sobre os títulos públicos (taxa overnight). Apenas em 29/11, com a divulgação do IGP-M acima das expectativas, a taxa do overnight subiu a 49,17%, retornando ao antigo patamar no último dia do mês.

Quanto aos Certificados de Depósitos Interbancários ao mês por um dia (CDI over), estes tiveram modificações nos dois últimos dias úteis do mês. No dia 29, a taxa do CDI ao mês por um dia caiu em função de fatores usuais em fim de mês (38,16%). Com a realização do lucro pelos bancos para fechamento dos balanços, estes desfazem-se das carteiras de títulos estaduais para não constarem nos demonstrativos, repassando os recursos para o interbancário. Com o excesso de oferta dos CDI, os juros caem.

No último dia do mês, frente ao grande leilão promovido pelo BC, a insegurança quanto ao plano econômico a ser anunciado futuramente fez com que fossem oferecidos juros maiores para vender-se todos os papéis (e mesmo assim não foram vendidos todos, principalmente as NTNs cambiais). O CDI ao mês por um dia (CDI over) em 30/11 apresentou taxa over de 42,66%, antecipando a redução nominal dos juros para dezembro, e efetiva de 38,37%, representando o aumento desta taxa (fatores já analisados). O overnight fechou o mês com taxa efetiva de 38,38%, próxima à taxa do CDI por um dia.

A seguir temos a evolução das taxas efetivas dos Certificados de Depósitos Interbancários ao mês por um dia (CDI over) durante o mês de novembro. Esta taxa servirá de base para a análise de evolução das taxas de juros, assim como para o cálculo da taxa de juro real para o período em questão.

Erro! Argumento de opção desconhecido.

Inflação

As expectativas do mercado quanto às taxas de inflação no início do mês eram otimistas, acreditando-se num índice estável ao redor dos 35,5%. Pode-se perceber através das cotações do IGP-M Futuro da primeira quinzena do mês, que o índice manteve-se aproximadamente constante, em valores próximos aos 35,5%.

Na segunda semana entretanto, a expectativa do mercado reverteu-se, passando a apontar uma aceleração das taxas inflacionárias, saliente pelas cotações do IGP-M Futuro no período. Paralelamente, aumentava o clima de instabilidade com relação à divulgação das medidas do plano econômico. A expectativa de inflação para outubro subia a cada dia, sendo confirmada pela divulgação dos índices parciais. O IGP-M fechou o mês cotado a 36,15%.

Erro! Argumento de opção desconhecido.

Juro Real

As taxas de juro real iniciaram novembro abaixo dos 2,44% do mês anterior, a uma taxa de 2,03% ao mês. Os juros atingiram a faixa dos 2,10% /mês, onde permaneceram durante a primeira quinzena, chegando a 2,17% /mês no dia 16, e caindo 0,01% para os dois dias seguintes. A taxa de juro real atingiu sua máxima cotação em 9/12 com 2,20% /mês, dia em que a expectativa de inflação foi a menor para o mês.

Durante a segunda quinzena de novembro, com a expectativa de inflação maior, e os juros nominais relativamente estabilizados na casa dos 38,38% (efetiva), o juro real caiu. Com o IGP-M de novembro ficando em 36,15%, e a taxa efetiva do CDI ao mês por um dia (utilizado para efeito de análise) fechando o período com taxa efetiva de 38,37%, a taxa de juro real para novembro ficou em 1,63% /mês, com 21,41% /ano, acima apenas do menor valor de 1,48% /mês do dia anterior. A taxa do overnight fechou o mês com 49,12% (efetiva de 38,38%) e taxa real de 1,64% /mês com 21,56% /ano, próxima ao CDI over.

Erro! Argumento de opção desconhecido.

Comparativamente ao mês de outubro, percebe-se claramente a queda dos juros reais, pois as taxas nominais foram praticamente inalteradas

pelo BC, enquanto os índices inflacionários aumentaram. A evolução das taxas de juro real nos meses de outubro e novembro do ano de 93, estão ilustradas no gráfico seguinte.

Erro! Argumento de opção desconhecido.

As taxas de juro real que atingiram 2,44% no final de outubro, recuaram a 1,63% em novembro, valor próximo a 1,60% registrado no primeiro dia útil de outubro.

Correção Cambial

A correção cambial projetada, que havia fechado outubro por volta dos 35,80%, mais precisamente 35,86%, abriu novembro em 36,06%.

O mercado de câmbio apresentou excesso de liquidez nos dois primeiros dias, obrigando o BC (por meio do Depin) a atuar com leilões de compra, para evitar que as cotações caíssem demasiadamente.

No dia 4/11 o mercado viveu um dia agitado, com o BC realizando leilões de compra e em seguida revertendo sua atuação injetando moeda estrangeira no mercado (leilões de venda), evitando assim que a cotação do dólar comercial subisse excessivamente. A correção cambial projetada chegou a 36,35% neste dia. Nos dois dias que seguiram-se foram realizados leilões de compra para equilibrar-se a liquidez do mercado (excesso), com a correção cambial caindo a 35,90%.

A 9/11 antecipando-se ao feriado do dia 11/11 em NY, o dólar comercial trabalhou com ajuste duplo para acompanhar este mercado. Isto fez com que os dois dias seguintes fossem tranquilos com correção cambial de 35,87% (para os 2 dias), já que a maioria das instituições havia antecipado seus negócios.

Até o dia 21 o mercado seguiu apresentando excesso de liquidez com correção cambial projetada próximas a 35,80% e intervenções do BC através de leilões de compra. Em 22/11 entretando, o BC voltou a realizar leilões de venda injetando recursos, e fazendo com que a correção cambial chegasse a 36,07%.

No dia 23/11 novamente o mercado trabalhou com ajuste duplo do comercial e antecipação dos negócios devido ao feriado do dia 25 nos EUA.

Em 26/11 o mercado voltou a demandar recursos (principalmente instituições e bancos estrangeiros), levando o BC a realizar leilões de venda para evitar a disparada das cotações do dólar comercial. A taxa de correção cambial elevou-se a 36,00%.

Nos dois últimos dias úteis do mês foram realizados leilões de venda para que as instituições financeiras fechassem o mês fugindo da

posição vendida. Isto ocorreu pois a diferença entre cotações dos mercados de câmbio e CDI apontavam que a posição vendida não era bom negócio.

Erro! Argumento de opção desconhecido.

Juro Real sobre Câmbio

O juro real sobre câmbio acompanhou a variação da correção cambial projetada, visto que os juros nominais apresentaram pouca mobilidade em virtude do balizamento do governo sobre a taxa do overnight. O CDI over permaneceu próximo aos 38,38% em sua taxa efetiva, apresentando grande variação apenas nos dias 12 e 29/11.

No dia 4, em função da elevação da correção cambial projetada em seu maior nível, o juro real sobre câmbio registrou seu menor valor com 1,50% /mês. Já em 12/11 em função da queda do CDI over (38,30%), o juro real sobre câmbio apontou 1,63% /mês. Em 22 e 23/11 com a elevação da taxa de correção cambial os juros reais sobre câmbio chegaram a 1,68%.

No entanto, em 29/11, com a forte queda dos juros no CDI ao mês por um dia, o juro real/câmbio atingiu sua cotação mínima com 1,61% /mês.

No fechamento do mês, entretanto, o juro real sobre câmbio teve sua taxa máxima já registrada anteriormente em 16/11, em função da correção cambial (35,60% e 35,62% respectivamente). A taxa de juro real de 2,03%/mês com 27,27% /ano, é superior a taxa real de juro sobre a inflação de 1,63% /mês com 21,41% /ano, para novembro.

Erro! Argumento de opção desconhecido.

Tabela de Dados

Dias	CDI over	efetiva	IGP-M futuro	Correção Cambial	Juro/ Inflação	Juro/ Câmbio
01	49,13%	38,39%	35,63%	36,06%	2,03%	1,71%
03	49,13%	38,39%	-	35,79%	2,03%	1,91%
04	49,14%	38,40%	35,56%	36,35%	2,09%	1,50%
05	49,14%	38,40%	-	35,83%	2,09%	1,89%
08	49,12%	38,38%	35,53%	35,90%	2,10%	1,82%
09	49,15%	38,40%	35,42%	35,81%	2,20%	1,91%
10	49,08%	38,34%	35,52%	35,87%	2,08%	1,82%
11	49,17%	38,42%	-	35,87%	2,14%	1,88%
12	49,04%	38,30%	35,42%	36,09%	2,13%	1,63%
16	49,10%	38,36%	-	35,60%	2,17%	2,03%
17	49,09%	38,35%	-	35,85%	2,16%	1,84%
18	49,09%	38,35%	-	35,77%	2,16%	1,50%
19	49,03%	38,30%	35,59%	35,81%	2,00%	1,83%
22	49,10%	38,36%	35,73%	36,07%	1,94%	1,68%
23	49,10%	38,36%	35,77%	36,07%	1,91%	1,68%
24	49,08%	38,34%	35,97%	36,02%	1,74%	1,71%
25	49,07%	38,33%	35,99%	35,87%	1,72%	1,81%
26	49,05%	38,31%	36,00%	36,00%	1,70%	1,70%
29	48,88%	38,16%	36,15%	35,97%	1,48%	1,61%
30	42,66%	38,37%	36,15%	35,62%	1,63%	2,03%

Mercado de Juro
Relatório Mensal - Dezembro/93

Evolução dos Juros Nominais

Os juros nominais abriram dezembro com relativa estabilidade, apontando pequena alta no CDI over com 38,42% (taxa efetiva), em relação aos 38,37% do fechamento de novembro. Apesar disso, a perspectiva no início do mês já era de elevação dos juros nominais, em função da esperada aceleração dos índices inflacionários, com a dificuldade de aprovação do ajuste fiscal no Congresso e aumento dos impostos.

No dia seguinte a taxa do overnight, assim como o CDI over (taxas efetivas) continuaram estáveis (com pequena queda), na faixa dos 38,40%, onde permaneceram até o dia 10/12, sinalizadas pelo BC.

Os primeiros dias de dezembro foram marcados pela instabilidade gerada pela crise política (CPI do Orçamento), anúncio do plano econômico e conseqüente aumento nas expectativas inflacionárias. Em 2/12 subiram os juros no mercado futuro, enquanto a 3/12 observou-se um pequeno volume de negócios no mercado de juros, em virtude do anúncio do plano econômico.

Nos quatro dias que seguiram-se, a expectativa de inflação crescente colaborou para a alta dos juros sobre os títulos privados (CDB e CDI - 30 dias), e mercado futuro. O governo, no entanto manteve a taxa do overnight inalterada, preocupando o mercado com a queda do juro real. Basta dizer que o juro real (CDI over - taxa efetiva / Inflação) chegou a 0,34% /mês em 9/12.

Em 10/12 os juros dos títulos privados mostraram-se estáveis, interrompendo um período de forte alta. O CDI over já apresentavam alta nas taxas de juros, antecipando em parte o sentimento do mercado frente a queda do juro real. O BC entretanto fechou a semana mantendo a taxa do overnight nos mesmos patamares.

Somente no dia 13/12 o BC elevou os juros nominais sobre títulos públicos, admitindo a subida da inflação em dezembro. Esta elevação abrupta do custo efetivo do dinheiro fez com que as taxas efetivas do overnight e CDI ao mês por um dia atingissem 40,84% e 40,86% respectivamente. O BC acabou sinalizando também, que utilizará os juros altos como instrumento contra a especulação, durante a fase de implementação do plano econômico.

A nova taxa indicada pelo BC, na faixa dos 45% com efetiva de 40,84%, continuou praticamente constante até o dia 24/12, quando o governo iniciou o balizamento das taxas para janeiro (com menos dias úteis).

Em 14/12 o mercado passou a pedir um prêmio na compra de BBC.

No dia seguinte, com as expectativas de inflação aumentando, os juros dos títulos privados prefixados e do mercado futuro voltaram a subir. A taxa do overnight no entanto, permaneceu estável e controlada pelo BC, com os CDI over seguindo a mesma tendência. Nos dois dias que seguiram,

a expectativa inflacionária reverteu-se, baixando os juros do CDB e mercado futuro.

A indecisão do mercado perante aos avanços da inflação prosseguiu, com o mercado apostando novamente na alta dos preços frente ao grande aumento do consumo no mês de dezembro. Os juros foram afetados, voltando a subir no mercado futuro e títulos privados.

Em 21/12 os juros caíram, desta vez em virtude do fracasso do leilão de títulos promovido pelo governo. O BC rejeitou as propostas do mercado, relutando em sinalizar a alta dos juros e inflação. Com o excesso de liquidez existente no mercado, os juros caíram. A taxa do overnight caiu para 44,90%, diante 45,01% do dia anterior, e o CDI over ficou em 45,95% com taxa efetiva de 40,78%.

Os juros voltaram a cair no dia 22/12, principalmente Os CDI ao mês por um dia, CDBs e mercado futuro. O CDI over teve ajuste duplo neste dia, para compensar o dia 24/12, véspera de Natal. A taxa de 90,45%, embutindo dois dias, foi equivalente a 40,72% de taxa efetiva para 22/12 e 24/12. A taxa overnight foi de 44,99%.

Em 23/12 os juros subiram com a expectativa de que o BC não sancionaria tão logo as taxas para janeiro, com menos dias úteis, e do megaleilão da semana seguinte. Em 24/12 não houve leilão de títulos públicos pelo BC.

No dia 27/12 a expectativa frente ao megaleilão foram responsáveis pela alta dos juros no CDI over, assim como a antecipação ao balizamento das taxas para janeiro.

A partir de 28/12, o BC passou a elevar a taxa do overnight gradualmente (com o CDI over acompanhando), que deveria atingir a faixa dos 48% (taxa over). A taxa do overnight foi de 45,90% neste dia (ainda sob influência do megaleilão, que intensificou a alta dos juros), 49,90% no dia seguinte, para fechar o mês em 48,40%, com taxa efetiva de 40,87%.

Não foram realizados negócios no dia 31/12.

Erro! Argumento de opção desconhecido.

Inflação

Os índices de preços apontaram aceleração da inflação durante o mês de dezembro, em relação aos 36,15% de novembro de acordo com o IGP-M.

As expectativas de inflação, através do IGP-M futuro, já atingia 36,90% no primeiro dia em que fora negociado, em 6/12.

O pessimismo continuou prevalecendo no mercado, fazendo com que o índice subisse para 37,26% e 37,94% em 7 e 8/12. O IGP-M futuro declinou levemente no dia seguinte, quando ficou cotado a 37,82%. A

aceleração no índice de expectativa inflacionária neste início do mês deu-se principalmente em função da instabilidade gerada com o anúncio do plano econômico (incluindo aumento de impostos), e da crise política.

A expectativa inflacionária voltou a subir em 13/12, com 38,14% e 38,12% no dia seguinte. Em 15/12, frente ao sentimento negativo do mercado com relação à aprovação do plano econômico (incluindo o ajuste fiscal), a taxa chegou a 38,40%. A 16/12 entretanto, considerando que exagerara no dia anterior, a expectativa de inflação caiu a 38,01%.

O índice voltou a subir nos dois dias consecutivos, indicando 38,20% em 22/12, com os indicadores de consumo apontando alta. Entre os dias 21 e 28/12, os IGP-M futuro permaneceu em 38,12% (exceto em 22/12, com 38,05%), para fechar dezembro em 38,32%, após o anúncio do índice oficial. O IGP-M de 38,32% aponta alta de 1.7 ponto percentual em relação a novembro.

Erro! Argumento de opção desconhecido.

Juro Real

A taxa real de juros sobre inflação abriu o mês de dezembro em alta, comparada a novembro. A taxa de 1,67% /mês com 21,99% /ano no primeiro dia útil do mês, superou os 1,63% /mês com 21,41% /ano do final de novembro. A taxa real de juros permaneceu nesta faixa nos dois dias seguintes, quando não houvera mudança na expectativa de inflação.

Apartir de 6/12, os juros passaram a cair com as expectativas de inflação subindo e o BC mantendo a taxa do overnight constante. Com essas taxas constantes, os CDI over mantiveram a mesma tendência. As taxas de juro real foram de 1,07%, 1,08%, 0,83% nos dias 6, 7 e 8/12, para atingir o seu menor valor no mês com 0,34% /mês (4,16% /ano) no dia 9/12. A taxa de juro real elevou-se no dia seguinte com as expectativas inflacionárias declinando, e os CDI ao mês por um dia subindo. A taxa ficou em 0,5% /mês com 6,17% /ano em 10/12.

A partir do dia 13/12 no entanto, com a elevação das taxas de juro nominal pelo governo, acompanhadas pela alta dos CDI over, o juro real voltou a atingir altos patamares com 1,97% e 1,95% /mês (com 26,38% e 26,08% / ano) nos dias 13 e 14/12 respectivamente. No dia 15/12 entretanto, com a expectativa de inflação em seu nível máximo (38,40%), a taxa de juro real caiu para 1,76% /mês.

Em 16/12 com o IGP-M futuro cotado a 38,01%, a taxa de juro real foi máxima, ficando em 2,03% /mês com 27,27% /ano. De 17 a 24/12 o juro real manteve-se relativamente constante na casa dos 1,90% ao mês.

A partir do dia 27/12, iniciou-se o balizamento das taxas do CDI over para janeiro, o que explica as dispersões nas taxas de juro real. As taxas reais obtidas não representam àquelas efetivamente praticadas no mercado. Com as taxas sendo elevadas gradativamente, é difícil saber-se ao certo, o número de dias úteis equivalentes à cada taxa, assim como as taxas efetivas.

No dia 30/12 no entanto, com uma taxa over já sinalizando os dias úteis equivalentes a janeiro, o juro real ficou em 1,84% /mês, com 24,46% ao ano. A taxa de 24,46% ao ano para dezembro é superior aos 21,41% de novembro. A taxa do overnight fechou o mês em 48,87% (taxa efetiva de 40,40%), apontando um juro real sobre títulos públicos de 1,50% /mês com 19,56% /ano, abaixo dos 21,56% de novembro.

Erro! Argumento de opção desconhecido.

A seguir temos a evolução do juro real nos três últimos meses.

Erro! Argumento de opção desconhecido.

Correção cambial

Nos quatro primeiros dias de dezembro, o mercado de câmbio esteve líquido com o BC realizando leilões de venda para evitar que as cotações caíssem demasiadamente. A correção cambial projetada que era de 36,12% em 1/12, ficando a 35,83% em 6/12.

No dia 7/12, o mercado iniciou comprador para depois mostrar-se líquido. Foram dois leilões de venda e um de compra pelo BC. A correção cambial subiu a 35,98%. Até o dia 10/12, o mercado mostrou-se líquido, favorecendo a realização de leilões de venda. As expectativas de inflação no entanto elevavam as cotações do dólar comercial.

A 13/12, em meio a quatro leilões de compra para segurar as cotações, o governo providenciou a elevação da projeção de correção cambial, balizando o mercado de câmbio ao de juros (juros nominais haviam sido elevados pelo BC). A taxa de correção cambial foi de 37,35% neste dia.

Nos dias consecutivos foram realizados leilões de compra para controlar a liquidez do mercado. Esta tendência foi reforçada a partir do dia 17/12 com o fechamento de muitos contratos de exportação, e a venda de dólares pelos exportadores estrangeiros para aproveitarem os juros altos. A projeção de correção cambial manteve-se por volta dos 37,50% até 23/12, que teve ajuste duplo para compensar o dia seguinte (24/12).

O dia 27/12 teve três leilões de venda com o BC dando liquidez ao mercado, e evitando a explosão das cotações. A projeção subiu a 37,70%, chegando a 37,88% no dia seguinte com novos leilões de venda. O BC vendeu moeda no comercial também nos dois últimos dias do ano, fazendo a correção cambial projetada atingir 38,23% no fechamento do mês.

Erro! Argumento de opção desconhecido.

Juro Real sobre Câmbio

Com os juros nominais praticamente estáveis até 10/12 e a projeção da correção cambial variando levemente por volta dos 36%, o juro real sobre câmbio permaneceu na faixa dos 1,80% /mês e 24% /ano.

Somente no dia 13/12 com o balizamento das taxas de juros, o juro real sobre câmbio elevou-se, mesmo tendo a correção cambial subido para tentar acompanhar os juros. A taxa chegou a 2,55%, para no dia seguinte atingir a máxima de 2,62% /mês, com 36,40% /ano. O juro real sobre câmbio permaneceu na faixa dos 2,5% até 24/12, com excessão do dia 22/12 cuja taxa de correção cambial alta (37,67%), derrubou o juro real sobre câmbio para 2,22%/ mês.

A partir de 27/12, o balizamento dos juros para janeiro (com menos dias úteis) distorceu as taxas reais sobre câmbio e inflação. O juro real sobre câmbio fechou o mês a 1,91%/mês, com queda no fim do mês devido a elevação de correção cambial. Esta taxa projeta 25,49% ao ano, sendo inferior aos 27,27% de novembro (embora tenha-se mantido durante quase sempre superior), e superior aos 24,46% de juro real sobre inflação.

Erro! Argumento de opção desconhecido.

E a seguir temos a evolução das taxas de juro real sobre câmbio no decorrer dos três últimos meses, graficamente.

Erro! Argumento de opção desconhecido.

Tabela de Dados

dias	CDI over	taxa efetiva	IGP-M futuro	Corr. Cambial	Juro/ Inflação	Juro/ Câmbio
1	42,71%	38,42%	-	36,12%	1,67%	1,65%
2	42,67%	38,38%	-	35,83%	1,64%	1,89%
3	42,65%	38,36%	-	35,83%	1,62%	1,86%
6	42,66%	38,37%	36,90%	35,83%	1,07%	1,87%
7	42,67%	38,38%	-	35,98%	1,08%	1,76%
8	42,69%	38,40%	37,26%	36,18%	0,83%	1,63%

9	42,70%	38,41%	37,94%	35,76%	0,34%	1,95%
10	42,79%	38,51%	37,82%	36,17%	0,50%	1,72%
13	45,02%	40,86%	38,14%	36,35%	1,97%	2,55%
14	44,98%	40,82%	38,12%	37,22%	1,95%	2,62%
15	45,00%	40,84%	38,40%	37,34%	1,76%	2,55%
16	44,97%	40,81%	38,01%	37,26%	2,03%	2,58%
17	44,98%	40,82%	38,14%	37,35%	1,94%	2,52%
20	44,95%	40,78%	38,20%	37,32%	1,87%	2,52%
21	44,95%	40,78%	38,12%	37,40%	1,93%	2,46%
22	44,89%	40,72%	38,05%	37,67%	1,93%	2,22%
23	44,98%	40,82%	38,12%	37,25%	1,95%	2,60%
24	44,89%	40,72%	-	-	1,88%	2,53%
27	46,00%		38,12%	37,70%	2,74%*	3,05%*
28	47,00%		38,12%	37,88%	1,92%*	2,10%*
29	47,95%	39,51%	38,32%	38,03%	2,48%*	2,69%*
30	49,35%	40,87%	38,32%	38,23%	1,84%	1,91%

Mercado de Juro
Relatório Mensal - Janeiro /94

Evolução dos juros nominais

Os juros nominais abriram em alta o mês de janeiro, com taxa efetiva de 41,59%, em comparação aos 40,87% no último dia do ano. As

taxas do CDI over, até 12/01, acompanharam os juros sinalizados pelo BC por meio da taxa overnight. Os juros nominais mantiveram-se na faixa dos 50,10%, com taxa efetiva de 41,60%.

A partir de 12/01, os juros passaram a subir, principalmente no mercado futuro e CDB/CDI. A sinalização de leve alta nos juros nominais (50,13%) pelo BC, provocou esta alta nos títulos privados.

Somente no dia 18/01, com nova sinalização de alta nos juros, as taxas nominais tiveram grande alta, já que o governo cedeu as expectativas crescentes de inflação para janeiro. O CDI chegou a 52,03% com efetiva de 43,49%, e o overnight atingiu 52,00%.

Em 20/01 os juros do CDI over subiram com o excesso de demanda pelo título. A taxa de 52,30% com efetiva de 43,76% geraram expectativas de elevação dos juros no overnight.

Tais expectativas confirmaram-se em 24/01, quando o BC balizou as taxas até 7 de fevereiro. Também fora sinalizada em 54% a taxa na virada do mês. A 24/01 a taxa do CDI over ficou em 53,00% com efetiva de 44,45%, passando a 54,00% com 45,45% nos dois dias consecutivos.

Os juros nominais continuaram na faixa dos 54% com 45,45% até 28/01. No entanto, na virada do mês o CDI over fechou em 60,15% com efetiva de 42,95%, antecipando a taxa para o mês de fevereiro com 18 dias úteis. O BC já havia sinalizado anteriormente as taxas para o início de fevereiro em por volta do 61,00%.

A taxa do overnight fechou o mês em 54,06% com efetiva de 54,50%, surpreendendo o mercado, que não esperava a taxa máxima de rentabilidade pedida, sancionada pelo governo. O CDI over, como já fora dito fechou em 60,15% com 42,95%.

A mudança na diretoria de política econômica do BC, com a saída de Francisco Pinto gerou expectativa de queda nos juro real para o próximo mês, mesmo porque a expectativa de inflação para fevereiro era de queda.

Erro! Argumento de opção desconhecido.

Inflação

O índice de inflação pelo IGP-M que foi de 38,32% em dezembro apontou elevação do nível de preços em janeiro.

As expectativas de inflação para janeiro no entanto, caíram no decorrer do mês, de acordo com as cotações do IGP-M.

A inflação esperada para janeiro em 4/01 (primeiro dia de negociação do IGP-M futuro no mês) era de 40,58%. A partir de então, a expectativa de inflação passou a cair seguidamente até atingir 38,63% em 13/01.

Em 14/01 o IGP-M futuro fechou em 39,23% após divulgação da quadrissemana de FIPE. O índice caiu no dia seguinte (39,08%), para chegar a 39,40% em 19/01. Daí em diante o índice oscilou pouco, permanecendo na faixa dos 39,40% até o fim do mês, constituindo a expectativa do mercado para a inflação de janeiro.

O IGP-M no entanto, divulgado no fim do mês, ficou em 39,07%, abaixo dos demais índices e do que previa o mercado. O valor baixo do IGP-M é justificado pela data de fechamento do índice, um pouco antes do fim do mês, quando os preços podem ter tido grande variação.

Erro! Argumento de opção desconhecido.

Juro Real

O juro real em janeiro abriu o mês em alta com 2,36% /mês com 32,30% /ano em comparação aos 1,84% /mês com 24,26% /ano.

Em seguida, com o aumento nas expectativas de inflação, quando o IGP-M futuro atingiu 40,58%, o juro real sobre inflação caiu para 0,72% em 4 e 5/01. Em seguida a taxa de juro real voltou a subir (1,60% /mês), e manteve esta tendência até 13/01, quando atingiu 2,13% /mês com a queda na expectativa de inflação. O juro real caiu para 1,70% no dia seguinte, para chegar a 3,14% /mês em 18/01, com a elevação do juro real pelo BC (permanecendo nesta faixa até 23/01).

Em 24 e 25/01 o juro real voltou a subir, atingindo 3,66% e 4,37%/mês respectivamente, em virtude de novo ajuste de taxas pelo BC. Somente a 31/01 a taxa de juro real caiu dos 4,00% /mês para fechar o mês em 2,79% /mês com 39,13% /ano (contra 1,84% com 24,26% de dezembro).

Erro! Argumento de opção desconhecido.

O juro real em janeiro/94 apresentou elevação em relação a dezembro/93, quando ficou em 1,84% /mês com 24,26% /ano. A seguir temos o comportamento do juro real no decorrer dos últimos 4 meses.

Erro! Argumento de opção desconhecido.

Correção Cambial

O mês iniciou-se com o BC vendendo moeda em 5 leilões, evitando uma elevação mais acentuada da taxa de câmbio, que atingiu 38,66%, em comparação aos 38,23% do último dia de dezembro. Daí em diante, a projeção da correção cambial passou a cair, com predominância de leilões de compra pelo BC.

O predomínio dos leilões de compra é justificado pela grande oferta de dólar comercial pelos exportadores, visando aproveitar as altas taxas de juros do país.

A taxa de câmbio estabilizou-se na faixa dos 39,00% de 12 a 17/01, subindo a 39,83% em 18/01, para acompanhar a elevação dos juros nominais. A projeção de correção cambial permaneceu na faixa dos 39,90%, com predominância de leilões de compra e mercado ofertado (pelos exportadores), até 24/01.

Em 25/01 houve nova correção da taxa de câmbio para acompanhar o mercado de juros. A taxa chegou a 40,35%. No fim do mês, o mercado de câmbio continuou ofertado, como durante todo o mês. Esta grande oferta de dólares, principalmente pelos exportadores, elevou o saldo cambial brasileiro em janeiro/94 para um nível superior ao de janeiro/93.

A taxa de câmbio fechou o mês em 40,65% com 4 leilões de compra promovidos pelo BC.

Erro! Argumento de opção desconhecido.

Juro Real sobre Câmbio

O juro real sobre câmbio abriu o mês com ataxa de 2,11% /mês com 28,48% /ano. Logo a seguir em 04/01 caiu para 1,60%/mês, com a grande elevação da taxa de câmbio. A partir de 5/01 o juro real sobre câmbio rondou a faixa dos 1,75%/mês atingindo 1,84% e 1,87% em 10 e 11/01 respectivamente, onde praticamente permaneceu até 17/01.

Em 18/01, com a elevação dos juros nominais pelo BC, atingiu os 2,62% /mês com 36,39% /ano. A taxa de juro real foi gradualmente elevando-se, atingindo os 2,73%/mês em 21/01, para no dia seguinte apresentar grande alta devido a nova elevação dos juros nominais pelo BC. O juro real sobre câmbio em 24/01 esteve em 3,25%/mês.

O juro real chegou a atingir a faixa dos 3,62%/ mês, mas acabou fechando o mês em 1,64%/mês com 21,56%/ano, no dia 31/01. A queda da taxa efetiva do CDI over fora a responsável pela baixa do juro real (sobre câmbio e inflação) no último dia de janeiro.

A taxa de 1,64%/mês com 21,56%/ano aponta baixa em relação a dezembro, quando o juro real sobre câmbio ficou em 1,91%/mês com 25,49%/ano.

A seguir temos os gráficos das variações do juro real sobre câmbio no mês de janeiro de 1994, assim como de seu comportamento nos últimos 4 meses.

Erro! Argumento de opção desconhecido.

Erro! Argumento de opção desconhecido.

Tabela de Dados

Dias	CDI over	taxa efetiva	IGP-M futuro	Corr. Cambial	Juro/ Inflação	Juro/ Câmbio
3/01	50,09%	41,59%	38,32%	38,66%	2,36%	2,11%
4/01	50,09%	41,59%	40,58%	39,36%	0,72%	1,60%
5/01	50,09%	41,59%	40,58%	39,17%	0,72%	1,74%
6/01	50,08%	41,58%	39,35%		1,60%	1,73%
7/01	50,06%	41,56%	39,08%	39,08%	1,78%	1,78%
10/01	50,07%	41,57%	39,01%	39,01%	1,84%	1,84%
11/01	50,10%	41,60%	38,86%	38,99%	1,97%	1,87%
12/01	50,08%	41,58%	38,67%	39,05%	2,10%	1,82%
13/01	50,09%	41,59%	38,63%		2,13%	1,82%
Dias	CDI over	taxa efetiva	IGP-M futuro	Corr. Camb.	Juro/ Inflação	Juro/ Câmbio
14/01	50,10%	41,60%	39,23%	39,00%	1,70%	1,87%
17/01	50,10%	41,60%	39,08%	39,00%	1,81%	1,87%
18/01	52,03%	43,49%	39,12%	39,83%	3,14%	2,62%
19/01	53,02%	43,48%	39,40%	39,89%	2,93%	2,57%
20/01	52,30%	43,76%	39,38%	39,94%	3,14%	2,73%
21/01	52,25%	43,71%	39,31%	39,91%	3,16%	2,71%
24/01	53,00%	44,45%	39,35%	39,90%	3,66%	3,25%
25/01	54,00%	45,45%	39,35%	40,35%	4,37%	3,63%
26/01	54,01%	45,46%	39,46%	40,38%	4,30%	3,62%
27/01	53,97%	45,42%	39,46%	40,37%	4,27%	3,60%
28/01	53,90%	45,35%	39,46%	40,39%	4,22%	3,53%
31/01	60,15%	42,95%	39,07%	40,65%	2,79%	1,64%

Mercado de Juros **Relatório Mensal - Fevereiro/94**

Juros Nominais

O mercado de juro abriu a primeira semana de fevereiro seguindo a sinalização do BC ainda no mês passado. A taxa overnight apontada em janeiro para início de fevereiro (acompanhada pelo CDI over), na faixa dos 60,25% com taxa efetiva de 43,03%, foi mantida até 4/02. Neste dia o BC anunciou o primeiro corte no custo efetivo do dinheiro, cedendo às expectativas de inflação menor pelo mercado. A taxa do CDI over antecipando-se ao corte nas taxas, fechou em 59,65% com efetiva de 42,53%.

Na segunda semana, quando aumentaram as expectativas com relação a URV, os juros nominais do overnight e CDI over permaneceram constantes nos dias 7, 8 e 9/02. Os juros de títulos privados e mercado futuro no entanto, iniciaram queda com as perspectivas otimistas de inflação para fevereiro.

No dia 10/02 o BC promoveu novo corte nas taxas dos juros nominais, que fecharam em 58,95% (efetiva de 58,95%) neste dia. A divulgação da quadrissemana da FIPE, apontando desaceleração da inflação em fevereiro, levou o BC a sinalizar a queda dos juros nominais. O BC passou a adotar uma política de reajustes semanais na taxa do overnight. No

dia 11/02 o CDI over ficou em 58,97%. Os juros nominais de títulos privados e mercado futuro acentuaram queda nesta semana.

Na terceira semana de fevereiro, após o Carnaval, o BC conteve tendência de queda nos juros, não sinalizando novo corte dos juros nominais. O CDI over manteve-se na faixa dos 58,97% com efetiva de 41,96%, enquanto títulos privados e futuros permaneceram em queda.

Na última semana de fevereiro, o juro nominal (que abriu estável em 21/02 com 58,96%, e efetiva de 41,95%) sofreu novo corte nas taxas em 22/02. Com o novo corte nas taxas nominais de juros, o CDI over caiu para 57,17% (efetiva de 40,47%), e permaneceu decrescendo durante toda a semana, quando fechou 25/01 em 57,00% (40,33%). Esta taxa, além de indicar expectativa de menor inflação (perante nova indicação da FIPE), representou uma diminuição das taxas para a virada do mês (já que março tem 22 dias úteis).

Em 28/01 (último dia do mês), já na semana seguinte, o CDI over antecipando-se a taxa overnight, fechou o mês apontando taxa over com valores de março. A taxa de 48,94% seguiu às indicações anteriores do BC, projetando custo efetivo do dinheiro para 28/02 de 42,76%.

O CDI over acumulado no mês ficou com 41,96% (efetivo), em comparação aos 42,00% dos títulos públicos. A taxa overnight fechou o mês em 57,23%, com 40,52% de taxa efetiva.

Erro! Argumento de opção desconhecido.

Inflação

O IGP-M, que fechou janeiro em 39,07%, abriu o mês com expectativa de alta, quando a cotação do IGP-M Futuro, no primeiro dia útil do mês, ficou em 39,91%. A partir de então, apontou expectativa de elevação do IGP-M durante toda a primeira semana, e início de segunda. Em 9/01 a expectativa de inflação do mercado (pelo IGP-M) era de 40,44%.

Embora as indicações semanais da FIPE apontassem queda da inflação para fevereiro, as expectativas para o IGP-M eram de alta em relação à janeiro, visto que os 39,07% do mês anterior não incluíram a forte aceleração dos últimos dias do mês. Portanto, a expectativa era de que o IGP-M seria superior aos demais índices em fevereiro.

Mesmo assim, a partir do dia 10/02 a expectativa de inflação passou a declinar o que ocorreu pelo restante da segunda semana, toda a terceira e quarta semanas. A perspectiva de inflação em 22/02 era de 39,85%, e mesmo apresentando leve alta no dia seguinte, apontou 39,82% (2-menor valor no mês) em 24/02.

Em 25/02 foi anunciado o IGP-M para fevereiro, que ficou em 40,78%, acima de qualquer expectativa do mercado no decorrer do mês, e acima do custo efetivo do dinheiro para os 2 últimos dias no overnight.

Erro! Argumento de opção desconhecido.

Juro Real

O juro real sobre inflação em fevereiro abriu o mês projetando 2,21%/mês com 30,00%/ano, e embora caindo devido à elevação das expectativas de inflação nos dois dias seguintes, permaneceu acima dos 2,00%/mês. No último dia da primeira semana, no entanto, o juro real caiu para 1,60%/mês com 20,98%/ano, em função do corte no overnight promovido pelo BC.

Na segunda semana, o juro real permaneceu na faixa dos 1,50%/mês até 10/01, quando novo corte no overnight provocou queda do juro real para a faixa dos 1,30%/mês com 16,77%/ano projetados para 30 dias.

Na terceira semana de fevereiro, após o Carnaval, o juro real manteve-se no patamar da semana anterior, elevando-se na sexta-feira (1,57%/mês com 20,56%/ano) com a queda das expectativas inflacionárias (39,77%).

Na quarta semana, logo na terça-feira, com o corte no overnight promovido pelo BC (sinalizando transição para março), o juro real novamente caiu. O juro real caiu para 0,44%/mês em 22/02, e logo em seguida para 0,32%/mês com cerca de 4,00%/ano, projetados para 30 dias. O juro real permaneceu nesta faixa até 25/02, data de anúncio do IGP-M para fevereiro.

Com o IGP-M acima do previsto (40,78%), o CDI over chegou a apresentar perda no dia 25/02 (-0,32%/mês), mas fechou o mês com juro real de 1,41%/mês, projetando 18,30%/ano contra 2,79%/mês e 39,13%/ano no fechamento de janeiro.

O juro real acumulado de fevereiro (cuja taxa efetiva acumulada foi de 41,96%) ficou em 0,84%/mês com 10,54%/ano. Portanto, o juro real de 1,41%/mês do CDI over no último dia de fevereiro (antecipando início de março), aponta perspectiva de elevação para março. O juro real de 1,41%/mês (18,30%/ano) fica próximo da previsão feita em janeiro através das indicações no mercado futuro. A previsão era de 1,71%/mês (22,85%/ano).

O início da segunda fase do plano econômico pode ser responsável pela sinalização de juros maiores para março pelo BC. Os juros elevados podem ser utilizados para conter a especulação com os produtos e

diminuir o consumo. Além disso, garantem os investidores perante as remarcações de preços devido às expectativas frente ao plano econômico.

O overnight apresentou juro real acumulado em fevereiro de 0,87%/mês com 10,95%/ano, em contraste ao fechamento no mês com perda de 0,19% (taxa efetiva de 40,52%).

CDI over - Juro Real em 28/02	1,41% / 18,30%
CDI over - Juro Real Acumulado fev/94	0,84% / 10,54%
Overnight - Juro Real em 28/02	0,19% / -2,30%
Overnight - Juro Real Acumulado fev/94	0,97% / 10,95%

Erro! Argumento de opção desconhecido.

A seguir, temos graficamente o comportamento das taxas de juro real nos últimos 5 meses.

Erro! Argumento de opção desconhecido.

Correção Cambial

O mercado de câmbio acompanhou a variação dos juros nominais em fevereiro. Na primeira semana a projeção de correção cambial abriu o mês na faixa dos 40,30%, com taxa de câmbio diária de 1,9%, onde permaneceu até a data do corte no overnight em 4/02. Neste dia, a correção cambial caiu para 39,96%, onde permaneceu até o fim da segunda semana com leilões de compra promovidos pelo BC. No dia 10/02 a correção cambial projetada caiu para 39,64% (variação diária de 1,86%), acompanhando novo corte no overnight.

Na terceira semana, a correção cambial permaneceu na faixa dos 39,70%.

Logo no início da quarta semana (22/02), após novo reajuste nos juros, o BC promoveu nova redução na taxa de câmbio com variação diária de 1,8%. A projeção de correção cambial ficou em 39,25% em 22/10, quando permanecera o mercado líquido, com leilões de compra pelo BC.

Nos últimos dias de fevereiro o mercado esteve volátil. Em 24/02 com a realização de leilões de venda, a projeção da correção cambial subiu a 39,93%, para em seguida cair nos dias consecutivos. Nestes dias a queda nos juros (overnight apresentou perdas no fim do mês), e a forte oferta de dólares pelas instituições favoreceram a queda da taxa de correção cambial. A correção cambial projetada fechou o mês em 38,94%, com baixa em

relação aos 40,65% de fevereiro. Este índice também comprova uma redução da inflação em fevereiro, embora o IGP-M indicasse alta.

Erro! Argumento de opção desconhecido.

Juro Real sobre Câmbio

O juro real sobre câmbio abriu o mês em 1,93%/ano com 25,78%/ano na qual permaneceu toda a primeira semana de fevereiro, e boa parte da segunda. Com o reajuste das taxas de juros e câmbio, o juro real sobre câmbio caiu para a faixa dos 1,65%, já que o corte nos juros fora mais intenso do que a correção cambial. A taxa permaneceu nesta faixa durante o fim da segunda e toda a terceira semana.

No início da quarta semana, em 22/02, novamente o corte no overnight foi superior à correção do câmbio, fazendo com que o juro real sobre câmbio ficasse em 0,87%/mês em 22/02, e 0,83%/mês no dia seguinte.

No dia 24/02 frente a grande elevação na projeção da correção cambial, a taxa real sobre câmbio atingiu seu valor mínimo com 0,34%/mês.

No fechamento do mês, o juro real sobre câmbio em 28/02 (antecipando março) ficou em 2,75%/mês projetando 38,48%/ano, acima dos 1,64%/mês com 21,56% de janeiro.

O juro real sobre câmbio acumulado no mês de fevereiro ficou em 2,17%/mês com 29,38%/ano, acima dos 0,84% do juro real sobre inflação acumulado, e acima dos 1,5% que costuma apontar.

Juro real sobre câmbio Acumulado	2,17% / 29,38%
Juro real sobre câmbio - 28//02	2,75% / 38,48%

Erro! Argumento de opção desconhecido.

Para os cinco meses anteriores, o comportamento do juro real sobre câmbio foi o seguinte.

Erro! Argumento de opção desconhecido.

Tabela de Dados

Dias	CDI over	efetiva	IGP-M Futuro	Corr. Camb.	Juro/ Inflação	Juro/ Câmbio
01/02	60,21%	43,00%	39,91%	40,30%	2,21%	1,93%

02/02	60,23%	43,02%	40,09%		2,09%	1,94%
03/02	60,19%	42,98%	40,09%	40,33%	2,07%	1,89%
04/02	59,65%	42,53%	40,28%	39,96%	1,60%	1,84%
07/02	59,65%	42,53%	40,36%	39,97%	1,55%	1,83%
08/02	59,65%	42,53%	40,44%	39,97%	1,49%	1,83%
09/02	59,64%	42,52%	40,44%	40,00%	1,48%	1,80%
Dias	CDI over	efetiva	IGP-M Futuro	Corr. Camb.	Juro/ Inflação	Juro/ Câmbio
10/02	58,95%	41,95%	40,18%	39,64%	1,26%	1,65%
11/02	58,97%	41,96%	40,12%	39,63%	1,31%	1,67%
16/02	58,98%	41,97%	40,12%	39,71%	1,32%	1,62%
16/02	58,97%	41,96%	40,09%		1,34%	1,61%
18/02	58,97%	41,96%	39,77%	39,71%	1,57%	1,61%
21/02	58,96%	41,95%	39,83%	39,71%	1,52%	1,60%
22/02	57,17%	40,47%	39,85%	39,25%	0,44%	0,87%
23/02	57,16%	40,46%	40,01%	39,30%	0,32%	0,83%
24/02	57,10%	40,41%	39,82%	39,83%	0,42%	0,34%
25/02	57,00%	40,33%	40,78%	39,36%	-0,32%	0,69%
28/02	48,94%	42,76%	40,78%	38,94%	1,41%	2,75%
Acumu- lado	-	41,96%	-	-	0,84%	2,17%

Mercado de Juro Futuro

Previsão para março/94

O CDI Futuro com vencimento em 1- de abril para juro em março, em comparação às expectativas de inflação, tiveram o seguinte comportamento no decorrer de fevereiro.

Erro! Argumento de opção desconhecido.

Como se pode observar no gráfico acima, a expectativa do mercado quanto ao juro real sobre inflação para março é de alta (em relação aos 0,84%/mês com 10,56%/ano de fevereiro). O próprio BC já apontava no início de março elevação do juro real, visando conter especulação e consumo em meio a implantação do plano econômico. Enquanto o BC apontava 2,17%/mês para o início de março, o mercado previa um juro real na casa dos 2,50%/mês através do mercado futuro (ver gráfico).

A expectativa do mercado quanto ao juro real sobre câmbio, embora ainda não tenda a um valor específico na análise sobre títulos futuros, aponta baixa. Em relação aos 2,17%/mês de fevereiro, a taxa de juro real sobre valor deverá apresentar queda, mesmo porque a taxa de 2,17%/mês ficou acima da média de 1,8% de juro real sobre câmbio. O mercado já apontava 1,75%/mês em 4/03, embora a taxa indicada pela análise dos títulos futuros fique em torno dos 0,75% (valor bastante baixo).

A seguir, temos o comportamento das taxas do câmbio futuro em relação à expectativa de inflação, que serve como uma espécie de indicador para os juros reais sobre câmbio para o mês seguinte.

Erro! Argumento de opção desconhecido.

Juro real em 28/02 (acumulado)	0,84% / 10,56%
Previsão para março	2,50% / 34,50%
Juro real /câmbio em 28/02	2,17% / 29,38%

Previsão para março	-
----------------------------	---

<p style="text-align: center;">Mercado de Juros Relatório Mensal - Março de 94</p>
--

Juros Nominais

Os juros nominais abriram o mês de março seguindo as indicações do Banco Central no fim de fevereiro. O overnight era em 01/03, 48,96% (efetiva de 42,77%), enquanto o CDI over fechou em 48,91% (com 42,73%). Os juros nominais permaneceram nesta faixa durante toda a primeira semana de março, mesmo em meio às expectativas de elevação pelo mercado, em função da alta de preços no período (2º fase do plano econômico).

A taxa do overnight abriu a segunda semana de março apontando queda. A expectativa frustrada de elevação dos juros pelo mercado, com a

exigência de pagamento de prêmio sobre títulos públicos pelo BC provocou o aumento da liquidez e conseqüentemente a queda do overnight. O CDI over permaneceu constante.

No dia seguinte entretanto (terça-feira, 18/03), o BC promoveu a elevação dos juros nominais, fechando o overnight em 50,63%, e o CDI over a 50,50% (com taxa efetiva de 44,38%). A expectativa de aceleração inflacionária provocou o ajuste nas taxas de juros. No dia 9/03 novo excesso de liquidez, provocado pela colocação parcial dos títulos públicos, reduziu o overnight a 50,36%, ficando o CDI over constante. A disparada da inflação, dadas as remarcações de preços, levaram o BC a corrigir os juros no "dia a dia" a partir de 11/03, sem tabelá-lo para períodos determinados como tinha feito até então. Na sexta-feira (11/03), o CDI over ficou em 50,65% (com 44,53%) antecipando a elevação dos juros nominais pelo BC.

Já na segunda-feira da terceira semana de março, o BC promoveu a elevação dos juros nominais, embora abaixo do esperado pelo mercado. O overnight ficou neste dia em 50,74%, em comparação aos 50,79% do CDI over. As taxas permaneceram neste patamar até quarta-feira. Na quinta-feira o CDI over antecipando-se ao BC, elevou a taxa dos juros nominais, fechando a 51,31% (com 45,22%), repetindo a dose na sexta-feira, com 53,99% (efetiva de 48,05%). O BC promoveu a elevação das taxas na sexta-feira e segunda-feira respectivamente.

Na quarta semana de março, o BC realizou novo ajuste das taxas de juros nominais, em decorrência das expectativas pessimistas de inflação, que apontavam a disparada dos preços. A nova elevação ocorreu na terça-feira 22/03 (com o CDI over antecipando-se na segunda-feira). O CDI over fechou a 56,48% (com efetiva de 50,73%), patamar em que permaneceu durante toda a semana.

Na última semana, com os juros tabelados pelo BC para fim de março e início de abril, as taxas elevaram-se levemente em virtude da transição para abril (com três dias úteis a mais). O CDI over e o overnight fecharam o mês com taxas de 61,81% (47,33%), e 59,94%, antecipando-se à entrada de abril.

O CDI over acumulado no mês de março, apontou custo efetivo do dinheiro a 46,84%, em relação aos 46,43% do overnight acumulado.

Erro! Argumento de opção desconhecido.

Inflação

A expectativa do mercado com relação ao índice inflacionário para março mostrou-se bastante pessimista, à medida que surgiam novos apontamentos de forte aceleração inflacionária para este mês. Esta expectativa dada pelo IGP-M Futuro, negociado na BM&F, ilustra

claramente esta expectativa de aceleração inflacionária. As constantes remarcações de preços pelo comércio no decorrer de março deram margem a essa expectativa pessimista. O IGP-M para março ficou em 45,71%, acima de qualquer expectativa anterior pelo IGP-M Futuro. A expectativa do mercado em 28/03, último dia de negociação do IGP-M Futuro na BM&F, era de que o índice apontasse uma inflação de 44,86%.

Observa-se um forte crescimento inflacionário, em comparação ao valor deste índice em fevereiro, que apontava 40,78%

Erro! Argumento de opção desconhecido.

Juro Real sobre Inflação

O juro real para março apontava 1,38% a.m., nos primeiros 3 dias do mês. Entretanto, logo com as expectativas de elevação da inflação, em vista às primeiras cotações do IGP-M na BM&F e a manutenção do overnight constante pelo BC, o juro real previsto para março passou a indicar queda. A 7/03 o juro real apontava 0,96% a.m., com 12,15% a.a.

Na segunda semana de março, com a elevação do overnight (e CDI over consequentemente), o juro real elevou-se à faixa dos 2,00% a.m. Em 11/03 esteve em 2,06% a.m., com 27,72% a.a.

No início da terceira semana, em função da constatada disparada da inflação, o juro real caiu, apontando 1,56% a.m. em 14 e 15/03, e 1,15% a. m. com 14,71% a. a. em 16/03. A partir de então, o BC passou a adotar a política de ajustes frequentes dos juros nominais em detrimento ao tabelamento destes por determinado tempo (geralmente uma semana). O juro real subiu então seguidamente nos 3 dias consecutivos, ficando em 3,02% a.m. (42,91% a.a.) e 4,76% a.m. em 18 e 21/03 respectivamente.

O juro real permaneceu na faixa dos 4,50% a.m. durante toda a quarta semana, embora este valor elevado já apontasse o intento do BC em promover a entrada para abril com 3 dias úteis a mais, e portanto taxa overnight superior.

Nos dois últimos dias úteis do mês o juro real apontou queda na projeção para 30 dias, em função da divulgação do IGP-M bastante acima do esperado pelo mercado (45,71%). O juro real para 29 e 30/03 ficou em 3,57% e 1,11% a.m., respectivamente.

O juro real acumulado para março (taxa efetiva do CDI over acumulada de 46,84% e IGP-M em 45,71%) ficou em 0,78% a.m. com 9,77% a.a. O juro real sobre URV (43,55% para março) fechou março em 2,30% a.m., com 31,25% a.a.

Em comparação ao juro real em fevereiro (0,84% a.m. com 10,54% a.a.), os 0,78% a.m. com 9,77% a.a. apresentaram leve queda. O

juro real sobre URV no entanto ficou próximo da previsão pelos títulos de CDI futuro de 2,50% a.m. (34,50% a.a.).

O overnight acumulado para março ficou em 46,43% (taxa efetiva), representando um juro real de 0,49% a.m. (6,04% a.a.), inferior aos 0,97% a.m. (10,95% a.a.) de fevereiro, e juro real sobre URV de 2,01% a.m. (26,97% a.a.).

Erro! Argumento de opção desconhecido.

Tem-se abaixo o comportamento do juro real (sobre inflação-IGP-M) nos últimos 6 meses.

Erro! Argumento de opção desconhecido.

Correção Cambial

O mercado de câmbio abriu com forte oferta de recursos externos em meio às expectativas frente ao lançamento da URV. A correção cambial projetada que estava na casa dos 41,00%, com os vários leilões de compra promovidos pelo BC, caiu para o patamar de 40,40%, onde permaneceu durante toda a segunda semana. O BC também segurou a taxa de câmbio, não permitindo que esta acompanhasse a elevação dos juros, promovendo uma grande disparidade entre juros e câmbio.

Já na terceira semana, esta disparidade caiu levemente em função da elevação da correção cambial, para a faixa dos 40,84% e forte demanda por dólares, principalmente em 15/03. Em 17/03 a correção cambial novamente não acompanhou a alta dos juros, o que ocorreu apenas no dia seguinte 18/03 quando a projeção da correção cambial subiu a 41,20% apesar da grande oferta de recursos. Mesmo assim a disparidade permaneceu alta.

Na terceira semana a correção cambial apresentou nova elevação, acompanhando a alta dos juros, chegando a 42,90%, onde permaneceu até 29/03 e preponderância dos leilões de venda (bancos procurando equilibrar as posições compradas e vendidas). A forte saída de dólares do país fez com que o saldo no fluxo de dólares estivesse negativo pela primeira vez desde setembro (embora o saldo cambial tenha-se mantido positivo graças ao volume de exportações). Em 30/03 a correção cambial ficou em 43,32% em meio a forte demanda por recursos pelo mercado.

Erro! Argumento de opção desconhecido.

Juro Real sobre Câmbio

O juro real sobre câmbio abriu o mês na faixa dos 1,20%, para chegar a 2,37% em 3/03 em função da redução da taxa de câmbio neste dia. A partir daí, terminou a primeira semana do mês na faixa dos 1,80%.

Na segunda semana com a elevação dos juros não acompanhada pela taxa de câmbio, o juro real atingiu 2,83%, e manteve-se na faixa dos 2,92% a.m. (41,25% a.a.) até 11/03. Após uma leve baixa em função da elevação de projeção da correção cambial em 14/03, para a faixa dos 2,70% a.m., o juro real sobre câmbio passou a subir fortemente em função do não acompanhamento da taxa de câmbio em relação aos juros. A taxa esteve em 3,07% a.m. em 17/03, e rondou os 5,50% a.m. na terceira semana, graças a disparidade entre juros e câmbio promovida pelo BC, muitas vezes receoso em indicar a alta da inflação através da URV (que seguiu as cotações do dólar comercial, pois é teto para a variação deste). Em 30/03 o juro real sobre câmbio fechou a 2,80%. O juro real sobre câmbio acumulado no mês foi de 2,46% a.m. com 33,86% a.a., acima dos 2,17% a.m. com 29,38% a.a. em fevereiro.

Erro! Argumento de opção desconhecido.

Nos últimos 6 meses temos:

Erro! Argumento de opção desconhecido.

Mercado de Juro Futuro

Previsão para abril/94

A previsão do juro real (sobre IGP-M) para abril pelo mercado futuro de março apresentou os seguintes apontamentos:

Erro! Argumento de opção desconhecido.

A tendência apontada pela análise dos juros futuros em relação ao IGP-M futuro, leva a crer num juro real na casa dos 2,75% a.m. com 38,48% a.a., já que no início de março o juro futuro real (CDI fut/IGP-M fut) convergia a este valor. Em comparação aos 0,78% a.m. (9,77% a.a.) de março, projeta-se uma elevação do juro real, mesmo porque o valor de março embute um IGP-M bastante superior ao esperado pelo mercado naquele mês (visto que o juro real sobre URV apontara 2,29% a.m.).

	ao mês	ao ano
Juro real acum.-março	0,78%	9,77%
Previsão p/ abril	2,75%	38,48%

Mercado de juros Relatório mensal - Abril/94

Juros Nominais

Os juros nominais abriram abril na faixa dos 61,93% com taxa efetiva de 47,43%, onde permaneceu nos três primeiros dias da primeira semana deste mês. Apresentou leve alta em relação aos 47,33% do final de março, enquanto a taxa efetiva acumulada de março foi de 46,84%.

Uma leve alta dos juros em 07/04 frustrou expectativas de ajuste significativo nas taxas nominais, permanecendo entretanto a tendência de juros elevados para abril, visto que os índices parciais de inflação apontavam desaceleração. A taxa na casa dos 62,00% no CDI over apontava efetiva de 47,50%.

Os juros nominais se mantiveram estáveis nesta faixa durante toda a segunda e parte da terceira semanas, seguindo política do BC, onde a própria URV mostrou-se estável dadas as previsões e apontamentos otimistas com relação à inflação de abril.

A partir de 20/04 o BC iniciou a transição gradual das taxas para maio. O corte de 7 pontos percentuais para adequar as taxas à maio, com dias úteis a mais, fez com que a taxa nominal de juros (taxa "over"),

chegasse a 53,46% em 29/04, correspondendo a uma taxa efetiva de 47,49%, a mesma das últimas semanas. Esta taxa já aponta abertura dos juros em maio estável, visto que o CDI over antecipa as cotações para o dia seguinte.

A taxa efetiva acumulada em abril apontou 45,91%, apontando queda dos juros nominais em relação à março, quando as taxas atingiram 46,84%.

A taxa overnight fechou o mês a 56,85%. O custo efetivo do dinheiro acumulado para abril ficou em 46,51%, superior portanto ao CDI over.

Juros Nom. abril/94	Taxa over	Taxa efetiva
CDI over - 29/04	53,46%	47,49%
CDI over - Acumulado	-	45,91%
Overnight - 29/04	56,85%	42,86%
Overnight-Acumulado	-	46,51%

A seguir temos, graficamente, a variação do custo efetivo do dinheiro em abril de 1994.

Erro! Argumento de opção desconhecido.

Inflação

A expectativa de inflação pelo mercado, por meio do IGP-M Futuro, apontou em 6/04 a taxa de 43,50%, neste primeiro dia de negociação do papel da BM&F. Este valor já demonstrava a expectativa de desaceleração inflacionária que caracterizou todo o mês de abril, com mais de 2 pontos percentuais abaixo do IGP-M de março, na casa dos 45,71%.

O IGP-M Futuro fechou a primeira semana em 43,44%, a segunda a 42,12%, e ainda a terceira com 40,87%.

A expectativa chegou ao IGP-M esperado para abril de 40,35% em 27/04, mas acabou fechando o mês 40,91%, quando divulgado em 28/04.

Erro! Argumento de opção desconhecido.

O valor de 40,91% representa baixa em relação ao índice de 45,71% obtido para março.

O IGP-M ficou abaixo dos demais índices, e portanto foi inferior também à variação da URV com 42,60%, dado o período de mensuração e fechamento deste índice. Como o IGP-M em março apontou valor acima do

esperado pelo próprio mercado no mês anterior, ficando acima dos demais índices, era esperado que este permanecesse abaixo dos demais em abril.

Entretanto a tendência de desaceleração inflacionária foi mostrada pela própria variação da URV, que caiu de 43,55% em março para 42,60% em abril.

Juro Real sobre inflação

O juro real sobre inflação para abril, tendo como parâmetro a expectativa inflacionária para abril (IGP-M Futuro), iniciou em baixa este mês. Com o IGP-M cotado a 45,71%, na mesma faixa do final de março, o juro real esteve na casa dos 1,20% a.m. com 15,20% a.a. Em 30/03 o juro real esteve em 1,1% a.m.

Com a estabilidade dos juros nominais, seja no overnight ou CDI over, e queda nas expectativas inflacionárias, as projeções para o juro real subiram no decorrer de todo o mês.

Em 08/04, no final da primeira semana de abril, o juro real projetou 2,83% a.m. com 39,80% a.a., ficando nesta faixa até 12/04. A partir daí apontou nova alta com uma projeção ainda menor para a inflação. A projeção para o juro real ficou em 3,34% a.m. com 48,40% a.a. em 13/08 e 3,75% a.m. com 55,50% a.a. no final da segunda semana em 15/04.

Em 20/04, com o IGP-M Futuro em uma de suas cotações mais baixas durante todo o mês, o juro real chegou a projetar projetou 4,36% a.m. com 66,82% a.a.

A partir de 22/04 com a redução gradual da taxa do overnight pelo BC, já visando a entrada de maio com mais dias úteis, a projeção do juro real caiu.

Com a taxa do CDI over em 29/04 antecipando a entrada dos juros para maio, o juro real neste dia chegou a 4,67% a.m. com 72,92% a.a., taxa bastante elevada que aponta possibilidade de corte no "over" já para os primeiros dias de maio, pelo BC.

Apesar disto, o juro real acumulado (CDI over) sobre inflação para abril ficou em 3,55% a.m. com 51,93% a.a. em relação ao IGP-M de 40,91%, ou ainda com taxa de 2,32% a.m. e 31,70% a.a. em relação à URV de 42,60%.

A taxa acumulada do overnight (46,51%) em relação ao IGP-M apontou juro real de 3,97% a.m. (59,63% a.a.), ou ainda de 2,74% a.m. (38,35% a.a.) comparado à URV.

Dado o que já fora apresentado anteriormente, a URV como parâmetro representa um valor do juro real mais realista, pois este índice é uma média das principais taxas inflacionárias. O juro real de 2,32% a.m. (31,70% a.a.) sobre IGP-M ou ainda 2,74% a.m. (38,35% a.a.) sobre URV, fica próximo da previsão pelos títulos futuros apresentada em março, de

2,75% a.m. O juro real na faixa de 2,75% vem sendo mantido pelo governo nos meses anteriores à efetivação da terceira fase do plano econômico.

Juro real acum.-abril	taxa mês	taxa ano
Previsão para abril	2,75%	38,48%
CDI over / IGP-M	3,55%	51,93%
CDI over / URV	2,32%	31,70%
Overnight / IGP-M	3,97%	59,63%
Overnight / URV	2,74%	38,35%

Abaixo, temos graficamente o comportamento do juro real (sobre IGP-M) no mês de abril.

Erro! Argumento de opção desconhecido.

A seguir temos o comportamento do juro real sobre inflação (IGP-M) nos últimos 7 meses.

Erro! Argumento de opção desconhecido.

Correção Cambial

A projeção de correção cambial em abril acompanhou basicamente, a variação da URV. O governo atuou de forma a limitar a variação das cotações do dólar comercial ao teto representado pela cotação da URV.

A projeção da correção cambial abriu o mês em 43,54%, com leve alta em relação aos 43,32% de 30/03. Entretanto seguiu a variação da URV em março com 43,55%.

Visto que houve tendência e expectativa de desaceleração inflacionária durante todo o mês, a correção cambial foi mantida constante em grande parte do mês de abril pelo governo, na faixa dos 43,55%, submetida à variação da URV. O mercado permaneceu fortemente ofertado, obrigando a várias intervenções do BC, comprando moeda. Em especial, aumentaram bastante as operações de crédito externas sobre exportações como os Adiantamentos de Contratos de Câmbio (ACC).

Somente em 22/04 o governo em meio às indicações de queda efetiva do nível de preços promoveu a queda da URV, acompanhada pela taxa da correção cambial. Neste dia a correção cambial projetou 42,72% ao mês.

Em 29/04, a projeção da correção cambial fechou o mês em 42,50%. A correção cambial acumulada em abril foi entretanto de 42,58%, próxima aos 42,60% de variação da URV neste mesmo mês.

A seguir temos graficamente o comportamento da taxa de correção cambial projetada para 30 dias durante todo o mês de abril.

Erro! Argumento de opção desconhecido.

Correção Cambial Acum. - abril	42,58%
---------------------------------------	---------------

Juro real sobre câmbio

A evolução do juro real sobre câmbio se deu de forma semelhante ao juro real sobre URV, já que o correção cambial foi de certa forma balizada pela URV.

Ao permanecerem estáveis, juros nominais e projeção da correção cambial durante as três primeiras semanas de abril, esteve constante também o juro real sobre câmbio, na faixa dos 2,75% a. m. com 38,48% a.a.

Somente a partir do dia 20/04, com o início do balizamento gradual das juros nominais para maio, assim como da queda da projeção da correção cambial (menos que proporcionalmente à diminuição dos juros nominais), o juro real sobre cambio apresentou queda brusca.

Entretanto, com a correção cambial acumulada em todo o mês de abril ficando em 42,58%, o juro real sobre câmbio deste mês apontou 2,33% a.m. com 31,90% a.a. A taxa real sobre câmbio referente ao overnight gerou ganho real de 2,76% sobre câmbio.

	taxa mês	taxa ano
CDI over / Câmbio	2,33%	31,90%
Overnight / Câmbio	2,76%	38,58%

O juro real sobre câmbio (CDI over) esteve portanto, abaixo do juro real sobre IGP-M de 3,55% a.m. (51,93% a.a.), e próximo ao juro real sobre URV com 2,32% a.m. (31,70% a.a.).

Juro real acum. - abril	Taxa mês	Taxa ano
CDI over/ Câmbio	2,33%	31,90%
CDI over/ URV	2,32%	31,70%
CDI over/ IGP-M	3,55%	51,93%

Temos abaixo a evolução gráfica do juro real sobre câmbio.

Erro! Argumento de opção desconhecido.

Nos últimos 7 meses :

Erro! Argumento de opção desconhecido.

Mercado de Juro Futuro

Previsão para maio/94

A previsão do juro real sobre inflação (IGP-M) para abril, comparando-se os juros nominais praticados pelo mercado futuro e cotação do IGP-M Futuro, apresenta a tendência ilustrada abaixo.

Erro! Argumento de opção desconhecido.

De acordo com a tendência apontada acima, a expectativa de juro real para maio esteve bastante alta durante todo o mês de abril, visto que se esperava aceleração inflacionária para maio, perspectiva que não se refletia na cotação do IGP-M futuro de abril, e que foi utilizado como parâmetro para a análise.

Entretanto, já na primeira semana de maio, considerando-se a cotação do IGP-M futuro de maio, havia tendência de juro real na casa dos 4,00% a.m. (60,10% a.a.), sendo que em 9/05 já se apontava um valor abaixo disto.

Assim portanto, o juro real sobre inflação (CDI over / IGP-M) deve obter alta em maio, em relação às taxas de abril.

	taxa mês	taxa ano
Juro real acum.-abril	3,55%	51,93%
Previsão para maio	4,00%	60,00%

Mercado de Juros

Relatório Mensal - Maio/94

Juros Nominais

O Banco Central abriu o mês com os juros nominais abaixo do nível mantido final de abril. Na realidade entretanto, manteve-se coerente com a projeção de 2,75% a.m. reais, adotados nos dois últimos meses. A taxa do CDI over cotada a 52,69% (efetiva de 46,67%), apontou queda em relação aos 53,46% (47,49%) de 29/04.

Porém, com as expectativas e indicações de aceleração inflacionária, já no início do mês, a taxa do overnight elevou-se, apontando 53,03% (efetiva de 47,03%) em 04/05 e 43,09% (com 47,10%) em 06/05. Na realidade, o BC iniciou no começo de maio uma política de ajuste gradual dos juros, mantendo o juro real na faixa dos 2,75% a.m.

Na abertura da segunda semana do mês, o BC parou com o ajuste gradual dos juros nominais de acordo com a projeção da URV, quando corrigiu em quase um ponto percentual a taxa overnight. O CDI over antecipando-se à elevação, apontou 53,58% (com 47,62%) e 54,18% (com 48,26%) em 10 e 11/05 respectivamente. Com esta elevação, o governo admitiu a aceleração inflacionária no início do mês, tanto através dos juros como por meio da cotação da URV. O CDI over fechou a semana em 54,34% com efetiva de 48,43%.

Já na terceira semana de maio, diante de perspectivas mais moderada em relação à inflação, os juros permaneceram estáveis (overnight e CDI over), com tendência de queda nos prefixados e títulos futuros, inclusive.

Na quarta semana do mês, os juros nominais permaneceram na casa dos 54,35% com custo efetivo do dinheiro em 48,45%, embora com mais oscilações. Isto em vista às incertezas quanto a possível elevação de preços para junho, véspera da terceira fase do plano real.

Em 31/05, o CDI over já antecipando os juros nominais para junho (com menos dias úteis) apontou 56,79% com taxa efetiva de 48,26%. O custo efetivo do dinheiro de 48,26% é pouco inferior daquele mantido até então, em função de uma leve queda na expectativa inflacionária e da própria divulgação do IGP-M, cotado à 42,58%.

A taxa efetiva acumulada do CDI over para maio ficou em 48,08%

A taxa Overnight fechou o mês em 54,35% com efetiva de 48,44%, e taxa efetiva acumulada pouco inferior à do CDI over, com 47,95%.

Juros Nom. - maio/94	Taxa over	Taxa efetiva
CDI over - 31/05	56,79%	48,26%
CDI over - Acumulado	-	48,08%
Overnight - 31/05	54,35%	48,44%
Overnight - Acumulado	-	47,95%

Abaixo temos graficamente, o comportamento do custo efetivo do dinheiro em maio (CDI over).

Erro! Argumento de opção desconhecido.

Inflação

A expectativa de inflação pelo mercado, medida pelo IGP-M Futuro, apontou já no início do mês perspectiva de forte alta no nível de preços.

A cotação do IGP-M Futuro na BM&F, já em 02/05, chegava a 42,97% diante dos 40,91% do final de abril. Remarcações preventivas em meio à espera da terceira fase do plano econômico eram os motivos das expectativas pessimistas.

Esta expectativa pelo mercado subiu para 43,46% em 03/05, atingindo 43,99% em 11/05. A partir desta data, as expectativas começaram a ser revistas, diante de novos apontamentos referentes à evolução dos preços.

A cotação do IGP-M Futuro caiu para 43,62%, e em seguida para 42,92% em 13 e 16/05 respectivamente. A expectativa rondou pela faixa dos 43,00% até o fim do mês, quando apontou 42,68% em 27/05 e 42,58% a 30/05.

O IGP-M foi divulgado apenas em 31/05, quando apontou inflação de 42,55%, próxima das expectativas do mercado, e bastante superior ao índice de abril (40,91%). Entretanto, ficou abaixo da URV (44,00%), e dos demais índices principais conseqüentemente.

Juro Real sobre inflação

O Juro real sobre IGP-M, de acordo com as expectativas inflacionárias apontadas pelo mercado (IGP-M futuro), abriu maio com 2,59% a.m. com 35,92% a.a., abaixo dos 3,55% a.m. (51,93% a.a.) realizados em abril, assim como do que foi projetado em 29/04 com 4,67% a.m. Isto porque os juros nominais caíram, assim como subiu a expectativa de inflação.

A projeção do juro real caiu para 2,28% a.m. (31,13% a.a.) com a grande elevação da expectativa inflacionária em 03/05, muito embora as taxas nominais tenham subido levemente. A partir a taxa real elevou-se gradualmente conforme os ajustes graduais nos juros nominais promovidos pelo BC neste período.

A taxa real atingiu 2,58% a.m. (35,75%) em 09/05. Com os primeiros ajustes significativos do governo na taxa overnight, o juro real apontou 2,90% a.m. (40,89% a.a.) e 3,01% a.m. (42,70% a.a.) em 10 e 12/05 respectivamente.

A partir de 13/05 com a reversão das expectativas com relação à inflação, as taxas subiram ainda mais. Projetava-se neste dia, um juro real de 3,35% a.m. com 48,46% a.a., e ainda 3,86% e 3,96% a.m. (57,56% e 59,28% a.a.) nos dois dias consecutivos.

A partir deste período, persistindo a estabilidade dos juros nominais na atuação do BC, o juro real flutuou na casa dos 3,80%, conforme à projeção de inflação, por volta dos 43,00%.

Somente no final do mês, com a expectativa de inflação próxima dos 42,50%, e em seguida a confirmação do IGP-M com 42,55%, os juros atingiram a faixa dos 4,00% a.m. com 59,85% a.a.

O juro real fechou maio com 3,99% a.m. e 59,84% a.a. O juro real sobre IGP-M acumulado para maio entretanto, apontou 3,86% a.m. com 57,45% a.a., superior aos 3,55% a.m. (51,93%) de abril.

Em relação à URV (44,00%), o juro real sobre inflação chegou a 2,83% a.m. (39,83% a.a.), próximo do patamar estipulado pelo governo nos últimos meses. O juro real sobre URV acumulado em abril havia apontado 2,32% com taxa anual de 31,70%.

A taxa do Overnight acumulada em maio apontou juro real de 2,74% a.m. (38,37% a.a.) sobre URV, embora tenha projetado 3,77% a.m. (55,84% a.a.) sobre IGP-M.

Percebe-se nitidamente a intenção do governo em manter o juro real na faixa dos 2,75% a.m. (38,50% a.a.) em relação à URV, através da taxa do Overnight. Isto tem ocorrido ao menos nestes meses que antecedem

a terceira fase do plano real.

A taxa de 2,75% a.m. (38,50% a.a.) é bastante alta em relação ao que vinha sendo estipulado pelo governo no final de 1993 e ainda no começo deste ano.

Juro real acum.-maio	taxa mês	taxa ano
Previsão para maio	4,00%	60,00%
CDI over / IGP-M	3,86%	57,45%
Overnight / IGP-M	3,77%	55,84%
CDI over / URV	2,83%	39,83%
Overnight / URV	2,74%	38,37%

A seguir temos graficamente, o comportamento das taxas reais (em relação ao IGP-M) em maio.

Erro! Argumento de opção desconhecido.

Nos últimos 8 meses :

Erro! Argumento de opção desconhecido.

Correção Cambial

A desvalorização do cruzeiro em relação ao dólar comercial acompanhou a variação da URV no mês de maio, já tinha como "teto" este indicador.

Desta forma a taxa de correção cambial projetada para 30 dias abriu em 42,82% (variação diária de 1,63%), acima dos 42,58% do final de maio. Esta projeção permaneceu na faixa dos 43,00% até 09/05, com o mercado bastante ofertado e leilões de venda sendo promovidos pelo BC para "enxugar" esta liquidez.

Com o ajuste da URV nos dias 10 e 11/05, diante das indicações de aceleração inflacionária, a correção cambial projetada apontou respectivamente 43,65% e 44,30% (variação diária de 1,66% e 1,68%) nestes dias.

Em 13/05, com mais um leve ajuste na cotação da URV, a correção cambial chegou a 44,50% (variação diária de 1,69%), patamar em que manteve-se até 25/05, com a rotina de forte entrada de dólares no país mantida.

Em virtude do feriado de 30/05 em Nova York, o BC promoveu ajuste duplo da correção cambial de 26/05, que projetou 108,75% (variação diária de 3,40%), contra -0,21% de 30/05. Esta desvalorização do cruzeiro

perante ao dólar comercial é equivalente a uma correção cambial projetada em 44,48% (1,69% diária) para os dois dias.

No último dia do mês, a taxa de correção cambial atingiu 44,99% com variação diária de 1,7%.

A correção cambial acumulada em maio apontou exatos 44,00%, valor acima dos 42,58% de abril e idêntico à variação da URV.

A seguir temos, graficamente, o comportamento gráfico da correção cambial no mês de maio.

Erro! Argumento de opção desconhecido.

Correção Cambial Projetada	44,00%
-----------------------------------	--------

Juro real Sobre Câmbio

O expectativa de juro real sobre câmbio, com a correção cambial atrelada à variação da URV, manteve-se durante todo o mês de maio próximo aos 2,75% a.m. (38,48% a.a.) arbitrados pelo governo.

A projeção da taxa real chegou a distanciar-se ligeiramente deste patamar no final do mês, quando em em 27 e 31/06 apontou 3,07% a.a. e 2,26% respectivamente, em função da volatilidade das taxas de correção no final do mês. Entretanto, o CDI over acumulado acabou proporcionando ganho real sobre câmbio de 2,83% a.m. (39,79% a.a.) em maio. O juro sobre câmbio referente à taxa do overnight apontou 2,74% a.m.

	taxa mês	taxa ano
CDI over / Câmbio	2,83%	39,79%
Overnight / Câmbio	2,74%	38,37%

Comparando as taxas reais sobre câmbio, URV e IGP-M temos :

	taxa mês	taxa ano
CDI over / Câmbio	2,83%	39,79%
CDI over / URV	2,83%	39,79%
CDI over / IGP-M	3,86%	57,45%

Temos a seguir o comportamento do juro real sobre câmbio em maio, graficamente.

Erro! Argumento de opção desconhecido.

Nos últimos 8 meses observamos o seguinte comportamento dos juros sobre câmbio, graficamente.

Erro! Argumento de opção desconhecido.

Conclusão

1 - Taxas de Juros

A) As expectativas inflacionárias

Como pudemos constatar, um dos principais fatores determinantes da inflação são as expectativas inflacionárias pelos agentes econômicos.

Tendo os juros, essencialmente, como a remuneração do capital em função da perda de liquidez (do tomador) e do risco (seja do não pagamento, da variação das taxas, ou mesmo da evolução inflacionária), as expectativas de inflação contribuem significativamente para a variação dos juros.

Quando há tendência de alta das taxas inflacionárias, aumentam-se as incertezas, e conseqüentemente os riscos para os títulos prefixados. Os riscos consistem, basicamente, na possibilidade da perda de atratividade dos papéis, que teriam seus rendimentos anulados pelo poder aquisitivo decrescente da moeda.

O mercado, como portador destes títulos, passa exigir maiores taxas de juros para compensar os maiores riscos de uma instabilidade econômica que representaria uma eventual explosão inflacionária. Os títulos prefixados, cujo rendimento é previamente determinado, acaba incluindo as

expectativas inflacionárias em suas taxas de juros. Portanto, quanto maior as incertezas e pessimismo frente a evolução do nível de preços, maior a alta nos juros.

Da evolução das taxas inflacionárias temos as definições de taxas nominais e reais de juros. As taxas nominais representam a remuneração bruta do capital investido, enquanto as taxas reais referem-se ao retorno líquido do investimento, descontadas as perdas inflacionárias.

As taxas nominais sobem para corrigir as tais perdas inflacionárias, enquanto as taxas reais elevam-se para compensar os crescentes riscos de uma instabilidade econômica crescente e clima de incertezas.

O período analisado apresentou forte elevação das taxas inflacionárias, que propiciaram elevações significativas nos juros nominais e principalmente das taxas reais, foco da análise das variações dos juros.

Temos os juros reais como foco principal da análise, pois esta é a verdadeira remuneração ao capital, frente a perda de liquidez e riscos do não pagamento pelo prestador. As taxas nominais representam, em parte, a correção de perdas inflacionárias.

Temos abaixo a evolução das expectativas inflacionárias diárias no período analisado. A evolução das taxas apontadas graficamente, correspondem a expectativas baseadas nas tendências do mercado ao longo do período analisado.

Erro! Argumento de opção desconhecido.

Fonte : Gazeta Mercantil

A seguir temos a evolução do IGP-M, índice mensal divulgado pela FGV, quando percebemos a mesma indicação de crescimento inflacionário para o período de setembro/93 a maio/94. O IGP-M que apontava 35,3% em setembro/93, atingiu 42,58% em maio/94. Em março/94 a variação dos preços apontada pelo IGP-M chegou a 45,71%.

Erro! Argumento de opção desconhecido.

Fonte: Gazeta Mercantil / FGV

Temos, então a variação comparativa dos juros nominais (CDI over - taxa efetiva) e IGP-M Fut.

Erro! Argumento de opção desconhecido.

Fonte: Gazeta Mercantil

Percebe-se pelo gráfico acima, que a expectativa inflacionária funciona como uma espécie de piso para o estabelecimento dos juros. Em alguns períodos, a taxa inflacionária esperada pelo mercado subiu a níveis próximos, ou até acima, da projeção mensal do CDI over.

Isto deveu-se ao fato dos juros serem balizados pelo Banco Central do Brasil, e o chamado **ajuste das taxas**³ ser realizado por períodos (semanalmente, ou em prazos menores de acordo com a evolução inflacionária). Nestes períodos, as expectativas do mercado subiram, enquanto nenhum ajuste de taxas fora indicado pelo BC. Outra situação de "queda" dos juros nominais ocorre no final dos meses com menos dias úteis do que o mês consecutivo. Assim, há necessidade da redução gradual das taxas para a entrada do mês seguinte com menos dias úteis e portanto taxas efetivas mais elevadas. Esta questão do balizamento das taxas pelo BC será analisada mais adiante.

Temos como exemplo o fato da projeção diária da taxa real de juro, que corresponde à distância entre as taxas do CDI over e IGP-M no gráfico, chegar a estar negativa durante a transição para maio, mais especificamente no dia 28/04/1993.

O gráfico a seguir aponta as projeções diárias do juro real durante o período analisado.

Erro! Argumento de opção desconhecido.

Fonte: Gazeta Mercantil

Observamos que a projeção do juro real elevou-se e tornou-se mais volátil, principalmente a partir de janeiro de 1994, com o anúncio do chamado **Plano Real**⁴. A volatilidade das projeções do juro real deveu-se às incertezas referentes a este plano econômico, assim como da expectativa de explosão inflacionária.

Esta volatilidade das expectativas da taxa real, em função das incertezas quanto à evolução inflacionária, principalmente, corresponde ao aumento do risco. Com maior risco, o juro real tende a subir.

O gráfico abaixo indica a evolução do juro real **realizado** para o período analisado. O juro real realizado corresponde à taxa mensal do CDI over em relação ao IGP-M para o mês em questão.

Erro! Argumento de opção desconhecido.

Fonte: Gazeta Mercantil

Constatamos pelo gráfico acima a tendência de alta do juro real em meio à aceleração inflacionária. Nos meses de fevereiro e março, como já fora apresentado, o índice utilizado como parâmetro apresentou algumas distorções com relação aos demais indicadores da inflação. Com um IGP-M acima do previsto, em função de critérios metodológicos específicos deste índice, o juro real dos meses apresentou valores abaixo da expectativa. Nos meses seguintes, entretanto, as indicações ficaram abaixo dos demais índices inflacionários, compensando a alta anterior. Na realidade, o IGP-M por ser

³Elevação ou "corte" de taxas nominais pelo BC.

⁴Plano econômico implementado no Brasil, a partir de 1994, visando a redução das taxas inflacionárias.

divulgado antes do término do mês não reflete eventuais tendências de alta ou baixa dos últimos dias do mês.

O juro real sobre URV reflete uma indicação mais realista do comportamento do juro real realizado, nos últimos três meses da análise. Abaixo, temos um gráfico comparativo entre o juro real/IGP-M realizado no período analisado, e juro real/ URV realizado.

Erro! Argumento de opção desconhecido.Fonte: Gazeta Mercantil

O juro real / URV apontou 2,30%, 2,32% e 2,83% a.m. contra 0,84%, 3,55% e 3,86% a.am. quando utilizada a URV como parâmetro.

B) Política Monetária do Banco Central

Outro fator determinante das taxas de juros é a política monetária efetuada pela autoridade monetária, o Banco Central do Brasil.

Em primeiro lugar, o Banco Central é responsável pelo estabelecimento da taxa Overnight, taxa de juros correspondente aos títulos públicos. A taxa Overnight é balizada pelo BC através dos leilões de títulos do governo e constitui o referencial para todas as demais taxas de juros do mercado. O CDI over também varia em função dos juros sobre títulos públicos, antecipando-se à taxa Overnight. De certa forma, representa uma projeção do mercado para esta taxa.

Assim, os ajustes das taxas promovidos pelo BC consistem exatamente na correção dos juros sobre os títulos públicos, de acordo com as exigências do mercado. À medida que eleva-se inflação e conseqüentemente os riscos, o mercado passa a exigir maiores taxas para absorver os papéis. O governo, para captar recursos ou mesmo "rolar" a dívida pública via Open Market, sujeita-se às exigências do mercado com maiores taxas de juros.

Porém, eventuais elevações ou "cortes" nos juros, dependem exclusivamente da atuação do BC, no ajuste das taxas. No mês de janeiro, em virtude da não aceitação das taxas pretendidas pelo mercado, o BC deixou de vender seus papéis. Tal política propiciou desequilíbrio no Open Market, com o mercado apresentando excesso de liquidez. Este excesso de liquidez, por sua vez, em meio a um mercado ofertado, eleva os **preços unitários**⁵ dos títulos e caem os juros, que funcionam de maneira inversamente proporcional aos preços. Este exemplo reflete claramente a influência da autoridade monetária na determinação de taxas de juros.

O balizamento das taxas de juros pelo BC ainda passa pelo ajuste das taxas nominais na transição entre meses com número de dias úteis diferentes. Tais medidas da autoridade monetária visam eliminar os "degraus", com altas variações de um dia para outro.

⁵Preço do título com valor expresso em moeda corrente.

O ajuste das taxas em função da elevação das expectativas de juros pelo mercado, entretanto, acaba levando ao estabelecimento dos tais "degraus". O gráfico abaixo comprova a atuação do BC no ajuste de taxas, estabelecendo os "degraus".

Erro! Argumento de opção desconhecido.

Fonte: Gazeta Mercantil

Outra forma de balizamento dos juros é o ajuste diário das taxas como pudemos observar no início do mês de maio.

Os juro real, por sua vez, é importante instrumento de política econômica. O **Modelo IS-LM**⁶ descreve o comportamento dos juros em meio a diferentes estratégias de política monetária.

A causa principal da liquidação de títulos públicos nestes meses analisados, entretanto, foi a elevação das reservas do governo em dólares. A excessiva oferta de dólares no mercado, em virtude do saldo positivo do Balanço de Pagamentos, obrigava o governo a comprar este excedente para manter a taxa de câmbio real constante. A compra de moeda estrangeira, por sua vez, elevou as reservas e a moeda em circulação. A utilização das operações de Open Market, através da venda dos títulos públicos, passa a servir como mecanismo de "enxugamento" desta moeda circulante colocada pela compra dos dólares. Analisaremos este mecanismo mais adiante, quando tratarmos do Saldo do BP e taxas de câmbio. Devemos, também, ressaltar a função dos leilões de títulos públicos na "rolagem" da dívida pública.

A iniciativa dos leilões de venda dos títulos públicos para cobrir a emissão monetária referente à elevação das reservas, acabou por aumentar a dívida pública. Com elevada oferta destes papéis, e clima de instabilidade em função desta dívida pública crescente, elevam-se os riscos, e portanto os juros destes papéis. Através da política monetária, o Banco Central acaba afetando a quantidade de moeda (via compra de dólares) e, portanto, a taxa de juros⁷.

Às vésperas da implantação do **Plano Real**, cuja **segunda fase**⁸ se iniciara a partir de março de 1994, os juros apresentaram elevação, em função de uma política **política contracionista**⁹ que visava a redução da inflação¹⁰. Isto ocorreu mais intensamente durante a **3ª fase do Plano Real**.¹¹

⁶Modelo desenvolvido em 1937 pelo economista inglês Sir John Hicks, que baseava-se na determinação de diferentes valores de renda e juros, que asseguram o equilíbrio nos mercados de bens e monetário.

⁷Ver Dornbush, R. e Fisher, S., Macroeconomia, 1991.

⁸A segunda fase do Plano Real corresponde a inclusão da URV, Unidade Real de Valor.

⁹Políticas monetárias restritivas, com deslocamento da curva LM para a esquerda.

¹⁰Ver Dornbush, R. e Fisher, S., Macroeconomia, 1991.

¹¹A terceira fase do Plano Real refere-se a adoção do Real como moeda (com valor inicialmente igual ao dólar), e demais medidas visando o equilíbrio das contas do governo e estabilização econômica.

2 - Taxas de Câmbio

A) Saldo do Balanço de Pagamentos

O Saldo do Balanço de Pagamentos corresponde ao Saldo de Transações Correntes (saldos do Balanço Comercial e de Serviços + Movimento de Capitais). Este Saldo Total do BP, reflete todas as transações reais e financeiras, entre residentes e não residentes de um país¹².

Visto que no período analisado sempre foi positivo, ou seja houve superávit do BP, o mercado mostrou-se extremamente **líquido**¹³ em relação aos leilões do BC. O saldo dos dólares provenientes da entrada de capitais estrangeiros e superávit comercial pressionaram o governo brasileiro a comprar moeda (dólar), visando manter-se o chamado **regime de minidesvalorização do câmbio**,¹⁴ e a taxa de câmbio real relativamente constante. Em um sistema de taxas reais fixas, os bancos centrais têm que financiar quaisquer superávits ou déficits do BP, via compra e venda de dólares, respectivamente.

O regime de minidesvalorização do câmbio, para manter constante esta taxa de câmbio real com os leilões, acaba, também, anulando a influência do saldo cambial na determinação das taxas reais de câmbio. Entretanto, em regimes de câmbio flutuante, sua influência é marcante. Neste sistema não há intervenção do governo nas cotações do dólar em relação à moeda local, e portanto, em meio a um saldo positivo do BP, ocorre, necessariamente, **apreciação cambial**¹⁵.

Na realidade, é o que tem acontecido no Brasil, a partir de julho de 94, com o abandono da política de minidesvalorização e adoção do regime de câmbio flexível sujo. Na realidade, a adoção de um sistema de flutuação, mesmo sujeito às intervenções (flutuação suja), é condição para a manutenção da meta monetária prevista. Está havendo redução das cotações do dólar em relação ao real.

B) Política Cambial

A influência da política cambial reside basicamente na adoção de regimes de câmbio, seja ele fixo (e de minidesvalorização do câmbio) ou flutuante (flutuante completo ou sujo). Como já fora explicitado

¹²Ver Montoro, A. F., Contabilidade Social, 1992.

¹³Ofertado, com excesso de moeda estrangeira para venda.

¹⁴Nos sistemas de taxas de câmbio fixas, os bancos centrais estrangeiros ficam livres para comprar e vender suas moedas a um preço fixo em dólares. O sistema de minidesvalorização cambial, refere-se à manutenção de uma taxa de câmbio real fixa, permitindo desvalorizações cambiais.

¹⁵Há apreciação cambial quando a moeda nacional torna-se mais cara em relação à estrangeira. Neste caso, há elevação da taxa de câmbio, pois em seu cálculo a moeda estrangeira é denominador.

anteriormente, a adoção de diferentes regimes leva a diferentes influências sobre a determinação de taxas de câmbio real.

Com o regime de câmbio fixo ou minidesvalorização do câmbio, há a possibilidade de manipulação das taxas de câmbio pelo governo. Utilizando-se da possibilidade de intervenção via leilões de compra e venda de dólares, taxas de câmbio podem ser valorizadas, desvalorizadas, ou mesmo mantidas.

Com o lançamento da URV¹⁶, um dos instrumentos utilizados na efetivação do plano econômico, temos, inclusive, a estipulação de um teto à variação da taxa de câmbio pela autoridade monetária. Tal medida aponta o balizamento da correção cambial à aceleração inflacionária.

O gráfico abaixo demonstra a atuação do governo, buscando a estabilidade da taxa de câmbio real. O eixo Y apresenta as variações na taxa de câmbio real em números índice, cujo valor base é 100.

Erro! Argumento de opção desconhecido.

Fonte: Gazeta Mercantil

O sistema de minidesvalorização, na realidade, visando a manutenção da taxa real de câmbio, propiciou a desvalorização do cruzeiro real em relação ao dólar para compensar os impactos inflacionários. Houve no entanto desvalorização nominal das taxas, na maioria das vezes. Temos abaixo a variação da correção cambial projetada ao longo dos 8 meses de análise.

Erro! Argumento de opção desconhecido.

Fonte: Gazeta Mercantil

A seguir temos o gráfico referente ao juro real sobre câmbio, no período de análise. Este indicador aponta a atratividade dos juros (reais) em relação a variação do câmbio

Erro! Argumento de opção desconhecido.

Fonte: Gazeta Mercantil

Por fim, convém apontarmos também um relacionamento específico entre taxas de juros e câmbio.

À medida em que aumentava a oferta de dólares no mercado brasileiro, havia conseqüentemente elevação das **reservas**¹⁷ em dólares, pois o BC comprava o excedente para manter a taxa de câmbio real constante.

A compra de moeda estrangeira significa elevação da base **monetária**. Para compensar esta elevação, o governo acabava colocando títulos no mercado na tentativa de "enxugar" a liquidez da compra dos dólares. Mais títulos, como já fora analisado anteriormente, significam juros

¹⁶Unidade Real de Valor

¹⁷Estoques de dólares (ou ouro) que podem ser vendidos em dólar.

mais altos, pois novas emissões destes papéis denotam aumento da dívida pública (maiores riscos e instabilidade econômica).

Bibliografia

- Dornbush, R. e Fisher, S., Macroeconomia, 5ed, Makron-McGraw Hill, 1991.
- Hess, G., Marques, J., Paes, L. e Puccini, A., Engenharia Econômica. Difel, Difusão Editorial, 1986.
- Montoro, A. F., Contabilidade Social, 7ed, São Paulo, Atlas, 1992.