

UNIVERSIDADE FEDERAL DO AMAZONAS
PRO REITORIA DE PESQUISA E PÓS-GRADUAÇÃO
DEPARTAMENTO DE APOIO A PESQUISA
PROGRAMA INSTITUCIONAL DE INICIAÇÃO CIENTÍFICA

A ESTRUTURA A TERMO DAS TAXAS DE JUROS NO BRASIL: TEORIA
E EVIDÊNCIA EMPÍRICA

Voluntário: Ricardo de Oliveira Freitas

MANAUS
2012

UNIVERSIDADE FEDERAL DO AMAZONAS
PRO REITORIA DE PESQUISA E PÓS-GRADUAÇÃO
DEPARTAMENTO DE APOIO A PESQUISA
PROGRAMA INSTITUCIONAL DE INICIAÇÃO CIENTÍFICA

RELATÓRIO PARCIAL
PIB-SA/0002/2011
A ESTRUTURA A TERMO DAS TAXAS DE JUROS NO BRASIL: TEORIA
E EVIDÊNCIA EMPÍRICA

Voluntário: Ricardo de Oliveira Freitas
Orientador: Prof. Dr. Waldemar Antonio da Rocha de Souza

MANAUS
2012

Sumário

1. Introdução	2
2. Referencial Teórico.....	3
2.1 Taxa de Juros	3
2.2 Taxa de Juros no Mundo (Brasil, EUA e Europa)	10
2.3 Conceito de ETTJ	12
2.4 Principais Padrões da ETTJ	14
2.5 Taxa a Termo (<i>Foward Rate</i>)	19
2.6 Títulos de Renda Fixa	21
2.7 <i>Swap</i>	21
2.8 Importância da ETTJ	21
2.8.1 Investimentos	22
2.8.2 Política Monetária	22
2.8.3 Mercado Financeiro	23
2.9 Uso da ETTJ.....	23
2.9.1 Previsão	23
2.9.2 Política Monetária	23
2.9.3 Gerenciamento da Dívida Pública	24
2.9.4 Gerenciamento de Risco e Apreçamento de Derivativos	24
2.10 Modelos de Estimação da ETTJ	25
2.10.1 Modelo Nelson e Siegel (NS)	25
2.10.2 Modelo de Svensson	26
2.11 Construção da ETTJ no Brasil.....	27
3. Resultado e Discussões	27
3.1 Análise de ETTJ de 2001	28
3.2 Análise da ETTJ de 2002	31
3.3 Análise da ETTJ de 2003	34
3.4 Análise da ETTJ de 2004	37
3.5 Análise da ETTJ de 2005	41
3.6 Análise da ETTJ de 2006	49
3.7 Análise da ETTJ de 2007	55

3.8 Análise da ETTJ de 2008	62
3.9 Análise da ETTJ de 2009	70
3.10 Análise da ETTJ de 2010	72
4. Considerações Finais	74
5. Cronograma de Atividades	76
6. Referências	76

Resumo

O objetivo deste trabalho é identificar a expectativa dos agentes econômicos em relação às trajetórias futuras da atividade econômica e política monetária pela obtenção da estrutura a termo das taxas de juros (ETTJ) no Brasil para atestar sua eficiência como instrumento decisões de política monetária. Para tanto, levantou-se dados das Letras do Tesouro Nacional e computou-se a relação das taxas de juros spot para os diferentes prazos de vencimento identificando padrões de normalidade e anormalidade e os correlacionando com padrões anormais com os eventos econômicos na data referencial: crises macroeconômicas e financeiras nacionais e internacionais, anos eleitorais, catástrofes naturais, dentre outros fatores. Os resultados comprovaram que a ETTJ não só pode ser obtida com Letras do Tesouro Nacional no Brasil, como é eficiente como instrumento para captar as expectativas dos agentes econômicos quanto à trajetória futura da economia.

1. Introdução

A estrutura a termo das taxas de juros, ou ETTJ, possibilita o cálculo do valor de mercado de uma carteira de títulos. Serve para avaliar opções, *swaps* e contratos futuros de juros, e verificar a existência de oportunidades de arbitragem entre os títulos de renda fixa disponíveis no mercado. Além do mais, a ETTJ pode ser usada na previsão das taxas de juros associadas a títulos de longo prazo, cujos valores esperados englobam as médias das taxas de curto prazo da economia, corrigidas pelo grau de risco.

A ETTJ contém informações sobre a trajetória futura da economia. A ETTJ fornece taxas de juros pré-fixadas, com risco zero de uma economia, afetando todos os mercados de crédito e/ou financiamento que utilizam taxas prefixadas. A ETTJ impacta a demanda agregada de uma economia, pois fornece a taxa de juros relevante para as decisões de consumo de bens duráveis, imóveis, automóveis, dentre outros.

Entender e acompanhar a ETTJ é fundamental para o Banco Central em suas decisões de política monetária, seja de controle da inflação, seja o controle da demanda agregada. Além disso, a ETTJ indica o custo “justo” de emissão de novos papéis da dívida pública federal, permitindo ao governo federal o gerenciamento ativo do estoque da dívida mobiliária.

Assim sendo, o objetivo geral do projeto é identificar a expectativa dos agentes econômicos em relação às trajetórias futuras da atividade econômica e política monetária do Brasil. Isso será alcançado pelo exame da estrutura a termo das taxas de juros (ETTJ), por meio do levantamento dos dados das Letras do Tesouro Nacional – LTN, com diferentes vencimentos, preço unitário, cupom e data de vencimento. Com os dados levantados computam-se as relações das taxas de juros *spot* para os diferentes prazos de vencimento, correlacionando os padrões anormais com os eventos econômicos na data referencial. Crises

macroeconômicas e financeiras nacionais e internacionais, anos eleitorais, catástrofes naturais, dentre outros fatores.

Até o momento, foram analisados os padrões invertidos da ETTJ do ano de 2001 e correlacionadas a expectativas dos agentes frente aos acontecimentos do período analisado.

2. Referencial Teórico

2.1 Taxa de Juros

Para que se entenda a estrutura a termo das taxas de juros (ETTJ) alguns conceitos são importantes, como o de taxas de juros. Porém, antes de se discutir acerca das taxas, é necessário saber primeiramente qual o significado de juros. Os juros podem ser definidos como o custo que o tomador de empréstimo terá que pagar ou os rendimentos recebidos pelo prestador (Hazzan, 2007).

Historicamente a existência dos juros é explicada pela teoria desenvolvida por Eugen Von Boehm-Bawerk, que afirmava que os juros existem devido a preferências temporais dos consumidores em consumir no presente do que no futuro. Assim sendo, para Hazzan (2007) os juros tem importância ao prestador, já que está se abstendo do dinheiro e correndo o risco do capital perder poder aquisitivo devido à inflação e o risco de inadimplência.

Os rendimentos ou custos do empréstimo podem ser demonstrados através de um percentual sobre o capital que renderam. O percentual é chamado de taxa de juros. Ou seja, é o custo de emprestar o capital representado como porcentagem do próprio capital. Ocorre que há uma relação diretamente proporcional entre as taxas e a oferta de capitais, ou seja, caso as taxas aumentem, a oferta de capitais dos aplicadores irá aumentar, ao passo que os tomadores tenderão a diminuir a demanda por crédito.

Como salientado por Hazzan (2007), o governo tem um papel importante quanto à determinação das taxas de juros e possui grande influência sobre o sistema econômico quando

regulamenta o funcionamento das instituições financeiras, comprando e vendendo títulos públicos, cobrando impostos, dentre outras funções.

Inicialmente serão abordadas duas taxas de juros, a taxa básica e a preferencial. A taxa básica é a que os bancos utilizam para fazer empréstimos a outros bancos em operações de um dia. É uma base ou referencial para todos os contratos, além de ser a menor taxa em uso em uma economia. O governo federal emite títulos públicos para financiar sua dívida interna ou para investir em educação, saúde entre outros. O Banco Central (BACEN), que é responsável pela administração dos leilões de títulos públicos, define a remuneração dos títulos, que é a taxa básica (GITMAN, 2000).

No BACEN, existe o Comitê de Política Monetária (COPOM), que dita as diretrizes da política monetária e define a taxa básica do Brasil, a SELIC (Sistema de Liquidação Especial e Custódia). A SELIC é a média dos juros que o governo paga aos bancos tomadores, e por ser utilizada nas operações interbancárias, influencia nas taxas utilizadas em toda a economia do país, por exemplo, as taxas negociadas no mercado doméstico como o CDI, a TR, a TBF e outras. Naturalmente que outras variáveis influenciam as taxas de juros, como o câmbio e o volume da dívida externa e interna do país.

Por esse motivo, a SELIC tem se mostrado um instrumento importante para a Política Monetária, na medida em que o BACEN, ao elevar a taxa SELIC, estará aumentando os custos do crediário, diminuindo o consumo da população e contendo altas da inflação. Em contrapartida, quando a inflação começa a cair, normalmente o COPOM diminui a taxa SELIC estimulando o consumo (política expansionista).

A taxa preferencial de juros (*prime rate*) é a taxa que os bancos cobram dos seus clientes que possuem as melhores avaliações de crédito, sendo assim chamados de preferenciais. Esta taxa é determinada de acordo com os custos bancários, expectativas inflacionárias, remuneração de outros ativos, ou seja, é estabelecida conforme as condições de

mercado. Nos fundos de curto prazo, esta taxa sofre flutuações com as mudanças na relação da oferta e da demanda.

Normalmente, a taxa preferencial é utilizada pelos grandes bancos, sendo adotada como referência para todo o setor bancário. É a menor taxa do mercado. Para que se ajuste ao fator de risco de crédito aos tomadores, os bancos determinam taxas a serem cobradas nos empréstimos adicionando um prêmio à taxa preferencial. Os empréstimos podem ter taxas de juros fixas ou flutuantes, quando o incremento sobre a taxa preferencial é fixado ou varia até o prazo de vencimento (GITMAN, 2000).

Em agosto de 2011, o BACEN criou a nova TPB, a taxa preferencial brasileira, englobando apenas operações de elevado valor e risco reduzido. O objetivo foi facilitar as comparações com os juros praticados no exterior. Exemplificadamente, em países como a Inglaterra, a taxa preferencial de juros é mesma usada nas operações do mercado interbancário e, nesse caso, equivale à taxa básica de juros. Em outras palavras, a taxa preferencial que remunera empréstimos entre os bancos internacionais operantes em Londres, é idêntica à que remunera os empréstimos de instituições financeiras governamentais e empresas (ARAÚJO, 2011).

Segundo Vasconcellos e Garcia (2008), existe basicamente duas teorias de formação das taxas de juros, a clássica e a monetária. A primeira afirma que a taxa de juros é formada pela oferta de fundos de poupança que poupadores que levam ao mercado, onde pessoas que tem o hábito de não consumir levam uma parcela do dinheiro que não usaram para um banco, onde ficará disponível para uma determinada empresa, que fará investimentos que darão certa rentabilidade no futuro. Em outras palavras, a teoria clássica sustenta que a taxa de juros se forma através da oferta de fundos de poupança e da demanda de fundos de investimentos.

A segunda teoria explica que a formação da taxa de juros é proveniente da oferta e demanda de dinheiro, onde existem os ofertantes de dinheiro como, por exemplo, os bancos

centrais e demais bancos, que oferecem dinheiro para todos os atores ou agentes econômicos, ou seja, as famílias, os governos, empresários do mercado doméstico ou internacional. Assim, tem-se a oferta de dinheiro colocada a disposição da coletividade pelo banco central na sua oferta primária.

O autor afirma ainda que o BACEN tem uma atuação forte na política monetária, pois é o gestor da taxa de juros e da taxa de inflação. Logo, a oferta de moeda iguala-se com a demanda de moeda dos agentes econômicos, e desse equilíbrio macroeconômico a taxa de juros é determinada.

Em adição, as taxas de juros podem ser classificadas de acordo com o tipo de avaliação, por exemplo, taxa de juros real e nominal. Atendo-se às duas classificações, tem-se que a taxa nominal de juros utiliza como base os fundos financeiros, ou seja, os empréstimos e demonstra os efeitos da inflação em um determinado intervalo de tempo.

Os juros nominais são calculados dividindo-se os juros pagos sobre o valor nominal pelo valor empréstimo. Por sua vez, a taxa real de juros não leva em consideração o efeito inflacionário, e por isso tende a ser menor que a taxa nominal. Além disso, é formada pela correção da taxa efetiva pela taxa de inflação do período avaliado. Matematicamente pode ser representada pela fórmula:

$$(1 + i_n) = (1 + i_r) (1 + \pi)$$

Onde i_n é a taxa de juros nominal, π é a taxa de inflação no período e i_r é a taxa de juros real.

Quanto à tipologia, as taxas de juros podem ser fixas ao longo do período que o empréstimo durar ou variáveis. No último caso são indexadas à inflação, ou seja, aumentam quando a taxa de inflação aumenta e diminuem quando a inflação diminui, podendo ser indexadas a uma taxa de referência do mercado monetário ou de títulos (BUSINESSPME, 2011).

Além disso, as taxas de juros podem ser ajustáveis ou semivariáveis, adotando um índice ou a taxa básica de outros ativos para estabelecer a taxa de juros de cada período, ou seja, a taxa total paga pelo cliente flutua em relação a algumas taxas básicas, onde uma margem é adicionada ou subtraída (BUSINESSPME, 2011).

Também podem ser atuariais, onde as taxas descrevem o desempenho real do preço e da vida do empréstimo. Adicionalmente, as taxas de juros podem ser faciais, ou seja, definidas no valor do título e usadas para calcular o valor do cupom com uma porcentagem do valor nominal. (BUSINESSPME, 2011).

As taxas de juros são determinadas no mercado de investimentos, que inclui o mercado monetário, mercado de títulos, mercado de ações, mercado de moeda e as instituições financeiras voltadas ao varejo, como o caso é o caso dos bancos. O funcionamento dos mercados ocorre de maneira complexa e, de modo geral, há um consenso entre os economistas de que as taxas de juros geradas em qualquer investimento levam em conta o custo livre do risco de capital, expectativas inflacionárias, nível de risco no investimento e os custos de transação (INVESTOPEDIA, 2011).

Conforme a teoria das expectativas racionais, segundo Ferreira (2009), as pessoas ou participantes do mercado formam expectativas do que vai acontecer com a inflação, o curso da economia e a atividade econômica futuras. Desse modo, os participantes reagem no presente com antecipações racionais das decisões das políticas de governo futuras, conforme as suas expectativas. Pode-se calcular a expectativa inflacionária, usada como aproximação das expectativas dos agentes econômicos, da seguinte forma:

$$i_n = i_r + \pi_e$$

Onde i_n é a taxa de juros nominal oferecida, i_r é a taxa de juros real desejado e π_e as expectativas inflacionárias.

Em Ferreira (2009), cita-se um exemplo claro de como a avaliação das expectativas racionais pode anular o efeito de um choque sobre o produto. Supondo uma situação em que os salários são fixos devido aos contratos salariais e ocorra uma expansão monetária proveniente de uma política monetária expansionista, deslocando curva de demanda para a direita. Nessa situação de salários nominais fixados, a expansão aumentará o nível dos preços e reduzirá o salário real, calculado dividindo-se o salário nominal pelo nível de preços, o que tornará o trabalho mais barato e induzirá as empresas a contratar mais mão de obra e, conseqüentemente, aumentará o produto.

Se for considerado que a expansão já era esperada pelos agentes econômicos, poder-se-ia criar uma cláusula de correção dos salários nominais, de tal forma que fossem corrigidos quando ocorresse a expansão. Nesse caso de aumento da oferta de moeda, o salário real permaneceria constante, portanto haveria mudanças apenas no nível dos preços, o que também poderia ser observado na política fiscal.

Também é levado em consideração o risco de investimento, pois investimentos muito voláteis, como os títulos de alto risco, possuem retornos mais elevados do que os títulos do governo, que são considerados seguros. Tal valor extra cobrado em um investimento de risco é o prêmio de risco e depende das preferências do credor. São identificados na literatura três tipos de perfis com relação ao risco de um investimento: i. os indivíduos avessos; ii. os indivíduos neutros; e, iii. indivíduos propensos ao risco (MAS-COLEL, 1995).

Resumidamente, tem-se que os indivíduos avessos a risco são aqueles que não gostam de correr riscos elevados. Portanto, exigem uma remuneração maior na medida em que seu dinheiro está exposto. O indivíduo neutro é aquele que trata indiferentemente os retornos de risco alto ou baixo, ou seja, independente do nível de risco, o indivíduo exigirá remunerações iguais. O indivíduo propenso é aquele que sente satisfação em assumir riscos, ou seja, prefere apostar em retornos maiores em troca da possibilidade de poder correr risco.

As evidências sugerem que os credores em sua maioria são avessos ao risco. De maneira geral, os investimentos de longo prazo trazem um prêmio de risco de maturidade, já que estão expostos ao risco de inadimplência durante o período de empréstimo.

Sendo assim, a taxa de juros vai variar no mercado de acordo com os critérios dos credores e dos devedores como, por exemplo, a natureza do instrumento, a duração e o risco de crédito. As curvas das taxas de juros dependem das expectativas das partes interessadas em uma determinada situação econômica e política monetária (WORLDINTEREST.INFO, 2010).

A preferência pela liquidez também deve ser levada em consideração, pois os investidores preferem ter dinheiro em caixa a investirem, pois o dinheiro que está à disposição deve ser gasto em situações de necessidade, além de alguns investimentos exigirem tempo e esforço (WORLDINTEREST.INFO, 2010).

Para discutir as taxas de juros em termos macroeconômicos, alguns aspectos são importantes como, por exemplo, a relação da elasticidade de substituição temporal, produção e desemprego, operações de mercados abertos, a moeda e a inflação. A elasticidade de substituição temporal é uma mediada da capacidade de resposta do ritmo de crescimento do consumo para a taxa de juros real, ou seja, é o efeito líquido sobre o consumo futuro. Quanto maior for a magnitude da elasticidade de substituição temporal, menor será taxa de juros real (HALL, 2003).

Além disso, em escala macroeconômica, a taxa de juros é o principal determinante de um investimento. A ideia que se sustenta atualmente é que o aumento das taxas de juros diminuirá os investimentos e causará uma queda na renda nacional. Porém, a escola austríaca, conforme Hall (2003) interpreta as taxas de juros elevadas como incentivo ao investimento para se ganhar os juros pagos.

Adicionalmente, o governo, representado pelo banco central, pode emprestar dinheiro a instituições financeiras como política monetária para influenciar as suas taxas de juros. Ocorre que geralmente os juros do banco central são menores que os cobrados pelos bancos. Então as instituições financeiras podem cobrar juros maiores para lucrar. Alterando as taxas de juros o governo influencia nas taxas dos tomadores de empréstimos.

Outro instrumento de política monetária é a orientação através do mercado aberto, objetivando controlar a taxa de juros de curto prazo e da oferta de base monetária em uma economia, e assim, controlar indiretamente a oferta monetária total. O governo poderá afetar também os mercados quando decide alterar o total de empréstimos, títulos e ações emitidas, e conforme a teoria quantitativa da moeda, o aumento na oferta de dinheiro leva a inflação. Ao diminuir a taxa de juros real, o governo estará reduzindo a oferta de moeda e, portanto, combatendo altas taxas de inflação (HALL, 2003).

2.2 Taxa de Juros no Mundo (Brasil, EUA e Europa)

Como comentado anteriormente, a taxa básica utilizada no Brasil é a SELIC, o índice básico para as taxas de juros cobradas no país, utilizada como referência pela política monetária. O BACEN define a taxa SELIC como a taxa apurada no SELIC, obtida mediante o cálculo da taxa média ponderada e ajustada das operações de financiamento por um dia, lastreadas em títulos públicos federais e cursadas no referido sistema ou em câmaras de compensação e liquidação de ativos, na forma de operações compromissadas (BACEN, 2008).

Entretanto, esclarece-se que, neste caso, as operações compromissadas são operações de venda de títulos com compromisso de recompra assumido pelo vendedor, concomitante com compromisso de revenda assumido pelo comprador, para liquidação no dia útil seguinte. Ressalta-se, ainda, que estão aptas a realizar operações compromissadas, por um

dia útil, fundamentalmente as instituições financeiras habilitadas, tais como bancos, caixas econômicas, sociedades corretoras de títulos e valores mobiliários e sociedades distribuidoras de títulos e valores mobiliários.

Portanto, a taxa de juros do *overnight*, usada nas aplicações financeiras feitas no *open market*, é anual para 252 dias úteis e calculada pela média ponderada pelo volume de operações de um dia, com garantia em títulos públicos federais e realizados no SELIC em operações compromissadas (BACEN, 2008).

A taxa SELIC é a taxa média que regula as operações interbancárias, e demonstra o custo do dinheiro nos empréstimos bancários usando os títulos públicos, como os títulos públicos federais que são negociados no SELIC. Os registros das operações interbancárias brasileiras situam-se no Rio de Janeiro, no Departamento de Operações de Mercado Aberto do Banco Central, onde é calculada a taxa média ponderada pelo volume dos negócios realizados e divulgada a taxa básica.

Resumidamente, pode-se dizer que a taxa SELIC é a taxa utilizada nas operações de curto prazo entre os bancos, onde títulos públicos são dados como garantia. E como essa garantia são os títulos públicos, o risco da transação fica com o governo, por isso esta taxa é usada como referência para as outras taxas da economia.

Segundo o Comitê de Política Monetária (COPOM), em 2011 houve uma queda de 11,5% para 11% ao ano da taxa básica. Apesar do corte, o Brasil continua na liderança do *ranking* dos países com maiores juros reais. Estrategistas indicam que uma queda de cerca de 3,5 % da taxa de juros poderia fazer que com que o país deixasse o topo da lista das maiores taxas de juros, porém permaneceria ainda com uma das maiores.

Dentre as explicações existentes para a taxa básica de juros no Brasil ser uma das maiores do mundo, destacam-se a reduzida eficácia da política monetária, a hipótese Bresser-

Nakano, o efeito-convenção, a fragilidade das contas públicas e a incerteza jurisdicional. (MANDONESI, 2006)

Nos EUA, as taxas de juros são fixadas pela autoridade conhecida como o Conselho de Governantes Da Reserva Federal que e dividida com o Comitê Federal De Mercado Aberto ou *Federal Open Market Committee* (FOMC). O Conselho é responsável pelas mudanças nas taxas de desconto depois de feitas as recomendações apresentadas pelos bancos regionais da reserva federal.

O FOMC decide sobre as operações de mercado aberto, tanto nos níveis de moeda do banco central, quanto na taxa do mercado dos fundos federais. No período de 1971 a 2010 a taxa média de juros dos EUA foi de 6,5% ao ano, atingindo um máximo 20,0% em março de 1980, e uma baixa recorde de 0,25% em dezembro de 2008. (FEDERALRESERVE, 2011).

Na Europa é usada a taxa EURIBOR (*European Interbank Offered Rate*) ou taxa interbancária oferecida em euro em português; que segundo o site oficial euribor.org, é uma das principais taxas de referência do mercado monetário da zona euro. Indica a taxa de juros média dos depósitos interbancários da zona euro, calculada considerando as taxas dos 57 principais bancos europeus, menos os valores extremos (os 15% mais altos e os 15% mais baixos). Foi criada juntamente com o euro, em 1º de janeiro de 1999, sendo que a primeira taxa foi definida em 30 de dezembro de 1998, com validade a partir de 4 de janeiro de 1999. Contudo, antes dessa época já se publicava uma taxa semelhante chamada Aibor, que também era publicada diariamente, para além de algumas taxas de juros locais (EURIBOR-RATES, 2011).

2.3 Conceito de ETTJ

A estrutura a termo das taxas de juros, ou apenas ETTJ, é um método muito utilizado na avaliação de títulos, e por isso também é chamada de curva de rendimento, ou *yield curve*. Segundo Veiga (2010), a ETTJ é um gráfico, que para cada vencimento demonstra quanto o

mercado está demandando de remuneração de juros. A construção gráfica da ETTJ é feita com os rendimentos e os vencimentos de títulos de renda fixa. De maneira geral, a ETTJ mede o que o mercado espera das taxas de juros para o futuro de acordo com as condições atuais da economia e do mercado.

Conforme Caldeira (2010), a estrutura a termo liga parâmetros ou variáveis financeiras às suas maturidades. O termo de um instrumento de dívida com uma maturidade fixada é o tempo até a maturidade. Um exemplo comum é a estrutura a termo das taxas de juros ou de preços dos *zero-cupom-bonds*. Existe também, segundo o autor, a estrutura a termo da volatilidade implícita de opções, *spread* de crédito, *swaps* de variância entre outros. O autor afirma que a estrutura a termo é objeto de alta dimensionalidade e que comumente não é diretamente observável. Empiricamente faz-se necessário o uso de métodos de estimação flexíveis às informações de mercado e essa flexibilidade se obtém ao custo de formas irregulares da estrutura a termo, mas que métodos de estimação paramétricos podem fazer os ajustes.

Para Prado (2004), tendo-se um conjunto de taxas de juros onde são negociados títulos *zero-coupon*, ou seja, títulos de renda fixa que fazem um único pagamento no futuro, também chamada de data de vencimento e que tenham diferentes maturidades, pode-se obter a ETTJ para essa economia com pares ordenados das taxas de juros com suas respectivas maturidades.

Conforme explica o autor, por algumas razões, como, por exemplo, criar liquidez em mercados secundários de títulos, o governo não emite títulos para todos os prazos de vencimento e mesmo assim haveria em todos os dias negociação somente para alguns. Nesse caso, não há correspondência de juros para todos os prazos e tem-se uma ETTJ incompleta. Porém, é importante ter a capacidade de se obter uma ETTJ completa ou, ao menos, uma boa

aproximação para os participantes do mercado de títulos. As formas de aproximação serão tratadas posteriormente.

Desse modo, tem-se que a estrutura a termo das taxas de juros é uma linha ativa nas pesquisas dos últimos 30 anos, tanto em finanças como em macroeconomia, fornecendo informações da expectativa de inflação futura, crescimento do produto, e sendo um importante instrumento para decisões de investimento, precificação e *hedge* de operações de títulos de renda fixa (CALDEIRA, 2010).

2.4 Principais Padrões da ETTJ

Como foi explicado anteriormente, a ETTJ é uma curva ou função que associa uma taxa de juros única para cada maturidade, mesmo as que não tenham nenhum título vencendo para a data. É importante para análise do mercado de títulos de renda fixa. A curva pode ter três padrões principais de comportamento, a curva de rendimento normal, horizontal e invertida.

No padrão normal da ETTJ, como evidenciado no próprio nome e no gráfico 1, a curva de rendimento apresenta-se em condições normais de mercado. Nesse caso, os investidores acreditam que não haverá mudanças significativas na economia e nas taxas de inflação e que a economia continuará a crescer em ritmo normal. Durante essas condições, os investidores esperam que os títulos renda fixa que possuem vencimentos mais longos renderão mais com o decorrer do tempo. Isso quer dizer que o mercado espera que os títulos de renda fixa que possuem prazos mais longos renderão mais que os títulos de prazos mais curtos. Por isso essa é uma expectativa normal de mercado, já que títulos de curto prazo possuem um risco menor que os de longo prazo, pois para um investimento de longo período de duração, o investidor precisa ser recompensado para realização do risco adicional. Em

geral, com aumento das taxas de juros, o preço de uma obrigação diminuirá e seu rendimento aumentará (INVESTOPEDIA, 2011).

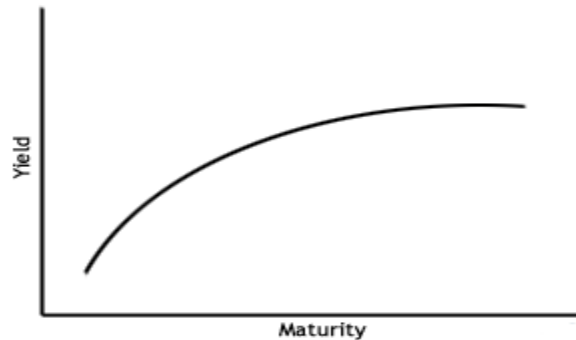


Gráfico 1- Padrão Normal da ETTJ
Fonte: Investopedia (2011)

Conforme o gráfico 2, o padrão horizontal da curva, tem-se a indicação de que o ambiente de mercado está enviando sinais confusos para os investidores, que interpretam os movimentos das taxas de juros de maneiras diferentes. Nesse ambiente, é difícil para o mercado a determinação das movimentações significativas das taxas de juros. Geralmente, o padrão horizontal da curva ocorre quando o mercado emite indicações diferentes e simultâneas do que ocorrerá com as taxa de juros (INVESTOPEDIA, 2011).

Pode-se dizer ainda que em condições horizontais da ETTJ, a curva será mais plana do que sua inclinação normal. Pode haver nessas situações, sinais que indicam que as taxas de curto prazo aumentarão e que as taxas de juros de longo prazo cairão. Nesse caso, os investidores podem aproveitar para maximizar seu risco-retorno, escolhendo títulos de renda fixa ou de alta qualidade creditícia. Porém, raros são os casos em que a curva plana poderá transformar-se em invertida com o declínio das taxas de juros no longo prazo (INVESTOPEDIA, 2011).



Gráfico 2 – Padrão Horizontal da ETTJ

Fonte: Investopedia (2011)

O gráfico 3 evidencia o padrão invertido da curva de juros forma-se em raras condições de mercado, onde as expectativas dos investidores são completamente o contrário da curva normal. Nesses ambientes anormais, espera-se que os títulos com vencimentos mais longos rendam menos que os de maturidade mais curta. Esta curva indica que o mercado espera que as taxas de juros declinem ao passar do tempo, ou seja, títulos de longo prazo renderão menos. Com a diminuição das taxas de juros os preços dos títulos aumentarão e consequentemente os rendimentos diminuirão (INVESTOPEDIA, 2011).

Em situações de inversão, alguns investidores optam por investimentos de renda fixa de longo prazo, mesmo sabendo que os rendimentos tenderão a ser menores para assumir o risco. Isso ocorre porque alguns investidores interpretam o padrão invertido como indicação que ocorrerá brevemente uma desaceleração na economia, o que indica que as taxas de juros futuras terão rendimentos ainda mais baixos. Antes que essa desaceleração ocorra, bloqueia-se o dinheiro através dos investimentos de longo prazo vigentes na atualidade (INVESTOPEDIA, 2011).

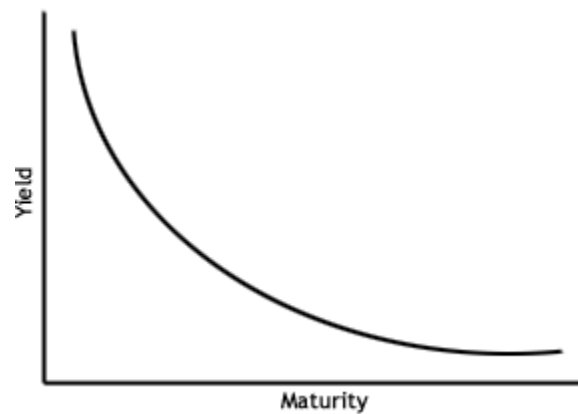


Gráfico 3 – Padrão Invertido da ETTJ
Fonte: Investopedia (2011)

Sabe-se que a estrutura a termo das taxas de juros, ou simplesmente curva de rendimento, possui o vencimento da dívida como variável independente, e as taxas de juros como a variável dependente. Existem algumas teorias que tentam explicar como os rendimentos variam de acordo com a maturidade.

A primeira teoria é conhecida como *Pure Expectations Theory* (PET) ou Teoria das Expectativas Puras. Nesta teoria, supõe-se que qualquer prazo de vencimento pode substituir outro com a capitalização. Exemplificando, se uma pessoa possui uma visão a respeito do que ocorrerá com as taxas de juros futuras ou de um ano a partir do presente momento, então, pode-se determinar a taxa de juros atual de dois anos pela soma do valor corrente composto pela taxa de um ano e do ano seguinte. Esta é generalizada pela média geométrica de rendimentos de curto prazo como determinante de rendimentos de longo prazo. A média geométrica difere de uma média aritmética, sendo calculada tomando a raiz enésima do produto de n termos. Assim, se a média aritmética de quatro e dezesseis é dez, a média geométrica é a raiz quadrada dos produtos dos dois termos (BANK, 2011).

A Teoria das Expectativas Pura atem-se ao fato de que os rendimentos tendem a mudar ao longo do tempo, mas não explica com detalhes a forma da curva de rendimentos.

Ela propõe que as taxas *forward*, ou seja, as taxas de juros fixadas no presente para um empréstimo a concretizar numa determinada data futura, são perfeitos previsores das taxas de juros futuras. Desse modo, ignora o risco das taxas de juros e o risco de reinvestimento e outro risco, o de não poder reinvestir os pagamentos de juros a uma taxa esperada. A teoria assume que a capacidade de arbitragem entre os títulos de maturidade diferentes é baixa (BANK, 2011).

Outra teoria é a *Liquidity Preference Theory* (LPT) ou Teoria da Preferência por Liquidez, que é uma variante da Teoria das Expectativas Pura. Basicamente ela acrescenta um prêmio à PET, calculado da dívida de longo prazo para explicar preferências dos investidores por títulos de curto prazo. O prêmio adicionado é chamado de prêmio de risco ou prêmio de liquidez. Este prêmio origina-se do reconhecimento de que existem riscos envolvidos na realização de dívida de longo prazo, que é mais provável que a experiência de eventos catastróficos e incertezas do preço do que a dívida de curto prazo. Um segundo prêmio também é adicionado na LPT, o de risco de inadimplência, que é mais provável quando uma obrigação de longo tempo, também devido às incertezas (BANK, 2011).

A *Market Segmentation Theory* (MST) ou Teoria de Segmentação de Mercado reconhece que diferentes maturidades da dívida não podem ser substituídas. Isso resulta em separar a oferta e da demanda na relação da dívida de curto e longo prazo, já que os investidores são por hipótese avessos ao risco e preferem menor risco em vencimentos de curto prazo. Logo, a demanda por dívida de curto prazo é maior que para a dívida de longo prazo, e assim, os preços de vencimentos mais curtos serão mais elevados, e terão seus rendimentos reduzidos (BANK, 2011).

A idéia exposta na MST é importante para explicar a forma normal da curva de rendimentos, porém, não demonstra porque as taxas de longo e curto prazo tendem a mudar harmonicamente, já que deveriam ser dois mercados separados e independentes.

Outra teoria que tenta explicar o comportamento da ETTJ é a *Preferred Habitat Theory* (PHT) ou Teoria do Ambiente Preferido, que é uma extensão da MST. Essa teoria leva em consideração as preferências ou ambientes dos investidores de dívida. Bank (2011) dá como exemplo alguns investidores com títulos de três anos preferirem maturidade de seis anos. Por exemplo, uma venda de uma obrigação for feita a um investidor fora de suas preferências de prazo de investimento, deverá ser ofertado ao comprador um prêmio; já que se assume que os investidores têm preferências pelo curto prazo, o que explica o maior rendimento no longo prazo da dívida. É coerente com a tendência da curva de rendimentos quando ocorrem mudanças de rendimentos globais (BANK, 2011).

2.5 Taxa a Termo (*Foward Rate*)

Para que se obtenha um ganho um retorno garantido no futuro, podem-se combinar títulos de diferentes rendimentos. Com a compra e venda de títulos a descoberto pode-se iniciar um investimento no período t , e pagar \$1 em T ($t < s < T$). Chama-se de taxa *forward* a taxa de retorno deste investimento (PRADO, 2004).

Conforme Prado (2004), a taxa *forward* pode ser entendida como a taxa de um investimento feito em t , mas que vigorará entre o período de T e s , ($t < s < T$). Nesse último período o investidor recebe uma unidade monetária. O autor mostra alguns procedimentos para a obtenção do retorno de investimento.

Por exemplo, supondo-se que um investidor, para garantir o pagamento de \$1 em T , compre um título com vencimento em T por $P_{t,T}$ e também que este investidor queira iniciar

este investimento apenas em s , de forma que obtenha $P_{t,T}$ que foi gasto na compra de outro título. Como o título que possui vencimento em s custa $P_{t,s}$, o investidor opta por vender $P_{t,T}/P_{t,s}$ unidades do título com vencimento em s . Com isso, o investidor estará desembolsando zero, uma vez que desembolsa $P_{t,T}$ em títulos de vencimento em T , mas receberá $P_{t,T}$ por títulos vencidos em s . o retorno deste investimento pode ser dado por:

$$\frac{1}{(P_{t,s} / P_{t,T})} = e^{f_{t,s,T} * (T-s)}$$

Onde $f_{t,s,T}$ é a taxa *forward* que contratada em t e que vigorará entre s e T ; e $T-s$ é o período pelo qual taxa *forward* estará ativa. A taxa *forward* instantânea em s é a taxa *forward* quando T tende a s , ou seja, $(s-T \rightarrow 0)$.

Para exemplificar, No gráfico 4 a seguir Prado (2004) representa a relação entre a taxa *forward* e a taxa anualizada na ETTJ brasileira de 19 de setembro de 2009.

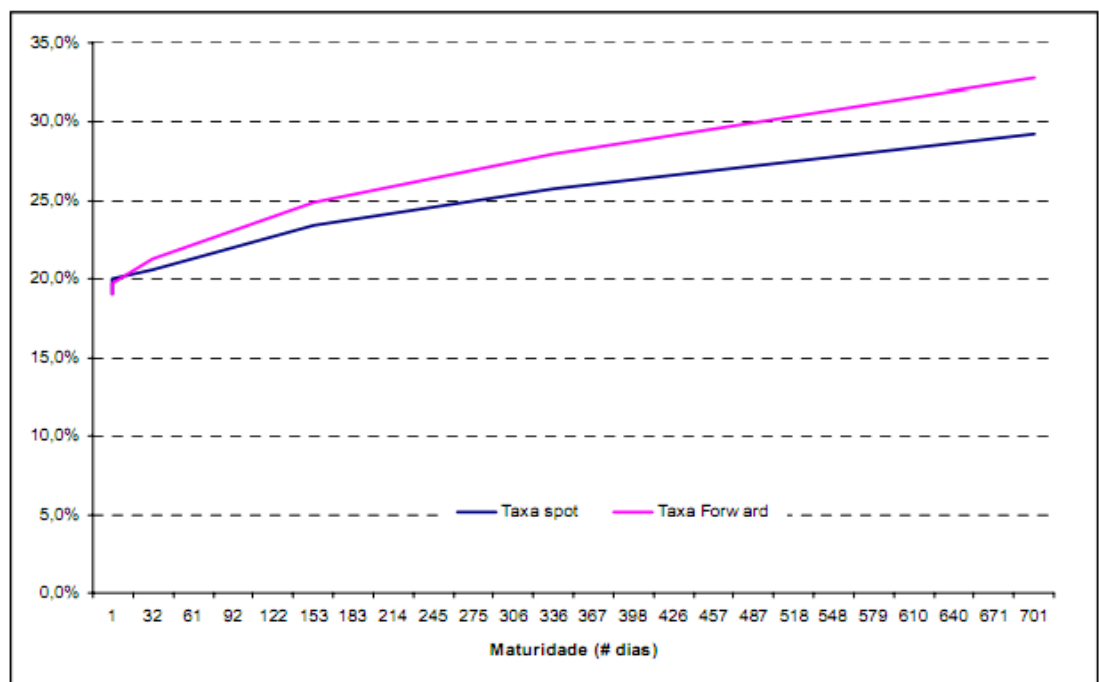


Gráfico 4 - Taxa anualizada versus forward rate
Fonte: Prado (2004)

No gráfico 4 mencionou-se a taxa *spot*, que pode ser definida como a taxa de um investimento dada em um período com início hoje e o término em n unidades de tempo. É também chamada de taxa à vista negociada em determinado momento para um período t (SANTOS, 2011).

2.6 Títulos de Renda Fixa

Conforme mencionado a construção gráfica da ETTJ é feita com os rendimentos e os vencimentos de títulos de renda fixa. Os títulos de renda fixa segundo Mascitelli (2008) são aqueles que possuem seus fluxos de pagamentos determinados no momento contratação.

No Brasil existe as LTN ou Letras do Tesouro Nacional, que são títulos de renda fixa do Governo Federal sem pagamento de cupom. O Governo Federal estabelece o pagamento do valor de face desses títulos apenas no dia do vencimento. A taxa pré-fixada é a taxa de juros de uma LTN e a de um zero cupom é a taxa de um título de renda fixa que pague um valor predeterminado somente no vencimento, assim como a LTN (MASCITELLI, 2008).

2.7 Swap

Segundo Mascitelli (2008), um contrato de *swap* ocorre quando há troca de perfil de obrigações. Para o autor, uma das características mais importantes é a que possibilita a troca entre obrigações de taxas pós-fixadas por taxas pré-fixadas e vice-versa. Todos os dias são feitas operações de *swap* na Bolsa de Mercadorias e Futuros (BM&F) de taxa DI pós-fixada com taxas pré-fixadas. As taxas pré-fixadas de diferentes prazos de vencimento de contratos *swap* podem ser extraídas do Sistema de Recuperação de Informações BM&F.

2.8 Importância da ETTJ

2.8.1 Investimentos

Conforme discutido, o Governo é o vendedor de LTN. Portanto, em condições normais o risco do título é reduzido. Com a correção deste risco, a ETTJ expressa as expectativas do mercado sobre o futuro das taxas de juros. Como as taxas de juros de longo prazo representam o custo de oportunidade do investimento do capital, essa expectativa é determinante do investimento e do nível de atividade (MASCITELLI, 2008).

2.8.2 Política Monetária

Independentemente do objetivo da política monetária do país deve-se ponderar os efeitos da ETTJ, tanto no nível de atividade, quanto na inflação, por meio do consumo. Além do mais, a ETTJ é importante para o custo refinanciamento da dívida pública (Mascitelli, 2008).

Mascitelli (2008) exemplifica com um dos eventos que ocorreram no Brasil entre 10 e 14 de dezembro de 2007, quando ocorreu a decisão do fim da cobrança da Contribuição Provisória sobre Movimentações Financeiras (CPMF), resultando na redução da arrecadação na ordem de 40 bilhões de reais e elevando as expectativas de juros futuros. Isso sugere que a política fiscal também pode influenciar a ETTJ deste período, conforme o gráfico 5:

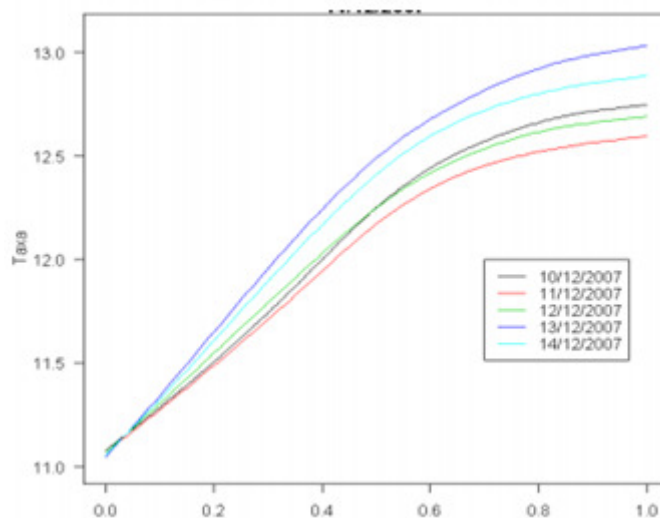


Gráfico 5 - ETTJ após expectativa de redução da arrecadação de tributos
Fonte: Mascitelli (2008)

2.8.3 Mercado Financeiro

Segundo Mascitelli (2008) a ETTJ serve para o cálculo dos retornos esperados de operações financeiras como as que envolvem risco de crédito, com pagamento de cupom, ou com taxas pós-fixadas. Litterman e Scheinkman (1991) afirmam que a Análise de Componentes Principais (ACP) tem a capacidade de captar as variações das taxas de juros que não podem ser detectadas pela análise da *duration*. Por isso pode ser usada para diminuição do risco específico na diversificação de carteiras. Adicionalmente, como o modelo de precificação de opções sobre títulos de renda fixa de LION (2002), a ETTJ pode ter grande utilidade na avaliação de outros ativos (MASCITELLI, 2008).

2.9 Uso da ETTJ

2.9.1 Previsão

A Hipótese das Expectativas (HE) afirma que as taxas de juros associadas a títulos de longo prazo são valores esperados da média das taxas de curto prazo de uma economia corrigida pelo risco. Desse modo, a ETTJ presente carrega informações do futuro da economia de um país (PRADO, 2004).

A ETTJ pode ser aplicada com êxito na previsão das taxas de curto prazo, conforme evidência de predição da atividade econômica e da inflação. Previsões das taxas futuras de curto prazo sobre o futuro da inflação e da atividade econômica são importantes às decisões dos investidores, poupadores e para o governo, ou seja, aos agentes econômicos (PRADO, 2004).

2.9.2 Política Monetária

A ETTJ possui informações da expectativa futura dos agentes econômicos, e influencia diretamente a atividade econômica de um país. A ETTJ apresenta taxas pré-fixadas com risco zero de uma economia, exercendo efeito nos mercados de crédito e/ ou financiamento. As taxas de crédito formam-se pela adição da taxa livre de risco da ETTJ por um *spread* que remunera o emprestador devido ao risco de inadimplência (*default*). Como a taxa relevante aos consumidores que, por exemplo, querem comprar uma casa é a taxa de longo prazo, a ETTJ exerce efeito considerável na demanda agregada de uma economia. A taxa de juros de curto prazo não possui efeito substancial nas decisões de consumo, porém, BACEN de um país tem controle somente da taxa de curto prazo. Desse modo, o BACEN para tomar suas decisões de política monetária, seja de controle da inflação ou da demanda agregada deve perceber como a taxa de curto prazo impacta a ETTJ (PRADO, 2004).

2.9.3 Gerenciamento da Dívida Pública

Sabe-se que o governo ao emitir sua dívida deve determinar o vencimento e o custo dos novos títulos. Havendo vencimentos de títulos sendo negociados no mercado, a ETTJ indica qual o custo de emissão da nova dívida para esse vencimento, porém, os títulos do governo não são negociados em todos os vencimentos possíveis sendo necessário que o governo saiba o preço “justo” de emissão em novas datas de vencimento. Com base em modelos teóricos a ETTJ possibilita ao governo estimar o preço "justo" de títulos emitidos com vencimentos mais longos que os títulos já emitidos (PRADO, 2004).

2.9.4 Gerenciamento de Risco e Apreçamento de Derivativos

Instituições financeiras como bancos, fundos de investimento e outros possuem numerosas carteiras de títulos pré-fixados, e essas carteiras estão expostas ao risco de variações nas taxas de juros. Modelos da ETTJ possibilitam as instituições avaliar o risco de ocorrência das variações nas taxas de juros e o risco de mercado de suas carteiras.

Adicionalmente, derivativos que possuem como ativo subjacente a taxa de juros necessitam de modelos estatísticos da ETTJ para serem apreçados (PRADO, 2004).

2.10 Modelos de Estimação da ETTJ

Em se tratando dos modelos da ETTJ, destaca-se que:

[...] A ETTJ não é diretamente observável na prática e precisa ser estimada a partir de cotações de mercado para títulos de renda fixa ou instrumentos financeiros derivativos, disponíveis para um número finito de vencimentos (os “dados/pontos observados da curva”). A partir deste conjunto discreto de dados, pode-se construir uma curva/função “contínua” que aproximadamente se "encaixe" nos dados observados, usando técnicas de interpolação, e estimar o valor da curva/função em pontos fora da zona conhecida, usando técnicas de extrapolação [...] (FRANKLIN et al, 2011, p. 09).

Comumente estima-se a ETTJ estabelecendo uma forma funcional com K parâmetros para a função desconto $P_t(\tau)$, para a taxa à vista $y_t(\tau)$ ou para a taxa a termo $f_t(\tau)$. As formas funcionais podem ser polinômios, *splines*, funções exponenciais ou uma combinação destas funções. Em um segundo momento, os K parâmetros são estimados pela minimização da soma dos quadrados da diferença entre os dados estimados da curva ou determinados montando um sistema de K equações para calcular os K parâmetros. Entretanto, os métodos propostos por Nelson e Siegel (1987) e Svensson (1994) se sobressaíram e são usados por diversos bancos centrais. (FRANKLIN et al, 2011)

2.10.1 Modelo Nelson e Siegel (NS)

O modelo proposto por Nelson e Siegel (1987) apud Franklin et al. (2011) determina uma forma funcional de quatro parâmetros que aproxima a curva de taxas a termo somando-se funções exponenciais. É um modelo parametricamente simples, mas capaz de gerar estruturas a termo muito parecidas aos do mercado financeiro.

A função da taxa a termo $f_t(\tau)$ pode ser dada pela função:

$$f_t(\tau) = \beta_{0,t} + \beta_{1,t} \cdot e^{-\lambda_t \cdot \tau} + \beta_{2,t} \cdot \lambda_t \cdot \tau \cdot e^{-\lambda_t \cdot \tau}$$

As taxas à vista $y_t(t)$ podem ser dadas pela equação:

$$y_t(\tau) = \beta_{0,t} + \beta_{1,t} \cdot \left(\frac{1 - e^{-\lambda_1 \cdot \tau}}{\lambda_1 \cdot \tau} \right) + \beta_{2,t} \cdot \left(\frac{1 - e^{-\lambda_1 \cdot \tau}}{\lambda_1 \cdot \tau} - e^{-\lambda_1 \cdot \tau} \right)$$

O λ_τ é um parâmetro que mede a velocidade de decaimento da ETTJ. Seus menores valores produzem um declínio suave, ajustando a curva para prazos mais longos da estrutura a termo, e maiores valores desse parâmetro produzem um decaimento mais rápido ajustando para os prazos mais curtos. Além disso, determina o prazo quando a carga em $\beta_{2,t}$ atinge o valor máximo.

Os parâmetros $\beta_{0,t}$, $\beta_{1,t}$, $\beta_{2,t}$ são fatores dinâmicos latentes de longo, curto e médio prazo, da curva de taxas a termo. As cargas de fatores, ou, seja, termos que multiplicam os parâmetros $\beta_{0,t}$, $\beta_{1,t}$, $\beta_{2,t}$, demonstra que pela escolha dos parâmetros pode-se gerar curvas de taxas a termo com formas monotônicas e arqueadas (FRANKLIN et al, 2011).

2.10.2 Modelo de Svensson

O modelo proposto por Svensson (1994) apud Franklin et al. (2011) é uma extensão do modelo de Nelson e Siegel (1987), adicionando-se um novo termo exponencial à curva de taxas a termo, com dois parâmetros adicionais $\beta_{3,t}$ e $\lambda_{2,t}$ ($\lambda_{2,t} > 0$), permitindo que se forme uma segunda corcova na forma da curva de juros.

As taxas à vista $y_t(t)$ podem ser calculadas a partir da equação:

$$y_t(\tau) = \beta_{0,t} + \beta_{1,t} \cdot \left(\frac{1 - e^{-\lambda_1 \cdot \tau}}{\lambda_1 \cdot \tau} \right) + \beta_{2,t} \cdot \left(\frac{1 - e^{-\lambda_1 \cdot \tau}}{\lambda_1 \cdot \tau} - e^{-\lambda_1 \cdot \tau} \right) + \beta_{3,t} \cdot \left(\frac{1 - e^{-\lambda_2 \cdot \tau}}{\lambda_2 \cdot \tau} - e^{-\lambda_2 \cdot \tau} \right)$$

Nesse caso, fatores da estrutura a termo possuem a interpretação de nível (ou longo prazo), $\beta_{0,t}$, inclinação (ou curto prazo), $\beta_{1,t}$, e curvaturas (ou médio prazo), $\beta_{2,t}$ e $\beta_{3,t}$. Os

parâmetros $\lambda_{1,t}$ e $\lambda_{2,t}$ demonstram as velocidades de declínio dos componentes de médio prazo da curva de juros e determinando onde as cargas que multiplicam os fatores $\beta_{2,t}$ e $\beta_{3,t}$ atingem os valores máximos. Quando $\beta_{3,\tau} = 0$ ou $\lambda_{1,t} = \lambda_{2,t}$, o modelo de Svensson é idêntico ao de Nelson e Siegel (FRANKLIN et al, 2011).

2.11 Construção da ETTJ no Brasil

A ETTJ, como discutido ao longo deste trabalho, é a relação entre a *yield to maturity* (YTM) e o prazo até o vencimento expresso como uma função, a curva de rendimento (*yield curve*).

Conforme Barros (2008), a ETTJ no Brasil é construída através de instrumentos financeiros isentos de risco de crédito como as taxas dos contratos futuros de DI, taxas dos *swaps* DI x pré, e das LTN de prazos distintos, como é o caso deste trabalho. Porém, existe o problema da inexistência de taxas para todos os dias, lavando a interpolação das taxas e em prazos mais longos à extrapolação.

3. Resultado e Discussões

Para demonstrar a possibilidade de construção da ETTJ no Brasil e sua eficiência quanto à captação das expectativas dos agentes econômicos, levantaram-se dados da Secretaria do Tesouro Nacional (STN), Banco Central do Brasil (BACEN) e Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (IPEA) do preço unitário, cupom e data de vencimento das LTN de diferentes vencimentos.

Organizou-se através de tabelas os vencimentos (*maturity date*), a taxa aceita (*accepted rate*) dos últimos leilões de LTN tradicionais do período de 2001 a 2010.

Alguns meses não possuem no último dia de leilão de LTN tradicional dois títulos com vencimentos diferentes para a análise dos rendimentos de prazos mais longos e mais

curtos, sendo necessário ajustar os prazos dos títulos do último leilão aproximando-os aos leilões feitos em datas mais próximas.

Desse modo, os resultados negativos ou inversões da ETTJ referem-se a períodos que poderão compreender antes e depois de ocorrerem as decisões das diretrizes de política monetária do COPOM de cada mês.

Após ajustada, organizam-se as taxas de juros aceitas dos vencimentos mais próximos e mais distantes para plotá-los no gráfico da ETTJ.

3.1 Análise de ETTJ de 2001

Após ajustado os prazos de vencimentos, organizam-se as taxas de juros aceitos dos vencimentos mais próximos e mais distantes para plotá-los no gráfico da ETTJ conforme a tabela da Tabela 1.

	TAXAS (%)	
	PRÓXIMA	DISTANTE
JAN	15,50	15,62
FEV	15,80	16,27
MAR	15,99	16,26
ABR	20,41	20,41
MAI	20,00	20,59
JUN	21,99	20,79
JUL	23,35	23,35
AGO	22,61	22,90
SET	24,31	24,31
OUT	23,23	23,10
NOV	20,48	24,80
DEZ	20,37	22,40

Tabela 1 – Taxas aceitas por vencimentos mais próximos e distantes das LTN dos meses de 2001.

Fonte: dados de pesquisa.

Através dos dados da Tabela 1 pode-se calcular a diferença (*spread*) entre as taxas para obter a ETTJ como demonstrado no Gráfico 6:

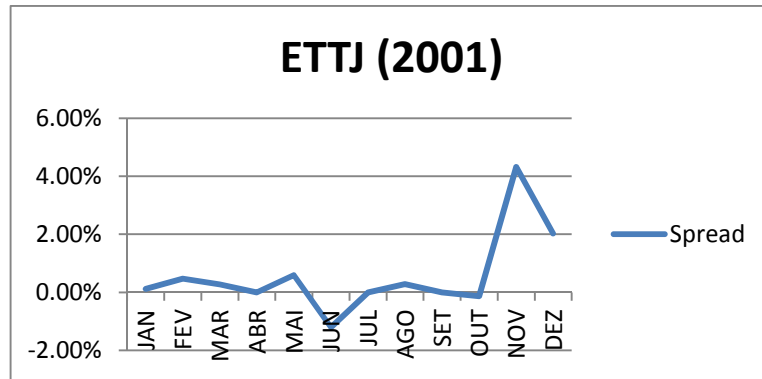


Gráfico 6 – ETTJ 2001
 Fonte: dados de pesquisa

Percebem-se no Gráfico 6 dois picos negativos coincidentes com os meses de junho e outubro, que representam o momento em que houve a inversão da ETTJ, ou seja, nesta situação os títulos que possuem vencimentos mais longos estão rendendo menos que os títulos que possuem vencimentos mais curtos. Isso ocorre em ambientes anormais de mercado, em que investidores acreditam que haverá mudanças significativas na economia e nas taxas de inflação, e que a economia não crescerá em ritmo normal.

Em junho, a economia interna apresentava sinais de desaceleração. Esse desempenho pode ser associado aos impactos decorrentes da crise energética e da instabilidade no cenário internacional, que promoveram deterioração nas expectativas dos agentes econômicos. No entanto, informações relativas ao comportamento do consumidor indicavam que a reação inicial excessivamente forte às perspectivas do impacto do racionamento sobre a atividade econômica já se atenuava, o que proporcionou alguma recuperação nos indicadores gerais do comércio. Não obstante manteve-se o quadro de retração nas vendas de bens de consumo duráveis, especialmente eletroeletrônicos, afetados pela evolução desfavorável nas condições do crédito e pelos efeitos do racionamento de energia.

O aumento da inflação em junho decorreu de surpresas negativas na oferta agrícola e da desvalorização cambial que já acumulava 20% até este mês. Assim, os índices de preços ao consumidor, foram influenciados, principalmente, pela elevação dos preços administrados,

pressões parcialmente atenuadas pela desaceleração na variação mensal dos preços dos alimentos. No atacado, os índices de preços traduziram, basicamente, os efeitos do comportamento do câmbio.

Embora o BACEN tivesse adotado medidas relacionadas ao mercado de câmbio e ao balanço de pagamentos que levaram, num primeiro momento, a uma redução da inclinação da curva de juros para prazos curtos, com o agravamento das incertezas na Argentina, a curva passou a apresentar sucessivos deslocamentos para cima. O último deslocamento considerado, entre 3 e 16 de julho, mostrou um forte aumento da inclinação para prazos inferiores a 90 dias.

Em outubro, as estatísticas indicam que a atividade econômica estabilizava-se interrompendo a trajetória de queda vigente desde abril. A acomodação da economia revelou que o ajuste da demanda aos diversos choques que a afetaram poderia estar concluído, conforme o que foi sinalizado pelo comportamento do varejo e das intenções de consumo. Porém, as taxas de inflação medidas tanto pelos índices gerais como pelos índices de preços ao consumidor subiam, refletindo principalmente o reajuste nos preços dos combustíveis e as elevações dos preços dos cigarros, do arroz - pela quebra da produção, e das carnes pela entressafra e pelo efeito câmbio, relacionado ao aumento das exportações.

O IPCA subiu 0,83% em outubro, ante 0,28% em setembro, acumulando 6,22% no ano e 7,19% em 12 meses. Os preços dos alimentos aumentaram 1,15% devido, principalmente, às altas de 10,7% e de 5,23% registradas nos preços do arroz e da carne, responsáveis por 0,23 ponto percentual na variação do índice no mês. Os preços dos produtos não alimentícios elevaram-se 0,74%, sendo que a gasolina, com alta de 3,58%, foi responsável pela maior contribuição individual no IPCA do mês, de 0,16 ponto percentual. O preço dos cigarros subiu 6,38%, refletindo reajuste médio de 14%, em vigor a partir de 12 de outubro.

Nos meses seguintes de outubro, a curva de juros apresentou contínua redução de sua inclinação. A queda dos juros ganhou impulso com a melhora nas perspectivas da economia doméstica. As previsões mais otimistas acerca do Balanço de Pagamentos, a valorização do câmbio e o superávit fiscal expressivo formaram a base para uma percepção mais favorável em relação aos fundamentos da economia interna, levando ao descolamento entre os riscos soberanos do Brasil e da Argentina. (IPEA, 2001).

3.2 Análise da ETTJ de 2002

Após ajustado os prazos de vencimentos, organizam-se as taxas de juros aceitos dos vencimentos mais próximos e mais distantes obtém-se a tabela 2.

	TAXAS (%)	
	PRÓXIMA	DISTANTE
JAN	19,8	21,3
FEV	19,0	19,9
MAR	18,6	18,9
ABR	19,1	19,2
MAI	18,9	19,2
JUN	19,7	19,7
JUL	21,5	18,9
AGO	18,4	18,8
SET	19,4	19,4
OUT	19,9	19,9
NOV	19,9	19,9
DEZ	19,9	19,9

Tabela 2 – Taxas aceitas por vencimentos mais próximos e distantes das LTN dos meses de 2002.

Fonte: dados de pesquisa

Através dos dados da tabela 2 pode-se calcular a diferença (*spread*) entre as taxas para obter a ETTJ como demonstrado no gráfico 7.

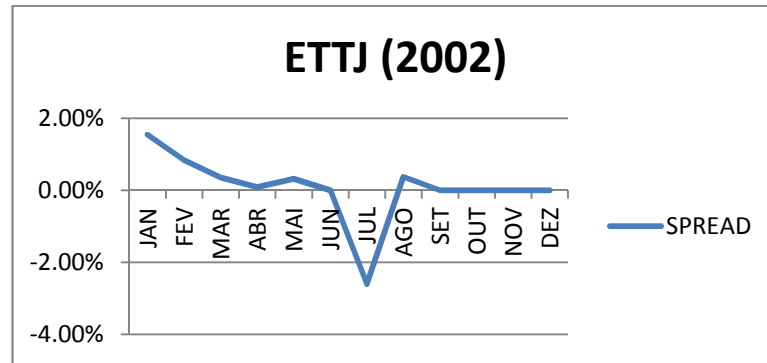


Gráfico 7 – ETTJ 2002
Fonte: dados de pesquisa

Em julho, os indicadores divulgados confirmaram a perda de dinamismo do nível de atividade econômica, delineada a partir de maio, em decorrência da conjuntura adversa no mercado financeiro e das incertezas advindas do pleito eleitoral. Tais fatores refletiram-se expressivamente sobre as expectativas de consumidores e empresários, com repercussão sobre os fluxos de gastos, notadamente sobre aqueles direcionados a bens de valor relativamente mais alto. Não obstante, fatores como os desembolsos do FGTS e o resultado expressivo da renda agrícola neste ano, entre outros, têm sustentado o patamar de consumo, principalmente de produtos não duráveis ou produtos duráveis de menor valor.

A taxa de inflação medida pelos principais índices de preços elevou-se em julho, refletindo a combinação de fatores como a concentração de reajustes de preços monitorados no período, o início da entressafra e os efeitos da recente depreciação cambial, particularmente sobre os preços no atacado.

O Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) variou 1,19% em julho, acumulando 4,17%, no ano, e 7,51%, em doze meses. Assim como ocorreu em 2000 e em 2001, a expectativa era de a variação mensal de julho de 2002 fosse a maior taxa mensal do ano, refletindo, principalmente, os reajustes de tarifas de serviços públicos. Os preços monitorados subiram 2,52% e contribuíram isoladamente com 0,78 p.p. para o resultado geral. Além dos reajustes de telefonia fixa autorizada em 26 de junho, o índice do IBGE captou

aumento médio de 10,54%, de energia elétrica em São Paulo e Curitiba. A esses fatores somaram-se os aumentos, na refinaria, dos derivados de petróleo, sendo de 6,2% do gás de bujão e de 6,75% da gasolina, parcialmente compensados pela queda de 6,42% nos preços do álcool hidratado. Além disso, o efeito da majoração do salário mínimo, em abril último, sobre os gastos com empregado doméstico é captado no IPCA, por razões metodológicas, principalmente em julho.

Adicionalmente, a percepção de escassez de divisas devido à redução das linhas de crédito externas e o aumento do risco-Brasil fizeram com que a curva de juros apresentasse significativa elevação, com o *spread* entre a taxa de um ano e a meta para a taxa Selic atingindo 1.234 p.b. em 29 de julho, frente a 878 p.b. em 16 do mesmo mês. Após o anúncio do acordo com o FMI, a curva voltou a retrair-se, e, em 20 de agosto, o *spread* estava em 765 p.b.

Dessa forma, a tendência de queda iniciada em junho de 2002, e demonstra que as expectativas inflacionárias e da atividade econômica pioraram, resultando na inversão em julho, onde houve um aumento de quase o dobro da inflação, subindo dos 0,42% registrados pelo Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) em junho para algo como 0,8% e 1% conforme técnicos da área econômica. (IPEA,2002)

Em meados de 2002, ocorreram fugas de capital estimuladas pela piora de expectativas quanto ao futuro levando a uma desvalorização de cambio e à perda de reservas. Ambos os efeitos se combinaram para persuadir os credores externos de que a solvência das empresas brasileiras a que emprestaram recursos pudesse ser ameaçada, se não domesticamente, pelo menos em termos de moeda estrangeira, que era o que lhes interessava. Assim, essas empresas foram pressionadas a liquidar suas dívidas ou não conseguiram a rolagem de dívidas que esperavam.

A fuga de capitais atingiu o Brasil com toda força, a partir de maio. Várias são as hipóteses aventadas para explicá-la: contaminação pela Argentina, temor pelo que Lula poderia fazer se eleito, retração mundial da oferta de capitais causada pelo colapso escandaloso de grandes multinacionais etc. Embora existam essas hipóteses, o mais provável é que sejam as motivações sejam múltiplas. A abertura da economia, levada às últimas consequências pelo Plano Real, tornou o Brasil extremamente vulnerável às crises financeiras que a globalização financeira tornou endêmicas nos chamados “mercados emergentes”.

A abertura de mercados internos brasileiro de capitais e de mercadorias devastou parte da indústria nacional e promoveu a venda de outra parte, a preços de liquidação, a empresas multinacionais. As sucessivas recessões impediram que a economia crescesse e pudesse absorver o enorme contingente de mão de obra que a atualização técnica e administrativa das empresas que sobreviveram liberou. O que originou grave crise social.

A credibilidade das promessas do governo, de que à estabilização dos preços se seguiria o crescimento sustentável da economia e a reabsorção do desemprego em massa, estava no fim. Um novo consenso começava a emergir no sentido de que algo estaria errado com as políticas econômicas que formam o Plano Real e que este precisaria ser substituído por outro modelo. (FOLHA.COM, 2002)

3.3 Análise da ETTJ de 2003

Pelos os prazos de vencimentos, organizam-se as taxas de juros aceitos dos vencimentos mais próximos e mais distantes conforme a tabela 3.

	TAXAS (%)	
	PRÓXIMA	DISTANTE
JAN	28,9	28,9
FEV	28,1	28,9
MAR	27,2	27,0
ABR	24,2	24,1
MAI	24,6	23,6
JUN	22,6	22,0
JUL	21,5	21,2
AGO	20,1	20,2
SET	18,5	18,6
OUT	17,7	18,0
NOV	16,4	16,8
DEZ	15,8	16,0

Tabela 3 – Taxas aceitas por vencimentos mais próximos e distantes das LTN dos meses de 2003.

Fonte: dados de pesquisa

Através dos dados da Tabela 3 pode-se calcular a diferença (*spread*) entre as taxas para obter a ETTJ como demonstrado no gráfico 8.

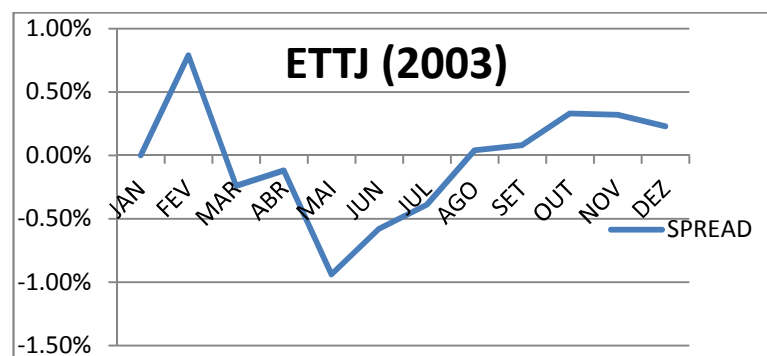


Gráfico 8 – ETTJ 2003

Fonte: dados de pesquisa

O gráfico 8 mostra os resultados negativos da ETTJ no período de março a agosto, porém, é necessário que se entenda a situação do Brasil neste período.

Em março, os principais índices de preços confirmaram o arrefecimento da inflação ao consumidor em março, porém com menor intensidade do que o apontado pelas estimativas do Banco Central e dos analistas. As variações mensais ainda se mantiveram em patamares relativamente elevados. No atacado, a despeito da desaceleração na variação dos preços

agrícolas, observou-se aumento na taxa mensal, determinada pelo comportamento dos preços industriais.

A variação do IPCA atingiu 1,23% em março, ante 1,57% no mês anterior, acumulando 5,13% no primeiro trimestre de 2003 e 16,57% nos últimos doze meses. A desaceleração no crescimento mensal do IPCA deveu-se à menor concentração de reajustes dos ônibus urbanos, ao esgotamento do impacto do reajuste sazonal das mensalidades escolares.

Desse modo, a curva de juros elevou-se tendo os *spreads* das taxas de um e de seis meses em relação à meta para a taxa Selic subido de 5 e 22 p.b. para 25 e 69 p.b., respectivamente. Devido ao risco país, preocupações com recuo da taxa de câmbio e o desfecho da guerra no Iraque.

Em maio, o risco-País e o dólar apresentaram um comportamento volátil, influenciado negativamente pelo cenário externo (temor de deflação/recessão nos EUA e Europa e de que um aumento da aversão global ao risco volte a restringir o fluxo de capitais para as economias emergentes) e pelo cenário doméstico (divergências agudas dentro do PT sobre os rumos do governo, em particular sobre a reforma da Previdência, e críticas de representantes do governo à condução da política econômica).

Em julho, as taxas de inflação de julho mostraram a ausência de pressões altistas e ratificaram o processo de convergência da trajetória dos índices de preços em relação às taxas estabelecidas pelo regime de metas. Os preços no atacado registraram variação negativa pelo terceiro mês consecutivo, embora com menor intensidade que no mês anterior. Os índices de preços ao consumidor tiveram incremento discreto, como resultado de reajustes pontuais em itens administrados específicos.

Embora a tendência de declínio das taxas de inflação e a divulgação de vários indicadores que apontavam para a desaceleração do nível de atividade econômica, o aumento

da taxa de retorno dos títulos norte-americanos e a consequente desvalorização dos títulos externos brasileiros determinaram a inversão da ETTJ neste período.

Junho de 2003 foi marcado por sinais contraditórios. De um lado, o comportamento bastante favorável de indicadores como risco-País, dólar e juros futuros atesta que o processo de recuperação da confiança na economia brasileira vinha se consolidando cada vez mais. Além disso, os fundamentos da economia continuavam evoluindo de forma claramente positiva, como se evidenciavam, entre outros resultados, o saldo da balança comercial, o superávit fiscal primário e a trajetória da relação dívida pública/PIB nestes primeiros meses do ano.

Em contrapartida, os indicadores sobre o nível da atividade econômica foram preocupantes, destacando-se entre os resultados negativos a queda da indústria geral e do PIB no primeiro e no segundo trimestre (relativamente aos trimestres imediatamente anteriores), o que configuraria tecnicamente uma recessão neste primeiro semestre. E a combinação de juros altos, superávit primário elevado e apreciação cambial que caracterizou que a política econômica teria levado alguns analistas a projetarem, inclusive, um agravamento do quadro recessivo no restante do ano. (IPEA, 2003)

3.4 Análise da ETTJ de 2004

Após ajustado os prazos de vencimentos, organizam-se as taxas de juros aceitos dos vencimentos mais próximos e mais distantes e conforme a tabela 4.

	TAXAS (%)	
	PRÓXIMA	DISTANTE
JAN	15,5	15,2
FEV	16,1	16,0
MAR	15,6	15,9
ABR	15,8	15,9
MAI	18,2	20,1
JUN	16,8	17,5
JUL	17,4	17,2
AGO	18,2	18,6
SET	17,7	17,9
OUT	18,2	18,5
NOV	18,4	18,2
DEZ	18,2	17,4

Tabela 4 – Taxas aceitas por vencimentos mais próximos e distantes das LTN dos meses de 2004.

Fonte: dados de pesquisa

Pelos dados da Tabela 4 pode-se calcular a diferença (*spread*) entre as taxas para obter a ETTJ como demonstrado no gráfico 9.

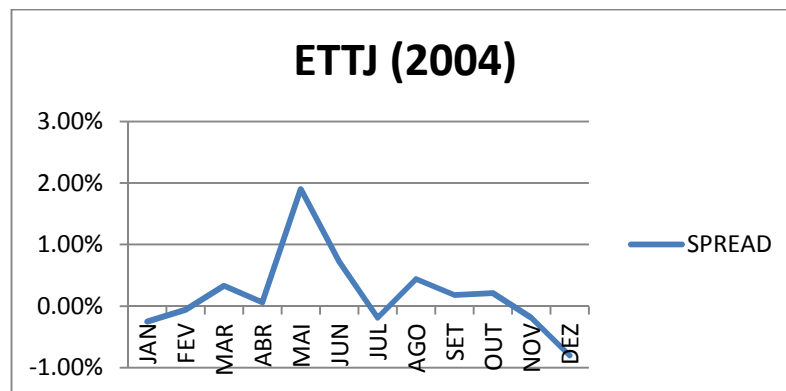


Gráfico 9 – ETTJ 2004

Fonte: dados de pesquisa

Em 2004 o mercado já revisava para cima suas previsões para o Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) de janeiro e fevereiro, meses em que a inflação costuma ser pressionada por fatores sazonais, já que é comum no Brasil ocorrerem reajustes das mensalidades escolares no início do ano. Conforme pesquisa do Banco Central, cerca de cem instituições financeiras elevaram as projeções do IPCA para este período. Esta situação foi claramente captada pela ETTJ com inversão de spread negativo de 0,25% em janeiro e caindo para 0,06 em fevereiro.

Em janeiro, os principais índices de preços mostraram aumento da inflação. O Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) variou 0,76%, ante 0,52% em dezembro, registrando três meses consecutivos de alta. O mesmo ocorreu com o Índice Geral de Preços - Disponibilidade Interna (IGP-DI), que, após registrar acréscimos de 0,48% em novembro e de 0,6% em dezembro, variou 0,8% em janeiro, influenciado pelos aumentos de 0,75% no Índice de Preços no Atacado - Disponibilidade Interna (IPA-DI) e de 1,08% no Índice de Preços ao Consumidor - Brasil (IPC-Br).

Neste período, observou-se significativo aumento da volatilidade das taxas de juros futuros, com elevação das taxas para prazos de até dezoito meses. Entre os dias 21 de janeiro e 17 de fevereiro, as taxas de juros de três meses, de seis meses e de um ano elevaram-se em 0,27 p.p., 0,20 p.p. e 0,08 p.p., respectivamente, enquanto a de dois anos reduziu-se em 0,13 p.p. A taxa real de juros, medida pelo quociente entre a taxa nominal de um ano e a expectativa de inflação para os próximos doze meses, aumentou de 8,7% para 9,1%. Já a taxa real projetada para 2004 elevou-se de 8,7% para 8,9%.

Em fevereiro, observou-se desaceleração dos preços, movimento que abrangeu a maior parte dos produtos no comércio varejista. Esse fato refletiu-se na evolução dos índices de preços ao consumidor e dos núcleos de inflação, que arrefeceram no mês. Persistem, todavia, pressões advindas das altas nas cotações internacionais de *commodities*, sobretudo sobre os preços industriais no atacado. Cabe ressaltar, ainda, os efeitos decorrentes das mudanças na legislação da Cofins, principalmente no que tange aos preços relativos, cujos impactos mais evidentes também se verificam sobre os preços industriais no atacado.

Além do cenário político, contribuíram para esse movimento os resultados do PIB de 2003 e da produção industrial de janeiro, os dados relativos ao mercado trabalho nos Estados Unidos, a divulgação de índices de inflação denotando comportamentos distintos entre os preços ao consumidor e os preços no atacado.

Em julho, O Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) variou 0,91% em julho, ante 0,71% no mês anterior e 0,51% em maio, acumulando aumento de 4,42% nos primeiros sete meses do ano e de 6,81% em doze meses. A aceleração na variação mensal do IPCA refletiu, sobretudo, o impacto dos aumentos de itens específicos do grupo monitorados, enquanto a evolução de preços de segmentos importantes na composição do IPCA, como os da alimentação, mostrou arrefecimento.

A inversão da ETTJ deveu-se a contínua volatilidade nos mercados externos e alguns ruídos políticos internos. Outro fator determinante foi a percepção dos agentes econômicos quanto ao teor das Notas da reunião de julho do Copom.

Em novembro, os índices de preços ao consumidor mostraram aceleração em novembro, a exemplo do observado no mês anterior, repercutindo o recrudescimento das altas tanto dos preços livres como dos monitorados. No atacado, observou-se a mesma tendência, principalmente pelo efeito da entressafra, que provocou a reversão do comportamento declinante dos preços agrícolas verificado em meses anteriores. Os preços industriais, embora tenham apresentado desaceleração, mantiveram taxa de variação em nível relativamente alto, resultante, sobretudo, do impacto de itens específicos em bens finais.

O Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) aumentou 0,69% em novembro, ante 0,44% no mês anterior, acumulando variações de 6,68% no ano e de 7,24% em doze meses. O resultado mensal do IPCA refletiu, principalmente, os aumentos de preços monitorados, em particular dos itens combustíveis, telefone fixo, passagem aérea e ônibus urbano. O impacto desses aumentos foi parcialmente compensado pela manutenção de taxa negativa nos preços dos alimentos *in natura*. A percepção pelos agentes de mercado de que prosseguiria o ciclo de aperto monetário influenciou a parte curta a ETTJ neste período.

Em dezembro, os índices de preços ao consumidor mostraram nova aceleração em dezembro, refletindo a maior elevação dos preços livres e a manutenção, em patamar elevado, da variação dos preços monitorados. No atacado, observou-se trajetória distinta, principalmente pela desaceleração na alta dos preços industriais, cujo efeito sobrepôs-se ao da elevação dos preços agrícolas.

O Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) variou 0,86% em dezembro, ante 0,69% no mês anterior, acumulando alta de 7,6% em 2004. A variação mensal do IPCA decorreu de pressões tanto no segmento de preços livres como monitorados, destacando-se, por ordem de contribuição, as altas dos preços de gasolina, carnes, tarifas de ônibus urbano, vestuário, frango, empregado doméstico, álcool e tarifa de água e esgoto, que juntos responderam por 0,61 p.p. do resultado do mês.

O comportamento da ETTJ em dezembro foi influenciado pela percepção dos agentes de mercado, a partir da divulgação da ata da reunião de dezembro, de que seria prolongado o ciclo de política monetária restritiva, pela divulgação de índices de inflação e respectivos núcleos acima das projeções do mercado e pela persistência das expectativas de inflação para 2005 em níveis elevados. Fatores de origem externa também afetaram a curva de juros, especialmente a revisão da perspectiva quanto ao ritmo de elevação das taxas de juros norte-americanas, após a divulgação da ata da última reunião do Fed. (IPEA, 2004).

3.5 Análise da ETTJ de 2005

Após ajustado os prazos de vencimentos, organizam-se as taxas de juros aceitos dos vencimentos mais próximos e mais distantes e conforme a tabela 5.

	TAXAS (%)	
	PRÓXIMA	DISTANTE
JAN	18,9	18,5
FEV	19,1	18,3
MAR	19,8	19,4
ABR	19,9	19,4
MAI	19,7	18,5
JUN	19,4	18,2
JUL	18,9	18,3
AGO	18,9	18,4
SET	18,7	17,9
OUT	18,0	17,8
NOV	17,4	17,1
DEZ	17,1	16,6

Tabela 5 – Taxas aceitas por vencimentos mais próximos e distantes das LTN dos meses de 2005.

Fonte: dados de pesquisa

Pelos dados da tabela 5 pode-se calcular a diferença (*spread*) entre as taxas para obter a ETTJ como demonstrado no gráfico 10.

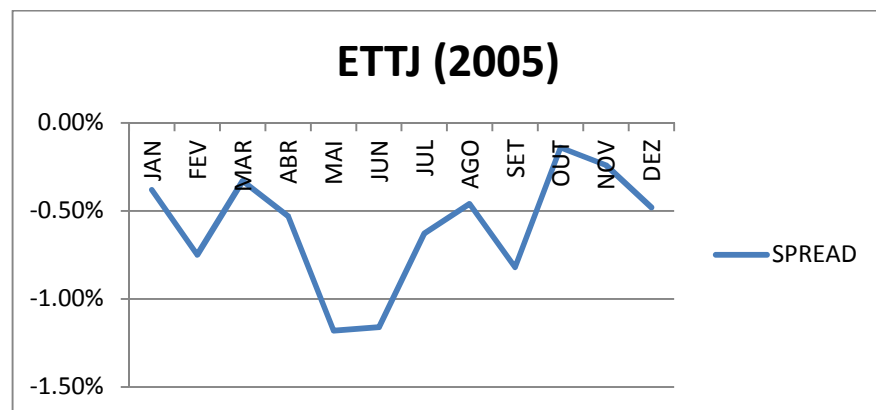


Gráfico 10 – ETTJ 2005

Fonte: dados de pesquisa

No ano de 2005 a economia foi uma tábua de salvação para o governo. Abalada pelas denúncias do “mensalão” (suposto esquema do governo para compra de apoio de deputados), a administração governamental teve uma inestimável ajuda dos números: as exportações bateram recordes, o real valorizou-se, a inflação ficou sob controle e o governo conseguiu captar dinheiro no exterior, com emissão de títulos. Entretanto, não foi só tranquilidade para a

economia. A política econômica ortodoxa de juros altos e corte de investimentos sofreu diversas críticas de empresários. (FOLHA.COM, 2005)

A inflação desacelerou em janeiro, mas ainda permanecia em patamar relativamente elevado considerado as metas definidas pelo Conselho Monetário Nacional (CMN). No âmbito dos preços ao consumidor, prevaleceu a menor pressão do conjunto dos itens monitorados, enquanto a variação dos preços livres manteve-se no mesmo patamar do mês anterior – com exceção daqueles índices que captam a correção sazonal dos preços da educação nesse mês. No atacado, o arrefecimento dos preços industriais foi acompanhado pela variação negativa dos preços agrícolas.

O IPCA tendia a permanecer pressionado em fevereiro, haja vista os impactos dos custos com educação, de caráter sazonal, bem como dos reajustes previstos para os preços monitorados. Os preços dos alimentos *in natura* devem continuar a tendência de alta retomada em janeiro, em consequência de condições climáticas adversas ao cultivo. No atacado, além da influência dos alimentos *in natura*, devem persistir as pressões dos preços de ferro, aço e derivados. Em sentido contrário, tendem a permanecer declinando os preços de animais e produtos derivados. Adicionalmente, a apreciação da taxa cambial deverá influenciar favoravelmente os preços internos, sobretudo de *commodities* como soja, milho e trigo.

O movimento da ETTJ acentuou-se com a divulgação da ata da reunião de janeiro e de índices de inflação corrente cujos núcleos foram considerados elevados pelo mercado, bem como pela persistência das expectativas de inflação para 2005.

Em fevereiro, A inflação manteve-se em patamar elevado como decorrência, principalmente, dos aumentos pontuais de preços em itens cujos impactos sobrepuseram-se aos efeitos da desaceleração que abrangeu a maior parte dos componentes dos índices, no período. Relativamente ao Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), prevaleceu a pressão sazonal exercida pelos reajustes dos preços da educação. No atacado, a

despite do arrefecimento nos preços industriais, predominaram sobre o comportamento dos índices as acentuadas elevações em itens dos produtos agrícolas, em particular dos hortifrutigranjeiros.

A ETTJ de fevereiro foi influenciada pela piora do cenário externo observada no período diminuindo o otimismo do mercado. A taxa real de juros, medida pelo quociente entre a taxa nominal de um ano e a expectativa de inflação para os próximos doze meses, elevou-se para 12,42%, ante 12,32%.

Em março, a inflação manteve-se em patamar elevado em decorrência, principalmente, de aumentos de preços em itens localizados, porém com impactos expressivos sobre a evolução dos principais índices. Apesar desse comportamento, observou-se desaceleração para a maior parte dos componentes dos índices, no período. Relativamente ao Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), a variação em março repetiu, praticamente, a observada no mês anterior, como resultado da aceleração do conjunto dos preços monitorados e da desaceleração do conjunto dos preços livres. No atacado, observou-se o recrudescimento da alta dos preços agrícolas, refletindo, sobretudo, os efeitos da estiagem sobre a safra de grãos.

A ETTJ de março foi influenciada pela volatilidade do cenário externo e o aumento do grau de aversão a risco. A taxa real de juros, medida pelo quociente entre a taxa nominal de um ano e a expectativa de inflação para os próximos doze meses, elevou-se de 12,42% para 12,86%.

Em abril, os índices de preços ao consumidor mostraram elevação da inflação, em decorrência da aceleração dos preços livres e da manutenção da variação dos itens com preços monitorados em patamar elevado. No atacado, o resultado de abril foi fortemente influenciado pela queda dos preços agrícolas, após a alta observada no bimestre fevereiro-março, movimento que se sobrepôs à moderada aceleração nos preços industriais.

O Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) aumentou 0,87% em abril, ante 0,61% em março. Com esse resultado, a variação no ano atingiu 2,68% e a acumulada em doze meses 8,07%. No mês, o conjunto de preços livres considerados no cálculo do IPCA aumentou 0,76%, frente a 0,33% registrado no mês anterior, respondendo por 0,53 p.p. da variação do índice no período. O grupo alimentação e bebidas variou 0,81% e contribuiu com 0,18 p.p. para o resultado do mês. Outra pressão importante, de 0,13 p.p., adveio do aumento dos remédios. Os preços monitorados e administrados por contrato variaram 1,14%, respondendo por 0,34 p.p. da variação do índice, com destaque para o impacto da elevação das tarifas de ônibus urbano em três capitais, que contribuiu com 0,13 p.p. para o resultado do mês. Destacou-se, ainda, a contribuição de 0,1 p.p. dos acréscimos nas contas de energia elétrica em cinco regiões, referentes aos reajustes anuais, aumentos na alíquota do Imposto sobre Circulação de Mercadorias e Serviços (ICMS) e reajustes no valor da taxa de iluminação pública.

Neste mesmo período, o comportamento da ETTJ deu-se em função do ajuste à decisão do Comitê, do aumento das expectativas de inflação e da divulgação de dados econômicos pelo IBGE (produção industrial e vendas no varejo).

Em maio, os índices de preços ao consumidor mostraram arrefecimento da inflação, influenciados, principalmente, pela desaceleração dos preços monitorados e dos alimentos. No atacado, os índices registraram variação negativa no mês, refletindo a continuidade da queda dos preços agrícolas, acompanhada pelos preços industriais, que também recuaram, porém com menor intensidade.

Adicionalmente no mês de maio ocorreram escândalos políticos conhecidos como Mensalão ou "Esquema de compra de votos de parlamentares", e o a economia brasileira que vinha crescendo abaixo da média mundial. Quando comparada com as taxas de desempenho

econômico dos principais países emergentes, como China, Índia, Argentina, Chile e Venezuela o Brasil ocupa o último lugar. Todos esses países apresentavam taxas que variavam de 6% a 10% ao ano. Segundo pereira (2006) a fragilidade das instituições pode levar o Estado brasileiro, em médio prazo, a enfrentar uma crise de governabilidade, levando-se em consideração as condições sistêmicas inadequadas de exercícios do poder por parte do Estado para o atendimento das demandas da sociedade brasileira. (FOLHA, 2005)

Nesse caso, as expectativas dos agentes no mês de maio também foram influenciadas pela situação política do país, já que a sociedade espera que o governo priorize na sua agenda na realização de reforma do Estado brasileiro, com mudanças estruturais nas áreas política, judiciário, tributária, previdenciária e trabalhista, orientadas para preservar as instituições e estimular o desenvolvimento socioeconômico. O Gráfico 10 da ETTJ demonstra claramente esse período de crise política com um pico negativo de 1,18%, o maior do ano de 2005.

Em junho de 2005, os dados do PIB (primeiro trimestre) e da indústria geral (abril) mostram que a atividade econômica continuava virtualmente estagnada. No caso do PIB, o seu desempenho decepcionante no primeiro trimestre fez com que as projeções de crescimento em 2005 fossem, de modo geral, revistas para baixo: para perto de 3% nas projeções do mercado, e para 3,5% no cenário básico do Grupo de Conjuntura.

Em julho, a despeito do aumento sazonal dos índices de preços ao consumidor, as análises do conjunto de resultados daquele mês mostraram continuidade do processo de arrefecimento da inflação, como decorrência da desaceleração na maior parte dos seus itens, bem como da retração de preços importantes, como a observada no grupo alimentação. As discretas variações positivas dos índices de preços ao consumidor refletiram, sobretudo, os reajustes localizados em itens monitorados, como telefone fixo, gasolina e plano de saúde. No

atacado, a variação negativa dos índices, pelo terceiro mês consecutivo, resultou tanto do comportamento dos preços agrícolas quanto dos industriais.

O Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) registrou alta de 0,25% em julho, após a queda de 0,02% observada em junho, acumulando elevações de 3,42% no ano, até julho, e de 6,57% nos últimos doze meses. A principal contribuição para o resultado do mês veio do aumento de 4,21% na tarifa de telefone fixo, que respondeu por 0,14 p.p. do resultado mensal do IPCA. Os preços monitorados, com alta de 0,84%, foram responsáveis por toda a variação do IPCA no mês, uma vez que o conjunto de preços livres manteve-se estável em julho. A queda dos preços do grupo alimentação e bebidas, de 0,77%, compensou os aumentos discretos de outros grupos do índice, respondendo pela estabilidade dos preços livres no período.

Neste mês, a ETTJ uma inversão que teve como principais determinantes a preocupação com o cenário doméstico, as oscilações das taxas dos títulos do Tesouro americano e a volatilidade nas cotações internacionais do petróleo.

Em agosto, A variação do Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) em agosto confirmou as expectativas de continuidade do processo de acomodação da inflação em níveis inferiores aos verificados nos meses iniciais de 2005. Embora esse comportamento do IPCA, a ETTJ inverteu e teve como consequência, principalmente, de incertezas no cenário doméstico.

Em setembro, a inflação medida pelo Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) alcançou 0,35%, dobrando em relação ao mês anterior. A aceleração da inflação não surpreendeu, haja vista que somente a elevação dos preços dos combustíveis, há muito antecipada pelos analistas, respondeu por mais de 40% da variação do IPCA. Esse efeito, associado a fatores pontuais e temporários, intensificou o resultado de outubro.

O comportamento da ETTJ de setembro demonstrou a reação à piora do cenário internacional: preocupações com a evolução da inflação norte-americana ocasionaram elevação das taxas das treasuries e volatilidade nas principais bolsas internacionais.

Em outubro, o Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) registrou variação de 0,75%, superando em 0,40 p.p. o valor registrado em setembro. A exemplo do que ocorrera no mês anterior, a aceleração da inflação resultou, principalmente, da elevação dos preços monitorados, especialmente do grupo transportes, e da forte contribuição do grupo alimentação e bebidas, que no período junho-setembro registrou deflação média de 0,61%, mas em outubro variou 0,27%. Com isso, após quatro meses de relativa estabilidade, os preços livres aumentaram 0,38%. Tanto a elevação dos preços dos combustíveis como a reversão da trajetória de queda dos preços dos alimentos havia sido amplamente antecipada, mas a magnitude registrada acabou surpreendendo os analistas.

Contribuíram para o movimento da ETTJ a divulgação de dados da produção industrial de setembro abaixo do esperado.

Em novembro, apesar de indicadores financeiros de expectativas tivessem evolução positiva neste mês, do lado do desempenho da economia real as incertezas aumentaram bastante. O péssimo desempenho da indústria em setembro (queda de 2% em relação a agosto) e indicadores preliminares de novo recuo da produção industrial em outubro têm levado a uma revisão generalizada para baixo das projeções de crescimento do PIB em 2005 e também em 2006. A influência da taxa de juros elevada e da apreciação cambial no mau desempenho da indústria e as perspectivas para a atividade econômica

Em dezembro, houve um desempenho frustrante do PIB no terceiro trimestre e a queda acentuada da produção industrial em setembro, seguida de sua estabilização em outubro, apontam para um crescimento do PIB em 2005 extremamente modesto (de 2,3% na projeção do Grupo de Conjuntura). O crescimento esperado, portanto, abaixo do que

esperavam a maioria dos analistas. E este resultado negativo evidenciou o custo elevado da política anti-inflacionária praticada desde setembro de 2004, quando teve início o ciclo de alta da taxa Selic.

A partir de setembro, o gráfico da ETTJ começa a demonstrar uma melhora das expectativas dos agentes, pois embora o cenário fosse desfavorável para a economia brasileira, houve recuperação da economia nos últimos meses sustentados pela Renda, crédito, retomada da confiança, vendas no comércio e juros em queda, embora o crescimento tenha sido abaixo do previsto pelo banco central. (IPEA, 2005)

3.6 Análise da ETTJ de 2006

Após ajustado os prazos de vencimentos, organizam-se as taxas de juros aceitos dos vencimentos mais próximos e mais distantes e conforme a tabela 6.

	TAXAS (%)	
	PRÓXIMA	DISTANTE
JAN	16,2	15,8
FEV	15,0	14,5
MAR	15,4	14,9
ABR	14,8	14,9
MAI	14,9	15,0
JUN	14,7	15,5
JUL	14,5	14,7
AGO	14,0	14,2
SET	13,6	13,8
OUT	13,1	13,2
NOV	12,9	12,9
DEZ	12,7	12,6

Tabela 6 – Taxas aceitas por vencimentos mais próximos e distantes das LTN dos meses de 2006.

Fonte: dados de pesquisa

Pelos dados da tabela 6 pode-se calcular a diferença (*spread*) entre as taxas para obter a ETTJ como demonstrado no Gráfico 11.

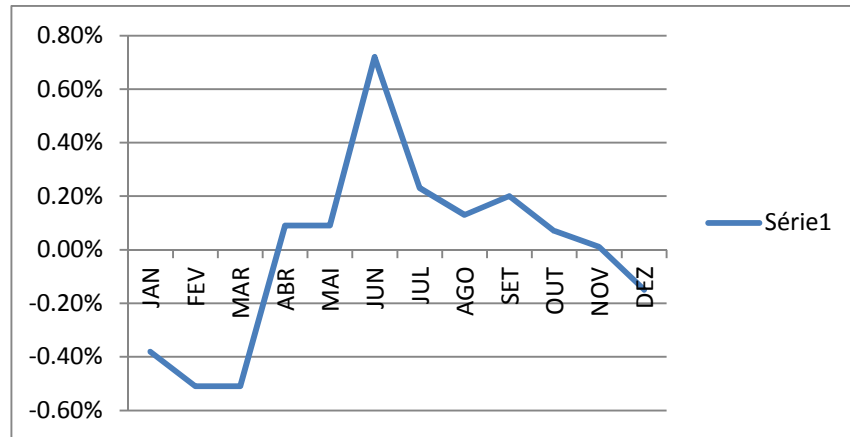


Gráfico 11 – ETTJ 2006
Fonte: dados de pesquisa

Conforme o Gráfico 11 percebe-se que o ano de 2006 começa com as expectativas dos agentes negativas quanto ao futuro econômico, mas especificamente no primeiro trimestre do ano.

Em janeiro, houve uma diminuição do otimismo dos empresários da indústria com a economia e com a situação da própria empresa para os próximos seis meses, segundo sondagem da CNI (Confederação Nacional da Indústria) divulgada. No entanto, segundo a entidade, com a queda dos juros, o setor produtivo recuperaria a confiança no segundo semestre. Apesar do nível baixo em relação ao resultado de janeiro dos últimos seis anos, o indicador de expectativa sobre a empresa ficou em 66,1 pontos, contra 70,5 pontos registrados em janeiro do ano passado, e 53,6 pontos em 1999. Essa percepção do empresário ainda refletia o fraco desempenho da indústria no ano de 2005, independentemente do porte da empresa.

A elevação da inflação em janeiro, relativamente à observada em dezembro, resultou principalmente de pressões sazonais e pontuais, não representando desvio significativo em relação à trajetória de convergência para as metas estabelecidas pelo Conselho Monetário Nacional (CMN), conforme antecipado nas Notas da última reunião do Copom. Assim, em janeiro, o Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) registrou variação de

0,59%, ante 0,36% em dezembro. Esse resultado decorreu tanto de ligeira aceleração dos preços monitorados e administrados por contrato, que variaram 0,58%, de modo especial os do grupo transportes, como da forte aceleração dos preços livres, que aumentaram 0,60%, em particular os do álcool combustível e do açúcar.

A ETTJ em janeiro foi influenciada principalmente pela a ata do *Federal Open Market Committee* (FOMC) que reavivou temores com a evolução da economia dos Estados Unidos. Os dados sobre emprego e atividade divulgados em seguida reforçaram essas preocupações e, somando-se à queda no preço das *commodities* no mercado internacional.

Em fevereiro, a inversão foi provocada pelo reajuste das mensalidades escolares e o aumento nos preços das tarifas de ônibus urbanos que levaram o IPCA-15 (Índice de Preços ao Consumidor Amplo-15) a registrar alta de 0,52% em, segundo dados divulgados pelo IBGE (Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística). Em janeiro, o indicador havia apurado alta de 0,51%.

O principal impacto individual sobre a inflação de fevereiro veio das mensalidades escolares, que subiram 5,38% e representaram 0,22 ponto percentual da taxa de inflação. As passagens de ônibus urbanos ficaram, em média, 1,96% mais caras com o aumento em quatro das regiões pesquisadas: Brasília (10,70%), Belo Horizonte (6,32%), Rio de Janeiro (4,44%) e Porto Alegre (2,29%).

O álcool continuou a pressionar a inflação em fevereiro. O litro do combustível ficou 5,76% mais caro com o repasse do aumento praticado pelas distribuidoras. O litro da gasolina, que possui uma parcela de álcool em sua composição, ficou 0,75% mais caro.

Os combustíveis e as passagens de ônibus não foram os únicos itens a pressionar a taxa do grupo transportes (1,22%). O transporte escolar registrou alta de 5,76%. O seguro de veículos ficou 3,07% mais caro. O conserto de veículos subiu 1,73%. Os serviços de lubrificação e lavagem tiveram alta de 1,30% e os automóveis novos, de 1,12%.

Além disso, vale salientar que o Índice de Confiança do Consumidor (ICC) recuava 2,1% entre janeiro e fevereiro de 2006. O indicador atingiu 108,2 após registrar 110,5 em janeiro. A avaliação dos consumidores sobre a situação presente exibiu piora. Conforme a pesquisa, o Índice da Situação Atual caiu de 109,7 para 106,1, o que significa um retrocesso de 3,3% no mês. Ao mesmo tempo, o Índice de Expectativas reduziu-se 1,4%, de 110,9 em janeiro para 109,4 no mês seguinte. Entre os quesitos relacionados ao presente, a deterioração mais acentuada ocorreu na análise em torno da situação financeira da família. Conforme a FGV, a parcela dos que traduziram a situação como boa cedeu de 22,7% para 18,7%, enquanto a dos que a consideraram ruim subiu de 16,3% para 17,5%.

Quanto à percepção do futuro, houve queda de 37,3% para 35,9% no percentual de entrevistados que prevê melhora da sua situação econômica nos próximos seis meses. No mesmo quesito, indica a pesquisa, a participação relativa do grupo que acredita em deterioração aumentou de 4,3% para 4,7%. (FOLHA, 2006)

Em março, embora tenha apresentado o mesmo valor negativo da ETTJ de fevereiro, ocorreu o fim da pressão sazonal das mensalidades escolares levando o IPCA-15 (Índice de Preços ao Consumidor Amplo - 15) a recuar para 0,37% em março, segundo dados divulgados pelo IBGE (Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística). Em fevereiro o indicador havia apurado alta de 0,52%.

Segundo o IBGE, resultado de março foi influenciado pela redução dos efeitos de alta das mensalidades escolares. Depois de uma alta de 5,38% em fevereiro, elas registraram variação de 0,80% em março. Alguns itens de consumo também contribuíram para a desaceleração, como os artigos de vestuário, que tiveram queda de 0,11% em razão das promoções, e os aparelhos de TV, som e informática, que tiveram queda de preços de 1,75%.

Os combustíveis continuaram exercendo forte pressão sobre o índice. Com o repasse do aumento praticado pelas distribuidoras, o litro de álcool ficou 7,69% mais caro. O

consumidor passou a pagar 2,17% a mais pelo litro de gasolina, que subiu pressionada pela alta do álcool. Segundo o IBGE, foram as duas maiores contribuições individuais no mês, cada um dos itens representou 0,10 ponto percentual. No ano, o álcool acumula alta de 24,38% e a gasolina, de 3,55%.

Os alimentos apresentaram queda de preços, mas com um ritmo bem inferior ao registrado em fevereiro. A taxa deste grupo passou de -0,40% para -0,08%. Produtos como feijão preto, tomate e carnes tiveram uma queda de preços menor do que a do mês anterior. Já o preço do frango teve queda de 8,45%, mais intensa do que a de fevereiro, de -5,03%.

Mesmo com um cenário positivo quanto à inflação, Declarações do presidente do banco central norte-americano, o teor do comunicado da última reunião do *Federal Open Market Committee* (FOMC) e a divulgação de dados de emprego dos Estados Unidos geraram expectativa de continuidade do ciclo de aperto monetário naquele país por um período maior que o esperado, provocando uma elevação nas taxas dos *treasuries*, o que contribuiu para pressionar a inversão da ETTJ. (FOLHA, 2006)

No mês de dezembro, houve uma pequena inversão de 0,15% em comparação com os meses anteriores que ocorreram a queda da ETTJ.

Primeiramente, deve-se salientar que dados divulgados pela FGV (Fundação Getúlio Vargas) mostram que o Índice de Confiança da Indústria caiu 0,8% entre novembro e dezembro, passando de 107,2 para 106,3 pontos.

A queda no otimismo dos empresários se deve principalmente à piora nas perspectivas em relação ao futuro. O índice de expectativas diminuiu 1,4% no período, de 98,2 para 96,8. Entretanto, na comparação com dezembro do ano passado, aumentou 5,7%. Segundo a FGV, as expectativas foram influenciadas por previsões feitas para a produção no trimestre seguinte, resultado influenciado pela sazonalidade da indústria no período. Houve

diminuição de 32% para 25% na parcela de empresas que preveem expansão no nível de atividade.

Já o sentimento do industrial em relação à situação atual do país ficou praticamente estável, oscilando de 116,2 para 115,8.

As micro e pequenas empresas de São Paulo terminaram o ano em queda de 2,8% no faturamento, na comparação com 2005. Apesar das expectativas positivas no início do ano, as micro e pequenas empresas tiveram que conviver com uma depressão de preços no mercado e a queda da taxa de juros que não chegou até a base.

O IPCA-15 desacelerou e encerrou o ano com inflação de 2,96%, praticamente a metade da taxa apurada em 2005, que foi de 5,88%. Trata-se da menor taxa desde 1998, quando registrou alta de 1,66%.

Os preços no grupo Alimentação e Bebidas desaceleraram para uma inflação de 0,48%. Em novembro, a inflação no grupo tinha registrado alta de 1,35%. A desaceleração ocorreu em razão do fim dos aumentos dos preços das carnes de 4,23% em novembro para -0,07% e do frango de 13,03% para 0,96%. No entanto, a forte desaceleração foi compensada pela elevação de 1,02% no grupo Vestuário, com as proximidades das festas de fim de ano. O item cigarro também acelerou 4,66%, ante 1,94% em novembro.

A baixa inversão da ETTJ pode também ser sustentada com otimismo do consumidor no mês. Segundo a FGV a confiança do consumidor na economia do país aumentou 2,2% de novembro para dezembro, passando de 109,3 para 111,7 pontos. A melhora da confiança foi influenciada tanto pela situação atual quanto pelas expectativas em relação ao futuro. (IPEA, 2006)

3.7 Análise da ETTJ de 2007

Após ajustado os prazos de vencimentos, organizam-se as taxas de juros aceitos dos vencimentos mais próximos e mais distantes e conforme a tabela 7.

	TAXAS (%)	
	PRÓXIMA	DISTANTE
JAN	12,5	12,4
FEV	12,3	11,8
MAR	12,0	11,8
ABR	11,3	10,9
MAI	11,4	10,5
JUN	10,9	10,6
JUL	10,8	10,8
AGO	11,5	12,0
SET	11,2	11,4
OUT	11,3	11,6
NOV	11,3	12,2
DEZ	12,0	12,6

Tabela 7 – Taxas aceitas por vencimentos mais próximos e distantes das LTN dos meses de 2007.

Fonte: dados de pesquisa

Pelos dados da Tabela 7 pode-se calcular a diferença (*spread*) entre as taxas para obter a ETTJ como demonstrado no Gráfico 12.

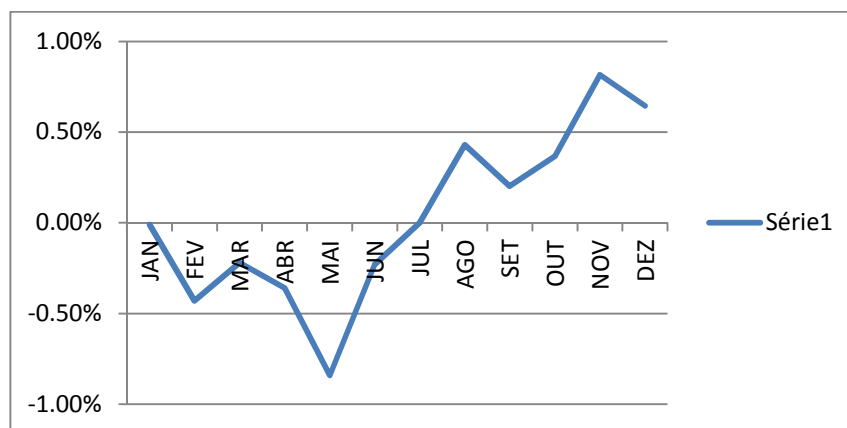


Gráfico 12 – ETTJ 2007

Fonte: dados de pesquisa

No ano de 2007 o padrão negativo se manteve por todo o primeiro semestre, tendo o maior pico negativo no mês de maio, onde a diferença dos rendimentos dos títulos mais próximos e mais longos teve a diferença de 0,84%.

No mês de janeiro houve uma pequena queda nas expectativas dos agentes e deveu-se primeiramente a repercussão negativa da decisão do Banco Central de desacelerar o ritmo de queda dos juros ao diminuir a SELIC em 0,25 ponto percentual. Embora as expectativas fossem de um maior corte na taxa de juros, o BACEN decidiu diminuir o ritmo de redução, e ainda havia incertezas associadas ao mecanismo de transmissão da política monetária, além disso, os efeitos das reduções de juros desde setembro de 2005 ainda não se refletiram integralmente na economia.

Ainda neste mês, a inflação mensal medida pelo Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) mostrou um ligeiro declínio em janeiro e atingiu 0,44%, contra 0,48% no mês anterior e 0,59% em janeiro de 2006.

A inversão da ETTJ para o mês de janeiro deveu-se a influenciadas pelo comportamento negativo das bolsas norte-americanas, e em função do aumento da volatilidade nos mercados financeiros internacionais diante de novas incertezas quanto ao ritmo de desaceleração da economia norte-americana, da queda da bolsa de valores chinesa e do movimento de desalavancagem de posições em diversas moedas, principalmente em iene. (FOLHA, 2007)

Em fevereiro a inflação desacelerou para 0,46% após alta de 0,52% em janeiro. Nos últimos 12 meses, o índice acumulava alta de 2,91%. Neste mesmo período o mercado reduziu a previsão para o IPCA para 3,91%, segundo o BACEN.

A dinâmica inflacionária brasileira mudou. O Brasil saía de um processo inflacionário associado a crises externas e estaria entrando num estágio de economias estabilizadas. Essa mudança provocou incertezas que precisavam ser observadas na condução da política monetária pelo Banco Central. Essa tese foi sustentada para explicar a baixa redução dos juros, porém, o que se esperava para a economia era que BACEN aprofundasse a redução dos juros, abrindo maior espaço para aumentar as reservas internacionais e desvalorizar o real, o que daria mais impulso à economia.

Neste período anunciava-se a diminuição do PIB. Com o pouco dinamismo da economia brasileira, reiteraram-se as críticas quanto à condução da política econômica, sobretudo com respeito à intrínseca relação câmbio/juros. Com a manutenção dos juros reais em um patamar muito elevado aumenta o ingresso de divisas no país, forçando a valorização da moeda nacional. Apesar da disposição do Banco Central em comprar os dólares excedentes, o que seria adequado, ainda não seria suficiente para segurar a enxurrada de dólares que ingressaria, agravando o problema cambial.

Conforme os dados calculados da FGV (Fundação Getúlio Vargas), o ICC (Índice de Confiança do Consumidor) caía pelo segundo mês consecutivo em 2,8% na comparação com o mês anterior. Em fevereiro, a queda havia sido de 1,3%. O índice passou de 110,9 para 107,8, o menor patamar desde setembro de 2006, mesmo período em que a ETTJ começou a apresentar resultados negativos. Além disso, as avaliações a respeito da situação presente e as previsões em relação aos próximos meses caíram. O Índice da Situação Atual recuava de 104,0 para 99,3 e o Índice de Expectativas de 114,6 para 112,4.

A queda na confiança foi influenciada principalmente pelos brasileiros que viviam no Sudeste do país, onde houve recuo no índice entre fevereiro e março, de 140 para 136 pontos. A preocupação com o trabalho foi um dos fatores que contribuiu com a piora na confiança dos

brasileiros, principalmente na região Sudeste. A confiança na manutenção do emprego caiu de 47% para 40%, e a falta da confiança na segurança do emprego aumentou de 25% para 27% nos últimos quatro meses.

A confiança no emprego pode estar relacionada ao câmbio, que se encontrava em queda contínua, o que aumenta e barateia a importação dos produtos e afetam diversos setores da economia.

Além disso, o desemprego nas seis regiões metropolitanas do país subia em março pelo terceiro mês consecutivo, enquanto o rendimento médio ficou estável. A taxa de desemprego ficou em 10,1% em março ante 9,9% anotada em fevereiro, segundo a Pesquisa Mensal de Emprego do IBGE (Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística).

Embora dúvidas quanto à condução da política fiscal crescessem depois que o IBGE mudou o método usado no cálculo do PIB, o que levou a uma revisão para cima das estatísticas apuradas desde 1995, concluiu-se que o PIB era maior do que se imaginava. Logo, a relação entre dívida e PIB caiu: o resultado de dezembro último, por exemplo, passou de 50% para 44,9%. Com uma dívida menor, surgiu um debate sobre a possibilidade de se reduzir também a intensidade do aperto fiscal.

Somado a esses fatores a ETTJ foi influenciada pelo cenário externo em parte associada aos problemas enfrentados pelas empresas norte-americanas do setor de hipotecas de alto risco. (FOLHA, 2007)

Em abril os analistas do mercado financeiro reduziram as expectativas em relação aos indicadores de inflação de 2007. A projeção para o IPCA, que é o índice utilizado pelo governo no sistema de metas de inflação, passou de 3,78% para 3,69%, conforme o Focus, divulgado semanalmente pelo Banco Central. A projeção estava dentro da meta, que é um IPCA (Índice de Preços ao Consumidor Amplo) de 4,5%, com margem de tolerância de dois pontos para cima ou para baixo.

No que se refere a diminuição da taxa de juros, argumento de que as importações seriam benéficas para a estabilidade de preços porque aumentam a oferta de bens e serviços no país não foi suficiente para convencer os membros do Copom que era possível acelerar o ritmo do processo de redução dos juros, iniciado em setembro de 2005.

O Copom não dava sinal de mudança de cenário de um corte maior da taxa básica Brasil, e frustrou as expectativas de decisões alternativas de política monetária concentrando-se necessariamente na análise do cenário prospectivo para a inflação. O argumento sustentado era que de que pressões de preços, a princípio isoladas e transitórias, atingiam a economia em um momento em que a demanda doméstica se expande a taxas robustas, sustentando a atividade econômica.

Essas decisões tornaram-se ainda mais relevantes quando se levam em conta os nítidos sinais de demanda aquecida, as pressões sobre a inflação no curto prazo, e o fato de que as decisões de política monetária passariam a ter impactos concentrados para os meses seguintes de 2007.

A confiança do consumidor na economia brasileira recuou 1,9% em abril na comparação com março, conforme a FGV (Fundação Getúlio Vargas). O ICC (Índice de Confiança do Consumidor) passou de 107,8 para 105,7. Nos quesitos relacionados ao futuro, a parcela dos consumidores que preveem melhora na situação econômica local caiu de 31,5% para 23,7%. No mesmo período, subiu de 6,4% para 9,6% a parcela dos pesquisadores que preveem piora nessa área. Entre os quesitos integrantes do índice, este foi o que mais contribuiu para queda do ICC neste no mês de abril, conforme a FGV. (FOLHA, 2007)

No mês de maio, percebe-se o maior pico negativo da ETTJ, porém, para que se entenda esta inversão é necessário que explique a situação do Brasil neste período.

Neste mês, segundo a Sondagem Conjuntura da Indústria de Transformação, divulgado pela FGV (Fundação Getúlio Vargas), os tributos foram citados por 49% dos empresários ouvidos como sendo o maior limite para investir. O resultado foi quatro pontos percentuais acima da proporção registrada no ano passado. Apesar disso, os empresários confiavam que a economia brasileira continuaria estável e a expectativa de que o país manteria a trajetória de crescimento nos próximos anos.

Empresas do setor têxtil já cogitavam a possibilidade de suspender pedidos do mercado externo por causa do dólar baixo. Os reflexos da queda do dólar sobre o setor seriam grandes. Havia um número importante de fábricas dedicadas em grande parte à exportação que já consideravam seriamente a hipótese de encerrar as vendas ao mercado externo por absoluta inviabilidade do negócio.

Com o câmbio do período, algumas empresas, estruturalmente, manteriam a produção para a exportação, mas na realidade o que ocorreu, foi uma interrupção das vendas externas. E o Brasil regrediu com isso. O dólar comercial caiu abaixo dos R\$ 2 e oscilava ao redor deste patamar, chegando a fechar em R\$ 1,944. Porém, deve-se levar em consideração que o fenômeno da desvalorização era global e decorrente do desequilíbrio da balança comercial norte-americana.

A queda do dólar explicitou uma série de mazelas da economia brasileira que já estavam em debate, mas que nunca foram resolvidas, ou seja, da carga tributária, dos juros, de acordos internacionais, de infraestrutura e encargos trabalhistas muito onerosos para as empresas.

Segundo informações divulgadas na época sobre emprego industrial levantadas pelo Ciesp (Centro das Indústrias do Estado de São Paulo) revelaram que o setor têxtil reduziu o nível de emprego no Estado paulista em 0,21%. A tendência era predominantemente de baixa. Especialistas apontavam que o dólar poderia chegar a R\$ 1,90 no curto prazo.

Ainda em maio, o BACEN sofreu críticas pelo fato de a inflação 2006 ter ficado em 3,14%, abaixo da meta de 4,5%. Para os críticos, a autoridade monetária poderia ter reduzido em uma velocidade maior as taxas de juros e ainda assim a inflação estaria dentro da meta. “O Brasil vive numa armadilha, um ciclo vicioso formado pelos juros altos, baixa taxa de câmbio e ajuste fiscal frouxo, e não cresce porque não consegue uma verdadeira estabilidade macroeconômica”. (PEREIRA, 2007)

O cenário de piora na confiança também foi sustentado pelo escândalo de corrupção que levou à demissão do ministro das Minas e Energia, e embora tenha embalado pouco os mercados financeiros, ameaçou estragar a festa da economia brasileira num momento em que o país queria acreditar num novo “milagre econômico”.

O resultado seguiu a trajetória de queda e foi especialmente influenciado pela retração das expectativas dos consumidores em relação aos meses seguintes. Os altos juros pagos pelo consumidor, o atual patamar de endividamento e o menor nível de otimismo do ICC indicam um consumo menor para os meses seguintes de 2007.

Somado a esses fatores, a ETTJ foi influenciada pelas avaliações de que o mercado acionário chinês estaria superaquecido levaram a um breve movimento de realização das bolsas de valores internacionais, que teve efeitos sobre o mercado de juros interno. (FOLHA, 2007)

Em junho, houve uma melhora gradativa nas expectativas dos agentes, onde a ETTJ começa a apresentar resultados positivos. Neste período, os indicadores econômicos, incluindo o aumento da produção, começam a refletir de forma mais eficaz a estabilidade nos preços, destacando-se o aumento real da massa salarial que foi influenciado pelo cumprimento das metas de inflação e o controle inflacionário que proporcionou o aumento nas vendas do varejo, o aumento do crédito e da produção industrial.

A inflação medida pelo IPCA-15 (Índice de Preços ao Consumidor Amplo) acelerou de 0,26%, em maio, para 0,29%, em junho, segundo IBGE. No segundo trimestre, a inflação acumulada para esse indicador atingia 0,77%. No ano, o índice apontava alta de 2,18% e de 3,44% nos últimos 12 meses.

A aceleração em junho pode ser explicada pelo comportamento do grupo Alimentação e Bebidas. Ele correspondeu a 0,15 ponto percentual da taxa global. A maior pressão foi exercida pelo leite pasteurizado, cujo preço do litro ficou 7,85% mais caro. Só o leite gerou uma contribuição de 0,08 ponto percentual. Os queijos (2,13%), leite em pó (1,98%) e creme de leite (1,95%) também subiram.

A ETTJ deste mês foi influenciada pelas incertezas relacionadas ao desempenho da economia norte-americana, as perdas financeiras ocorridas no setor de hipotecas de alto risco dos EUA e a expectativa de aperto monetário nas principais economias incentivaram um movimento de migração de aplicações para ativos considerados de menor risco, o que provocou um aumento das taxas futuras domésticas para prazos superiores a um ano. (FOLHA, 2007)

3.8 Análise da ETTJ de 2008

Após ajustado os prazos de vencimentos, organizam-se as taxas de juros aceitos dos vencimentos mais próximos e mais distantes conforme a tabela 8.

	TAXAS (%)	
	PRÓXIMA	DISTANTE
JAN	12,8	12,8
FEV	11,6	12,5
MAR	11,9	13,5
ABR	13,3	14,0
MAI	13,6	14,4
JUN	13,9	15,2
JUL	14,9	14,8
AGO	14,8	14,7
SET	14,7	14,8
OUT	14,5	15,3
NOV	14,0	15,5
DEZ	13,2	12,9

Tabela 8 – Taxas aceitas por vencimentos mais próximos e distantes das LTN dos meses de 2008.

Fonte: dados de pesquisa

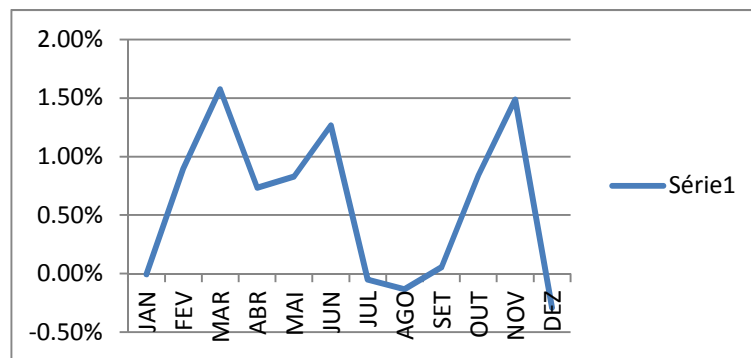


Gráfico 13 – ETTJ 2007

Fonte: dados de pesquisa

Em 2008, a ETTJ foi caracterizada por pequenas inversões se comparado com os anos de 2005, 2007 e 2003.

Em janeiro, o cenário que se encontrava no Brasil era de resistência à instabilidade da economia mundial, principalmente nos Estados Unidos. Crise de crédito que atingia os EUA e ameaça a Europa foi considerada suave quando comparada ao que o Brasil já enfrentou em termos de crise financeira.

Apesar da crise nos mercados financeiros ao redor do mundo, que temem uma recessão nos Estados Unidos, maior economia do planeta, os investimentos estrangeiros diretos no país já registram recorde neste ano. Até o dia 28 deste mês, entraram no Brasil US\$

4 bilhões, segundo dados divulgados pelo BACEN. A expectativa era de que os investimentos fechassem janeiro em US\$ 4,5 bilhões. Por outro lado, a má notícia do dia trata da saída de investidores de aplicações financeiras no Brasil em janeiro. Tudo isso ocorre em um momento de volatilidade dos mercados, o que demonstra interesse dos investidores estrangeiros em investir no Brasil.

A possibilidade de saída em outros investimentos, como em ações, eram esperadas não só pelo momento de volatilidade dos mercados, mas também das medidas anunciadas pelo BACEN no ano passado, como exigência de maior capital dos bancos para servir como garantia nas operações de câmbio.

Porém, como houve perdas nas Bolsas do mundo inteiro, e é natural que ocorresse no Brasil. Se de um lado os investimentos estrangeiros são boas notícias, na outra ponta aparece a saída de investidores de aplicações financeiras no Brasil, englobando as aplicações e retiradas de investimentos das bolsas de valores e de títulos públicos. As saídas de recursos do Brasil ocorriam em um momento de novas turbulências no mercado externo. Os investidores vendiam seus papéis no Brasil para cobrir dívidas e perdas lá fora. (FOLHA, 2008)

No mês de julho, a ETTJ acusou uma inversão de 0,05%. Primeiramente deve-se citar que o volume de crédito na economia brasileira voltou a registrar taxas de crescimento mais altas em junho, mesmo com aumento dos juros para pessoa física. O ideal era que essas taxas diminuíssem para ajudar no controle da inflação. Várias medidas foram tomadas para que isso ocorresse, como aumento de impostos e juros, mas essa desaceleração ocorreu.

O aumento do crédito foi influenciado pelas empresas. O crédito para pessoa jurídica com recursos livres subiu 3% no mês de junho e 41,3% nos últimos 12 meses. Para pessoa física, o aumento registrado foi de 1,6% e 32,4% nas mesmas comparações. Esse movimento pode ser explicado pelos juros, que apresentaram queda nas modalidades para pessoa jurídica e alta para pessoa física.

Ainda em julho, as transações do país com o exterior nas áreas de comércio e serviços apresentaram o pior resultado da série histórica do Banco Central, iniciada em 1947, devido à queda no superávit da balança comercial e ao aumento das remessas de lucros e dividendos das multinacionais.

Segundo dados do Balanço de Pagamentos, indicador que mede a vulnerabilidade externa do país divulgado pelo BACEN, as transações correntes registraram déficit de US\$ 2,596 bilhões no mês passado. Para julho, a previsão era de déficit de US\$ 2,8 bilhões.

A CNI (Confederação Nacional da Indústria) informou que com a inflação mais alta, a perda de poder aquisitivo e mais dívidas afetaram o otimismo do consumidor brasileiro no segundo trimestre do ano. A pesquisa trimestral da confederação mostrou que o Índice Nacional de Expectativa do Consumidor recuou 1,6% na comparação com o registrado em março e 1,2% na comparação com junho de 2007. O indicador está em 109,8 pontos (valores acima de 100 pontos indicam expectativa ainda positiva). Desse modo, o consumidor brasileiro voltou a se assustar com a inflação e isso fez com que o otimismo em relação à economia recuasse no segundo trimestre deste ano.

Os índices viam mostrando desaceleração nas leituras mensais, mas os índices acumulados apontavam para cima. O IPCA-15, por exemplo, teve alta de 0,63%, abaixo do 0,90% registrado em junho, segundo o IBGE. Mas, no ano, o índice acumula alta de 4,33% contra 2,42% no mesmo período de 2007. No acumulado dos últimos 12 meses, o índice subiu 6,30%, contra 5,89% nos 12 meses imediatamente anteriores. (FOLHA, 2008)

Em agosto, a expectativa do mercado financeiro é que os juros mais altos também tenham reflexo no crescimento da economia no próximo ano. Os economistas que participam da pesquisa do BC reduziram as expectativas de crescimento do PIB (Produto Interno Bruto) no próximo ano de 3,70% para 3,65%. Para 2008, foi mantida a previsão de 4,8%.

Os juros cobrados pelos bancos subiram nas principais modalidades de crédito para pessoa física no mês de julho. No mês passado, a taxa média, que engloba, por exemplo, cheque especial, empréstimo pessoal e aquisições de veículos, foi de 49,1% para 51,4%, ficando no maior patamar desde janeiro de 2007.

As empresas com ação em Bolsa seguiam otimistas com as perspectivas para a economia no segundo semestre, mas a alta nos custos e a dificuldade em repassá-los já aparecem como uma das maiores preocupações dos empresários, segundo enquete da Abrasca (Associação Brasileira das Companhias Abertas) com seus associados. A inflação, que já aparecia como preocupação das empresas no primeiro semestre, foi uma expectativa negativa que se materializou.

As empresas também reduziram sua expectativa de aumento dos investimentos no segundo semestre -51% vêem o nível de investimento estável, 41% apostam em aumento e só 8% esperam uma redução. No início do ano, 72% esperavam aumento nos investimentos.

O Brasil entrou na fase de contração do ciclo econômico, com uma piora nas expectativas, apesar de a situação atual ser considerada satisfatória, segundo a pesquisa "Sondagem Econômica da América Latina" divulgada pela FGV em parceria com o instituto alemão de pesquisas Ifo.

No caso das expectativas, diz a pesquisa, houve uma queda acentuada, com o IE (Índice de Expectativas) ficando em 3,8 pontos; no trimestre imediatamente anterior, o índice havia ficado em 5,1 pontos. Um resultado abaixo de 5 pontos indica que as condições econômicas para os próximos seis meses são consideradas ruins.

Já o ISA (Índice da Situação Atual) ficou em 7,2 pontos, contra 7,9 no trimestre imediatamente anterior. O ICE (Índice de Clima Econômico) do Brasil caiu de 6,5 pontos no trimestre até abril para 5,5 pontos no período até julho. A média dos quatro trimestres até o

período de maio a julho ficou em 6,2 pontos, contra 6,6 na média do trimestre imediatamente anterior.

Com as expectativas de retração da economia, outro dado preocupante é a piora rápida e intensa das expectativas de empresários e consumidores, que atingem os menores níveis desde 2003.

Segundo a FGV, o índice de confiança da indústria caiu 19,4% de outubro para novembro. O indicador já havia recuado 9,2% em outubro. Já o índice de confiança dos consumidores cedeu 4,2% de outubro para novembro.

A Associação Comercial de São Paulo vê redução no consumo desde outubro. As vendas a prazo, medidas pelo número de consultas ao SPC, que vinham crescendo 8,3% de janeiro a setembro, subiram 2,8% em outubro, novembro e início deste mês sobre igual período de 2007. As vendas à vista caíram 1,1% a partir de outubro sobre igual período de 2007.

Adicionalmente o movimento de inversão da ETTJ teve influência no cenário externo, com a apreciação do dólar e o aumento da aversão ao risco decorrente do temor de desaceleração da economia mundial. (FOLHA, 2008)

Em dezembro, a inversão deveu-se a piora rápida e intensa das expectativas de empresários e consumidores, que atingiram os menores níveis desde 2003.

Segundo a FGV, o índice de confiança da indústria caiu 19,4% de outubro para novembro. O indicador já havia recuado 9,2% em outubro. Já o índice de confiança dos consumidores cedeu 4,2% de outubro para novembro. Os dados mostram uma excessiva cautela, que poderia resultar num recuo tanto de investimentos como de consumo, o que certamente afetaria a economia.

A Associação Comercial de São Paulo já previa a redução no consumo desde outubro. As vendas a prazo, medidas pelo número de consultas ao SPC, que vinham

crescendo 8,3% de janeiro a setembro, subiram 2,8% em outubro, novembro e início de dezembro sobre igual período de 2007. As vendas à vista caíram 1,1% a partir de outubro sobre igual período de 2007. Nesse caso, isso só mudaria se a oferta de crédito voltasse a crescer e o consumidor voltasse a ter confiança na economia.

O movimento nos *shopping centers* e nas feiras das grandes capitais não registrou retração mês de dezembro, apesar do cenário de incertezas na economia, decorrente da crise financeira internacional. Ao contrário, o que o comércio esperava, no final do mês, era um balanço com resultados positivos em comparação com o mesmo período do ano passado. O favorecimento foi influenciado a redução do IPI (Imposto sobre Produtos Industrializados) na compra de carros, decidida pelo governo, para favorecer o aumento de vendas no setor a partir deste mês.

Ainda neste mês, os projetos de infraestrutura estavam com problemas para o fechamento das operações de financiamento de longo prazo, mas atribuídos a posição de restrição de crédito ao ambiente de medo existente na economia. Os bancos estavam temerosos porque as formas de transmissão da crise foram a escassez de crédito e o medo.

O IPV (Índice de Preços no Varejo) apresentou alta de 0,31% em novembro, contra elevação de 0,39% em outubro, segundo a Fecomercio (Federação do Comércio do Estado de São Paulo).

No acumulado dos 11 meses de 2008, o maior peso para o bolso dos consumidores veio do segmento de Supermercados, que foi pressionado em virtude da elevação do preço das commodities e da questão da suspensão da exportação do trigo argentino para o mercado nacional. O grupo atingiu alta de 7,06% em 2008 na comparação com os 11 meses do ano passado, e em virtude da sua elevada participação no índice geral (32%), é responsável pela maior contribuição no resultado final verificado até novembro.

Apesar do otimismo em relação ao Brasil, a pesquisa aponta que 84% divulgada pela CNI/Ibopedos entrevistados consideram a atual crise econômica grave ou muito grave, enquanto 9% avaliam que a crise não tem gravidade.

A produção de veículos recuou 28,6% em novembro na comparação com o mesmo período de 2007. Em relação a outubro, houve queda de 34,4%, segundo dados divulgados nesta quinta-feira pela Anfavea (Associação Nacional dos Fabricantes de Veículos Automotores).

No que refere as expectativas dos consumidores O ISA (Índice da Situação Atual) subiu 6,8%, ao passar de 98,1 pontos para 104,8 pontos. Já o IE (Índice de Expectativas) caiu de 96,2 para 93,5 pontos, o menor da série iniciada em setembro de 2005.

A parcela dos consumidores que avaliaram a situação financeira da família como "boa", no próprio mês de realização da pesquisa, passou de 17% para 21,1%; já a dos que a avaliam como "ruim" reduziu-se de 16,1% para 13,2% do total.

A piora das expectativas em relação à situação econômica local nos próximos meses foi o principal fator a influenciar a queda do IE, segundo a FGV. A parcela dos que previam melhora diminuiu de 21,1% para 18,3% entre novembro e dezembro. A dos que projetaram piora aumentou de 32,3% para 36,3%. (FOLHA, 2008)

Em dezembro, houve uma mudança radical de cenário para a economia brasileira, e que já se podia perceber desde setembro. Não apenas a crise internacional se agravou enormemente, como também seu reflexo sobre a nossa economia foi muito forte e bem maior do que o esperado. A crise atingiu em cheio variáveis que foram chave para o desempenho da economia brasileira, como os preços das commodities, a taxa de câmbio, os créditos externo e interno, e produziu uma piora brusca na confiança dos agentes econômicos. (IPEA, 2008)

3.9 Análise da ETTJ de 2009

Após ajustado os prazos de vencimentos, organizam-se as taxas de juros aceitos dos vencimentos mais próximos e mais distantes e obtém-se a tabela 6.

	TAXAS (%)	
	PRÓXIMA	DISTANTE
JAN	11,5	11,6
FEV	11,0	10,9
MAR	9,9	9,9
ABR	9,7	10,4
MAI	9,3	9,9
JUN	8,9	10,2
JUL	9,6	10,8
AGO	8,8	10,6
SET	8,9	11,1
OUT	9,7	11,2
NOV	9,7	11,3
DEZ	8,7	11,5

Tabela 9 – Taxas aceitas por vencimentos mais próximos e distantes das LTN dos meses de 2009.

Fonte: dados de pesquisa

Através dos dados da Tabela 9 pode-se calcular a diferença (*spread*) entre as taxas para obter a ETTJ como demonstrado no Gráfico 14.

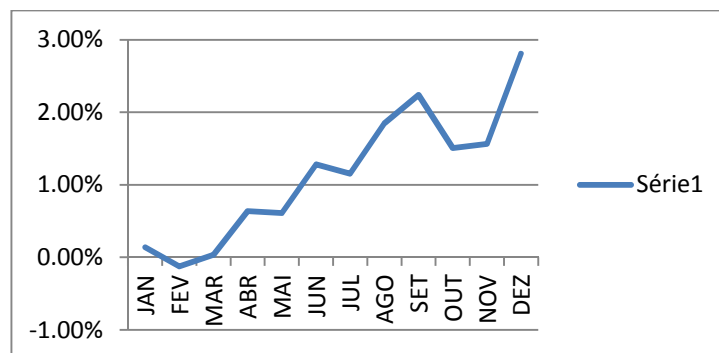


Gráfico 14 – ETTJ 2009

Fonte: dados de pesquisa

No ano de 2007, observa-se uma inversão no mês de fevereiro de 0,13%. Neste período, a economia brasileira sofreu uma contração de 0,5%, apesar dos esforços do governo para evitar esse resultado. Os dados fracos da produção industrial brasileira referentes a

novembro e dezembro apontam para um "período prolongado de ajuste de estoques, declínio de investimentos e de empregos". Em dezembro, segundo o IBGE (Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística), a produção industrial caiu 12,4% na média nacional, o menor nível verificado desde o início da série histórica, em 1991. Em novembro, por sua vez, a produção industrial caiu 5,2% frente ao mês anterior, também segundo o IBGE.

A elevação da inflação, sob esse critério, nos primeiros dois meses do ano, refletiu o comportamento dos itens administrados, visto que não houve variação dos preços livres. Note-se também que, em doze meses, tanto os preços de bens comercializáveis quanto os de itens não comercializáveis mostraram desaceleração, com variação de 6,51% e 6,90%, respectivamente, frente a 6,99% e 7,10% em dezembro de 2008, embora com aceleração em relação aos patamares observados no mesmo mês do ano anterior.

O IPCA-15, prévia da inflação oficial, registrou alta de 0,63%, acelerando frente à elevação de 0,40% verificada em janeiro, informou o IBGE. No ano, o indicador acumulou alta de 1,03% e nos últimos 12 meses, a alta acumulada era de 5,77%. Em fevereiro de 2008, o IPCA-15 havia registrado alta de 0,64%.

Segundo o IBGE, exerceram maior impacto sobre o índice os produtos não alimentícios, com alta de 0,69%, ante 0,31% em janeiro. O resultado foi influenciado pelo reajuste de mensalidades escolares, que subiram em média 5,64%. Ao todo, o grupo educação teve alta de 4,95%, com contribuição de 0,34 p.p. (ponto percentual), o equivalente a 54% do índice total.

O ICC de fevereiro caiu 1,4% entre janeiro e fevereiro de 2009, ao passar de 95,9 para 94,6 pontos. Trata-se do menor nível da série iniciada em setembro de 2005 (com ajuste sazonal). Os dados foram pela FGV (Fundação Getúlio Vargas).

Segundo a FGV, o resultado mostra que o índice retomou a tendência de queda iniciada em setembro de 2008, interrompida por uma relativa estabilização em janeiro, quando o índice teve alta de 0,1% contra dezembro.

Em fevereiro a ETTJ foi influenciada no âmbito doméstico, pela divulgação de dados indicando forte retração da atividade econômica e enfraquecimento do mercado de trabalho, bem como pela melhora dos índices de inflação corrente e das expectativas inflacionárias. (IPEA, 2009)

3.10 Análise da ETTJ de 2010

Após ajustado os prazos de vencimentos, organizam-se as taxas de juros aceitos dos vencimentos mais próximos e mais distantes conforme a tabela 6.

	TAXAS (%)	
	PRÓXIMA	DISTANTE
JAN	10,9	12,3
FEV	12,0	12,0
MAR	9,9	12,0
ABR	10,5	12,5
MAI	10,6	12,4
JUN	11,7	12,3
JUL	11,0	12,0
AGO	10,8	11,4
SET	11,3	12,0
OUT	11,3	12,0
NOV	11,8	12,3
DEZ	11,0	12,5

Tabela 10 – Taxas aceitas por vencimentos mais próximos e distantes das LTN dos meses de 2010.

Fonte: dados de pesquisa

Pelos dados da Tabela 6 pode-se calcular a diferença (*spread*) entre as taxas para obter a ETTJ como demonstrado no Gráfico 15.

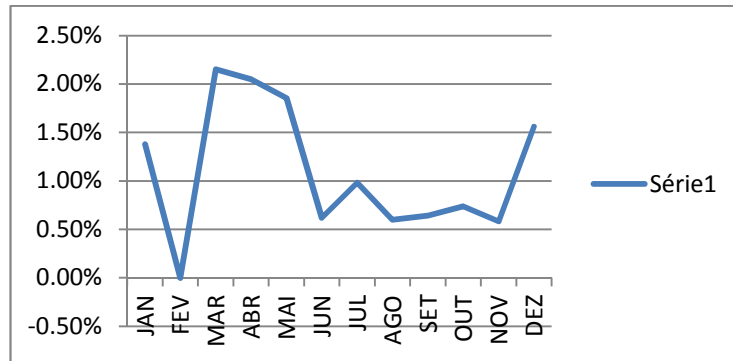


Gráfico 15 – ETTJ 2010
Fonte: dados de pesquisa

Em fevereiro de 2010, A inflação medida pelo Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) avançou substancialmente, de 0,37% em dezembro para 0,75% em janeiro e 0,78% em fevereiro. Com isso, a inflação acumulada no primeiro bimestre de 2010 alcançou 1,54%, ficando 0,5 ponto percentual (p.p.) acima daquela observada em igual período do ano anterior. A aceleração da inflação, sob esse critério, em 2010, reflete tanto o comportamento dos preços livres quanto o dos itens administrados.

A principal explicação à inversão da ETT para este mês foram as sucessivas revisões para cima das expectativas de inflação, a divulgação de índices de preço mais pressionados e de dados de atividade e emprego. (IPEA, 2010)

4. Considerações Finais

Este trabalho teve como objetivo mostrar que a ETTJ no Brasil pode ser obtida pelas taxas aceitas de títulos de LTN negociados nos últimos dias dos meses, sua eficiência quanto a captação das expectativas dos agentes econômicos frente a eventos macroeconômicos, bem como sua importância como instrumento de tomada de decisão para o Governo.

A análise mensal das inversões demonstraram como os agentes econômicos se comportam diante da evolução e tendências inflacionárias, da atividade econômica, do mercado de trabalho, e do cenário exterior. Esses fatores apresentaram-se muitas vezes interligados uma vez que somados desencadearam um piora significativa e portando uma maior inversão na ETTJ. Porém, em alguns ambientes esses fatores apresentaram-se contraditórios sendo necessária uma análise mais cautelosa para identificar se os possíveis fatores negativos foram suficientes para piora das expectativas.

Em alguns meses ficou evidente a influencia da situação política, como por exemplo, eleições presidenciais e escândalos políticos. Meses em que ocorreu distúrbio políticos somados a piora nos indicadores econômicos apresentaram inversões mais acentuadas.

Um dado importante percebido é de que em raríssimos ambientes favoráveis os agentes apresentaram piora nas expectativas, porém essa margem é mínima. Além disso, deve-se considerar que os agentes econômicos podem ter interpretações contrárias como, por exemplo, ocorrem no padrão horizontal da ETTJ. Um ambiente como esse, é difícil para o mercado determinar como se comportarão as taxas de juros em um futuro distante, devido a indicadores emitindo sinais contraditórios de que a as taxas de curto prazo vão diminuir ao mesmo tempo em que sinais de que as taxas de juros de longo prazo irão descer. Conforme Lourenço (2010), é fundamental que se entenda o potencial e a limitação de cada um dos indicadores econômicos. Eles não podem ser tomados como números definitivos, mas sim como algo que aponta uma determinada tendência. Em alguns casos, esses indicadores têm

problemas como, por exemplo, de amostragem.

Além do fator das diferentes metodologias usadas pelos institutos de pesquisa apontar diversos índices de inflação para um período, um problema comum é da interpretação feita pelo mercado e pelo governo desses dados. Muitas vezes, ela é influenciada por um viés político.

A ETTJ também se mostrou eficiente quanto à captação das piores expectativas dos agentes frente às crises internacionais que afetaram o país. Em contrapartida, pode-se observar a mudança nas expectativas após medidas tomadas pelo governo para diminuir o impacto das crises e com isso manter resultados positivos, apesar da conjuntura macroeconômica adversa.

É evidente que a ETTJ deve ser considerada pelos seus efeitos sobre o nível de atividade e, via consumo, sobre a inflação. Como foi demonstrada no trabalho, uma simples decisão de redução de uma arrecadação, por exemplo, faz com que as expectativas de juros futuros sejam elevadas, afetando a ETTJ. Desse modo, a metodologia para construção da curva de rendimento ou ETTJ apresentou-se eficaz para demonstrar às expectativas do mercado sobre o futuro da taxa de juros dadas as interpretações dos índices econômicos e das medidas políticas de controle da economia, sendo de grande valia para o investimento, mercado financeiro e política econômica do Brasil.

5. Cronograma de Atividades

Nº	Descrição	Ago 2011	Set	Out	Nov	Dez	Jan 2012	Fev	Mar	Abr	Mai	Jun	Jul
1	Survey bibliográfico	X	X										
2	Levantamento de dados da ETTJ		X	X									
3	Levantamento de dados dos leilões de LTN			X	X								
4	Crítica e compilação de dados				X	X	X						
5	Preparação de quadros, figuras tabelas e gráficos						X	X	X				
6	Elaboração do relatório preliminar								X	X			
7	Elaboração do Resumo e Relatório Final (atividade obrigatória)									X	X	X	
8	Preparação da Apresentação Final o congresso (atividade obrigatória)											X	X

6. Referências

ARAUJO, Ana. **Banco Central cria nova Taxa Preferencial Brasileira**. [S.I.]: veja.abril.com, 2011. Disponível em: < <http://veja.abril.com.br/noticia/economia/banco-central-cria-nova-taxa-preferencial-brasileira>> Acesso em: 28 dez. 2011, 18:14:00.

BANCO CENTRAL DO BRASIL (BACEN). **Selic: Mercado de títulos públicos**. [S.I], 2008. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/?SELIC>> Acesso em: 28 dez. 2011, 12:15:00

BANK, Eric. **Yield Curve Theories**. [S.I.]: hedgefundwriter, 2011. Disponível em: <<http://www.hedgefundwriter.com/2011/05/11/yield-curve-%E2%80%93-theories/>> Acesso em: 20 dez. 2011, 22:00:00

BARROS, Mônica. **A Estrutura a Termo das Taxas de Juros (ETTJ)**. Universidade Estácio de Sá, Rio de Janeiro, 2008. Disponível em:< http://www.mbarros.com/documentos/upload/ETTJ_Monica_Barros.pdf > Acesso em: 25 nov. 2011, 15:10:00

BUSINESSPME. **Taux d'intérêt** [S.I.], 2011. Disponível em: <<http://www.businesspme.com/article/economie/312/taux-d-int-t-.html>> Acesso em: 15 dez. 2011, 17:30:00

CALDEIRA, J.F. **Estrutura a Termo da Taxa de Juros no Brasil: Observada e Ajustada.** Anais do XIII Encontro Regional de Economia – ANPEC Sul. Porto Alegre, 2010.

E. HALL, Robert; Lieberman, Marc. **Macroeconomia Princípios e Aplicações.** São Paulo: Pioneira Thompson, 2003.

EURIBOR-RATES. **What is Euribor.** [S.I.], 2011. Disponível em: <<http://www.euribor-rates.eu/what-is-euribor.asp>> Acesso em 22 dez 2011, 11:20:00

FEDERALRESERVE. **Federal Open Market Committee.** [S.I.], 2011. Disponível em: <<http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/fomc.htm>> Acesso em 21 dez 2011, 10:50:00

FERREIRA, Gilmar. **Expectativas Racionais.** [S.I.]: professorgilmar.wordpress, 2009. Disponível em <<http://professorgilmar.files.wordpress.com/2009/12/conceito-1-expectativas-racionais.pdf>> Acesso em: 22 dez 2011, 22:00:00

FRANKLIN, Sergio Luiz et al. **A estrutura a termo de taxas de juros no Brasil: modelos, estimação, interpolação, extrapolação e testes.** Disponível em: <http://www.susep.gov.br/download/menumercado/artigo_ETTJ_CORIS_14042011.pdf> Acesso em: 16 dez 2011, 21:00:00

GITMAN, Lawrence J. **Princípios de Administração Financeira: essencial.** 2. ed. Tradução de Jorge Ritter. Porto Alegre: Bookmann, 2000.

HAZZAN, Samuel; POMPEO, José Nicolau. **Matemática Financeira.** 6 ed. São Paulo: Saraiva, 2007.

INSTITUTO DE PESQUISA ECONÔMICA APLICADA (IPEA). **Boletim Conjuntural 2001.** [S.I.], 2001. Disponível em: <<http://www.ipea.gov.br/portal/>> Acesso em 15 dez 2011, 10:20:00

INVESTOPEDIA. **Advanced Bond Concepts: Term Structure of Interest Rates.** [S.I.], 2011. Disponível em: <<http://www.investopedia.com/university/advancedbond/advancedbond4.asp#axzz1hs6dPU7X>> Acesso em: 25 dez. 2011, 13:33:00

LION, Octavio Manuel Bessada. **Um Estudo sobre a Modelagem da Estrutura a Termo das Taxas de Juros e a Precificação de Opções sobre Títulos de Renda Fixa**: UFRJ, 2002. Tese de Doutorado – Programa de pós-graduação em Engenharia da Produção, Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2002.

LOURENÇO, Gilmar Mendes. **Economia**. [S.I]: gazetadopovo.com, 2010. Disponível em: <<http://www.gazetadopovo.com.br/economia/conteudo.phtml?id=1053093>> Acesso em: 6 jun. 2012, 22:00:00

MANDONESI, André. **Por que a taxa de juros é tão alta no Brasil**. [S.I]: ie.ufrj, 2006. Disponível em: <http://www.ie.ufrj.br/moeda/pdfs/pq_tx_juros_alta.pdf> Acesso em: 23 dez. 2011, 12:30:00

MAS-COLELL, Andreu; WHINSTON, Michael D, e GREEN, Jerry R. **Microeconomic Theory**. Oxford: Oxford University, 1995. p. 190.

PRADO, Marcio Eduardo. **Uma análise empírica para a estrutura a termo da taxa de juros brasileira: usando o algoritmo do filtro de Kalman para estimar os modelos de Vasicek e Cox, Ingersoll e Ross**. Rio de Janeiro: PUC-Rio, 2004. 120 p. Dissertação de Mestrado - Programa de PósGraduação em Economia, Faculdade de Economia, Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2004.

SANTOS, Daiane Rodrigues et al. **Modelagem da Estrutura a Termo das Taxas de Juros - ETTJ: Estudo empírico sobre seu conteúdo informacional**. Anais do 4 CONGRESSO UFSC de Controladoria e Finanças & Iniciação Científica em Contabilidade – Florianópolis : UFSC, 2011.

VASCONCELLOS, Marcos A.S; GARCIA, Manuel E. **Fundamentos de Economia**. 3 ed. São Paulo: Saraiva, 2008.

VEIGA, Beto. **O que é a Estrutura a Termo das Taxas de Juros**. [S.I.]: betoveiga, 2010. Disponível em: <<http://www.betoveiga.com/log/index.php/tag/o-que-e/>> Acesso em: 24 dez 2011, 17:40:00

WORLDINTEREST.INFO. **Interest Rate.** [S.I.], 2010. Disponível em:
<<http://www.worldinterestrates.info/info.php>> Acesso em: 20 dez. 2011, 08:10:00