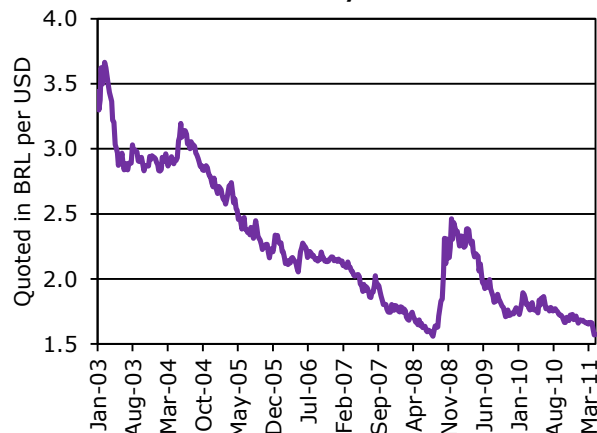


Existe um debate antigo entre os mercados e as comunidades acadêmicas sobre as moedas (ou "câmbio") constituírem uma "classe de ativos" comparável a ações ou renda fixa ou serem simplesmente uma unidade de medida das transações financeiras. Mas independentemente de como cada um se posiciona nessa discussão, é inquestionável que as operações de câmbio são um segmento de mercado extremamente importante e que lucros e prejuízos significativos são realizados rotineiramente nessas atividades.

Assim, seria lícito perguntar quais são os impulsionadores básicos das operações no mercado de câmbio. Este artigo apresenta uma visão geral desse tópico, revendo as bases da análise fundamentalista da taxa de câmbio, as teorias "clássicas" sobre o valor da moeda, inclusive a paridade do poder de compra e o efeito Fisher internacional, as assim chamadas "operações de carregamento", que têm sido um tópico de destaque nos mercados de câmbio ao longo da última década, e, finalmente, uma discussão dos motivos pelos quais os fluxos internacionais de capitais atraíram a mesma atenção dos analistas que os fluxos comerciais ou de transações correntes.

Análise fundamentalista de câmbio - Todos os mercados são impulsionados por fundamentos: os fatores essenciais que determinam o valor intrínseco ou básico de um determinado item. As taxas de câmbio também são determinadas pelas condições econômicas fundamentais dos dois países que formam o "par de moedas" em questão. Os fatores fundamentalistas são de particular importância para os "operadores posicionados" de longo prazo, embora se tornem cada vez menos importantes conforme diminui o "horizonte de tempo" do operador.

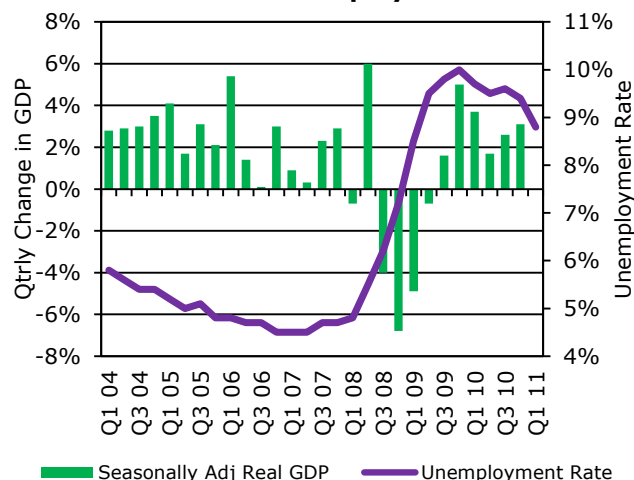
Brazilian Real/US Dollar



Para exemplificar a análise fundamentalista, analisaremos a taxa de câmbio entre o real brasileiro (BRL) e o dólar norte-americano (USD). Observe que nos mercados pronto e "interbancário" a taxa de câmbio BRL/USD é geralmente cotada em termos de reais por um dólar dos EUA. Assim, poderíamos cotar uma taxa de 0,6250 reais para comprar um dólar norte-americano. Dessa forma, a cotação diminuirá quando o real se fortalecer em relação ao USD e recuará quando a moeda enfraquecer.¹

Geralmente, uma análise fundamentalista dessa taxa de câmbio incluiria uma avaliação das condições vigentes no Brasil em comparação com as encontradas nos Estados Unidos. Em especial, devem ser consideradas: (1) as perspectivas de crescimento econômico e inflação; (2) as políticas fiscal e monetária; e (3) os saldos da balança comercial e em transações correntes.

US GDP and Unemployment Rate

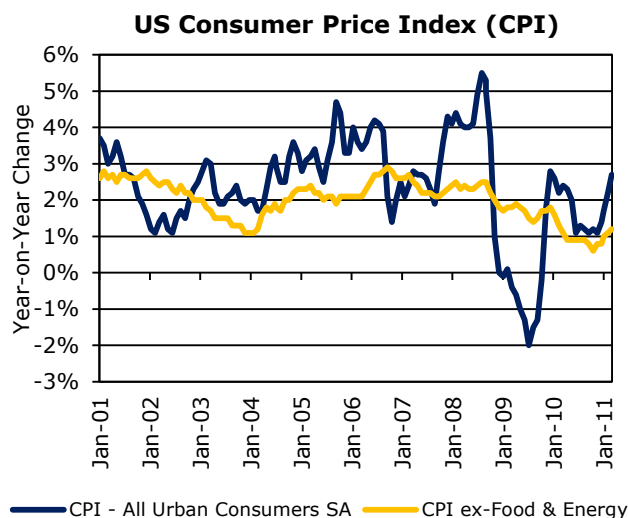


¹ Observe que o CME Group oferece atualmente contratos baseados na taxa de câmbio BRL/USD bem como em uma ampla variedade de pares de moedas. Esses produtos podem ser utilizados para tirar proveito de movimentos previstos na taxa de câmbio com base na análise dos fatores fundamentalistas do mercado. O contrato futuro de BRL/USD do CME é baseado em uma unidade de R\$ 100.000 e liquidado por diferença pela taxa PTAX do Banco Central do Brasil no último dia do mês anterior ao do vencimento do contrato, estando disponível com prazos de até 10 anos. Contudo, é importante conhecer as convenções de cotação utilizadas. Em especial, o contrato BRL/USD do CME é cotado em termos recíprocos, de USD por BRL, de forma que uma cotação de 0,6250 no mercado interbancário é recíproca de BRL 1,60 por USD 1,00 ($= 1 / 0,6250$). A variação mínima de preços é de USD0.00005 por BRL (ou de USD 5 em cada R\$100.000).

Crescimento e inflação - O PIB dos EUA recuperou-se em relação ao mínimo de 6,4%, registrado no 1º trimestre de 2009, para o nível razoavelmente saudável de 3,1% no 4º trimestre de 2010. Ainda assim, esse número é inferior ao crescimento de 5% registrado no 4º trimestre de 2009. O consenso geral dos economistas sugere que, no 1º trimestre de 2011, o crescimento pode ser ainda menor, de 2,5%.

Embora tenha recuado em relação aos nível de 10,1% registrado em outubro de 2009, o mais elevado em 26 anos, o desemprego nos Estados Unidos continua elevado, tendo atingido 8,8% em março de 2011. Além disso, o mercado habitacional continua deprimido, sem dar sinais de recuperação no curto prazo. O desemprego e o mercado imobiliário fraco representam as fontes atuais de preocupação, já que, há várias décadas, os consumidores norte-americanos têm sido o motor da expansão econômica local e global.

Combinado com aumentos alarmantes no preço das commodities, o crescimento econômico modesto criou um ambiente de inflação contida. Diversas "contracorrentes" afetam a perspectiva inflacionária, inclusive o inchaço do balanço patrimonial do Fed, alimentado pelas medidas de estímulo fiscal e por seu programa de afrouxamento quantitativo (QE2).

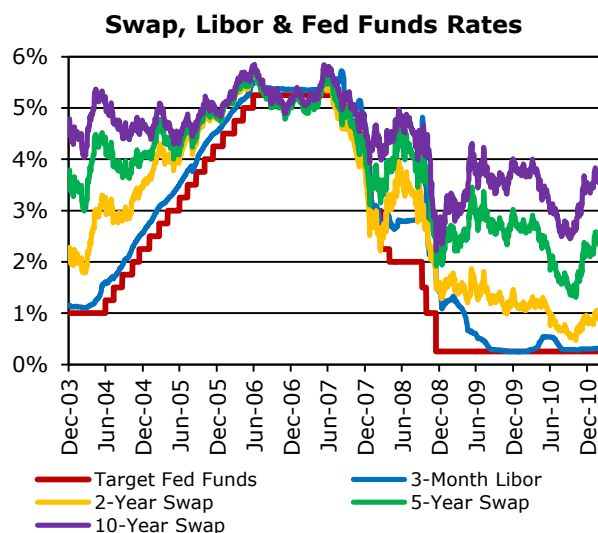


Ainda assim, essas preocupações parecem ter resultado em mais temores inflacionários do que em inflação efetiva. Em especial, a reação conservadora dos consumidores norte-americanos à crise dos empréstimos *subprime* resultou em uma "destruição do endividamento líquido", conforme os débitos privados são amortizados e a dívida pública continua em expansão.

Dessa forma, após os ajustes sazonais, em março de 2011 o Índice de Preços ao Consumidor de todos os consumidores urbanos (Consumer Price Index for all urban consumers - CPI-U) estava firme em 2,70% anuais. Com exclusão dos preços voláteis dos alimentos e da energia, o IPC de março de 2011 foi de apenas 1,2%, mas isso não reflete a alta mais recente do petróleo bruto, que ultrapassou a marca de USD 100/barril.

Política monetária e fiscal - a taxa meta das reservas bancárias (*Fed Funds*), principal ferramenta de política monetária do Comitê Federal de Mercado Aberto (FOMC) continua entre zero e 0,25%. Essa taxa, administrada pelo Fed, ancora o lado mais curto da curva de rendimentos. Muitos analistas acreditam que o Fed continuará bastante acomodativo por boa parte de 2012.

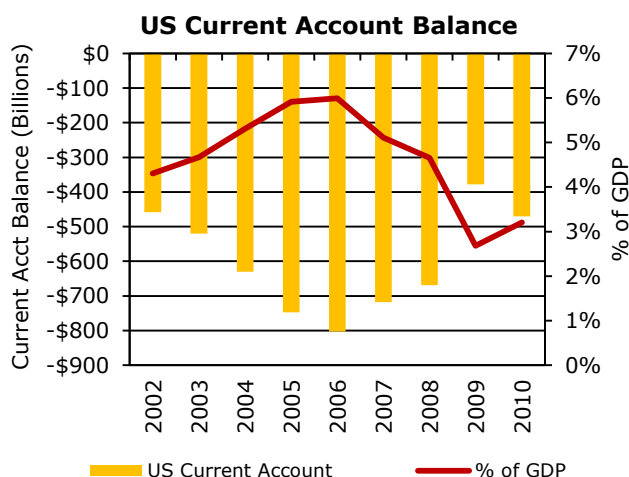
Em especial, continua em vigor o programa QE2, no qual o Fed adquiriu volumes significativos de títulos lastreados por hipotecas (MBS) e títulos do Tesouro dos EUA. Entretanto, já foram dados sinais de que esse programa será reduzido no final de 2011. É esperado que os gastos federais sejam cortados, já que políticos conservadores aumentaram sua influência com a aproximação das eleições nacionais em 2012. Mesmo assim, espera-se que o aperto fiscal seja modesto e fique aquém do nível que muitos consideram necessário.



Transações correntes - em 2010, o déficit comercial internacional dos EUA, refletido em seu déficit em transações correntes, foi de USD 470 trilhões, ou 3,2% do PIB. Isso representa uma melhoria em relação ao déficit de USD 803 trilhões realizado em 2006. Mesmo assim,

proporcionalmente ao PIB, os Estados Unidos apresentam o pior balanço de pagamentos entre todos os países do G10.²

Existem diversas explicações para o grande déficit em transações correntes dos EUA. A maioria se concentra no comércio e em uma suposta incapacidade das empresas norte-americanas para competir com eficiência. Outras apontam para um dólar excessivamente fortalecido ou pela histórica falta de preocupação dos consumidores em contrair dívidas para financiar o consumo corrente.



Qualquer que seja a causa, déficits elevados em transações correntes são normalmente encarados como fontes de preocupação que podem afetar negativamente o valor da moeda. Esse ponto de vista foi expresso por Warren Buffet em 2008, quando ele observou que "se nosso déficit em transações correntes continuar nos níveis atuais, penso que é quase certo que, em cinco a dez anos, o dólar perderá valor em relação às demais moedas importantes".³

Restringimos a discussão acima à situação econômica dos EUA, mas comparando as condições econômicas nos dois países que compõem um par de moedas, por exemplo, BRL x USD, um analista pode conseguir uma percepção sobre possíveis movimentos futuros na taxa de câmbio. Consulte no Anexo 1 uma comparação resumida das condições econômicas dos Estados Unidos e do Brasil.

Teoria clássica das taxas de câmbio - Além da análise dos fundamentos econômicos que afetam os pares de moedas, existem algumas teorias "clássicas" que explicam porque as taxas de câmbio se situam em níveis específicos.

A teoria da paridade do poder de compra (PPC), da Escola de Salamanca, data do século XVI, mas foi aperfeiçoada no início do século XX pelo economista Gustav Cassel.⁴ A teoria baseia-se na premissa de que a taxa de câmbio está em equilíbrio quando o poder de compra é equivalente nos dois países.

Em nível granular, a PPC é baseada na "lei do único preço", a noção de que produtos idênticos devem ter os mesmos preços nos diversos mercados nacionais, com ajuste apenas pela taxa de câmbio. Normalmente, essa lei depende da inexistência de barreiras comerciais significativas ou de outras restrições artificiais ao comércio.

Mas a teoria da PPC expande a aplicação da lei do preço único, de uma única mercadoria ou produto para os preços como um todo de qualquer economia específica, medidos pelos índices de inflação, como os índices de preços ao consumidor (IPC) ou de preços por atacado (IPA). A implicação dessa teoria é que as taxas de inflação e de câmbio devem apresentar correlação negativa.

Se a inflação aumentar	→	Valor da moeda deve cair
Se a inflação diminuir	→	Valor da moeda deve aumentar

² Na verdade, assumimos o erro comum de nos referirmos ao déficit de comércio ou de conta corrente como balanço de pagamentos (BOP). O BOP deve refletir um equilíbrio entre os fluxos em "conta corrente" de uma nação e "conta de capital." A conta corrente reflete o saldo da balança comercial, ou as exportações (crédito) contra importações (débito). A conta corrente é, por vezes, dividida em bens físicos versus serviços intangíveis. Além disso, é ajustada pelo recebimento de lucros sobre o investimento estrangeiro contra o pagamento de lucros aos investidores estrangeiros, e, transferências de dinheiro. O capital de uma nação ou conta financeira reflete mudanças na propriedade estrangeira de ativos domésticos versus apropriação nacional de ativos estrangeiros. A conta de capital pode ainda ser dividida em investimento estrangeiro direto (IED), investimento de carteira em ações ou títulos de renda fixa; outros investimentos, e, a atividade na conta reserva do banco central. Tecnicamente, a conta corrente de uma nação e a conta de capital devem equilibrar-se embora alguns "fatores de equilíbrio" são freqüentemente necessários para compensar as anomalias contábeis, tais como dupla contagem de alguns itens.

³ CEO da Berkshire Hathaway Warren Buffet falando em um evento da Business Canada Wire (06 de fevereiro de 2008).

⁴ Ver Cassel, Gustav "Abnormal Deviations in International Exchanges" (Dezembro de 1918).

Assim, de forma geral, se a inflação aumentar, o valor da moeda deve diminuir para manter o equilíbrio dos preços. De forma similar, se a inflação recuar, o valor da moeda deve aumentar.

A teoria da PPC está intimamente relacionada a outra teoria clássica que aborda o valor das taxas de câmbio, conhecida como Efeito Fisher Internacional (EFI), que sugere que a disparidade entre as taxas de juros nominais em dois países determinam a direção futura das taxas de câmbio. Segundo essa teoria, seria de se esperar que o valor de uma moeda com taxa de juros nominal baixa viesse a aumentar no futuro ou que o valor de uma moeda com taxa de juros nominal elevada viesse a cair.

O EFI presume também que, de forma geral, a taxa de juros real (isto é, a taxa de juros isenta de riscos menos a inflação) deveria ser igual nos diversos países. Isso implica em correlação positiva entre a taxa de juros nominal e a inflação.



O EFI sugere que a taxa de juros e o câmbio têm correlação negativa. Similarmente, a PPC sugere que a inflação e as taxas de câmbio estão negativamente correlacionadas. Assim, a teoria do EFI é compatível com a teoria da PPC.

Colocar em prática a teoria clássica da paridade do poder de compra exige um indicador de inflação para permitir o cálculo da proporção pela qual uma moeda específica está (teoricamente) sub ou superavaliada em relação à norma. Existem três metodologias populares para fazer isso.

- **OCDE** - A Organização para a Cooperação e o Desenvolvimento Econômico fornece dados úteis a esse respeito, comparando a variação dos preços de uma cesta representativa de bens em diversos países.
- **Bloomberg** - A Bloomberg oferece uma ferramenta analítica baseada em uma avaliação da inflação, medida pelo IPC ou pelo IPA, em diversos países entre janeiro de 1982 e junho de 2000.
- **Big Mac** - Finalmente, a metodologia do "Índice Big Mac", da The Economist, compara o preço de um produto quase que universalmente disponível, o Big Mac do McDonald's, em diversos países.

Na realidade, todas as três metodologias podem ser consultadas facilmente nos serviços de cotações da Bloomberg. O Anexo 2 apresenta dados das três metodologias. Além disso, calculamos a média das três avaliações (quando disponíveis) de diversas moedas e as classificamos, das mais supervalorizadas para as mais subvalorizadas.

Observe que essa análise conclui que NOK, CHF, BRL e SEK estão extremamente superavaliadas, enquanto o HKD, CNY, MXN e PLN são consideradas subavaliadas. Pode-se presumir que, como estratégia de longo prazo, um operador de FX poderia comprar moedas subavaliadas e vender moedas superavaliadas. Na verdade, com base nessa análise seria possível recomendar a criação de "cestas" com diversas moedas a serem compradas e vendidas a fim de diversificar os riscos até certo ponto.

Entretanto, é importante ter em mente que as moedas podem manter a situação de super ou subavaliação por períodos prolongados. Com efeito, como abaixo descrito, uma das operações com moedas mais populares da última década usa uma abordagem oposta às teorias clássicas de avaliação de taxas de câmbio.

Operações de carregamento - Ao longo da última década, uma das estratégias mais populares de operações cambiais é conhecida simplesmente como "operação de carregamento". Essa prática sugere que o "custo de carregamento" deve ser explorado, tomando empréstimos em países com juros nominais baixos para investir em outros, onde os juros nominais são elevados, vendendo a moeda de "taxa baixa" e comprando a de "taxa alta".



Ao fazer isso, o investidor espera tirar proveito das discrepâncias nas taxas de juros e, consequentemente, das diferentes oportunidades de investimento nos dois países. Essa estratégia reconhece ainda que o retorno total de uma moeda tem 2 componentes: as oscilações no preço (taxa de câmbio) mais a acumulação de juros.

$$\text{Retorno total da moeda} = \text{Oscilação de preço} + \text{juros}$$

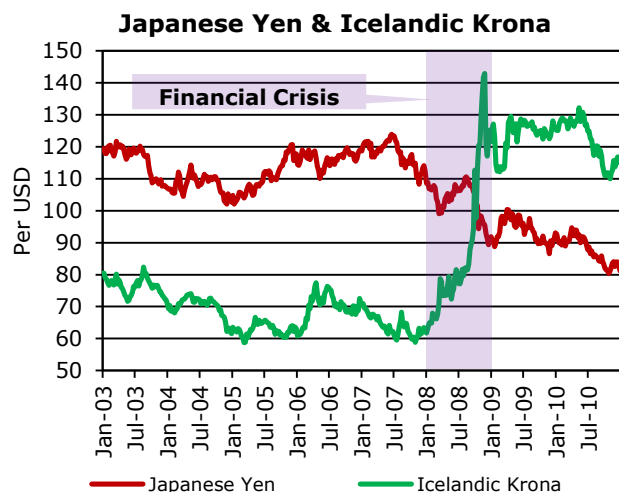
A premissa implícita é que esse desequilíbrio entre as taxas de juros deverá perdurar. Dessa forma, os operadores que fazem carregamento desconsideram

implicitamente as teorias clássicas de taxa de câmbio, supondo que os desequilíbrios poderão perdurar por períodos prolongados, isto é, que a moeda de taxa baixa vendida não aumentará e que as moedas de taxa alta compradas não cairão.

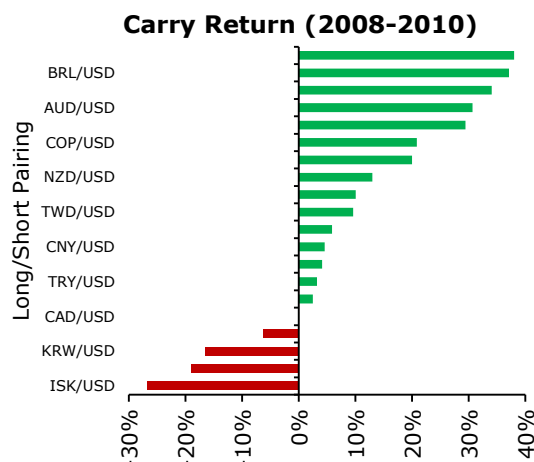
Historicamente, tais desequilíbrios têm se mantido por períodos bastante prolongados, reforçando o interesse por esse tipo de operações. Imensas somas de dinheiro, na casa de trilhões de dólares, foram aplicadas em operações de carregamento, especificamente com a venda de ienes japoneses (JPY) e o investimento em outras moedas, inclusive a coroa islandesa (IKR).

O Anexo 3 apresenta o retorno total associado às diversas moedas entre 2003 e 2007. Observe que o retorno total do JPY foi bastante modesto, de 7,34%, com menos de 1% correspondente a juros.

Veja também que as taxas de juros japonesas se mantiveram entre as mais baixas do mundo por um período bastante prolongado. Por outro lado, no mesmo período a IKR gerou o elevado retorno de 106,13%, dos quais 60,2% atribuíveis à receita de juros.



Entretanto, após a crise das hipotecas *subprime*, que chegou ao ápice em 2008, as condições econômicas mudaram significativamente. Gestores de carteira de todo o mundo, inclusive de fundos hedge, sofreram queda generalizada no valor de seus ativos, o que os obrigou a liquidar diversas posições, inclusive operações de carregamento. Assim, conforme esses fundos hedge liquidavam suas operações de carregamento, o JPY subiu e a IKR recuou.

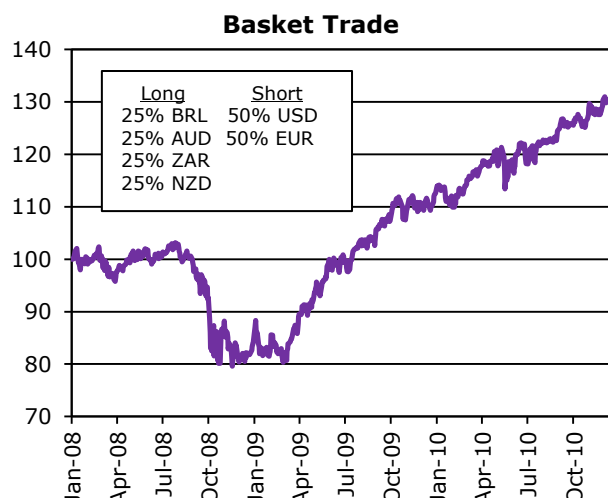
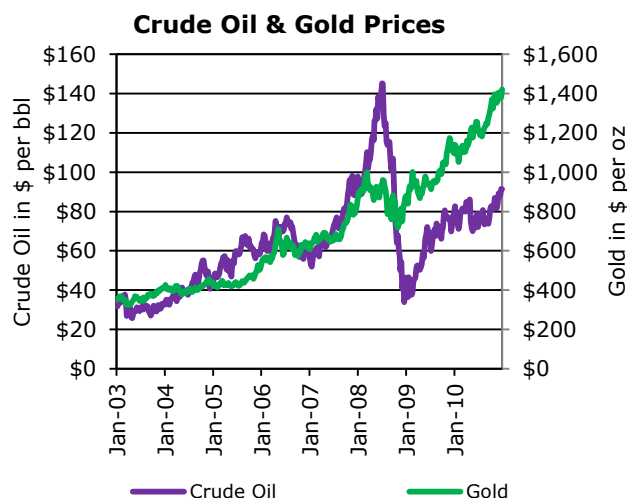


Em outras palavras, ocasionalmente as operações de carregamento podem sair pela culatra. O Anexo 4 apresenta o retorno total associado às diversas moedas no período de 2008 a 2010. Observe que o JPY está no topo da lista, com retorno de 39.89%, dos quais 37,64% atribuíveis ao aumento de preço. A IKR está no final da lista, com retorno total negativo de 23,55%, apesar do rendimento de juros extremamente atraente, que atingiu 39,86%.

Cabe destacar que na era que se seguiu à crise financeira, o USD e o euro se transformaram nas moedas preferidas para venda em operações de carregamento, devido aos juros baixos oferecidos em suas respectivas jurisdições. Entretanto, algumas moedas continuaram no topo do ranking de retorno total mesmo após a crise financeira.

Países de commodities - Como regra geral, os países cujas moedas mantiveram bom desempenho ao longo da última década são aqueles cuja renda nacional é fortemente vinculada à produção de commodities.

Nesse período, o preço dos produtos básicos apresentou fortes ganhos, o que é comprovado pela alta da energia, cereais, gado, metais preciosos e metais industriais. Em grande medida, esses aumentos foram impulsionados pela demanda de países de mercado emergente, inclusive a China e a Índia.



O Anexo 5 apresenta um sumário das principais exportações de vários países cujas moedas mantiveram-se sistematicamente entre as de melhor desempenho. Observe que as commodities são os principais produtos de exportação desses países.

Como tirar proveito de uma expectativa geral de continuação da alta no preço das commodities? Operadores FX com perspectiva de longo prazo podem explorar essa situação comprando cestas de moedas de países de commodities, financiadas com posições vendidas em moedas de taxa baixa, como o dólar ou o euro.

Por exemplo, podemos examinar o desempenho entre 2008 e 2010 de uma cesta comprada em moedas de países de commodities e vendida em moedas de mercados desenvolvidos. Nosso exemplo inclui especificamente uma cesta de moeda comprada, em proporções iguais em BRL, AUD, ZAR e NZD, financiadas com a venda a descoberto de valores equivalentes em USD e euros. Obviamente, essa estratégia pode ser implementada facilmente com o uso de cestas de futuros cambiais do CME Group.

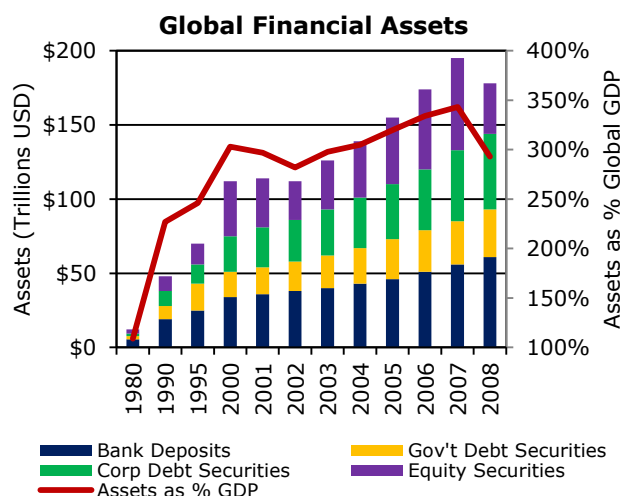
Fluxos internacionais de capitais - Discutimos anteriormente a significância dos fluxos do comércio internacional para a conta de transações correntes de um país. Sem tentar discutir sua importância, podemos afirmar que, no ambiente econômico atual, as contas de capital têm relevância igual ou até mesmo maior.

Com efeito, Bernanke, presidente do Fed, sustentou que o déficit em transações correntes pode ser explicado pelas movimentações na conta de capitais. As economias emergentes, em particular, apresentam taxas de poupança pessoal extremamente elevadas mas, devido a seus sistemas financeiros subdesenvolvidos, tal poupança não pode ser absorvida com eficiência pela economia local. Essa poupança é então redirecionada para os EUA, resultando em consumo interno excessivo e em inflação no preço dos ativos.⁵

Os fluxos de capital podem consistir de investimento estrangeiro direto (IED), investimentos em títulos acionários ou de dívida, fluxos bancários e privados, derivativos e fluxos governamentais. Está claro que, dada a tendência atual à "globalização econômica", nunca foi tão fácil transferir capitais de uma jurisdição para outra. Dessa forma, os fluxos de capital do assim chamado "hot money" assumiram importância cada vez mais na determinação da direção das taxas de câmbio.

⁵ Bernanke, Ben S., "The Global Saving Glut and the U.S. Current Account Deficit." (março de 2005). <http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2005/200503102/default.htm>

Certamente o volume do "estoque financeiro global" aumentou tremendamente nas últimas décadas, atingindo o volume estimado de USD 178 trilhões em 2008. Mais significativamente, naquele ano esses ativos de capital representavam cerca de 293% do PIB global.

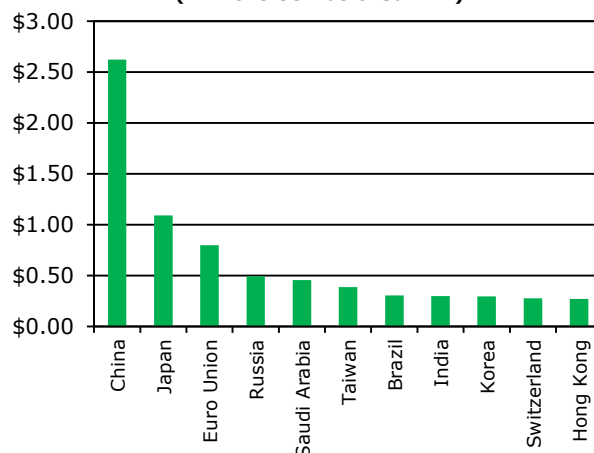


A relevância dos fluxos internacionais de capitais é refletida ainda no giro crescente do mercado de câmbio. O Anexo 6 apresenta um resumo do giro médio diário nos mercados mundiais de câmbio, destacando seu aumento de cerca de 140% entre 2004 e 2010.

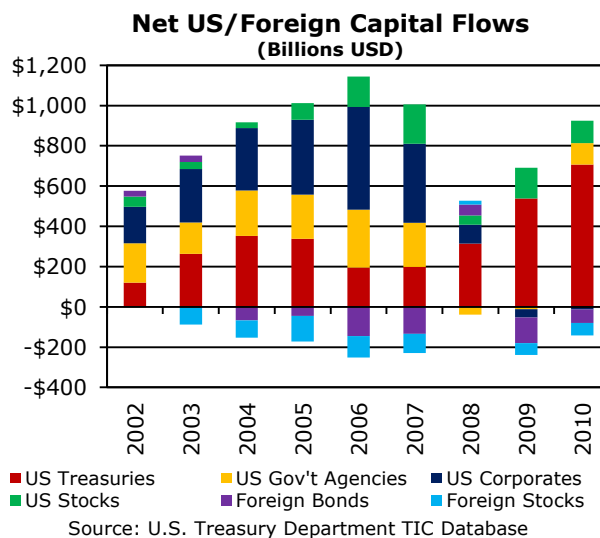
A atividade dos bancos centrais e suas reservas em moedas estrangeiras são outro componente das contas de capital. Observe que as autoridades monetárias e os fundos soberanos transformaram-se em investidores internacionais de peso. A maioria dessas reservas cambiais continua a ser mantida em dólares norte-americanos. Mas, para fins de diversificação, uma parcela cada vez maior está sendo mantida em euros ou em outras moedas. Em particular, a China e outros países de mercado emergente acumularam reservas extremamente grandes.

Embora dados relativos a esses fluxos de capital não estejam universalmente disponíveis, destacamos que as informações sobre capital internacional do Departamento do Tesouro dos EUA (Treasury International Capital - TIC) são uma fonte valiosa de informações, pelo menos em relação aos fluxos de entrada e saída de capitais dos Estados Unidos. Esse banco de dados é atualizado mensalmente.

Central Bank FX Reserves
(Trillions USD as of Jan-11)



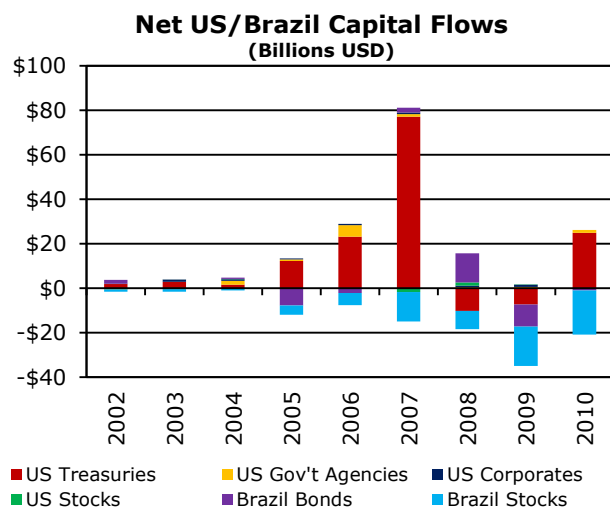
O Anexo 7 apresenta as compras e vendas brutas por estrangeiros de determinados ativos de capital de e para residentes nos EUA. Esses ativos incluem títulos do tesouro dos EUA, de organismos governamentais, títulos da dívida privada, ações, bem como obrigações e ações estrangeiras, mas não incluem IED, bancos, derivativos e outros fluxos governamentais.



Note que os fluxos de capital continuam muito abaixo dos níveis anteriores à crise financeira. Além disso, essa atividade concentrou-se cada vez mais em papéis do Tesouro dos EUA, em detrimento de itens como títulos de organismos governamentais, títulos privados e ações, o que é um reflexo claro das preocupações com o crédito no ambiente pós-crise.

Esses dados estão disponíveis em nível agregado ou segregados por país. Voltando a nosso interesse na taxa de câmbio BRL/USD, poderíamos examinar a movimentação da conta de capitais entre o Brasil e os Estados Unidos.

Observe que, tanto antes quanto depois da crise, a atividade está fortemente concentrada em compras de títulos do Tesouro dos EUA por parte do Brasil. De forma geral, os residentes dos EUA têm sido vendedores de ações brasileiras. Finalmente, embora tenha ocorrido repatriação líquida de recursos para o Brasil em 2009, esses fluxos de capital continuam baixos no mundo pós-crise.

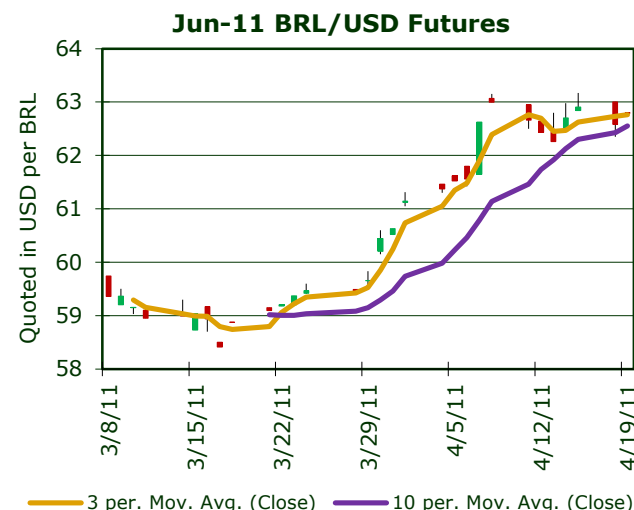


Muitas vezes, circunstâncias especiais exigem um exame prospectivo da conta de capitais. Um exemplo recente foi o terremoto seguido de tsunami no Japão, que resultou em grandes perdas seguradas. A questão que surge é saber se é esperado que as seguradoras japonesas repatriem grandes volumes de ativos denominados em moeda estrangeira, estimulando a alta do iene?

O Anexo 8 apresenta o balanço patrimonial agregado do setor segurador japonês. Observe que títulos estrangeiros correspondiam a cerca de USD 59 bilhões, ou 15,8% das posições. É provável que boa parte dessas posições já esteja protegida com o uso de derivativos cambiais. Assim, é lícito concluir que a atividade prevista na conta de capitais pode não ter magnitude suficiente para gerar efeitos significativos.

Fatores técnicos - Além dos aspectos fundamentalistas que movimentam os mercados, muitos operadores utilizam rotineiramente a análise

técnica como fonte de ideias para operações. Esse tipo de análise inclui técnicas de interpretação de gráficos ou reconhecimento de padrões, fórmulas de acompanhamento de tendências, inclusive médias móveis, indicadores contrários como o índice de força relativa (IFR) e muitas outras.



Como regra geral, quanto mais curto o horizonte de uma operação mais útil é a análise técnica. Isso pode ser explicado pelo fato de que, embora o mercado reaja (normalmente de forma rápida e eficiente) à disponibilidade de novas informações fundamentalistas, nos intervalos entre sua divulgação ele opera com base na antecipação de novos dados. Frequentemente, o efeito dos novos dados é avaliado pela comparação das tendências ou do impulso do mercado ou de indicadores contrários, ou seja, pela análise técnica.

Dessa forma, e como regra geral, operadores voltados para um prazo mais longo tendem a confiar na análise fundamentalista, enquanto aqueles com um horizonte mais curto tendem a se basear na análise técnica. Contudo, a análise técnica é um tópico que merece outro artigo!

Para obter mais informações, contate:

Steve Youngren, Diretor Adjunto
Pesquisa e Desenvolvimento de Produtos
+1 (312) 930-4583,
steve.youngren@cmegroup.com

John W. Labuszewski, Diretor Gerente
Pesquisa e Desenvolvimento de Produtos
+1 (312) 466-7469, jlab@cmegroup.com

Anexos

Anexo 1: Análise econômica comparativa

	Estados Unidos	Brasil
Crescimento e inflação	Esperados crescimento e inflação moderados. No 4T10 o crescimento do PIB foi de 3,1%, mas pode recuar para 2,5% no 1T11; previsto crescimento de 3,5% a 4% em 2012.	Prevista redução no crescimento, de 7,5% em 2010 para 4% a 5% em 2011. A inflação pode aumentar, de 5,9% em 2010 para a faixa de 6% a 7% em 2011.
Política monetária	Meta da taxa de reservas bancárias entre zero e 0,25%. Como o Fed é responsável pelo crescimento e pela inflação, existe consenso que a política monetária folgada pode perdurar até 2012.	Juntamente com o aumento do depósito compulsório, a meta de 11,75% para a taxa SELIC pode conter o crescimento. Para conter o avanço do real, o Brasil lançou um imposto de 6% sobre o cupom cambial (taxa efetiva de captação local em dólares), elevando a taxa para 4,4%.
Política fiscal	Esperado pequeno aperto fiscal, mas pode ser necessária uma política mais rígida.	Política fiscal expansionista nos últimos anos, determinada pelos gastos sociais e com salários. Anunciados cortes no orçamento, mas é provável que mais cortes sejam necessários. Governo tem usado a tributação para tentar conter a valorização do real.
Balanco de pagamentos	Déficit de USD 803 trilhões em transações correntes em 2010; 3,2% e o pior entre os países do G10	Déficit em transações correntes de USD 47,5 bilhões em 2010, previsto aumento para até USD 60 bilhões em 2011, mas é esperado forte aumento no fluxo de entrada de capitais, inclusive IED
Outros	Mercado de imóveis residenciais continua vulnerável	Preços sólidos das commodities pode melhorar a situação comercial

OBSERVAÇÃO: Informações baseadas na leitura interpretativa de diversas fontes de mercado em meados de abril de 2011. Apresentadas com finalidades exclusivamente ilustrativas e não devem ser consideradas como assessoria de investimentos.

Anexo 2: Análise da paridade do poder de compra

Moeda	Código	% super/subavaliada em comparação com o USD			
		Média	OCDE	Bloomberg	Big Mac
Coroa norueguesa	NOK	60,82%	40,13%	19,63%	122,71%
Franco suíço	CHF	55,90%	40,99%	29,32%	97,38%
Real brasileiro	BRL	52,29%			52,29%
Coroa sueca	SEK	46,42%	29,61%	1,46%	108,18%
Dólar australiano	AUD	29,66%	36,96%	33,66%	18,37%
Euro	EUR	23,64%	13,55%	22,90%	34,48%
Peso colombiano	COP	21,91%			21,91%
Dólar canadense	CAD	19,98%	21,07%	19,76%	19,11%
Dólar neozelandês	NZD	16,60%	16,53%	27,12%	6,15%
Coroa islandesa	ISK	15,90%	15,90%		
Iene japonês	JPY	12,57%	24,70%	9,87%	3,14%
Coroa tcheca	CZK	8,42%			8,42%
Libra esterlina	GBP	6,42%	6,37%	12,58%	0,31%
Peso chileno	CLP	0,83%			0,83%
Dólar de Cingapura	SGD	-3,30%			-3,30%
Peso argentino	ARS	-6,74%			-6,74%
Florim húngaro	HUF	-17,40%	-42,74%		7,94%
Rand sul-africano	ZAR	-22,87%			-22,87%
Lira turca	TRY	-24,15%	-54,19%		5,90%
Won coreano	KRW	-24,35%	-32,72%		-15,98%
Rublo russo	RUB	-30,63%			-30,63%
Zloty polonês	PLN	-32,77%	-46,58%		-18,95%
Peso mexicano	MXN	-37,91%	-48,87%		-26,94%
Renminbi chinês	CNY	-40,09%			-40,09%
Dólar de Hong Kong	HKD	-48,77%			-48,77%

Fonte: Bloomberg, em 13/04/11

Anexo 3: Retorno total (2003 - 2007)

País	Moeda	Retorno total (1)	Retorno de preços (2)	Retorno de juros (3)
Turquia	Lira	335,65%	41,46%	207,96%
Brasil	Real	326,41%	98,88%	114,41%
Austrália	Dólar	106,79%	55,71%	32,80%
Colômbia	Peso	106,36%	42,12%	45,20%
Islândia	Coroa	106,13%	28,67%	60,20%
Nova Zelândia	Dólar	105,50%	46,05%	40,70%
África do Sul	Rand	94,37%	24,88%	55,64%
Canadá	Dólar	86,75%	57,91%	18,26%
Chile	Peso	75,40%	44,64%	21,26%
Argentina	Peso	67,34%	6,63%	56,93%
Índia	Rúpia	60,91%	21,77%	32,14%
União Européia	Euro	59,73%	39,05%	14,87%
Reino Unido	Libra	56,34%	23,29%	26,80%
Coreia do Sul	Won	54,56%	26,80%	21,89%
México	Peso	40,13%	-4,85%	47,27%
Suíça	Franco	28,89%	22,06%	5,59%
Estados Unidos	Dólar	18,13%	-	18,13%
Taiwan	Dólar	12,58%	7,15%	5,07%
Japão	Iene	7,34%	6,30%	0,98%
China	Renminbi	-	-	13,33%
Rússia	Rublo	-	-	29,90%

(1) Retorno decorrente da oscilação de preços e juros entre 1º de janeiro de 2003 e 31 de dezembro de 2007

(2) Retorno decorrente da oscilação de preços contra o USD como "moeda base"

(3) Retorno dos juros pela taxa vigente para 3 meses ou pela taxa implícita nos NDFs

Fonte: Bloomberg

Anexo 4: Retorno total (2008 - 2010)

País	Moeda	Retorno total (1)	Retorno de preços (2)	Retorno de juros (3)
Argentina	Peso	44,04%	-20,80%	81,87%
Brasil	Real	43,10%	7,15%	33,56%
Japão	Iene	39,89%	37,64%	1,64%
Austrália	Dólar	36,38%	16,80%	16,76%
África do Sul	Rand	35,07%	3,40%	30,63%
Colômbia	Peso	26,14%	5,74%	19,29%
Suíça	Franco	25,24%	21,17%	3,36%
Nova Zelândia	Dólar	17,91%	1,75%	15,88%
Chile	Peso	14,84%	6,40%	7,94%
Taiwan	Dólar	14,39%	10,69%	3,34%
Rússia	Rublo	10,50%	-19,32%	36,96%
China	Renminbi	9,16%	10,55%	-1,26%
Índia	Rúpia	8,66%	-11,83%	23,24%
Turquia	Lira	7,75%	-24,22%	42,19%
México	Peso	6,97%	-11,75%	21,21%
Canadá	Dólar	4,44%	-0,54%	5,01%
Estados Unidos	Dólar	4,37%	-	4,37%
União Européia	Euro	-2,08%	-8,28%	6,76%
Coreia do Sul	Won	-12,87%	-16,93%	4,89%
Reino Unido	Libra	-15,43%	-21,41%	7,60%
Islândia	Coroa	-23,55%	-45,34%	39,86%

(1) Retorno decorrente da oscilação de preços entre 1º de janeiro de 2008 e 31 de dezembro de 2010

(2) Retorno decorrente da oscilação de preços contra o USD como "moeda base"

(3) Retorno dos juros pela taxa vigente para 3 meses ou pela taxa implícita nos NDFs

Fonte: Bloomberg

Anexo 5: Principais exportações dos "países de commodities"

País	Principais exportações
Argentina	Soja e derivados, petróleo e gás, veículos, milho e trigo
Brasil	Equipamentos de transporte, minério de ferro, calçados, café, veículos
Austrália	Carvão, minério de ferro, ouro, carne, lã, alumina, trigo, maquinário e equipamentos de transporte
África do Sul	Ouro, diamantes, platina, metais e minerais, máquinas e equipamentos
Colômbia	Petróleo, café, carvão, níquel, esmeraldas, artigos de vestuário, bananas e flores
Nova Zelândia	Laticínios, carne, madeira e produtos de madeira, pescados e maquinário
Chile	Cobre, frutas, pescados, papel e celulose, produtos químicos e vinhos
Canadá	Veículos e peças, máquinas industriais, aeronaves, equipamentos de telecomunicações, produtos químicos, plásticos, fertilizantes, celulose, madeira, petróleo bruto, gás natural, eletricidade e alumínio

Fonte: Factbook da CIA

Anexo 6: Giro diário nos mercados de câmbio (Bilhões de USD)

	Abr-04	Abr-07	Abr-10
Pronto	US\$621	US\$1.005	US\$1.490
Termo	US\$208	US\$362	US\$475
Swaps cambiais	US\$944	US\$1.714	US\$1.765
Swaps de moeda	US\$21	US\$80	US\$43
Opções	US\$117	US\$212	US\$207
Produtos de câmbio do CME	US\$18	US\$55	US\$103
Participação de mercado do CME (1)	5%	9%	15%

(1) Representa a parcela do CME no mercado, incluindo termos e opções no mercado de balcão com os quais os futuros e opções sejam diretamente comparáveis

Fonte: levantamento trienal do Banco de Compensações Internacionais (Bank for International Settlements - BIS)

Anexo 7: Dados do Tesouro dos EUA sobre capital internacional

	Compras brutas por todos os estrangeiros de residentes dos EUA (trilhões de USD)						Vendas brutas por todos os estrangeiros para residentes dos EUA (trilhões de USD)					
	Tesouro dos EUA	Agências do governo dos EUA	Empresas dos EUA	Ações dos EUA	Obrigações estrangeiras	Ações estrangeiras	Tesouro dos EUA	Agências do governo dos EUA	Empresas dos EUA	Ações dos EUA	Obrigações estrangeiras	Ações estrangeiras
2010	US\$16,16	US\$1,11	US\$0,97	US\$6,75	US\$3,65	US\$3,67	US\$15,45	US\$1,00	US\$0,98	US\$6,64	US\$3,72	US\$3,73
2009	US\$11,59	US\$1,04	US\$1,19	US\$6,65	US\$1,95	US\$3,17	US\$11,05	US\$1,05	US\$1,23	US\$6,50	US\$2,08	US\$3,23
2008	US\$14,63	US\$2,59	US\$1,47	US\$12,04	US\$2,27	US\$5,44	US\$14,31	US\$2,63	US\$1,37	US\$11,99	US\$2,22	US\$5,42
2007	US\$15,13	US\$2,05	US\$1,91	US\$10,64	US\$2,97	US\$5,22	US\$14,93	US\$1,83	US\$1,52	US\$10,44	US\$3,11	US\$5,31
2006	US\$10,96	US\$1,57	US\$1,68	US\$6,87	US\$1,88	US\$3,64	US\$10,76	US\$1,29	US\$1,17	US\$6,72	US\$2,02	US\$3,74
2005	US\$10,05	US\$1,10	US\$1,28	US\$4,73	US\$1,46	US\$2,24	US\$9,71	US\$0,88	US\$0,90	US\$4,65	US\$1,50	US\$2,37
2004	US\$8,94	US\$1,21	US\$1,17	US\$3,86	US\$1,46	US\$1,66	US\$8,58	US\$0,98	US\$0,86	US\$3,83	US\$1,53	US\$1,75
2003	US\$8,00	US\$1,44	US\$0,98	US\$3,10	US\$1,46	US\$1,30	US\$7,74	US\$1,28	US\$0,71	US\$3,07	US\$1,43	US\$1,39
2002	US\$7,26	US\$1,73	US\$0,82	US\$3,21	US\$1,37	US\$1,27	US\$7,14	US\$1,53	US\$0,64	US\$3,16	US\$1,34	US\$1,27

Fonte: Banco de dados TIC do Departamento do Tesouro dos EUA

Anexo 8: Ativos das seguradoras japonesas

Conta do balanço patrimonial	Bilhões	%
Depósitos	¥933,5	3,0%
Empréstimos à vista	¥334,3	1,1%
Operações compromissadas a receber	¥228,5	0,7%
Aplicações no mercado financeiro	¥1.295,2	4,1%
Contas administradas	¥113,0	0,3%
Títulos mobiliários	¥22.232,1	70,6%
Títulos públicos	¥4.956,0	15,7%
Títulos de governos locais	¥610,4	1,9%
Títulos privados	¥3.809,3	12,1%
Ações	¥7.452,7	23,7%
Títulos estrangeiros	¥4.963,9	15,8%
Outros títulos	¥439,8	1,4%
Empréstimos	¥2.373,8	7,5%
Setor imobiliário	¥1.098,4	3,5%
Total do ativo circulante	¥28.609,0	90,8%
Outros ativos	¥2.886,6	9,2%
Total do ativo	¥31.495,6	100,0%

Fonte: 2009-10 General Insurance in Japan Fact Book,
Associação das Seguradoras Gerais do Japão

Copyright 2011 CME Group Todos os direitos reservados. CME Group™, o logotipo do Globo, Globex® e CME® são marcas comerciais da Chicago Mercantile Exchange Inc. CBOT® é marca comercial da Board of Trade of the City of Chicago. NYMEX é marca comercial da New York Mercantile Exchange, Inc. As informações aqui contidas foram obtidas em fontes consideradas confiáveis. Entretanto, elas destinam-se apenas a fins informativos e educacionais e o CME Group Inc. e suas subsidiárias não garantem que elas sejam exatas ou completas nem o resultado de qualquer operação; além disso, elas não constituem assessoria de operações nem um convite para a compra ou venda de quaisquer futuros ou opções.

Salvo indicação em contrário, as referências aos produtos do CME Group incluem referências aos produtos negociados em uma de suas bolsas regulamentadas (CME, CBOT, NYMEX e COMEX). Os produtos negociados nessas bolsas estão sujeitos às regras e regulamentos específicos de cada uma delas, devendo ser consultado o manual de regras correspondente.