

MERCADO SPOT

1. Introdução

O mercado cambial à vista engloba o conjunto de transacções de permuta de moedas, que vulgarmente se designam de operações cambiais *spot*.

2. A natureza do mercado e o conceito de taxa de câmbio

Uma taxa de câmbio ao representar uma relação de permuta entre duas moedas, indica o factor de conversão de uma moeda na outra. Assim as transacções que se realizam no mercado *spot* representam permutas imediatas de duas moedas entre duas entidades, uma entregando a moeda A e recebendo B, a outra entregando a moeda B e recebendo A em montantes estabelecidos através da taxa de câmbio. Fixa-se o montante a transaccionar numa das duas moedas e o montante da outra será o que resultar da aplicação da taxa de câmbio *spot* acordada entre as partes.

Existem duas formas de cotação: directa e indirecta. A directa expressa a taxa de câmbio em x unidades da moeda local por cada unidade da moeda estrangeira. Exemplificando com o franco suíço (CHF) e o dólar norte-americano (USD), um banco suíço cotaria a taxa de câmbio em, por exemplo, 1.2030. Este valor significaria a troca de 1 USD (a moeda estrangeira) por 1.2030 CHF (a moeda local). Já um banco norte-americano utilizaria o preço de 0.8313 (o inverso do anterior, como se analisará já no ponto seguinte), que traduz 0.8313 USD (a moeda local) por cada 1 CHF (a moeda estrangeira). A cotação indirecta é precisamente a contrária, isto é, a taxa de câmbio é expressa em x unidades da moeda estrangeira por cada unidade da moeda local. No exemplo, o banco norte-americano cotaria agora 1.2030 e o suíço 0.8013.

Ao longo deste texto iremos sempre utilizar como notação aquela que é mais comum para a moeda europeia, o euro (EUR), nomeadamente a divulgada nos sistemas de informação financeira e órgão de informação especializada e que expressa a taxa de câmbio em x unidades da outra moeda por cada unidade de EUR. Assim:

EUR/USD – 0.9500

Traduz que 1 EUR se permuta por 0.95 USD. No entanto e com facilidade se obtém a cotação inversa, USD/EUR:

$$\text{USD/EUR} = 1/0.95 = 1.05(02)$$

Neste caso 1 USD permuta-se por 1.05 EUR. Assim e independentemente da forma como o preço é expresso podemos sempre e com facilidade convertê-lo na forma que nos for mais conveniente. Aliás esta realidade traduz também uma forma de equilíbrio entre cotações de diversas praças financeiras como teremos oportunidade de analisar adiante.

3 Caracterização e participantes do mercado

3.1. Organização e funcionamento: mercados interbancários e de balcão

O mercado *spot* tem como núcleo mais importante e director de todos preços, o designado mercado interbancário, em que participam a generalidade das instituições financeiras (IF) e os bancos centrais quando intervêm no mercado. Trata-se de um mercado electrónico virtual, isto é, sem localização física específica, na medida em que as IF transaccionam entre si através de sistemas de comunicação que permanentemente colocam em contacto todos os operadores do mercado.

Este mercado interbancário encontra-se subdividido em múltiplas praças financeiras, cada uma, na generalidade dos casos, correspondendo ao centro do mercado financeiro de um país (Lisboa/Portugal, Madrid/Espanha, Frankfurt/Alemanha, Milão/Itália, Tóquio/Japão, Londres/ Reino Unido, Nova Iorque/EUA, etc.). Este conceito de praça financeira tinha associado a centralização e confluência de operações cambiais das IF que operavam nessa praça (país) e o principal núcleo de formação de preços da moeda local. Eram mercados por vezes com regulamentações muito diversas e com formas de supervisão e controle também distintas por parte dos respectivos bancos centrais. A progressiva globalização e

integração dos mercados associado a uma cada vez mais completa liberdade de circulação de capitais, a um acesso cada vez mais simultâneo à informação e a uma cada vez maior facilidade de comunicação e transacção através de sistemas eletrónicos, foi gradualmente esbatendo a importância de cada praça, sem prejuízo de que factores de proximidade e conhecimento e de níveis de supervisão local que permanecem, tenham mantido alguma da sua relevância. Um banco português, por exemplo, que queira comprar USD vendendo EUR, tanto pode contactar um banco que opera em Frankfurt, como um banco que opera em Nova Iorque, como um banco que opera em Lisboa. Provavelmente em muitos casos utilizará esta última opção, por razões de proximidade, mas também poderá optar pelas anteriores, por razões de maior liquidez e competitividade de preços.

O designado mercado balcão encontra-se a jusante do interbancário e engloba o conjunto de transacções que a IF realizam com os seus clientes, geralmente com os preços indexados (para menos na compra e para mais na venda) aos que se praticam no mercado interbancário, sendo a diferença a margem comercial auferida pela IF na transacção.

Exemplo: mercado interbancário e de balcão
--

A empresa ABC vai receber 1,000,000 CHF de uma exportação, tendo contactado a IF SWA no sentido de os vender e receber em troca os EUR correspondentes. A IF SWA, não pretendendo ficar com os CHF em carteira, foi ver qual o preço EUR/CHF que se estava a praticar no mercado interbancário, tendo contactado a IF NHT, *market maker* do mercado (que cota preços firmes de compra e venda às outras IF, como veremos a seguir), e obteve um preço firme para a compra desses CHF de 1.2520. De seguida propôs à empresa ABC o preço de 1.2550 que esta aceitou. Os fluxos que se vão realizar são os seguintes:

- A IF SWA recebe da empresa ABC 1,000,000 USD e entrega 796,812.75 EUR (1,000,000/1.2550).
- A IF SWA entrega à IF NHT o 1,000,000 USD que recebeu de ABC e recebe da IF NHT 798,722.04 EUR.
- A IF SWA auferiu uma margem na operação com a empresa ABC de 1,909.29 EUR, correspondentes à diferença entre o montante de EUR que recebeu da IF NHT e o montante de EUR que teve de entregar à empresa ABC.

3.2. Transacções escriturais e notas e moedas

A generalidade das transacções cambiais, seja no mercado interbancário, seja no mercado balcão, são de natureza escritural, isto é, nunca envolvem a detenção física de moeda, sendo os movimentos financeiros efectuados através dos sistemas de pagamento comuns a outras operações (débito/crédito em conta, transferências bancárias, cheques, etc.).

O mercado de notas e moedas é uma realidade totalmente distinta, na medida em que engloba a compra e venda física de moeda, na maioria dos casos por particulares, que geralmente transaccionam montantes reduzidos e maioritariamente com a finalidade de disporem na carteira de moeda local quando estão noutros países. As taxas de câmbio que se praticam nestas transacções são naturalmente muito mais gravosas do que as que se observam mesmo nas transacções escriturais entre as IF e os seus clientes. Estas margens comerciais muito mais elevadas são justificadas por custos também mais pesados que decorrem dos custos de posse da moeda, da imobilização de fundos que representa e dos custos operacionais e administrativos que resultam de um valor unitário por transacção muito baixo.

3.3. Participantes

3.3.1. No mercado interbancário

Como se referiu, no mercado interbancário operam fundamentalmente IF. Estas podem ser divididas em dois grupos: os principais intervenientes no mercado que são tomadores firmes de preços (habitualmente designados de *market makers*) e os restantes operadores (usualmente com a designação de *price takers*).

Os primeiros, geralmente IF de grande dimensão, são aqueles que formam os preços de mercado, isto é, os que permanentemente tem preços firmes de compra e de venda para o par ou pares de moedas em que desempenham esse papel. Esta noção de preço firme representa que aceitam comprar ou vender a esse preço a qualquer IF que lhes solicite a transacção. A existência de vários operadores que desempenham este papel assegura a necessária confluência de preços no mercado, caso contrário, se houvesse disparidade de preços, as outras IF iriam sistematicamente comprar aquele que oferecesse o preço mais baixo e vender ao de preço mais elevado (o que por sua vez também geraria rápidos movimentos de alinhamento de preços, já que se, por exemplo, múltiplas IF quisessem apenas comprar determinada moeda a um participante no mercado, por este ter um preço inferior ao dos seus competidores, face ao crescimento da procura tenderia naturalmente a subir o preço).

A função de oferta firme de preços de compra e venda é remunerada pela margem *bid-offer* (compra-venda) que auferem nas transacções interbancárias. Esta margem é geralmente, pelo menos nas principais moedas, muito reduzida (como exemplo no EUR/USD, 1.1012 – 1.1015) pelo efeito uma vez mais da concorrência entre as principais IF intervenientes no mercado e não constitui sequer uma margem líquida, na medida em que a função de ofertante firme de preços tem diversos custos associados como o facto de terem de gerir o risco das transacções que não se eliminam reciprocamente (imagine-se uma IF europeia que compra 500 milhões de USD e vende apenas 300 milhões), o ficar exposto às variações de preços entre o momento que cota um preço e que efetiva a transacção (o que explica que em

momento de maior instabilidade, a margem *bid-offer* se amplie), aos meios humanos e tecnológicos que necessita de dispor na sua sala de mercados, entre outros.

Os meros tomadores de preços, são outras IF, regra geral de menor dimensão e que transaccionam no mercado interbancário aos preços cotados pelos *market makers*. Isto significa que venderão à cotação de compra destes e comprarão à cotação de venda dos mesmos.

As transações no mercado interbancário ocorrem sobretudo por um de dois motivos: visando criar ou eliminar uma posição de especulação da IF ou como contrapartida de fluxos contrários que se registam nas operações da IF com os seus clientes.

3.3.2. No mercado balcão

Como já se referiu, designa-se habitualmente de mercado balcão o conjunto de transacções que as IF realizam com os seus clientes, na maioria dos casos empresas não financeiras e também particulares (avultando neste grupo aqueles que investem ou tomam fundos em moeda diferente da local e que conseqüentemente necessitam de realizar operações *spot*, por vezes de montante significativo). A análise do modo como estas operações podem ser negociadas com as IF, em particular no caso das empresas, será objecto de análise no último ponto deste texto.

4. Preços e operações no mercado *spot*

4.1. O conceito de mercado global e o equilíbrio via arbitragem

O mercado *spot* é no presente um mercado que opera 24 horas por dia. As diferenças horárias asseguram, com efeito, que uma importante praça financeira esteja sempre em pleno funcionamento, bastando tomar para este fim as praças de Tóquio, Londres e Nova Iorque. Com a liberalização dos movimentos de capitais, tal significa que a todo o instante, qualquer operador, situado em qualquer parte do

mundo, pode com facilidade comprar e vender moedas, especialmente as mais transaccionadas.

Os sistemas de informação *on line* (Bloomberg apenas para citar um exemplo), asseguram, por outro lado, um acesso simultâneo e independentemente da sua localização, a todos os acontecimentos, informações, factos e dados relevantes que se vão produzindo ao longo do dia. Deste modo todos podem reagir de forma simultânea a cada nova informação (sobretudo os principais operadores, que através de um funcionamento de 24 horas das salas de mercados das respectivas sedes, ou através de uma rotação ao longo de cada dia das salas que dispõem em várias sucursais), assegurando que os preços permanentemente incorporem toda a informação disponível.

Por outro lado, a livre circulação de fluxos financeiros igualmente assegura, via arbitragem, um equilíbrio de preços entre as diferentes praças que estão em funcionamento simultâneo, concretizando o desenvolvimento de um mercado global.

4.2. Cotações de taxas de câmbio e relações de equilíbrio inter mercado

4.2.1. Preços e fluxos financeiros

Já afirmámos antes que a notação A/B, traduz x unidades de B por uma unidade de A. Vejamos agora a natureza dos fluxos. A compra de A/B, significa que iremos receber a moeda A e pagar a moeda B. A venda de A/B, representa que iremos pagar A e receber B. O montante da transacção tanto pode ser definido na moeda A como na B. Observe-se um exemplo ilustrativo.

Exemplo: fluxos numa operação <i>spot</i>

A entidade HJG vai comprar *spot* EUR/JPY, o montante de 1,000,000 EUR, ao preço de 125.40 e vender *spot* EUR/CHF, o montante de 2,000,000 de CHF, ao preço de 1.2610. Os fluxos destas duas transacções na perspectiva de HJG serão:

Compra EUR/JPY

- Recebe 1,000,000 EUR
- Paga $1,000,000 \times 125.40 = 125,400,000$ JPY

Venda EUR/CHF

- Paga $2,000,000 : 1.2610 = 1,586,043.82$ EUR
- Recebe 2,000,000 CHF

As operações *spot* têm como data-valor universal dois dias úteis (seja no mercado interbancário, seja nas operações entre as IF e os seus clientes – mercado balcão), o que significa que os dois fluxos financeiros inerentes a cada transacção ocorrem dois dias úteis após o dia em que a mesma foi negociada.

Também na maioria dos casos, os preços (e cotações) têm cinco dígitos, o que significa, por exemplo, que uma taxa de câmbio que se situe num valor inteiro entre zero e nove, tem associada quatro casas decimais (EUR/USD, EUR/CHF) e uma taxa de câmbio que se situe num valor inteiro da ordem das centenas tem associada duas casas decimais (EUR/JPY).

Para moedas cujo valor unitário seja muito baixo (como o JPY), é frequente que a cotação seja apresentada não para 1 unidade mas para 100 ou 1000 unidades (100 JPY/USD 8.3320, significa que 100 JPY estão cotados a 8.3320 USD).

Finalmente e quando se apresentam cotações de compra e venda é habitual apenas indicar em relação à de venda a parte final do preço que se distingue do da compra. Ilustrando, os preços de compra e venda EUR/USD de 0.9527/30, traduzem, em relação ao preço de venda, a cotação de 0.9530. Importa ainda recordar que os preços são expressos na perspectiva de quem os cota. Assim e no exemplo anterior a entidade que cota aqueles preços indica que compra 1 EUR entregando 0.9527 USD e vende 1 EUR recebendo 0.9530 USD.

4.2.2. Inverse rates

A existência de diversas praças financeiras pode conduzir à cotação simultânea do mesmo par de moedas de forma simétrica, ou seja, haver por exemplo ao mesmo tempo cotações de EUR/CHF e CHF/EUR. A arbitragem assegura que essas cotações sejam naturalmente equivalentes (caso contrário a simultânea compra da mais barata e venda da mais cara geraria um lucro imediato e sem risco). A equivalência é assegurada pelo inverso de cada cotação, embora trocando a posição de compra e venda. Genericamente:

$$A/B_{\text{BID(OFFER)}} = \frac{1}{B/A_{\text{OFFER(BID)}}$$

Exemplo: *inverse rates* e equilíbrio via arbitragem

Considere-se em determinado momento as seguintes cotações de compra e venda *spot* EUR/USD: 0.9519/22

Em equilíbrio as cotações USD/EUR, no mesmo momento, terão de ser as seguintes:

Compra (*bid*) USD/EUR = $1/0.9522 = 1.0502$

Venda (*offer*) USD/EUR = $1/0.9519 = 1.0505$

As cotações USD/EUR que se verificam no mercado terão de ser muito próximas destas, caso contrário haverá uma oportunidade de arbitragem. Esta poderá ser desencadeada sempre que se registre uma das seguintes desigualdades:

$$\text{Bid}_{\text{MERCADO}} > \text{Offer}_{\text{EQUILÍBRIO}}$$

ou

$$\text{Offer}_{\text{MERCADO}} < \text{Bid}_{\text{EQUILÍBRIO}}$$

Estas duas desigualdades definem, para o mercado *spot*, como para qualquer outro as condições de arbitragem no mesmo.

Utilizemos o exemplo anterior e considere-se que em mercado se verificava uma cotação da IF M para USD/EUR de 1.0508/11. Analisando as condições de arbitragem, pode-se observar neste exemplo a primeira condição, o *bid* de uma cotação proposta por M (1.0508) é superior ao *offer* de equilíbrio (1.0505). Nesta situação, a operação de arbitragem que pode ser desencadeada por qualquer IF que identifique a oportunidade terá sempre duas operações:

- A primeira será o aproveitamento do preço em desequilíbrio; no exemplo como o preço *bid* é inferior ao *offer* de equilíbrio, vai-se vender *spot* a M
- A segunda será a operação inversa usando-se a cotação de mercado de um *market maker*; como a cotação de mercado é expressa em EUR/USD será também a compra *spot* (comprar *spot* EUR/USD é equivalente a vender *spot* USD/EUR).
- O montante das duas transacções será igual na outra moeda que não aquela em que se pretende apurar o resultado da operação.

Ilustrando para um montante de 1,000,000 USD, pretendendo-se auferir o lucro em EUR:

	EUR	USD
Venda USD/EUR 1,000,000 USD (à IF que cotou a compra USD/EUR a 1.0508)	$1,000,000 \times 1.0508 = 1,050,800$	-1,000,000
Venda EUR/USD no contra valor de 1,000,000 USD (à entidade no mercado que cota a compra EUR/USD a 0.9519)	$1,000,000 / 0.9519 = -1,050,531$	+ 1,000,000
TOTAL	+269	

O lucro obtido (269 EUR), é exactamente igual, se dividido pelo montante da operação (1,000,000 USD), à diferença entre o preço em que se baseou a operação de arbitragem (1.0508) e o preço limite, não arredondado para a existência da oportunidade (1.050531).

Num mercado eficiente e caso se verificasse esta oportunidade de arbitragem muitas IF iriam vender USD à IF que cotou 1.0508/11, até que esta, perante o afluxo de transacções de venda acabaria por baixar o seu preço de compra até ao desaparecimento da oportunidade.

Finalmente, este exemplo sublinha também um aspecto que será recorrentemente utilizado ao longo deste texto. Na operação de arbitragem a transacção EUR/USD foi realizada na perspectiva de um *price taker*, isto é, pretendendo-se vender EUR (e comprando USD) utilizou-se a cotação de compra de quem cota. Esta será a perspectiva que será sempre utilizada, em ordem a isolar a margem *bid-offer* que o *market maker* usufrui para a remuneração dessa mesma função, como se referiu no ponto anterior.

4.2.3. Cálculo de variações absolutas e percentuais das taxas de câmbio

A possibilidade de uma taxa de câmbio ser expressa em função de qualquer uma das duas moedas que a integram (EUR/CHF ou CHF/EUR), implica que uma determinada variação absoluta da taxa de câmbio não represente idêntica variação cambial para as duas formas de cotação. Admita-se que o EUR/CHF passa de 1.2000 para 1.0800. A variação percentual, ΔS , será a seguinte:

$$\Delta S = \frac{1.20 - 1.08}{1.20} \times 100 = -10\%$$

Atendendo ao equilíbrio das inverse rates, o preço CHF/EUR deverá se igual, naqueles dois momentos a:

$$\text{CHF/EUR}_0 = 1/1.2000 = 0.8333$$

$$\text{CHF/EUR}_1 = 1/1.0800 = 0.9259$$

Calculando agora a variação percentual, neste caso incremento, ter-se-á:

$$\Delta S = \frac{0.9259 - 0.8333}{0.8333} \times 100 = 11.11\%$$

Verifica-se que as variações percentuais, embora próximas, não são idênticas. A explicação para esta divergência é de natureza matemática mas intuitiva. Na primeira situação (EUR/CHF) e operando para uma unidade de valor (taxa de câmbio inicial correspondendo a 100%), a redução de 10% significou a passagem de 1 para 0.9. No entanto, o inverso de 0.9 (que corresponde ao CHF/EUR) é 1.1111, o que representa o acréscimo registado, 11.11%. Se fizermos o exemplo oposto, incrementando o EUR/CHF em 10% (de 1.20 para 1.32), verificamos que a redução percentual no CHF/EUR será igual a 9.09%, resultado que se obteria invertendo 1.1 (0.90909, o que corresponde a um decréscimo percentual de $0.90909 - 1 = 0.0909$, isto é, 9.09%). Esta divergência nas variações das inverse rates, é função da amplitude da variação. Quanto maior for esta maior será a divergência.

4.2.4. *Cross rates*

As relações de equilíbrio de preços através do controle da arbitragem também impõem que conhecendo-se as taxas de câmbio A/B e B/C, automaticamente se determina a taxa de equilíbrio B/C. Vejamos um exemplo:

Exemplo: determinação de <i>cross rates</i>

Em determinado momento, observa-se no mercado *spot* as seguintes cotações:

EUR/USD – 1.0819/22

EUR/JPY – 132.40/43

De acordo com as cotações anteriores é possível determinar as taxas de equilíbrio (*cross rates*) de USD/JPY (ou JPY/USD). Para o efeito basta utilizar a seguinte expressão geral de equilíbrio:

$$B / C_{\text{BID}} = \frac{A / C_{\text{BID}}}{A / B_{\text{OFFER}}}$$

e

$$B / C_{\text{OFFER}} = \frac{A / C_{\text{OFFER}}}{A / B_{\text{BID}}}$$

Aplicando ao exemplo:

$$USD / JPY_{\text{BID}} = \frac{132.40}{1.0822} = 122.34$$

$$USD / JPY_{\text{OFFER}} = \frac{132.43}{1.0819} = 122.40$$

Se no mercado *spot* não se observarem valores próximos destes ou, precisando melhor e recorrendo às condições de arbitragem definidas anteriormente, se houver uma IF que cote:

$$USD/JPY_{\text{BID}} > 122.40$$

ou

$$USD/JPY_{\text{OFFER}} < 122.34$$

Então haverá uma oportunidade de arbitragem.

Ilustre-se a situação considerando que uma IF cota os seguintes preços *spot*
USD/JPY – 123.00/05

Verifica-se que o preço *offer* oferecido pela IF é inferior ao *bid* de equilíbrio. Assim, vamos comprar à IF aproveitando o preço *offer* que ele oferece. Teremos, a seguir

que criar a operação contrária, isto é, vender USD/JPY mas usando agora as cotações que estabeleceram as *cross rates* de equilíbrio. Vender USD/JPY será equivalente a vender EUR/USD e comprar EUR/JPY.

Operando com um montante de 1,000,000 USD e pretendendo apurar o lucro em EUR, as operações a realizar serão as seguintes. Vai-se

USD/JPY	USD	JPY
Venda 1,000,000 USD a 123.00	- 1,000,000	+ 123,000,000

EUR/USD	EUR	USD
Venda de 1,000,000 USD (ao preço de compra do mercado 1.0819)	- 1,000,000/1.0819 = - 924,300	+ 1,000,000

EUR/JPY	EUR	JPY
Compra 123,000,000 JPY (ao preço de venda de mercado 132.43)	+ 123,000,000/132.43 = + 928,793	- 123,000,000

Como se pode constatar, os fluxos em USD e JPY anulam-se reciprocamente e obtém-se um lucro (L) em EUR de:

$$L = 928,793 - 924,300 = 4,493$$

4.3. A dinâmica de evolução de preços do mercado *spot*

Como se referiu anteriormente a informação circula no presente de forma praticamente simultânea por todos os operadores do mercado. Os sistemas de informação financeira que a sala de mercados de qualquer IF dispõe, assegura esse acesso quase simultâneo. Por outro lado e sobretudo os principais operadores e *market makers* do mercado dispõem de uma significativa área de análise de

mercados onde qualificados técnicos vão permanentemente avaliando a nova informação recebida, formulando cenários e projeções (de curto e longo prazo) sobre a evolução dos mercados e no caso em concreto das taxas de câmbio. A previsão das taxas de câmbio está muito ligada à evolução que se antecipa para as economias subjacentes a cada moeda, pelo que cada nova informação de que se dispõe sobre uma variável indicadora do estado de cada economia (crescimento do PIB, inflação, contas externas, desemprego, índices de confiança, produção industrial, vendas a retalho, etc.) tende a causar uma reacção no mercado no sentido em que a interpretação do valor anunciado pode sustentar ou alterar uma determinada expectativa e tendência de evolução. O desenvolvimento da informação estatística nas economias mais desenvolvidas (volume e periodicidade) vem conduzindo a uma situação de divulgação quase permanente de indicadores, muito apenas retratando realidades parciais ou provisórias, mas todos contribuindo em maior ou menor grau para um movimento constante das taxas de câmbio.

Por outro lado, há a própria actuação dos operadores que, seja pela sua própria iniciativa (gestão de posições) seja decorrente de operações com clientes, mesmo em situações de acalmia de mercado não exibem uma oferta e procura constante de moeda induzindo, assim, mais um factor de volatilidade para os preços.

Esta realidade de volatilidade dos preços nos mercados é bem retratada, mesmo a nível intra-diário. Se estivermos a olhar para os preços de uma taxa de câmbio muito transaccionada, o EUR/USD, por hipótese, durante uma hora, e admitindo que nesse espaço de tempo não se verificou a divulgação de qualquer informação relevante, iremos verificar que não obstante aquele preço terá variado dezenas de vezes, ainda que porventura dentro de um intervalo (valor mínimo e máximo) apertado. Caso se registem factos ou informações relevantes, num espaço curto de tempo, minutos, poderemos assistir com facilidade a movimentos muito significativos dos preços. Acresce que pela ligação que existe entre as diferentes taxas de câmbio, que as

cross rates ilustram bem, há um efeito globalizante na variação de preços da generalidade das moedas.

4.4. A intervenção dos bancos centrais e a evolução das taxas de câmbio

Os bancos centrais podem, na generalidade dos casos, intervir nas taxas de câmbio da sua moeda de uma de duas formas:

- Intervindo directamente no mercado *spot*, como qualquer outro operador, comprando ou vendendo moeda de acordo com os seus objectivos; se o BCE estiver interessado na valorização do EUR irá ao mercado e comprará EUR contra as restantes moedas (em alguns casos, verificando-se um consenso quanto à natureza e urgência da intervenção, assiste-se a uma actuação concertada de vários bancos centrais, visando aumentar a potência e o efeito da intervenção; sendo o seu objectivo a descida do EUR, intervirá de forma simétrica (vendendo EUR contra as restantes moedas, embora as intervenções se centrem no(s) par (es) mais importantes que acabam por influenciar os restantes);

- Influenciando o nível das taxas de juro, seja de forma directa (alterando as suas taxas directoras), seja indirecta, aumentando ou reduzindo o nível de liquidez da economia); se o objectivo for a valorização do EUR, continuando com o mesmo exemplo, o BCE aumentará o nível das taxas de juro (tornando as aplicações em EUR, em termos relativos, mais atractivas, suscitando assim uma procura maior da moeda), reduzindo o nível das taxas de juro se o objectivo for o contrário.

Mas estando o valor de cada moeda e a respectiva evolução muito ligada à condição presente e que se antecipa para o futuro da economia que a sustenta, são necessárias alterações de natureza mais estrutural a nível das políticas, orçamental, fiscal, monetária e empresarial (competitividade das empresas) para alterar as expectativas em relação à evolução futura de cada moeda.

5. Gestão das operações das empresas no mercado *spot*

5.1. Negociação de taxas de câmbio

Todas as entidades que transaccionam fluxos em divisas deparam-se regularmente com a necessidade de terem de realizar operações *spot*, seja para adquirirem as divisas de que necessitam para realizar pagamentos em divisas (a liquidação de uma importação, o reembolso de um empréstimo em divisas, o pagamento de royalties) seja para converterem para EUR o recebimento de divisas (de uma exportação, de uma aplicação financeira em divisas). Na generalidade dos casos a empresa concretiza junto de uma IF com que trabalhe estas operações *spot*. Caso a empresa não adopte nenhuma estratégia negocial sujeitar-se-á à taxa de câmbio que a instituição pratique em cada operação, o que naturalmente tenderá a agravar os custos suportados nessas operações. Em ordem a minimizar tais custos, as empresas poderão utilizar uma de duas alternativas de actuação:

i) Negociação operação a operação

Para o efeito a empresa solicita às IF o acesso directo à respetiva sala de mercados (*corporate desk*) com a qual passará a negociar directamente a cotação *spot* a ser praticada operação a operação, e que será naturalmente função dos preços que se estão a praticar no mercado interbancário. Esta prática, sobretudo acessível às empresas de maior dimensão, pode visar dois objectivos complementares:

- Aproveitamento da volatilidade intra diária das taxas de câmbio, procurando ao longo do dia encontrar os preços mais favoráveis para a transacção;
- Maximização do efeito concorrência entre IF, através da consulta sistemática e em simultâneo a mais de uma IF.

No entanto e para poder atingir satisfatoriamente estes objectivos a empresa vai também incorrer em diversos custos, nomeadamente em termos de recursos

humanos qualificados para o acompanhamento e análise do mercado e negociação de operações.

Parece incontornável que a implementação de um sistema de negociação operação a operação somente será de considerar se a empresa registrar volumes de fluxos cambiais significativos e um valor unitário por transacção igualmente relevante (já que a capacidade negocial, operação a operação estará sempre associada à dimensão das mesmas). Por outro lado se este sistema potencia a favor da empresa o efeito concorrência bancária (caso ausculte mais de uma IF em cada operação), não há garantias de que o *timing* da negociação (o momento do dia em que a empresa decide concretizar a operação), seja consistentemente o mais favorável.

ii) Negociação da margem comercial (*spread*) das operações

Esta segunda alternativa consiste na negociação de uma margem comercial constante (para mais no caso de uma venda da IF e para menos no caso de uma compra) sobre uma taxa de referência de mercado, sendo a mais utilizada para o EUR a taxa de referência divulgada diariamente às 11 horas da manhã pelo BCE, para a generalidade das divisas (contra o EUR) e que reflecte nesse instante a cotação média de compra e venda que se verifica no mercado interbancário.

Exemplo: margem comercial constante nas operações spot
--

A empresa NJU negociou com a IF SPI uma margem comercial de um por mil para todas as suas operações *spot* durante o próximo ano. No âmbito deste acordo, uma primeira operação irá ser realizada. A empresa vai receber uma exportação de USD. A taxa de câmbio de referência do BCE para hoje e para EUR/USD foi de 0.9210.

A operação *spot* consiste na compra de EUR e entrega de USD (os que a empresa vai receber da exportação), ou seja, a empresa irá comprar EUR/USD e

consequentemente a IF irá aplicar o seu preço de venda. Este será um por mil mais elevado que a taxa de câmbio de referência do dia do BCE. Assim:

$$\text{EUR} / \text{USD}_{\text{VENDA}} = 0.9210 \times 1.001 = 0.9219$$

Deste modo a empresa verá os seus USD convertidos para EUR aquela cotação.

Esta alternativa, comparativamente à anterior apresenta várias vantagens:

- Não necessita de meios de negociação significativos (informativos e humanos) e dispensa um acompanhamento muito próximo do mercado, havendo apenas que monitorar a correcta aplicação por parte da(s) IF da margem negociada;
- Concentra o esforço negocial num só momento, no qual se discute e acorda a margem e, por outro lado, acentua no processo de negociação o volume total de fluxos de divisas relegando o volume unitário de cada operação; facilita ainda a integração desta vertente de operações numa negociação mais global das relações comerciais com cada IF.

Trata-se de uma alternativa francamente a considerar para quase todas as empresas, mesmo as de grande dimensão.

5.2. Otimização da utilização de *cross rates*

A existência na tesouraria de fluxos de recebimento e pagamento em diferentes moedas, se não for devidamente analisada, pode produzir custos de transacção que a empresa tem possibilidade de evitar. Imagine-se uma empresa que recebe regularmente CHF de exportações que efectua e faz pagamentos frequentes em JPY. Numa utilização automática do mercado spot esta empresa estará permanentemente a comprar EUR (conversão dos CHF que recebe) e a vender EUR (para obter os JPY que necessita para pagar as importações) quando, em muitas situações poderia tentar justapor fluxos e negociar directamente a *cross rate* CHF/JPY, fazendo apenas

uma operação no mercado spot em vez de duas. Esta melhor gestão dos seus fluxos cambiais pode poupar custos de transacção significativos.

Para o efeito, a empresa deve potenciar o incremento de movimentos de compensação directa intra-moedas, mesmo que recorrendo a financiamentos de curtíssimo prazo para assegurar a compensação de valores. Note-se que a poupança de uma transacção *spot*, pelas margens comerciais que a empresa suporta, pode conseguir acomodar, com lucro, financiamentos pontuais que possibilitem o cruzamento de fluxos de sinais contrários na mesma moeda, sem haver assim conversões para EUR. Basta recordar que a margem de um por mil utilizada no exemplo anterior, é equivalente em termos nominais a um custo de financiamento por um dia de 36% ($0.36/360 = 0.001$), de 18% por dois dias, de 9% por quatro, etc.