



BANCO CENTRAL DO BRASIL

Trabalhos para Discussão **146**

Movimentos da Estrutura a Termo e Critérios de Minimização do Erro de Previsão em um Modelo Paramétrico Exponencial

Caio Almeida, Romeu Gomes, André Leite e José Vicente

Outubro, 2007

ISSN 1519-1028
CGC 00.038.166/0001-05

Trabalhos para Discussão	Brasília	n° 146	out	2007	P. 1-32
--------------------------	----------	--------	-----	------	---------

Trabalhos para Discussão

Editado pelo Departamento de Estudos e Pesquisas (Depep) – *E-mail*: workingpaper@bcb.gov.br

Editor: Benjamin Miranda Tabak – *E-mail*: benjamin.tabak@bcb.gov.br

Assistente Editorial: Jane Sofia Moita – *E-mail*: jane.sofia@bcb.gov.br

Chefe do Depep: Carlos Hamilton Vasconcelos Araújo – *E-mail*: carlos.araujo@bcb.gov.br

Todos os Trabalhos para Discussão do Banco Central do Brasil são avaliados em processo de *double blind referee*.

Reprodução permitida somente se a fonte for citada como: Trabalhos para Discussão nº 146.

Autorizado por Mário Mesquita, Diretor de Política Econômica.

Controle Geral de Publicações

Banco Central do Brasil

Secre/Surel/Dimep

SBS – Quadra 3 – Bloco B – Edifício-Sede – 1º andar

Caixa Postal 8.670

70074-900 Brasília – DF

Telefones: (61) 3414-3710 e 3414-3567

Fax: (61) 3414-3626

E-mail: editor@bcb.gov.br

As opiniões expressas neste trabalho são exclusivamente do(s) autor(es) e não refletem, necessariamente, a visão do Banco Central do Brasil.

Ainda que este artigo represente trabalho preliminar, citação da fonte é requerida mesmo quando reproduzido parcialmente.

The views expressed in this work are those of the authors and do not necessarily reflect those of the Banco Central or its members.

Although these Working Papers often represent preliminary work, citation of source is required when used or reproduced.

Central de Atendimento ao Público

Endereço: Secre/Surel/Diate
Edifício-Sede – 2º subsolo
SBS – Quadra 3 – Zona Central
70074-900 Brasília – DF

DDG: 0800 9792345

Fax: (61) 3414-2553

Internet: <http://www.bcb.gov.br>

Movimentos da Estrutura a Termo e Critérios de Minimização do Erro de Previsão em um Modelo Paramétrico Exponencial.

Caio Almeida* Romeu Gomes[†] André Leite[‡]
José Vicente[§]

Este Trabalho para Discussão não deve ser citado como representando as opiniões do Banco Central do Brasil. As opiniões expressas neste trabalho são exclusivamente do(s) autor(es) e não refletem, necessariamente, a visão do Banco Central do Brasil.

Resumo

Neste artigo, nós estudamos como diferentes escolhas dos *loadings* afetam a previsão do modelo exponencial de estrutura a termo proposto por Diebold e Li (2006). Os *loadings* são definidos através de um parâmetro específico λ que controla tanto a velocidade de decaimento da inclinação como o máximo da curvatura. Em particular, adotando uma base de dados formada por taxas brasileiras de DI futuro, nós analisamos quatro regras de escolha que dependem de métricas que minimizam erros de previsão para diferentes horizontes de previsão. Nós concluímos que a regra ótima muda de acordo com a região dos vencimentos dos DI futuro e com o horizonte de previsão, indicando que a escolha de como os movimentos são parametrizados nesse modelo exponencial deve ser feita com cuidado, adaptada para aplicação particular do modelo.

Palavras chaves: Modelos Paramétricos de Estrutura a Termo, Componentes Principais e Previsão da Curva de Juros.

Códigos JEL: E43, E47, C53, G10.

*EPGE, Fundação Getúlio Vargas. e-mail: calmeida@fgv.br

[†]Banco Central do Brasil. e-mail: romeu.gomes@bcb.gov.br

[‡]Banco Central do Brasil. e-mail: andre.leite@bcb.gov.br

[§]Banco Central do Brasil. e-mail: jose.valentim@bcb.gov.br

1 Introdução

Previsão da Estrutura a Termo de Taxa de Juros (ET TJ) tem enorme importância prática tanto para os tomadores de decisões de política monetária como para os participantes do mercado de renda fixa. Neste artigo, nós analisamos a capacidade preditiva do modelo de Diebold e Li (2006) (modelo DL daqui em diante) considerando quatro modos diferentes de estimação do parâmetro do modelo que controla a inclinação e a curvatura da curva de juros. Os resultados mostram que dependendo do horizonte de previsão e da taxa que se têm em foco, estratégias de estimação diferentes desse parâmetro devem ser empregadas.

Apesar da relevância do assunto e do grande progresso recente na modelagem da curva de juros, pouca atenção tem sido dada na literatura acadêmica à questão prática de previsão da ET TJ. Duffee (2002), usando um modelo afim livre de arbitragem, demonstra que a especificação correta do prêmio de risco é de vital importância na previsão da curva de juros. Egorov e outros (2006) mostram que um modelo afim com volatilidade estocástica apresenta boa qualidade de previsão da distribuição condicional conjunta da rentabilidade dos bônus. Diebold e Li (2006), utilizando uma variante do modelo estatístico de Nelson e Siegel (1987) (modelo NS daqui em diante), apresentam uma técnica para previsão da ET TJ americana com resultados significativamente melhores que diversos modelos tradicionais de séries temporais tais como o passeio aleatório e modelos VAR (vetor autoregressivo) aplicados as taxas. Todavia, há de se ressaltar que esse resultado promissor tem como contrapartida uma inconsistência econômica, qual seja: o modelo DL não garante a ausência de arbitragem¹.

Muito provavelmente o sucesso do modelo DL deve-se não somente aos bons resultados obtidos mas também a facilidade de implementação da técnica. Conseqüentemente, embora recente, o modelo DL já é objeto de diversos estudos e extensões. No Brasil, Vicente e Tabak (2007) comparam o modelo afim gaussiano² com o modelo DL e concluem que este último tem poder de previsão ligeiramente superior ao primeiro para a curva brasileira. Almeida e outros (2007) propõem uma versão dinâmica do modelo de Svensson (1994) para ajustar a curva de juros e obtêm resultados superiores aos do modelo DL para a previsão da ET TJ brasileira. Varga (2007) usando uma longa base

¹Filipovic e Sharef (2004) mostram como modificar o modelo paramétrico NS de modo a impedir a ocorrência de oportunidades de arbitragem.

²Veja Dai e Singleton (2000) para uma descrição detalhada dos modelos afim.

de dados de contratos DI futuro replica os achados do modelo DL para o Brasil. Laurini e Hotta (2007) mostram que extensões bayesianas do modelo DL aumentam significativamente a capacidade preditiva.

O modelo DL consiste na estimação por mínimos quadrados de uma série temporal de três fatores estocásticos (associados com o nível, inclinação e curvatura da curva de juros) a partir de uma amostra de taxas à vista. Em seguida faz-se a previsão fora da amostra desses fatores usando um processo autoregressivo de ordem 1 (AR(1)). No entanto, os *loadings*³ dos fatores dependem de um parâmetro que controla o ponto de máximo da curvatura e a velocidade de decaimento da inclinação⁴. Valores diferentes do decaimento fornecem séries temporais diferentes para os fatores estocásticos e portanto previsões distintas. Diebold e Li (2006) sugerem fixar o parâmetro de decaimento de tal sorte que o máximo teórico da curvatura coincida com o máximo da curvatura extraída da amostra via análise de componentes principais. Embora de forte apelo intuitivo essa abordagem não exclui outras possibilidades igualmente coerentes.

Neste trabalho nós avaliamos o desempenho em termos de previsão fora da amostra de quatro novas regras de escolha do parâmetro de decaimento. A base de dados do estudo consiste de uma série diária de taxas de juros à vista do mercado brasileiro. Na primeira regra o parâmetro de decaimento é determinado de modo a minimizar a soma dos quadrados dos erros de ajuste dentro da amostra. Nas outras três regras os dados dentro da amostra foram divididos em duas sub-bases. Em seguida escolhem-se os valores para o parâmetro de decaimento que minimizam o erro médio quadrático total das previsões diárias da ETTJ na segunda sub-base para um horizonte de previsão de 1 dia, 1 semana (5 dias úteis) e 1 mês (21 dias úteis). Por fim nós comparamos o poder de previsão para esses mesmos três horizontes temporais de cada uma das técnicas usando uma base de taxas fora da amostra. Em média, a regra ótima de escolha do parâmetro de decaimento para previsão fora da amostra em cada horizonte considerado coincide com o mesmo horizonte de previsão usado no ajuste na segunda sub-base dentro da amostra. Por exemplo, para fazer previsões 1 mês a frente fora da amostra, o parâmetro de decaimento que minimiza os erros de previsão 1 mês a frente na segunda sub-base dentro da amostra é, em média, superior aos demais. No entanto, dependendo da

³Os *loadings* de um modelo paramétrico correspondem aos autovetores de uma rotação da matriz de covariância das taxas (veja Almeida e outros (2003)).

⁴Nos referiremos a esse parâmetro como parâmetro de decaimento.

taxa de que prazo se deseja prever, essa conclusão pode não ser verdadeira.

Esse resultado tem dois corolários importantes. Primeiro, fornece uma regra prática para os participantes do mercado aplicarem em suas atividades diárias de apreçamento de ativos e gestão de risco. Do ponto de vista teórico, demonstra que as previsões do modelo DL são sensíveis à forma como se estima o parâmetro de controle da curvatura. Essa falta de robustez pode estar relacionada com a dificuldade da combinação de modelos paramétricos com processos AR(1) em capturar corretamente o prêmio de risco das taxas *forward*, conforme apontado por Almeida e Vicente (2007).

Ao contrário de todas as aplicações do modelo DL no mercado brasileiro⁵, em nossa análise tentamos manter ao máximo a simplicidade do modelo DL original, isto é, estimação dos fatores latentes por uma variante do modelo NS e previsão via um processo AR(1). Essa parsimônia tem por objetivo garantir que as técnicas propostas para escolha do parâmetro de decaimento do modelo possam ser facilmente empregadas pelos participantes do mercado.

O restante do artigo é organizado como se segue. A Seção 2 apresenta uma análise descritiva dos dados usados neste estudo. A Seção 3 descreve o modelo DL e os quatro métodos de escolha do parâmetro de decaimento. Na Seção 4 é feita uma análise dos resultados obtidos. A Seção 5 conclui o trabalho.

2 Dados

Os resultados descritos neste trabalho foram obtidos a partir de uma base de dados diários do mercado futuro de taxa média de depósitos interfinanceiros (DI) de um dia da BM&F (Bolsa de Mercadorias & Futuros), ou mais resumidamente, DI futuro de 1 dia. O período de estudo engloba os pregões de 04/11/2004 a 28/12/2006 totalizando 534 dias de saques⁶.

No mercado futuro de DI de 1 dia da BM&F é negociada a taxa de juros efetiva anual, base 252 dias úteis, até o vencimento do contrato, definida pela acumulação das taxas diárias de DI⁷ no período compreendido entre a

⁵Exceção feita ao trabalho de Varga (2007) que, apesar de reestimar o parâmetro de decaimento a cada dois anos, mantém os ingredientes básicos do modelo DL.

⁶Dia de saque é um dia útil para fins de operações praticadas no mercado financeiro, conforme estabelecido pelo Conselho Monetário Nacional.

⁷Taxa DI é a taxa média de depósitos interfinanceiros de 1 dia calculada pela Central de Custódia e de Liquidação Financeira de Títulos (Cetip).

data de negociação e o último dia de negociação do contrato⁸. Geralmente, o mercado caracteriza cada contrato DI futuro pela data de vencimento.

Com a finalidade de eliminar dados oriundos de contratos pouco líquidos e que portanto poderiam conter informação distorcida, nós eliminamos em cada dia de pregão os vencimentos com volume negociado inferior a 500 contratos. A cada dia o prazo para o vencimento de um contrato DI futuro diminui de uma unidade. Dessa forma, o prazo das taxas de nossa base muda dia a dia. Evidentemente, como é de praxe na literatura de renda fixa, poderíamos interpolar diariamente para prazos fixos os dados obtidos. Optamos por uma abordagem diferente para evitar que erros de interpolação contaminassem os resultados⁹.

3 O Modelo DL

O modelo DL é uma variante do modelo paramétrico NS no qual a taxa de juros à vista na data t para o prazo τ , denotada por $y_t(\tau)$, tem a seguinte forma funcional:

$$y_t(\tau) = \beta_{1t} + \beta_{2t} \left(\frac{1 - e^{-\lambda_t \tau}}{\lambda_t \tau} \right) + \beta_{3t} \left(\frac{1 - e^{-\lambda_t \tau}}{\lambda_t \tau} - e^{-\lambda_t \tau} \right). \quad (1)$$

O parâmetro λ_t controla a taxa de decaimento exponencial da inclinação e a curvatura da curva de juros. Valores pequenos de λ_t provocam uma redução suave nos coeficientes exponenciais e servem para ajustar bem a curva em prazos longos. Por outro lado, valores altos de λ_t resultam em uma redução dos coeficientes exponenciais mais acentuada e servem para ajustar a curva em prazos mais curtos.

Os coeficientes β_{1t} , β_{2t} e β_{3t} podem ser interpretados como fatores latentes dinâmicos. O *loading* do primeiro fator é constante e igual a 1, portanto β_{1t} pode ser interpretado como o fator de longo prazo. O *loading* de β_{2t} é representado por uma função que assume o valor limite igual a 1 para a maturidade tendendo a zero e decai monotonicamente para zero com o aumento da maturidade. Assim, podemos interpretar o segundo fator como o fator de curto prazo. Finalmente, o *loading* de β_{3t} assume valor limite igual

⁸Para maiores detalhes sobre o DI futuro, veja as especificações do contrato desse derivativo disponível no site <http://www.bmf.com.br>.

⁹Do ponto de vista prático, o uso das taxas observadas ao invés de taxas interpoladas é de grande valia uma vez que a primeira é a taxa efetivamente negociada.

a zero para a maturidade próxima de zero, cresce atingindo seu máximo e depois decai para zero novamente, mas de uma forma mais lenta do que o segundo *loading*. Dessa forma o terceiro fator representa o fator de médio prazo. A Figura 1 apresenta os *loadings* desses três fatores.

Alternativamente, os fatores latentes podem ser interpretados como os três movimentos básicos da curva de juros¹⁰. Um aumento em β_{1t} provoca um aumento igual nas taxas para todas as maturidades, logo podemos interpretar esse fator como o nível da curva. Um aumento em β_{2t} gera uma variação maior nas taxas longas que nas curtas. Portanto, podemos interpretar esse fator como a inclinação. Um aumento em β_{3t} tem pouco efeito nas taxas curtas e longas, mas afeta as taxas médias. Logo podemos interpretar esse fator como a curvatura.

Os parâmetros β_{1t} , β_{2t} , β_{3t} e λ_t podem ser estimados em cada dia t via um procedimento de mínimos quadrados não lineares. Diebold e Li (2006) propõem, entretanto, uma abordagem mais simples. Primeiramente fixa-se o valor do parâmetro de decaimento ($\lambda_t = \lambda$ para todo t). Em seguida calcula-se o valor dos *loadings* para esse valor prefixado de λ_t . Por fim, encontram-se os fatores latentes em cada dia t por mínimos quadrados ordinários tomando os *loadings* conhecidos como regressores. Diebold e Li (2006) fixam o parâmetro de decaimento de tal forma que o máximo do *loading* do fator de prazo médio coincida com o máximo observado da curvatura¹¹. Seja $\bar{\tau}$ a maturidade onde ocorre o máximo observado da curvatura, então o parâmetro de decaimento deve satisfazer a:

$$1 + \lambda\bar{\tau} + (\lambda\bar{\tau})^2 = e^{\lambda\bar{\tau}}. \quad (2)$$

Obtida uma série temporal de fatores latentes, a previsão da taxa de prazo τ na data $t + h$ feita com as informações disponíveis em t é

$$\hat{y}_{t+h/t}(\tau) = \hat{\beta}_{1,t+h/t} + \hat{\beta}_{2,t+h/t} \left(\frac{1 - e^{-\lambda\tau}}{\lambda\tau} \right) + \hat{\beta}_{3,t+h/t} \left(\frac{1 - e^{-\lambda\tau}}{\lambda\tau} - e^{-\lambda\tau} \right), \quad (3)$$

onde

$$\hat{\beta}_{i,t+h/t} = \hat{c}_i + \hat{\gamma}_i \hat{\beta}_{it}, \quad i = 1, 2, 3 \quad (4)$$

¹⁰Para uma descrição detalhada dos movimentos da curva de juros veja Litterman e Scheinkman (1991).

¹¹A curvatura pode ser extraída via componentes principais.

com os parâmetros \hat{c}_i e $\hat{\gamma}_i$ estimados através de um processo autoregressivo de ordem 1 na série temporal do fator β_i disponível até t .

A principal contribuição deste trabalho é a análise de quatro técnicas diferentes de escolha do parâmetro de decaimento. Assim como Diebold e Li (2006) nós fixamos $\lambda_t = \lambda$ para todo t . A inovação está na forma de obtenção do valor de λ .

Em todas as quatro técnicas, a pesquisa dos lambdas ótimos foi feita considerando-se os dados dos 400 primeiros dias da amostra (de 04/11/2004 a 14/06/2006). Os dados do período que abrange os dias 401 a 534 (de 16/06/2006 a 28/12/2006) foram utilizados para testar a qualidade da previsão gerada por cada técnica.

Na primeira técnica, nós escolhemos o lambda tal que a soma dos quadrados dos erros de ajuste diários nos 400 primeiros dias da amostra fosse a menor possível. O ajuste da curva em cada dia foi obtido através de um procedimento de mínimos quadrados ordinários. Vamos chamar essa técnica de critério 1 de estimação do lambda.

Nas outras três técnicas nós dividimos a amostra em duas sub-bases. A primeira compreende os dias 1 até 300 e a segunda os dias 301 até 400. Em seguida nós determinamos o lambda que minimiza o erro médio quadrático para previsões 1 dia a frente, 1 semana (5 dias úteis) a frente e 1 mês (21 dias úteis) a frente no período da segunda sub-base, feitas estas previsões de acordo com a Equação 3. Assim obtemos três lambdas ótimos. O primeiro deles minimiza o erro médio quadrático de previsão 1 dia a frente no período compreendido entre o dia 301 e 400 da amostra. As previsões são feitas impondo um processo AR(1) nos fatores latentes conforme a Equação 4. Os outros dois lambdas têm interpretação semelhante. Vamos chamar essas 3 técnicas de critérios 2, 3 e 4 de estimação do lambda.

Os lambdas ótimos obtidos por cada uma dessas técnicas estão indicados na Tabela 1.

4 Análise dos Resultados

Passemos agora a análise dos resultados obtidos. As Figuras 2, 3 e 4 apresentam as séries temporais dos fatores latentes nível, inclinação e curvatura, respectivamente, estimados por todos os quatro critérios de escolha do lambda. Observe que as séries temporais dos fatores de longo prazo (β_1) apresentam uma inversão próxima a transição dentro da amostra (até o dia 400) para

fora da amostra (dia 401 até 534): dentro da amostra o β_1 estimado pelo critério 1 é o menor enquanto o β_1 estimado pelo critério 4 é o maior; fora da amostra esses papéis são trocados. Isso pode explicar a melhor capacidade preditiva do critério 4 para prazos mais longos visto que no período de análise a economia brasileira passou por um momento de redução da taxa de juros básica. Os fatores latentes correspondentes as taxas de curto (β_2) e médio (β_3) prazos apresentam um comportamento bem parecido quando estimados pelos critérios 1, 2 e 3 e um certo distúrbio quando estimado pelo critério 4. A dificuldade para previsões de curto prazo demonstrada pelo critério 4 pode estar relacionada com essa perturbação na inclinação e no nível.

As Tabelas 2 e 3 apresentam as médias dos erros médios quadráticos das previsões de 1 dia, 1 semana e 1 mês a frente de todas as taxas para os quatro critérios propostos de escolha do lambda ótimo. Os resultados estão em pontos base. Na Tabela 2 os erros médios foram calculados para o mesmo período em que os lambdas ótimos foram determinados pelos critérios 2, 3 e 4, ou seja, entre os dias 301 e 400. Já na Tabela 3 os erros reportados referem-se ao período fora da amostra, isto é, entre os dias 401 e 534. Todas as previsões foram feitas com os dados até o dia anterior ao dia considerado, reestimando dia a dia os processos autoregressivos descritos pela Equação 4.

A Tabela 2 mostra que os menores erros médios quadráticos dentro da amostra para os três prazos de previsão são aqueles obtidos usando os lambdas ótimos correspondentes, o que não apresenta novidade alguma visto que isso é a condição imposta pelos critérios 2, 3 e 4 de escolha do parâmetro de decaimento. Por outro lado, observando a Tabela 3 vemos que esse resultado continua valendo para as previsões fora da amostra. Ainda da análise dessas duas tabelas, notamos que o critério 1 (ajuste) não é ótimo para nenhum horizonte de previsão sendo dominado pelo critério 2¹².

Descompactando os dados das Tabelas 2 e 3 podemos observar como variam os erros de previsão ao longo de toda a curva de juros. As Tabelas 4, 5 e 6 mostram o erro médio quadrático de previsão da taxa de contratos DI futuro de prazos curtíssimo, curto, médio-curto, médio, médio-longo e longo¹³ para os horizontes de previsão de 1 dia, 1 semana e 1 mês, respectivamente.

Conclusões interessantes podem ser feitas a partir da análise do erro médio

¹²Melhor entender essa dominância em um sentido fraco, visto que para previsão 1 mês a frente os critérios 1 e 2 apresentam praticamente o mesmo desempenho médio.

¹³Estes prazos correspondem ao primeiro, terceiro, quinto, sétimo, nono e décimo segundo vencimento em cada dia. Em média, esses DI's vencem em 13, 55, 129, 255, 391 e 610 dias úteis.

quadrático ao longo de toda a curva. Primeiramente, observe que o critério 1 apresenta um bom poder de previsão da taxa curtíssima para horizontes de 1 dia e 1 semana a frente. Além disso, esse critério tem a menor dispersão de erros ao longo da curva para todos os horizontes de previsão. O critério 1 não favorece uma taxa em particular em detrimento de outra. Em outras palavras, ele tem a melhor capacidade de prever a curva de juros como um todo. O critério 2 possui um bom desempenho na parte curta e média da curva para horizontes curtos de previsão. No entanto, a capacidade preditiva do critério 2 para taxas de prazo curtíssimo é fraca. O critério 3 é o dominante para todos os horizontes de previsão quando se pretende capturar a parte curta da curva, porém, assim como o critério 2, ele é deficiente na previsão de curtíssimo prazo. Por fim, o critério 4 apresenta boa qualidade de previsão para taxas longas e também para o horizonte de 1 mês a frente.

Para confirmar estatisticamente se existe ou não diferença entre as previsões geradas pelos quatro critérios de escolha de λ , nós aplicamos aos resultados obtidos o teste de comparação de previsões de Diebold e Mariano (1995). Fixamos o termo de comparação como sendo o critério 1 de escolha do λ . A Tabela 7 apresenta a estatística $S1$ para uma função de perda quadrática tomando como competidor do termo de comparação os critérios 2, 3 e 4. Entradas positivas indicam dominância do *benchmark* e negativas o contrário, sendo que valores absolutos maiores que 1,96 representam significância de 95%. Por um lado, a estatística $S1$ corrobora estatisticamente algumas conclusões do parágrafo anterior, como por exemplo, o bom desempenho na parte curta e média da curva dos critérios 2 e 3, especialmente para os horizontes de previsão de 1 dia e 1 semana a frente. Por outro lado, ela enfraquece outras conclusões, como por exemplo, a dominância do critério 4 para previsões 1 mês a frente.

5 Conclusão

O objetivo desse trabalho foi avaliar o poder de previsão do modelo DL no mercado brasileiro usando quatro métodos diferentes de escolha do parâmetro do modelo que controla a inclinação e a curvatura da curva de juros. Os resultados mostram que a regra ótima de escolha desse parâmetro depende do horizonte de previsão e da taxa que se pretende prever.

Em média, o critério que seleciona o parâmetro de controle da curvatura que minimiza os erros de ajuste dentro da amostra é o superior. Ele não

favorece nem discrimina um vencimento de DI ou um horizonte de previsão específicos. Quando o objetivo é analisar fatos estilizados do mercado ou propriedades econômicas relacionadas a curva de juros, esse critério é o recomendado. No entanto, para o participante do mercado, muitas vezes mais interessado em acertar o valor de um ativo do que entender o funcionamento dos mercados, outros critérios podem ser mais úteis. Por exemplo, para realizar previsões 1 dia a frente de taxas de prazo em torno de 3 meses, é recomendado que o participante do mercado escolha o parâmetro de curvatura que minimiza os erros de previsão 1 dia a frente em uma sub-base dentro da amostra.

Os resultados mostram ainda que o modelo DL carece de robutez, visto que as conclusões são muito sensíveis ao valor do parâmetro de curvatura. Muito provavelmente, esse problema está relacionado com a dificuldade de estimar o prêmio de risco via a combinação de modelos paramétricos com processos autoregressivos de ordem 1 (veja Almeida e Vicente (2007)). Nesse sentido, extensões do modelo DL original como as propostas por Almeida e outros (2007) e Laurini e Hotta (2007) são promissoras.

Referências

- [1] Almeida, C., A. Duarte e C. Fernandes (2003). A Generalization of Principal Components Analysis for Non-Observable Term Structures in Emerging Markets. *International Journal of Theoretical and Applied Finance*, 6, 885-903.
- [2] Almeida, C., R. Gomes, A. Leite e J. Vicente (2007). Does Curvature Enhance Forecasting? Working Paper EPGE, Fundação Getúlio Vargas.
- [3] Almeida, C. e J. Vicente (2007). The Role of No-Arbitrage on Forecasting: Lessons from a Parametric Term Structure Model. Working Paper EPGE, Fundação Getúlio Vargas.
- [4] Dai, Q. e K. Singleton (2000). Specification Analysis of Affine Term Structure Models. *Journal of Finance*, **LVI**, 5, 1943-1977.
- [5] Diebold, F. e C. Li (2006). Forecasting the Term Structure of Government Bond Yields. *Journal of Econometrics*, 130, 337-364.
- [6] Diebold, F. e R. Mariano (1995). Comparing Predictive Accuracy. *Journal of Business and Economic Statistics*, **13**, 253-263.
- [7] Duffee G. (2002). Term Premia and Interest Rates Forecasts in Affine Models. *Journal of Finance*, **57**, 405-443.
- [8] Egorov, A., Y. Hong e H. Li (2006). Validating Forecasts of the Joint Probability Density of Bond Yields: Can Affine Models Beat Random Walk? *Journal of Econometrics*, 135, 255-284.
- [9] Filipovic, D. e E. Sharef (2004). Conditions for Consistent Exponential-Polynomial Forward Rate Processes with Multiple Nontrivial Factors. *International Journal of Theoretical and Applied Finance*, 7, 685-700.
- [10] Laurini, M. e L. Hotta (2007). Extensões Bayesianas do Modelo de Estrutura a Termo de Diebold e Li. Working Paper Ibmecc **40**.
- [11] Litterman R. e J. Scheinkman (1991). Common Factors Affecting Bond Returns. *Journal of Fixed Income*, **1**, 54-61.
- [12] Nelson C. e A. Siegel (1987). Parsimonious Modeling of Yield Curves. *Journal of Business*, 60, 4, 473-489.

- [13] Svensson L. (1994). Monetary Policy with Flexible Exchange Rates and Forward Interest Rates as Indicators. *Institute for International Economic Studies*, Stockholm University.
- [14] Varga, G. (2007). Brazilian (Local) Term Structure Forecast in a Factor Model. VII Encontro Brasileiro de Finanças.
- [15] Vicente J. e B. Tabak (2007). Forecasting Bond Yields in the Brazilian Fixed Income Market. Working Paper Banco Central do Brasil.

Critério	Descrição	Lambda
1	Ajuste	1,8610
2	Previsão 1 dia	2,5831
3	Previsão 1 semana	5,5288
4	Previsão 1 mês	14,8119

Tabela 1: Lambdas ótimos estimados por quatro critérios diferentes.

Essa tabela apresenta os lambdas estimados segundo quatro critérios diferentes. O critério ajuste corresponde a escolher o lambda que minimiza o erro de ajuste no período compreendido entre o dia 1 e o dia 400. Previsão 1 dia minimiza o erro de previsão 1 dia a frente no período entre os dias 301 e 400. Previsão 1 semana minimiza o erro de previsão 1 semana a frente no período entre os dias 301 e 400. Previsão 1 mês minimiza o erro de previsão 1 mês a frente no período entre os dias 301 e 400.

Critério	Previsão 1 dia	Previsão 1 semana	Previsão 1 mês
1	19,54	45,35	143,43
2	18,78	41,29	132,73
3	21,82	36,65	97,55
4	36,06	48,50	70,10

Tabela 2: Média dos erros médios quadráticos de previsão de todas as taxas entre os dias 301 e 400.

Essa tabela apresenta as médias dos erros médios quadráticos em pontos base de todas as taxas para previsões 1 dia, 1 semana e 1 mês a frente. Os erros foram calculados dentro da amostra entre os dias 301 e 400, período de determinação do lambda ótimo para os critérios 2, 3 e 4.

Critério	Previsão 1 dia	Previsão 1 semana	Previsão 1 mês
1	11,18	33,67	106,22
2	10,57	31,99	106,34
3	15,20	30,73	86,64
4	24,10	39,14	73,10

Tabela 3: Média dos erros médios quadráticos de previsão de todas as taxas entre os dias 401 e 534.

Essa tabela apresenta as médias dos erros médios quadráticos em pontos base de todas as taxas para previsões 1 dia, 1 semana e 1 mês a frente. Os erros foram calculados fora da amostra entre os dias 401 e 534.

Critério	Curtíssimo	Curto	Médio curto	Médio	Médio longo	Longo
1	10.36	8.58	11.01	10.60	10.49	10.85
2	13.43	6.10	6.65	10.18	11.60	11.72
3	24.65	5.68	10.29	22.21	19.15	12.53
4	20.79	23.13	36.94	34.93	22.26	12.70

Tabela 4: Erros médios quadráticos de previsão 1 dia a frente fora da amostra para DI's futuro de diferentes prazos.

Essa tabela apresenta os erros médios quadráticos em pontos base para previsões 1 dia a frente dos DI's futuro de prazo curtíssimo (primeiro vencimento), curto (terceiro vencimento), médio-curto (quinto vencimento), médio (sétimo vencimento), médio-longo (nono vencimento) e longo (décimo segundo vencimento). Os erros foram calculados fora da amostra entre os dias 401 e 534. Em destaque o menor erro para cada prazo.

Critério	Curtíssimo	Curto	Médio curto	Médio	Médio longo	Longo
1	34.84	34.02	35.39	34.74	33.67	33.65
2	38.14	29.95	29.55	32.77	33.85	33.55
3	46.03	20.05	28.45	39.88	37.08	28.95
4	34.70	51.43	56.71	50.88	37.87	23.72

Tabela 5: Erros médios quadráticos de previsão 5 dias a frente fora da amostra para DI's futuro de diferentes prazos.

Essa tabela apresenta os erros médios quadráticos em pontos base para previsões 5 dias a frente dos DI's futuro de prazo curtíssimo (primeiro vencimento), curto (terceiro vencimento), médio-curto (quinto vencimento), médio (sétimo vencimento), médio-longo (nono vencimento) e longo (décimo segundo vencimento). Os erros foram calculados fora da amostra entre os dias 401 e 534. Em destaque o menor erro para cada prazo.

Critério	Curtíssimo	Curto	Médio curto	Médio	Médio longo	Longo
1	119.73	116.77	114.98	110.92	107.38	103.18
2	128.91	115.56	110.11	109.07	108.26	104.54
3	113.50	82.66	86.19	96.65	95.17	85.44
4	72.99	83.90	90.05	88.38	78.62	63.01

Tabela 6: Erros médios quadráticos de previsão 21 dias a frente fora da amostra para DI's futuro de diferentes prazos.

Essa tabela apresenta os erros médios quadráticos em pontos base para previsões 21 dias a frente dos DI's futuro de prazo curtíssimo (primeiro vencimento), curto (terceiro vencimento), médio-curto (quinto vencimento), médio (sétimo vencimento), médio-longo (nono vencimento) e longo (décimo segundo vencimento). Os erros foram calculados fora da amostra entre os dias 401 e 534. Em destaque o menor erro para cada prazo.

Prazo	Curtíssimo	Curto	Médio curto	Médio	Médio longo	Longo
Critério	Previsão 1 dia a frente					
2	7.60	-17.36	-18.48	-3.41	4.30	3.48
3	5.24	-6.26	-1.55	12.15	10.97	3.34
4	2.53	5.82	7.75	10.47	10.99	2.13
Critério	Previsão 1 semana a frente					
2	3.17	-4.17	-5.70	-2.27	0.24	-0.01
3	2.41	-5.74	-2.61	1.67	1.37	-1.92
4	-0.022	2.00	2.33	2.45	1.06	-3.31
Critério	Previsão 1 mês a frente					
2	1.90	-0.23	-0.96	-0.43	0.23	0.31
3	-0.33	-2.03	-1.81	-0.92	-0.78	-1.03
4	-1.56	-1.23	-0.95	-0.91	-1.22	-1.67

Tabela 7: Estatística S1 de significância entre as diferenças de previsões fora da amostra: Teste de Diebold e Mariano (1995).

Essa tabela apresenta a estatística S1 de Diebold e Mariano (1995) para previsões 1 dia a frente, 1 semana a frente e 1 mês a frente fora da amostra (dias 401 a 534). O termo de comparação é o critério 1 de escolha do lambda e a função de perda é o erro médio quadrático. Entradas positivas representam dominância de previsão do critério 1. Valores absolutos grandes para S1 indicam alta probabilidade de rejeitar a hipótese nula (diferença entre os erros médios quadráticos desprezível). Valores absolutos maiores que 1,96 correspondem a uma rejeição da hipótese nula a um nível de confiança de 95%.

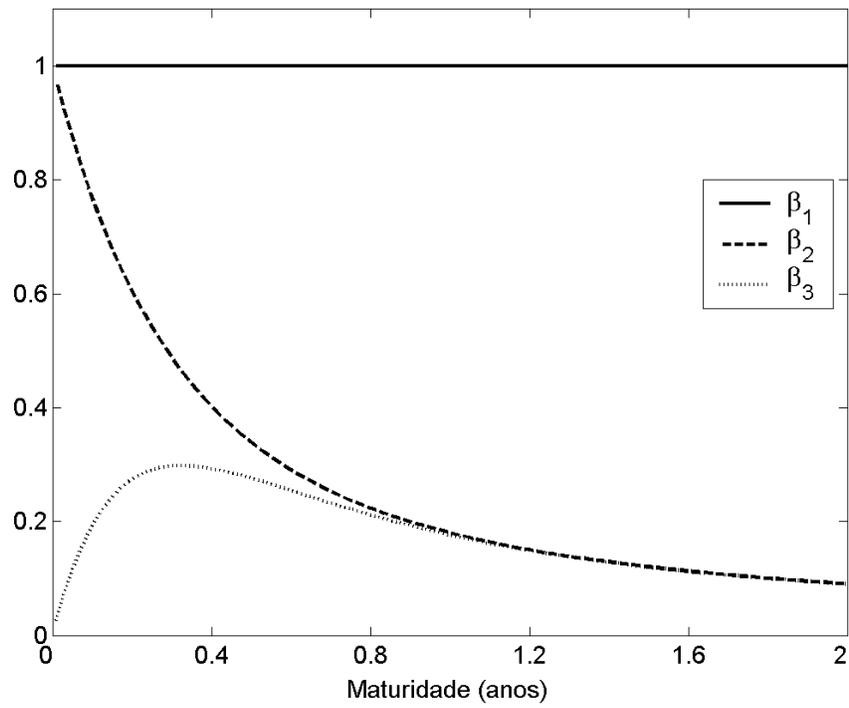


Figura 1: *Loadings* do modelo DL

Essa figura apresenta os *loadings* do modelo DL correspondente aos fatores nível (β_1), inclinação (β_2) e curvatura (β_3) considerando $\lambda = 5,5288$ (fixo).

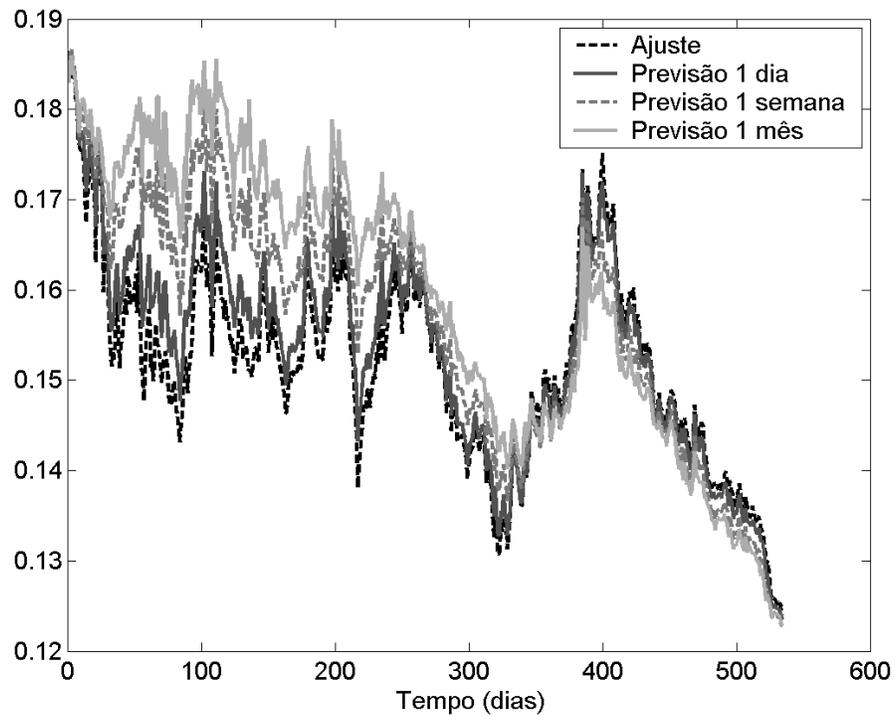


Figura 2: Série temporal do fator latente nível para cada um dos critérios de escolha de lambda.

Essa figura apresenta a série temporal do fator latente nível para cada um dos critérios de escolha do parâmetro de decaimento ao longo dos 534 dias analisados nesse estudo.

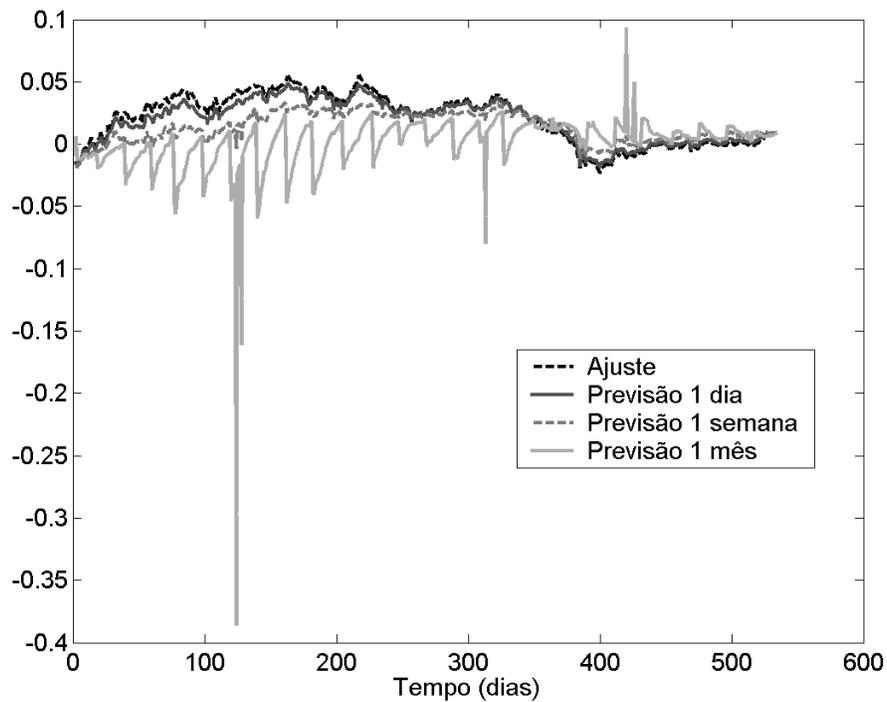


Figura 3: Série temporal do fator latente inclinação para cada um dos critérios de escolha de lambda.

Essa figura apresenta a série temporal do fator latente inclinação para cada um dos critérios de escolha do parâmetro de decaimento ao longo dos 534 dias analisados nesse estudo.

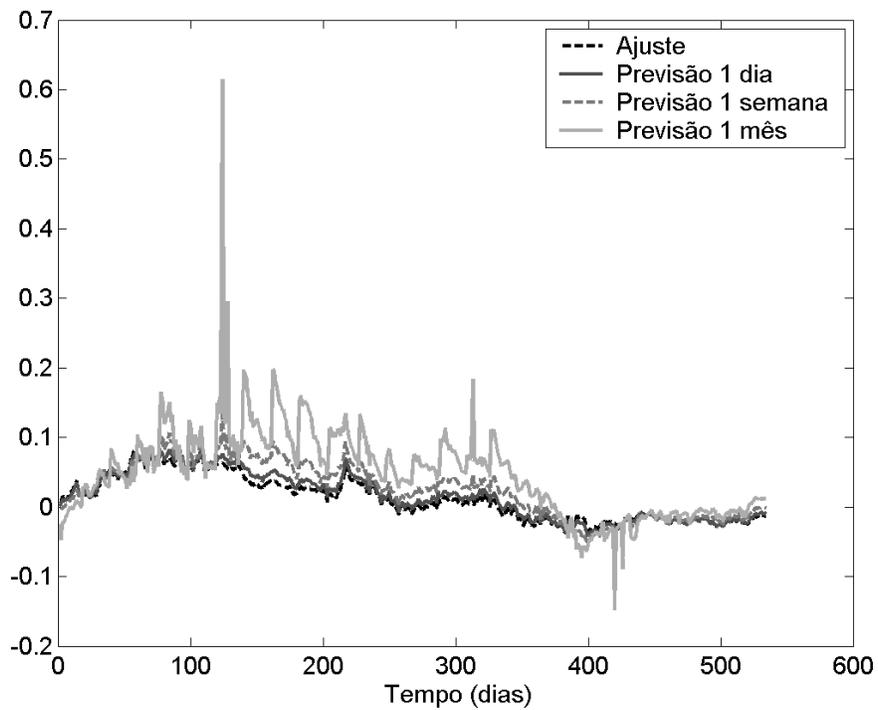


Figura 4: Série temporal do fator latente curvatura para cada um dos critérios de escolha de lambda.

Essa figura apresenta a série temporal do fator latente curvatura para cada um dos critérios de escolha do parâmetro de decaimento ao longo dos 534 dias analisados nesse estudo.

Banco Central do Brasil

Trabalhos para Discussão

Os Trabalhos para Discussão podem ser acessados na internet, no formato PDF, no endereço: <http://www.bc.gov.br>

Working Paper Series

Working Papers in PDF format can be downloaded from: <http://www.bc.gov.br>

- | | | |
|-----------|---|----------|
| 1 | Implementing Inflation Targeting in Brazil
<i>Joel Bogdanski, Alexandre Antonio Tombini and Sérgio Ribeiro da Costa Werlang</i> | Jul/2000 |
| 2 | Política Monetária e Supervisão do Sistema Financeiro Nacional no Banco Central do Brasil
<i>Eduardo Lundberg</i> | Jul/2000 |
| | Monetary Policy and Banking Supervision Functions on the Central Bank
<i>Eduardo Lundberg</i> | Jul/2000 |
| 3 | Private Sector Participation: a Theoretical Justification of the Brazilian Position
<i>Sérgio Ribeiro da Costa Werlang</i> | Jul/2000 |
| 4 | An Information Theory Approach to the Aggregation of Log-Linear Models
<i>Pedro H. Albuquerque</i> | Jul/2000 |
| 5 | The Pass-Through from Depreciation to Inflation: a Panel Study
<i>Ilan Goldfajn and Sérgio Ribeiro da Costa Werlang</i> | Jul/2000 |
| 6 | Optimal Interest Rate Rules in Inflation Targeting Frameworks
<i>José Alvaro Rodrigues Neto, Fabio Araújo and Marta Baltar J. Moreira</i> | Jul/2000 |
| 7 | Leading Indicators of Inflation for Brazil
<i>Marcelle Chauvet</i> | Sep/2000 |
| 8 | The Correlation Matrix of the Brazilian Central Bank's Standard Model for Interest Rate Market Risk
<i>José Alvaro Rodrigues Neto</i> | Sep/2000 |
| 9 | Estimating Exchange Market Pressure and Intervention Activity
<i>Emanuel-Werner Kohlscheen</i> | Nov/2000 |
| 10 | Análise do Financiamento Externo a uma Pequena Economia
Aplicação da Teoria do Prêmio Monetário ao Caso Brasileiro: 1991–1998
<i>Carlos Hamilton Vasconcelos Araújo e Renato Galvão Flôres Júnior</i> | Mar/2001 |
| 11 | A Note on the Efficient Estimation of Inflation in Brazil
<i>Michael F. Bryan and Stephen G. Cecchetti</i> | Mar/2001 |
| 12 | A Test of Competition in Brazilian Banking
<i>Márcio I. Nakane</i> | Mar/2001 |

13	Modelos de Previsão de Insolvência Bancária no Brasil <i>Marcio Magalhães Janot</i>	Mar/2001
14	Evaluating Core Inflation Measures for Brazil <i>Francisco Marcos Rodrigues Figueiredo</i>	Mar/2001
15	Is It Worth Tracking Dollar/Real Implied Volatility? <i>Sandro Canesso de Andrade and Benjamin Miranda Tabak</i>	Mar/2001
16	Avaliação das Projeções do Modelo Estrutural do Banco Central do Brasil para a Taxa de Variação do IPCA <i>Sergio Afonso Lago Alves</i>	Mar/2001
	Evaluation of the Central Bank of Brazil Structural Model's Inflation Forecasts in an Inflation Targeting Framework <i>Sergio Afonso Lago Alves</i>	Jul/2001
17	Estimando o Produto Potencial Brasileiro: uma Abordagem de Função de Produção <i>Tito Nícias Teixeira da Silva Filho</i>	Abr/2001
	Estimating Brazilian Potential Output: a Production Function Approach <i>Tito Nícias Teixeira da Silva Filho</i>	Aug/2002
18	A Simple Model for Inflation Targeting in Brazil <i>Paulo Springer de Freitas and Marcelo Kfoury Muinhos</i>	Apr/2001
19	Uncovered Interest Parity with Fundamentals: a Brazilian Exchange Rate Forecast Model <i>Marcelo Kfoury Muinhos, Paulo Springer de Freitas and Fabio Araújo</i>	May/2001
20	Credit Channel without the LM Curve <i>Victorio Y. T. Chu and Márcio I. Nakane</i>	May/2001
21	Os Impactos Econômicos da CPMF: Teoria e Evidência <i>Pedro H. Albuquerque</i>	Jun/2001
22	Decentralized Portfolio Management <i>Paulo Coutinho and Benjamin Miranda Tabak</i>	Jun/2001
23	Os Efeitos da CPMF sobre a Intermediação Financeira <i>Sérgio Mikio Koyama e Márcio I. Nakane</i>	Jul/2001
24	Inflation Targeting in Brazil: Shocks, Backward-Looking Prices, and IMF Conditionality <i>Joel Bogdanski, Paulo Springer de Freitas, Ilan Goldfajn and Alexandre Antonio Tombini</i>	Aug/2001
25	Inflation Targeting in Brazil: Reviewing Two Years of Monetary Policy 1999/00 <i>Pedro Fachada</i>	Aug/2001
26	Inflation Targeting in an Open Financially Integrated Emerging Economy: the Case of Brazil <i>Marcelo Kfoury Muinhos</i>	Aug/2001
27	Complementaridade e Fungibilidade dos Fluxos de Capitais Internacionais <i>Carlos Hamilton Vasconcelos Araújo e Renato Galvão Flôres Júnior</i>	Set/2001

- 28 **Regras Monetárias e Dinâmica Macroeconômica no Brasil: uma Abordagem de Expectativas Racionais** Nov/2001
Marco Antonio Bonomo e Ricardo D. Brito
- 29 **Using a Money Demand Model to Evaluate Monetary Policies in Brazil** Nov/2001
Pedro H. Albuquerque and Solange Gouvêa
- 30 **Testing the Expectations Hypothesis in the Brazilian Term Structure of Interest Rates** Nov/2001
Benjamin Miranda Tabak and Sandro Canesso de Andrade
- 31 **Algumas Considerações sobre a Sazonalidade no IPCA** Nov/2001
Francisco Marcos R. Figueiredo e Roberta Blass Staub
- 32 **Crises Cambiais e Ataques Especulativos no Brasil** Nov/2001
Mauro Costa Miranda
- 33 **Monetary Policy and Inflation in Brazil (1975-2000): a VAR Estimation** Nov/2001
André Minella
- 34 **Constrained Discretion and Collective Action Problems: Reflections on the Resolution of International Financial Crises** Nov/2001
Arminio Fraga and Daniel Luiz Gleizer
- 35 **Uma Definição Operacional de Estabilidade de Preços** Dez/2001
Tito Nícias Teixeira da Silva Filho
- 36 **Can Emerging Markets Float? Should They Inflation Target?** Feb/2002
Barry Eichengreen
- 37 **Monetary Policy in Brazil: Remarks on the Inflation Targeting Regime, Public Debt Management and Open Market Operations** Mar/2002
Luiz Fernando Figueiredo, Pedro Fachada and Sérgio Goldenstein
- 38 **Volatilidade Implícita e Antecipação de Eventos de Stress: um Teste para o Mercado Brasileiro** Mar/2002
Frederico Pechir Gomes
- 39 **Opções sobre Dólar Comercial e Expectativas a Respeito do Comportamento da Taxa de Câmbio** Mar/2002
Paulo Castor de Castro
- 40 **Speculative Attacks on Debts, Dollarization and Optimum Currency Areas** Apr/2002
Aloisio Araujo and Márcia Leon
- 41 **Mudanças de Regime no Câmbio Brasileiro** Jun/2002
Carlos Hamilton V. Araújo e Getúlio B. da Silveira Filho
- 42 **Modelo Estrutural com Setor Externo: Endogenização do Prêmio de Risco e do Câmbio** Jun/2002
Marcelo Kfoury Muinhos, Sérgio Afonso Lago Alves e Gil Riella
- 43 **The Effects of the Brazilian ADRs Program on Domestic Market Efficiency** Jun/2002
Benjamin Miranda Tabak and Eduardo José Araújo Lima

44	Estrutura Competitiva, Produtividade Industrial e Liberação Comercial no Brasil <i>Pedro Cavalcanti Ferreira e Osmani Teixeira de Carvalho Guillén</i>	Jun/2002
45	Optimal Monetary Policy, Gains from Commitment, and Inflation Persistence <i>André Minella</i>	Aug/2002
46	The Determinants of Bank Interest Spread in Brazil <i>Tarsila Segalla Afanasieff, Priscilla Maria Villa Lhacer and Márcio I. Nakane</i>	Aug/2002
47	Indicadores Derivados de Agregados Monetários <i>Fernando de Aquino Fonseca Neto e José Albuquerque Júnior</i>	Set/2002
48	Should Government Smooth Exchange Rate Risk? <i>Ilan Goldfajn and Marcos Antonio Silveira</i>	Sep/2002
49	Desenvolvimento do Sistema Financeiro e Crescimento Econômico no Brasil: Evidências de Causalidade <i>Orlando Carneiro de Matos</i>	Set/2002
50	Macroeconomic Coordination and Inflation Targeting in a Two-Country Model <i>Eui Jung Chang, Marcelo Kfoury Muinhos and Joaúlio Rodolpho Teixeira</i>	Sep/2002
51	Credit Channel with Sovereign Credit Risk: an Empirical Test <i>Victorio Yi Tson Chu</i>	Sep/2002
52	Generalized Hyperbolic Distributions and Brazilian Data <i>José Fajardo and Aquiles Farias</i>	Sep/2002
53	Inflation Targeting in Brazil: Lessons and Challenges <i>André Minella, Paulo Springer de Freitas, Ilan Goldfajn and Marcelo Kfoury Muinhos</i>	Nov/2002
54	Stock Returns and Volatility <i>Benjamin Miranda Tabak and Solange Maria Guerra</i>	Nov/2002
55	Componentes de Curto e Longo Prazo das Taxas de Juros no Brasil <i>Carlos Hamilton Vasconcelos Araújo e Osmani Teixeira de Carvalho de Guillén</i>	Nov/2002
56	Causality and Cointegration in Stock Markets: the Case of Latin America <i>Benjamin Miranda Tabak and Eduardo José Araújo Lima</i>	Dec/2002
57	As Leis de Falência: uma Abordagem Econômica <i>Aloisio Araujo</i>	Dez/2002
58	The Random Walk Hypothesis and the Behavior of Foreign Capital Portfolio Flows: the Brazilian Stock Market Case <i>Benjamin Miranda Tabak</i>	Dec/2002
59	Os Preços Administrados e a Inflação no Brasil <i>Francisco Marcos R. Figueiredo e Thaís Porto Ferreira</i>	Dez/2002
60	Delegated Portfolio Management <i>Paulo Coutinho and Benjamin Miranda Tabak</i>	Dec/2002

61	O Uso de Dados de Alta Freqüência na Estimação da Volatilidade e do Valor em Risco para o Ibovespa <i>João Maurício de Souza Moreira e Eduardo Facó Lemgruber</i>	Dez/2002
62	Taxa de Juros e Concentração Bancária no Brasil <i>Eduardo Kiyoshi Tonooka e Sérgio Mikio Koyama</i>	Fev/2003
63	Optimal Monetary Rules: the Case of Brazil <i>Charles Lima de Almeida, Marco Aurélio Peres, Geraldo da Silva e Souza and Benjamin Miranda Tabak</i>	Fev/2003
64	Medium-Size Macroeconomic Model for the Brazilian Economy <i>Marcelo Kfoury Muinhos and Sergio Afonso Lago Alves</i>	Fev/2003
65	On the Information Content of Oil Future Prices <i>Benjamin Miranda Tabak</i>	Fev/2003
66	A Taxa de Juros de Equilíbrio: uma Abordagem Múltipla <i>Pedro Calhman de Miranda e Marcelo Kfoury Muinhos</i>	Fev/2003
67	Avaliação de Métodos de Cálculo de Exigência de Capital para Risco de Mercado de Carteiras de Ações no Brasil <i>Gustavo S. Araújo, João Maurício S. Moreira e Ricardo S. Maia Clemente</i>	Fev/2003
68	Real Balances in the Utility Function: Evidence for Brazil <i>Leonardo Soriano de Alencar and Márcio I. Nakane</i>	Fev/2003
69	r-filters: a Hodrick-Prescott Filter Generalization <i>Fabio Araújo, Marta Baltar Moreira Areosa and José Alvaro Rodrigues Neto</i>	Fev/2003
70	Monetary Policy Surprises and the Brazilian Term Structure of Interest Rates <i>Benjamin Miranda Tabak</i>	Fev/2003
71	On Shadow-Prices of Banks in Real-Time Gross Settlement Systems <i>Rodrigo Penaloza</i>	Apr/2003
72	O Prêmio pela Maturidade na Estrutura a Termo das Taxas de Juros Brasileiras <i>Ricardo Dias de Oliveira Brito, Angelo J. Mont'Alverne Duarte e Osmani Teixeira de C. Guillen</i>	Maio/2003
73	Análise de Componentes Principais de Dados Funcionais – uma Aplicação às Estruturas a Termo de Taxas de Juros <i>Getúlio Borges da Silveira e Octavio Bessada</i>	Maio/2003
74	Aplicação do Modelo de Black, Derman & Toy à Precificação de Opções Sobre Títulos de Renda Fixa <i>Octavio Manuel Bessada Lion, Carlos Alberto Nunes Cosenza e César das Neves</i>	Maio/2003
75	Brazil's Financial System: Resilience to Shocks, no Currency Substitution, but Struggling to Promote Growth <i>Ilan Goldfajn, Katherine Hennings and Helio Mori</i>	Jun/2003

- 76 **Inflation Targeting in Emerging Market Economies** Jun/2003
Arminio Fraga, Ilan Goldfajn and André Minella
- 77 **Inflation Targeting in Brazil: Constructing Credibility under Exchange Rate Volatility** Jul/2003
André Minella, Paulo Springer de Freitas, Ilan Goldfajn and Marcelo Kfoury Muinhos
- 78 **Contornando os Pressupostos de Black & Scholes: Aplicação do Modelo de Precificação de Opções de Duan no Mercado Brasileiro** Out/2003
Gustavo Silva Araújo, Claudio Henrique da Silveira Barbedo, Antonio Carlos Figueiredo, Eduardo Facó Lemgruber
- 79 **Inclusão do Decaimento Temporal na Metodologia Delta-Gama para o Cálculo do VaR de Carteiras Compradas em Opções no Brasil** Out/2003
Claudio Henrique da Silveira Barbedo, Gustavo Silva Araújo, Eduardo Facó Lemgruber
- 80 **Diferenças e Semelhanças entre Países da América Latina: uma Análise de Markov Switching para os Ciclos Econômicos de Brasil e Argentina** Out/2003
Arnildo da Silva Correa
- 81 **Bank Competition, Agency Costs and the Performance of the Monetary Policy** Jan/2004
Leonardo Soriano de Alencar and Márcio I. Nakane
- 82 **Carteiras de Opções: Avaliação de Metodologias de Exigência de Capital no Mercado Brasileiro** Mar/2004
Cláudio Henrique da Silveira Barbedo e Gustavo Silva Araújo
- 83 **Does Inflation Targeting Reduce Inflation? An Analysis for the OECD Industrial Countries** May/2004
Thomas Y. Wu
- 84 **Speculative Attacks on Debts and Optimum Currency Area: a Welfare Analysis** May/2004
Aloisio Araujo and Marcia Leon
- 85 **Risk Premia for Emerging Markets Bonds: Evidence from Brazilian Government Debt, 1996-2002** May/2004
André Soares Loureiro and Fernando de Holanda Barbosa
- 86 **Identificação do Fator Estocástico de Descontos e Algumas Implicações sobre Testes de Modelos de Consumo** Maio/2004
Fabio Araujo e João Victor Issler
- 87 **Mercado de Crédito: uma Análise Econométrica dos Volumes de Crédito Total e Habitacional no Brasil** Dez/2004
Ana Carla Abrão Costa
- 88 **Ciclos Internacionais de Negócios: uma Análise de Mudança de Regime Markoviano para Brasil, Argentina e Estados Unidos** Dez/2004
Arnildo da Silva Correa e Ronald Otto Hillbrecht
- 89 **O Mercado de Hedge Cambial no Brasil: Reação das Instituições Financeiras a Intervenções do Banco Central** Dez/2004
Fernando N. de Oliveira

- 90 **Bank Privatization and Productivity: Evidence for Brazil** Dec/2004
Márcio I. Nakane and Daniela B. Weintraub
- 91 **Credit Risk Measurement and the Regulation of Bank Capital and Provision Requirements in Brazil – a Corporate Analysis** Dec/2004
Ricardo Schechtman, Valéria Salomão Garcia, Sergio Miki Koyama and Guilherme Cronemberger Parente
- 92 **Steady-State Analysis of an Open Economy General Equilibrium Model for Brazil** Apr/2005
Mirta Noemi Sataka Bugarin, Roberto de Goes Ellery Jr., Victor Gomes Silva, Marcelo Kfoury Muinhos
- 93 **Avaliação de Modelos de Cálculo de Exigência de Capital para Risco Cambial** Abr/2005
Claudio H. da S. Barbedo, Gustavo S. Araújo, João Maurício S. Moreira e Ricardo S. Maia Clemente
- 94 **Simulação Histórica Filtrada: Incorporação da Volatilidade ao Modelo Histórico de Cálculo de Risco para Ativos Não-Lineares** Abr/2005
Claudio Henrique da Silveira Barbedo, Gustavo Silva Araújo e Eduardo Facó Lemgruber
- 95 **Comment on Market Discipline and Monetary Policy by Carl Walsh** Apr/2005
Maurício S. Bugarin and Fábria A. de Carvalho
- 96 **O que É Estratégia: uma Abordagem Multiparadigmática para a Disciplina** Ago/2005
Anthero de Moraes Meirelles
- 97 **Finance and the Business Cycle: a Kalman Filter Approach with Markov Switching** Aug/2005
Ryan A. Compton and Jose Ricardo da Costa e Silva
- 98 **Capital Flows Cycle: Stylized Facts and Empirical Evidences for Emerging Market Economies** Aug/2005
Helio Mori e Marcelo Kfoury Muinhos
- 99 **Adequação das Medidas de Valor em Risco na Formulação da Exigência de Capital para Estratégias de Opções no Mercado Brasileiro** Set/2005
Gustavo Silva Araújo, Claudio Henrique da Silveira Barbedo, e Eduardo Facó Lemgruber
- 100 **Targets and Inflation Dynamics** Oct/2005
Sergio A. L. Alves and Waldyr D. Areosa
- 101 **Comparing Equilibrium Real Interest Rates: Different Approaches to Measure Brazilian Rates** Mar/2006
Marcelo Kfoury Muinhos and Márcio I. Nakane
- 102 **Judicial Risk and Credit Market Performance: Micro Evidence from Brazilian Payroll Loans** Apr/2006
Ana Carla A. Costa and João M. P. de Mello
- 103 **The Effect of Adverse Supply Shocks on Monetary Policy and Output** Apr/2006
Maria da Glória D. S. Araújo, Mirta Bugarin, Marcelo Kfoury Muinhos and Jose Ricardo C. Silva

- 104 Extração de Informação de Opções Cambiais no Brasil** Abr/2006
Eui Jung Chang e Benjamin Miranda Tabak
- 105 Representing Roommate's Preferences with Symmetric Utilities** Apr/2006
José Alvaro Rodrigues Neto
- 106 Testing Nonlinearities Between Brazilian Exchange Rates and Inflation Volatilities** May/2006
Cristiane R. Albuquerque and Marcelo Portugal
- 107 Demand for Bank Services and Market Power in Brazilian Banking** Jun/2006
Márcio I. Nakane, Leonardo S. Alencar and Fabio Kanczuk
- 108 O Efeito da Consignação em Folha nas Taxas de Juros dos Empréstimos Pessoais** Jun/2006
Eduardo A. S. Rodrigues, Victorio Chu, Leonardo S. Alencar e Tony Takeda
- 109 The Recent Brazilian Disinflation Process and Costs** Jun/2006
Alexandre A. Tombini and Sergio A. Lago Alves
- 110 Fatores de Risco e o *Spread* Bancário no Brasil** Jul/2006
Fernando G. Bignotto e Eduardo Augusto de Souza Rodrigues
- 111 Avaliação de Modelos de Exigência de Capital para Risco de Mercado do Cupom Cambial** Jul/2006
Alan Cosme Rodrigues da Silva, João Maurício de Souza Moreira e Myrian Beatriz Eiras das Neves
- 112 Interdependence and Contagion: an Analysis of Information Transmission in Latin America's Stock Markets** Jul/2006
Angelo Marsiglia Fasolo
- 113 Investigação da Memória de Longo Prazo da Taxa de Câmbio no Brasil** Ago/2006
Sergio Rubens Stancato de Souza, Benjamin Miranda Tabak e Daniel O. Cajueiro
- 114 The Inequality Channel of Monetary Transmission** Aug/2006
Marta Areosa and Waldyr Areosa
- 115 Myopic Loss Aversion and House-Money Effect Overseas: an Experimental Approach** Sep/2006
José L. B. Fernandes, Juan Ignacio Peña and Benjamin M. Tabak
- 116 Out-Of-The-Money Monte Carlo Simulation Option Pricing: the Joint Use of Importance Sampling and Descriptive Sampling** Sep/2006
Jaqueline Terra Moura Marins, Eduardo Saliby and Josete Florencio dos Santos
- 117 An Analysis of Off-Site Supervision of Banks' Profitability, Risk and Capital Adequacy: a Portfolio Simulation Approach Applied to Brazilian Banks** Sep/2006
Theodore M. Barnhill, Marcos R. Souto and Benjamin M. Tabak
- 118 Contagion, Bankruptcy and Social Welfare Analysis in a Financial Economy with Risk Regulation Constraint** Oct/2006
Aloísio P. Araújo and José Valentim M. Vicente

119	A Central de Risco de Crédito no Brasil: uma Análise de Utilidade de Informação <i>Ricardo Schechtman</i>	Out/2006
120	Forecasting Interest Rates: an Application for Brazil <i>Eduardo J. A. Lima, Felipe Ludovice and Benjamin M. Tabak</i>	Oct/2006
121	The Role of Consumer's Risk Aversion on Price Rigidity <i>Sergio A. Lago Alves and Mirta N. S. Bugarin</i>	Nov/2006
122	Nonlinear Mechanisms of the Exchange Rate Pass-Through: a Phillips Curve Model With Threshold for Brazil <i>Arnildo da Silva Correa and André Minella</i>	Nov/2006
123	A Neoclassical Analysis of the Brazilian "Lost-Decades" <i>Flávia Mourão Graminho</i>	Nov/2006
124	The Dynamic Relations between Stock Prices and Exchange Rates: Evidence for Brazil <i>Benjamin M. Tabak</i>	Nov/2006
125	Herding Behavior by Equity Foreign Investors on Emerging Markets <i>Barbara Alemanni and José Renato Haas Ornelas</i>	Dec/2006
126	Risk Premium: Insights over the Threshold <i>José L. B. Fernandes, Augusto Hasman and Juan Ignacio Peña</i>	Dec/2006
127	Uma Investigação Baseada em Reamostragem sobre Requerimentos de Capital para Risco de Crédito no Brasil <i>Ricardo Schechtman</i>	Dec/2006
128	Term Structure Movements Implicit in Option Prices <i>Caio Ibsen R. Almeida and José Valentim M. Vicente</i>	Dec/2006
129	Brazil: Taming Inflation Expectations <i>Afonso S. Bevilaqua, Mário Mesquita and André Minella</i>	Jan/2007
130	The Role of Banks in the Brazilian Interbank Market: Does Bank Type Matter? <i>Daniel O. Cajueiro and Benjamin M. Tabak</i>	Jan/2007
131	Long-Range Dependence in Exchange Rates: the Case of the European Monetary System <i>Sergio Rubens Stancato de Souza, Benjamin M. Tabak and Daniel O. Cajueiro</i>	Mar/2007
132	Credit Risk Monte Carlo Simulation Using Simplified Creditmetrics' Model: the Joint Use of Importance Sampling and Descriptive Sampling <i>Jaqueline Terra Moura Marins and Eduardo Saliby</i>	Mar/2007
133	A New Proposal for Collection and Generation of Information on Financial Institutions' Risk: the Case of Derivatives <i>Gilneu F. A. Vivan and Benjamin M. Tabak</i>	Mar/2007
134	Amostragem Descritiva no Apreçamento de Opções Europeias através de Simulação Monte Carlo: o Efeito da Dimensionalidade e da Probabilidade de Exercício no Ganho de Precisão <i>Eduardo Saliby, Sergio Luiz Medeiros Proença de Gouvêa e Jaqueline Terra Moura Marins</i>	Abr/2007

- 135 Evaluation of Default Risk for the Brazilian Banking Sector** May/2007
Marcelo Y. Takami and Benjamin M. Tabak
- 136 Identifying Volatility Risk Premium from Fixed Income Asian Options** May/2007
Caio Ibsen R. Almeida and José Valentim M. Vicente
- 137 Monetary Policy Design under Competing Models of Inflation Persistence** May/2007
Solange Gouvea e Abhijit Sen Gupta
- 138 Forecasting Exchange Rate Density Using Parametric Models: the Case of Brazil** May/2007
Marcos M. Abe, Eui J. Chang and Benjamin M. Tabak
- 139 Selection of Optimal Lag Length in Cointegrated VAR Models with Weak Form of Common Cyclical Features** Jun/2007
Carlos Enrique Carrasco Gutiérrez, Reinaldo Castro Souza and Osmani Teixeira de Carvalho Guillén
- 140 Inflation Targeting, Credibility and Confidence Crises** Aug/2007
Rafael Santos and Aloísio Araújo
- 141 Forecasting Bonds Yields in the Brazilian Fixed income Market** Aug/2007
Jose Vicente and Benjamin M. Tabak
- 142 Crises Análise da Coerência de Medidas de Risco no Mercado Brasileiro de Ações e Desenvolvimento de uma Metodologia Híbrida para o Expected Shortfall** Ago/2007
Alan Cosme Rodrigues da Silva, Eduardo Facó Lemgruber, José Alberto Rebello Baranowski e Renato da Silva Carvalho
- 143 Price Rigidity in Brazil: Evidence from CPI Micro Data** Sep/2007
Solange Gouvea
- 144 The Effect of Bid-Ask Prices on Brazilian Options Implied Volatility: a Case Study of Telemar Call Options** Oct/2007
Claudio Henrique da Silveira Barbedo and Eduardo Facó Lemgruber
- 145 The Stability-Concentration Relationship in the Brazilian Banking System** Oct/2007
Benjamin Miranda Tabak, Solange Maria Guerra, Eduardo José Araújo Lima and Eui Jung Chang