

7

Conclusão

O câmbio nominal é uma variável de ajuste natural a todos os choques que afetam a economia. Procurar medir a intervenção equivale a procurar medir o efeito de um participante do mercado cujo objetivo é justamente neutralizar, ou acomodar esses choques. Ainda, o câmbio, como variável de ajuste, apresenta um considerável ruído em frequência diária: um dos preços mais flexíveis e importantes da economia, ele é uma arena natural para a expressão das opiniões dos agentes sobre as demais variáveis macroeconômicas.

A contestação sobre a efetividade da política de intervenção cambial esterilizada atua sobre dois níveis: a existência de **quaisquer** efeitos sobre a taxa de câmbio em economias com conta de capital abertas, ou quase abertas, como o Brasil; e se os efeitos são temporários, ou seja, se a força dos fundamentos econômicos acaba por se sobrepor às intervenções, trazendo o câmbio ao seu patamar de equilíbrio .

Os resultados dessa dissertação sugerem que a intervenção cambial esterilizada tem efeito sobre o câmbio. As estimativas desses efeitos de uma intervenção de compra oscilaram entre uma depreciação de 0,17% a 0,7% por US\$1bi. As estimativas dos efeitos das intervenções de venda oscilaram entre uma apreciação de 0,29% e 0,34% por US\$bi. O mercado escolhido para se intervir: à vista ou através de derivativos no mercado futuro, não altera significativamente os efeitos sobre a taxa de câmbio, ao se utilizar da estimação em dois estágios.

Os testes indicam que não é possível rejeitar que esses efeitos são permanentes para um horizonte de até cinco dias, mas não realizamos testes para um horizonte maior do que esse. Portanto, embora os resultados sugiram que a intervenção cambial esterilizada é efetiva, não chegamos a conclusões se esse instrumento de política econômica tem condições de controlar o câmbio de maneira sustentável por longos períodos de tempo. Mesmo que o efeito das intervenções cambiais esterilizadas não tenha persistência por horizontes maiores, os coeficientes estimados para seus efeitos sobre a taxa de câmbio contemporânea

permitem inferir que uma política regular de intervenções cambiais esterilizadas teria o poder de manter essa taxa fora de seu valor de equilíbrio.

As estimações se mostraram pouco robustas a variações no conjunto de instrumentos, refletindo a dificuldade de encontrar instrumentos disponíveis em frequência diária que fossem associados à intervenção mas exógenos ao movimento do câmbio no dia. Se pudéssemos observar o fluxo cambial no dia (o que nosso banco central observa, mas são dados confidenciais), teríamos uma maneira de estimar o efeito das intervenções sobre a variação da taxa de câmbio não de maneira indireta, pelo controle de variáveis que afetam o fluxo cambial, mas diretamente através de seu efeito sobre o fluxo.

A análise dos efeitos das intervenções cambiais esterilizadas não se restringiu ao mercado de dólar à vista. A estimação sem correção para a *endogeneidade na reação do banco central indica que as intervenções no mercado de dólar à vista reduzem o *forward premium*, enquanto as no mercado futuro não estão correlacionadas com variações no mesmo. Aventamos duas explicações para esse resultado que não são excludentes.

A primeira explicação é que o Banco Central intervém em momentos de maior fluxo cambial, quando haveria uma compressão do prêmio de risco cambial (ou seja, há uma endogeneidade). A estimação utilizando a instrumentação para o tratamento para endogeneidade na reação do Banco Central corrobora essa explicação, pois indica que as intervenções no mercado de dólar à vista e futuro não estão correlacionadas com o *forward premium*.

Na seção 6, utilizamos o fato de que a queda do *forward premium* é equivalente ao aumento do cupom cambial (pois a soma de ambos é igual à taxa de juros doméstica) em relação a taxa Libor. Verificamos que um aumento de 1% nesse diferencial entre o cupom cambial e a taxa Libor está correlacionado com venda pelos Bancos de 598,8 US\$mi a 3,07 bilhões de dólares, ou seja, a um maior fluxo cambial. Reforçando essa hipótese, a posição cambial dos Bancos causa, no sentido de granger, o diferencial entre o cupom cambial e a taxa Libor.

É documentado que a queda no *forward premium* e o aumento do cupom cambial estão relacionados a um maior aumento do fluxo cambial e a uma maior intervenção por parte do banco Central. Isso explicaria as endogeneidades observadas durante a estimação.

A segunda explicação é que nesses momentos de maior fluxo cambial, os agentes interessados em aplicar na renda fixa do país vendam o dólar no mercado à vista e apliquem no juro futuro, o que comprimiria o *forward premium* e criaria um arbitragem: a taxa dos empréstimos em dólar no país, o cupom cambial. se tornaria mais alta que no exterior. Isso poderia levar a uma atração de recursos para aplicação nesse papel, o que eliminaria a arbitragem. A atuação do Banco Central no mercado à vista, absorvendo o fluxo e impediria que o *forward premium* e o cupom cambial voltem ao seu valor de equilíbrio pela apreciação da taxa de câmbio, levando a uma persistência dessa arbitragem. Ou seja, a intervenção não causaria a queda do *forward premium* e o aumento do cupom cambial, mas impediria o retorno ao equilíbrio de ambos.