

## 10 Conclusão

O objetivo deste trabalho foi comparar o mercado à vista e o mercado futuro de câmbio no Brasil, do que diz respeito à liderança na formação da cotação. As conclusões são que o mercado de câmbio futuro é mais líquido e lidera a formação da taxa de câmbio sobre o mercado à vista, fenômeno contrário ao que ocorre nas principais moedas do mundo. Assim, mostra-se que o mercado futuro é o *locus* de formação da cotação, sendo esta então transmitida por arbitragem ao mercado à vista.

A forma de funcionamento do mercado cambial brasileiro, que limita o acesso à moeda estrangeira à vista aos agentes não autorizados pelo Banco Central, faz com que estes transfiram diversas operações típicas desse mercado para o mercado futuro de câmbio, no seu primeiro vencimento, uma vez que as limitações quanto à participação no mercado futuro de câmbio são muito menos restritivas. Conseqüentemente, estes agentes priorizam o mercado futuro no momento de fazer suas operações cambiais, o que torna o volume negociado no mercado futuro de câmbio mais de cinco vezes maior do que o volume negociado no mercado interbancário à vista.

Utilizando um modelo de microestrutura desenvolvido no capítulo 4, no capítulo 6 mostra-se que o mercado de dólar futuro tem *spreads* de compra e venda mais estreitos do que o mercado de câmbio à vista, bem como menor impacto do fluxo de ordem sobre a cotação. Esse primeiro resultado sugere a maior liquidez do mercado futuro, na medida em que as suas transações têm menor capacidade de afetar a cotação do que no mercado à vista. Com efeito, estima-se que um fluxo de ordem de compra (venda) de US\$ 1 bilhão deprecia (aprecia) o câmbio futuro em 0,99% e o câmbio à vista em 1,12%.

No capítulo 6, também se estima a evolução ao longo do tempo deste coeficiente de impacto do fluxo de ordem sobre a cotação. Mostra-se assim que este coeficiente não é constante ao longo do tempo, sendo significativamente maior nos momentos de crise do que nos momentos de estabilidade. Adicionalmente, testa-se a existência de assimetrias nos coeficientes dos fluxos de ordem de compra e de venda de moeda estrangeira. Os resultados apontam

para ausência destas em ambos mercados, ou seja, que o impacto de fluxos de ordem de mesma magnitude, mas de sentidos opostos, têm o mesmo impacto sobre a cotação.

Segundo a abordagem da microestrutura, o mercado mais líquido deve ser aquele no qual a cotação leva menos tempo para se ajustar ao fluxo de ordem, ou seja, o mercado onde a cotação se ajusta mais rapidamente às novas informações e às transações. Dessa forma, no capítulo 7, estima-se em quantos minutos, em média, o efeito do fluxo de ordem sobre a cotação se dá plenamente, em ambos os mercados. Estima-se que a cotação do dólar futuro leva menos de três minutos para se ajustar ao fluxo de ordem, enquanto a cotação do dólar à vista leva entre quatro e cinco minutos. Tal resultado também sugere a maior liquidez do mercado futuro sobre o à vista.

Entretanto, para que se mostre qual dos mercados é mais líquido e lidera a formação da cotação, é necessário que se trate ambos os mercados conjuntamente, buscando identificar na alta frequência como ocorre a formação da cotação. Dessa forma, no capítulo 8, estima-se um sistema com as cotações e os fluxos do mercado à vista e futuro. Os resultados sugerem que: *i)* as cotações dos dez minutos anteriores do dólar futuro afetam a cotação corrente do dólar à vista, mas não o contrário; *ii)* a cotação do dólar futuro não reage aos desvios na relação de equilíbrio de longo prazo entre estas cotações, mas a do dólar à vista reage fortemente; e *iii)* o fluxo de ordem do mercado futuro é informativo para a formação da taxa de câmbio à vista, mas o fluxo de ordem do mercado à vista não o é.

Com base nesses resultados, busca-se mostrar que o mercado futuro é o *locus* de formação da taxa de câmbio, sendo então esta transmitida por arbitragem para o mercado à vista. A legislação cambial, que limita o acesso à moeda estrangeira aos agentes não bancários, faz o mercado futuro de câmbio mais líquido que o mercado à vista e assim o líder no processo de formação da cotação. Os resultados sugerem que as novas informações são agregadas primeiramente ao mercado futuro de câmbio e então transferidas ao mercado à vista.

Por fim, no Capítulo 9, utiliza-se a abordagem da microestrutura para fazer previsões intra-diárias e diárias para a taxa de câmbio. Realizam-se previsões para os próximos cinco a sessenta minutos, bem como previsões para o próximo dia. Para as previsões intradiárias, o modelo de microestrutura é aquele que fornece as melhores previsões, para os próximos cinco a sessenta minutos. Para um dia à frente, o modelo híbrido, com componentes macroeconômicos e de

microestrutura, é o que fornece as previsões mais apuradas, em média 40% superiores ao passeio aleatório.

Os resultados dão amplo suporte à abordagem da microestrutura da taxa de câmbio, uma vez que em todos os casos se obtêm previsões significativamente superiores ao passeio aleatório.