

Seminário

Rumos da Política Cambial

23/3/2007

Fluxos de Capitais, Derivativos
Financeiros e Intervenções nos
Mercados de Câmbio II

Márcio Gomes Pinto Garcia
Departamento de Economia –
PUC-Rio

Fluxos de Capitais, Derivativos Financeiros e Intervenções nos Mercados de Câmbio II

Márcio Gomes Pinto Garcia e Felipe César Diógenes

Departamento de Economia - PUC-Rio

Seminário:

Rumos da Política Cambial

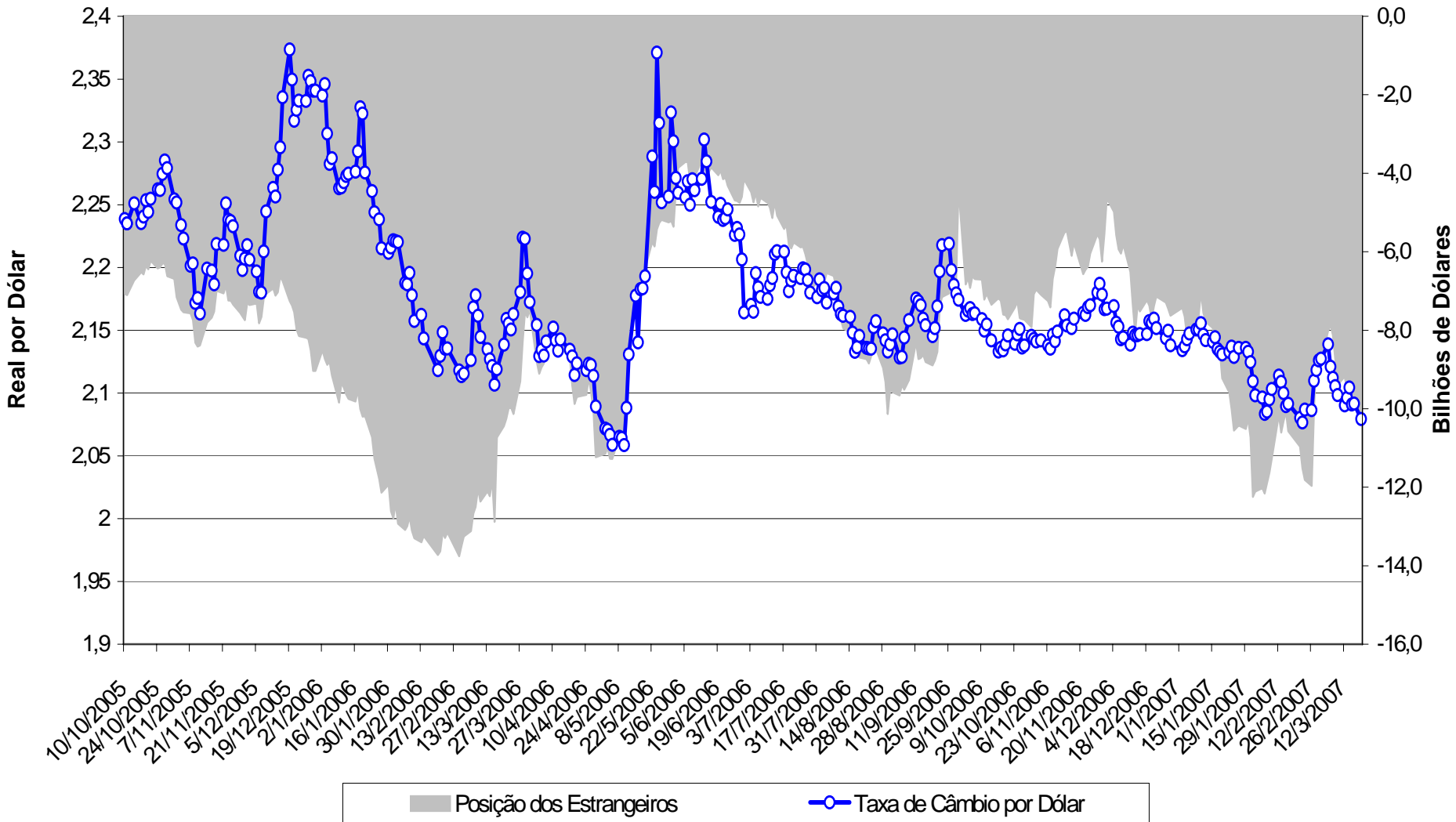
Sexta - Feira, 23 de março de 2007

Agradeço a excelente assistência de pesquisa provida por Laura Macedo e Pedro Maia.

Juros, Fluxos de Capital e Derivativos

- ❑ O diferencial de juros elevado atrai capitais via derivativos (*NDFs* de reais, venda de derivativos cambiais—dólar futuro e FRA de cupom—na BM&F), e isso tem impacto sobre a taxa de câmbio à vista.
- ❑ Evidência: movimentos da posição investida (vendida) dos investidores institucionais estrangeiros apresentam forte correlação com a taxa de câmbio.
- ❑ Quando aumenta a posição dos estrangeiros, o dólar cai, e vice-versa. Isto é compatível com uma curva de oferta de fundos (dólares) que se desloca sobre uma curva de demanda estável.

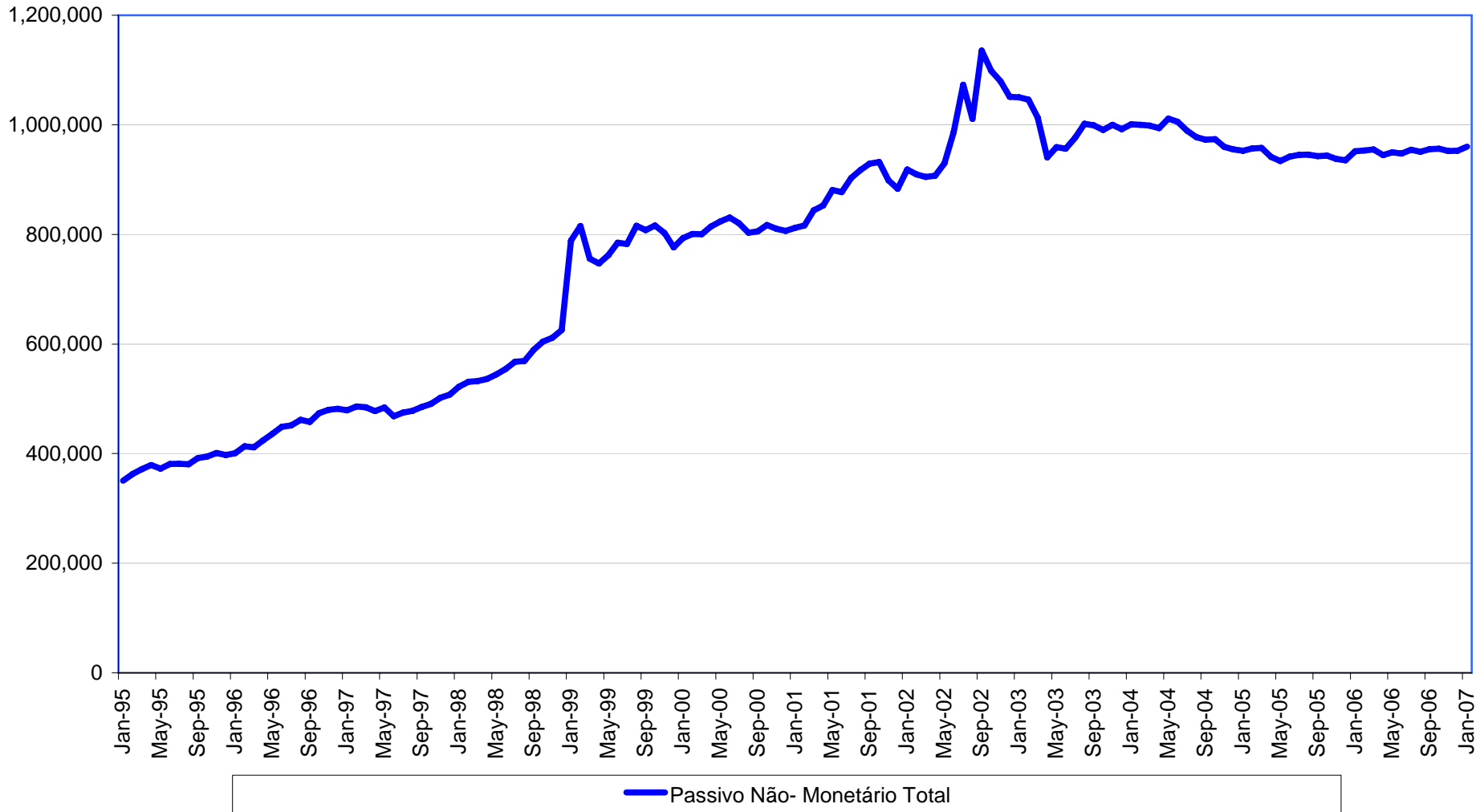
POSIÇÃO DOS INVESTIDORES ESTRANGEIROS NO MERCADO DE DÓLAR FUTURO E CUPOM CAMBIAL



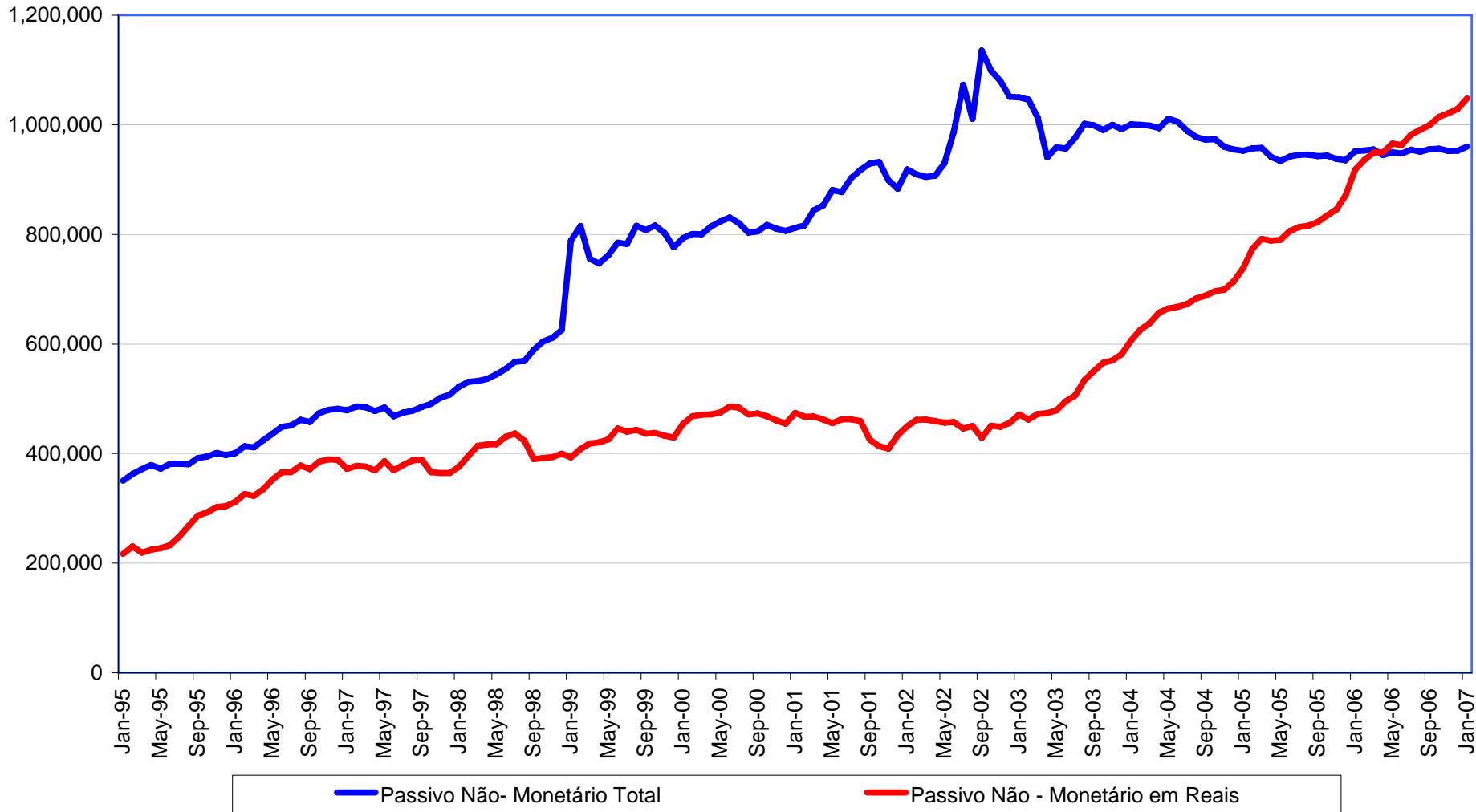
Efeito das Intervenções Esterilizadas sobre a Taxa de Câmbio

- ❑ O efeito portfolio depende da substituição imperfeita entre ativos domésticos e estrangeiros;
- ❑ Sob substituição imperfeita, torna-se importante o tamanho da intervenção esterilizada para alterar a taxa de câmbio;
- ❑ A intervenção esterilizada assume diversos formatos: recompra e/ou não rolagem de dívida externa e de dívida interna indexada ao dólar, emissão de *swaps* cambiais reversos, e compras no mercado à vista. O resultado de todas essas formas é alterar a composição em moedas do passivo não monetário do governo.
- ❑ Uma variável natural (sugestão de M. Dooley) é a proporção em reais do passivo não monetário total do setor público.

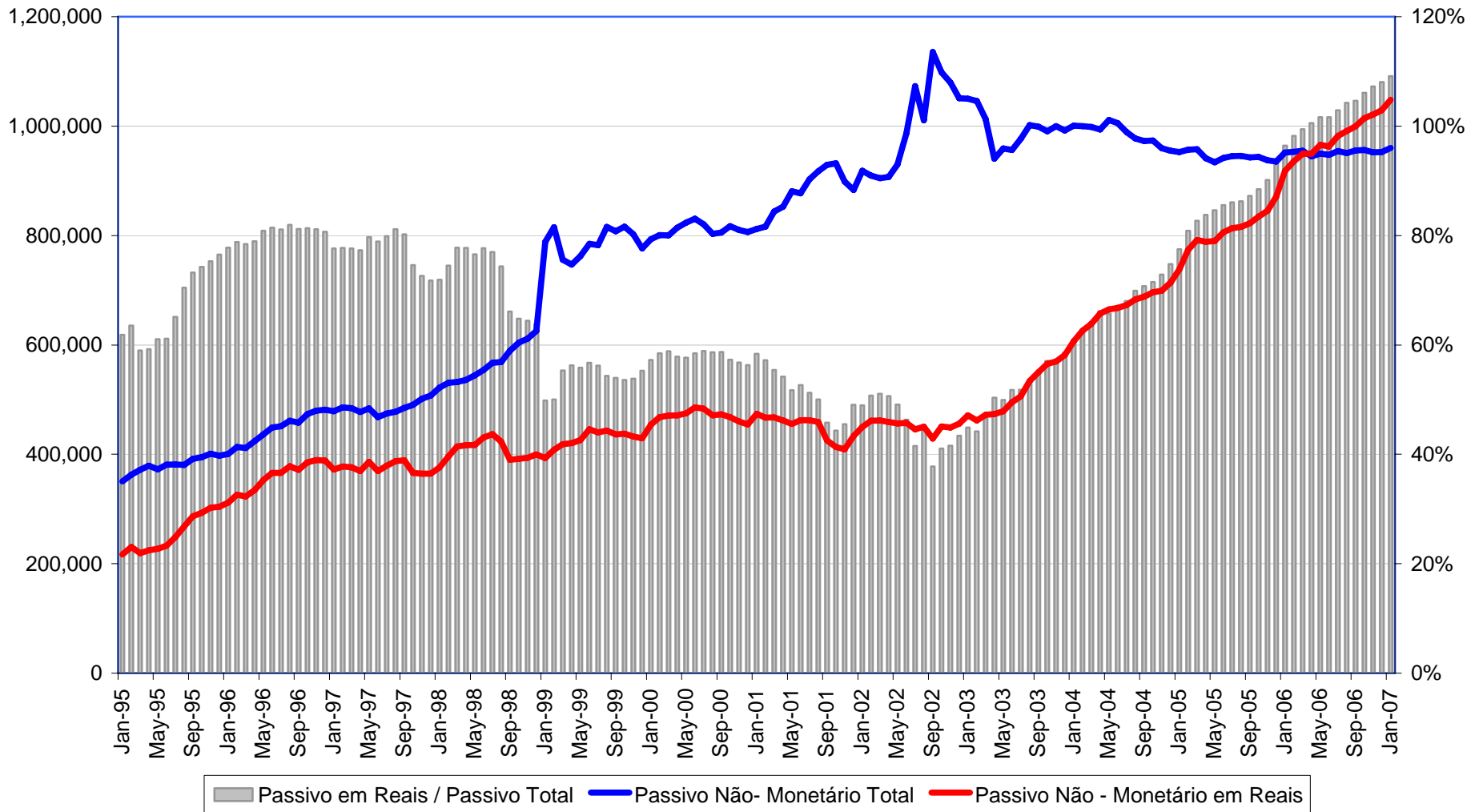
Passivo Não-Monetário do Setor Público



Passivo Não-Monetário do Setor Público



Passivo Não-Monetário do Setor Público



Eficácia das Intervenções Esterilizadas

- Controlando para os determinantes do fluxo cambial e para a variação do passivo em moeda estrangeira da economia, as intervenções tem efeito pequeno, porém estatisticamente significativo, sobre o câmbio.
- A compra de US\$ 1 bilhão faz o câmbio se depreciar em 0,25%, ou seja, passar de 2,000R\$/US\$ para 2,005R\$/US\$.

Variável Dependente: ΔS_t	OLS(1)	TSLS(2)	OLS(3)	TSLS(4)
C	0.02 (0.94)	0.02 (0.75)	0.02 (1.1)	0.02 (0.76)
$\Delta(i_t - i_t^*)$	0.01 (0.03)	-0.06 (-0.12)	-0.05 (-0.1)	-0.36 (-0.79)
ΔR_t	2.28*** (10.2)	2.4*** (10.3)	2.29*** (10.4)	2.45*** (10.1)
Int_t	0.3*** (4.09)	0.8*** (3.36)	-	-
Int_t^+	-	-	0.25*** (2.72)	0.62*** (2.55)
Int_t^-	-	-	0.5*** (2.75)	2.1** (2.2)
ΔCRB_t	-0.01*** (-2.74)	-0.01*** (-2.75)	-0.01*** (-2.75)	-0.009*** (-2.67)
ΔIBV_t	-0.07*** (-3.49)	-0.07*** (-3.58)	-0.07*** (-3.48)	-0.07 (-3.4)
IIE_t	-0.01*** (-4.3)	-0.01*** (-4.7)	-0.08*** (-4.1)	-0.0002*** (-3.94)
Adj.R ²	0.25	0.22	0.24	0.25
Estatística F	52.1	50.8	44.3	45.7

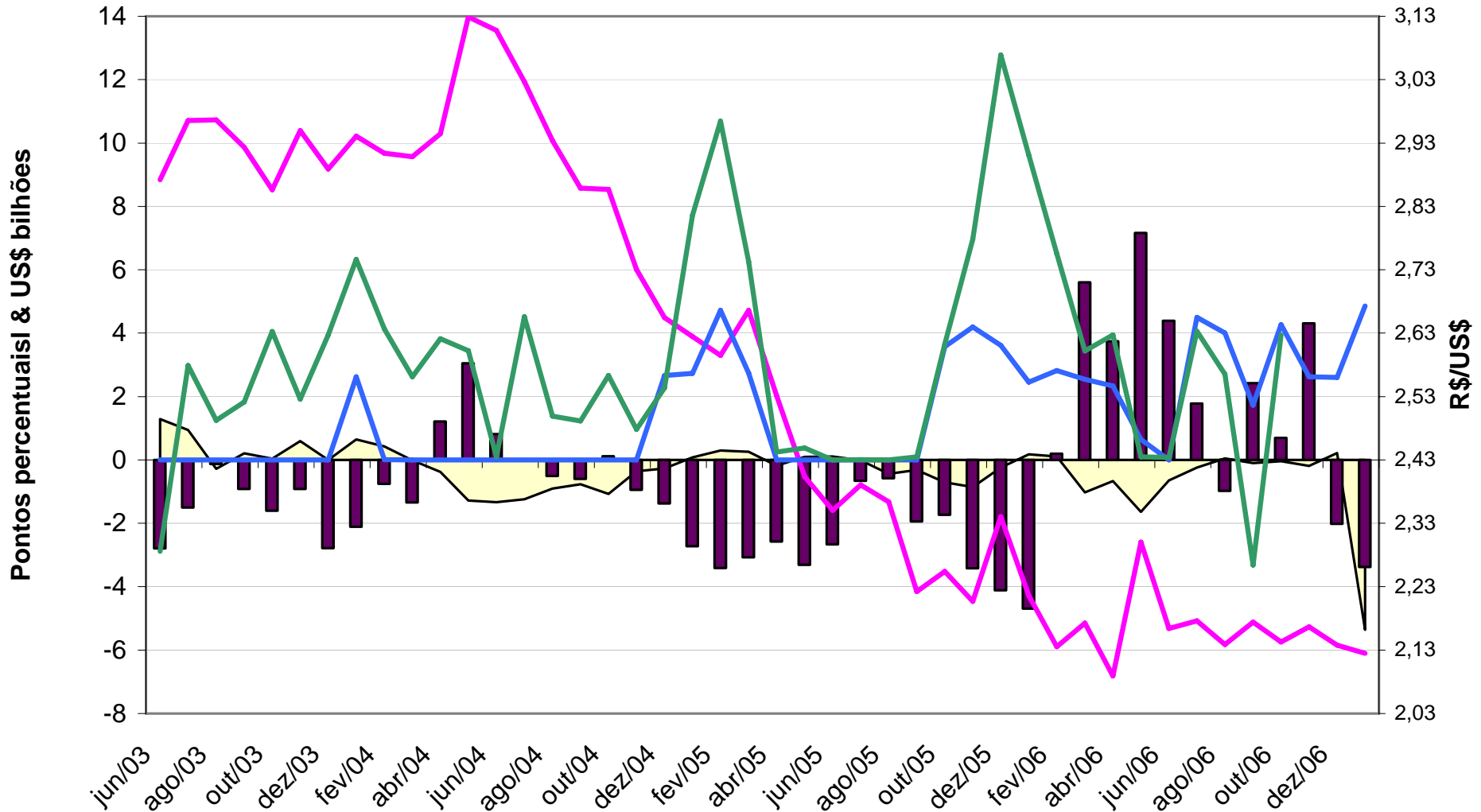
Variável Dependente: ΔS_t	OLS	TOLS (1)	TOLS(2)
C	0.04 (1.36)	0.02 (0.71)	0.02 (0.72)
$\Delta(i_t - i_t^*)$	-0.002 (-0.003)	-0.09 (-0.22)	-0.09 (-0.21)
ΔR_t	2.30*** (10.4)	2.43*** (10.2)	2.43*** (10.3)
AV_t	-0.24 (-1.3)	0.57 (1.36)	0.65* (1.69)
Swp_t^+	0.52*** (3.93)	0.45*** (3.34)	0.44*** (3.54)
Swp_t^-	0.5*** (-1.3)	0.39*** (1.98)	0.39*** (1.93)
ΔCRB_t	-0.01*** (-2.88)	-0.007* (-1.79)	-0.01*** (-2.78)
ΔIBV_t	-0.07*** (-3.48)	-0.07*** (-4.96)	-0.07*** (-3.53)
IIE_t	-0.008*** (-3.8)	-0.01*** (-3.82)	0.01*** (4.65)
Adj.R ²	0.25	0.25	0.23
Estatística F	40.97	40.05	39.1

Repercussões das Intervenções nos Mercados de Câmbio

Examinemos a mecânica de uma compra de dólar à vista pelo BC:

- 1) Quando o BC compra dólar, injeta reais que são esterilizados via colocação de títulos públicos;
- 2) Essa compra de dólar eleva o dólar à vista, diminuindo o prêmio a termo (*forward premium*);
- 3) Como a taxa doméstica de juros não se alterou, sobe o cupom cambial (*on-shore dollar rate*);
- 4) Com o aumento do cupom cambial, os bancos passam a captar mais dólares no exterior para aplicá-los aqui no cupom mais alto;
- 5) O resultado final da intervenção do BC é atrair mais dólares, o que enfraquece o efeito da intervenção sobre o câmbio.

Intervenção Cambial (3 Meses)



■ Diferença Cupom Cambial 3 meses- LIBOR (%)

■ Posição dos Bancos no Pronto (US\$ bilhões)

— Taxa de Câmbio (R\$/US\$)

— Intervenção no Câmbio Spot (US\$ bilhões)

— Intervenção Cambial Total (US\$ bilhões)

Determinantes da Posição Cambial dos Bancos (sugestão de J.C. Tourinho)

Dependent Variable: POSIBANCOS

Method: Least Squares

Date: 03/20/07 Time: 19:30

Sample: 1 96

Included observations: 96

Newey-West HAC Standard Errors & Covariance (lag truncation=3)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-4157.009	1025.059	-4.055385	0.0001
DCC3M*DUMMY	-2718.162	489.1904	-5.556449	0.0000
DCC3M	-1187.623	262.5664	-4.523135	0.0000
DUMMY	4765.962	514.9831	9.254598	0.0000
EMBIBR	5.718253	1.961343	2.915478	0.0045
PRONTO	-0.392965	0.093829	-4.188083	0.0001
R-squared	0.833702	Mean dependent var		-703.9370
Adjusted R-squared	0.824463	S.D. dependent var		2453.282
S.E. of regression	1027.856	Akaike info criterion		16.76880
Sum squared resid	95083827	Schwarz criterion		16.92907
Log likelihood	-798.9023	F-statistic		90.23912
Durbin-Watson stat	0.985921	Prob(F-statistic)		0.000000

**MUITO
OBRIGADO**