



MERCADO DE CÂMBIO E POLÍTICA CAMBIAL NO BRASIL

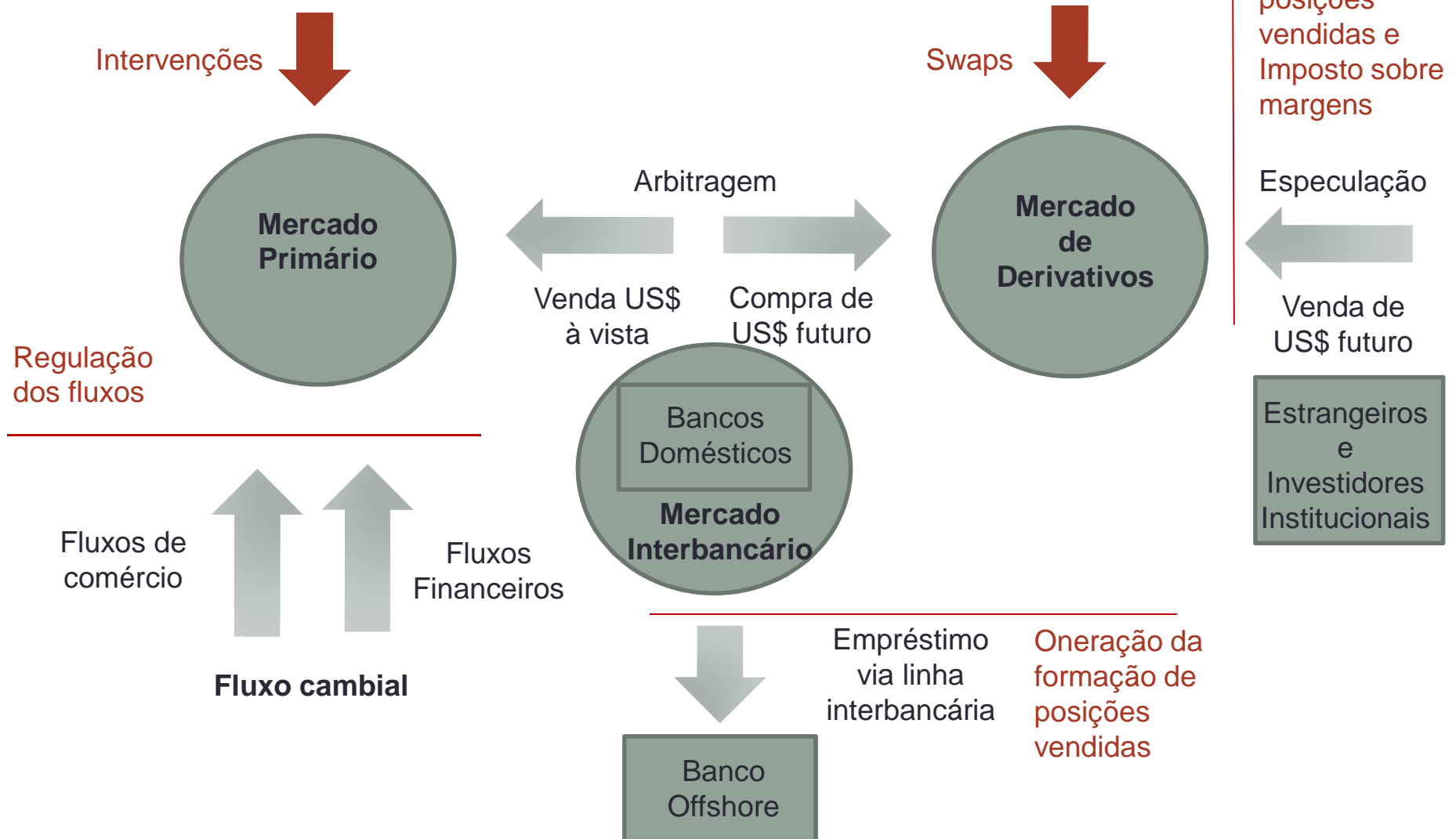
Pedro Rossi – Unicamp

Julho de 2012

Questões introdutórias

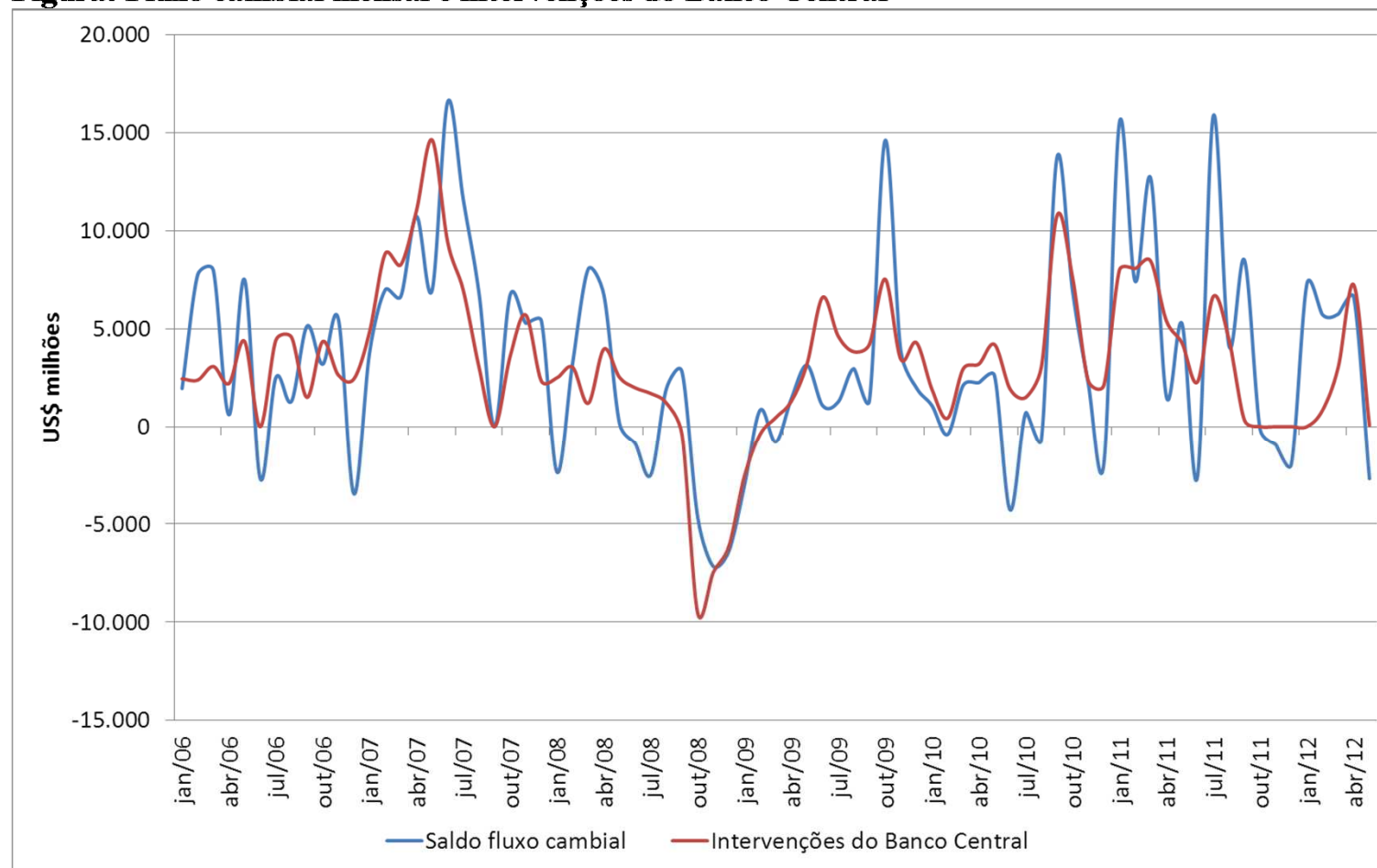
- Por que ter uma política cambial ativa?
 - 1) Fator ligado à conta corrente: volatilidade e ciclos de preços dos produtos da pauta de exportação.
 - 2) Fator ligado à conta financeira: a moeda é um ativo financeiro e seu preço (taxa de câmbio) está sujeito às convenções de mercado e aos ciclos de liquidez.
- Quais devem ser objetivos da política cambial?
 - 1) Reduzir a volatilidade da taxa de câmbio.
 - 2) Colocar a taxa de câmbio em um patamar que coadune o desenvolvimento industrial e mantenha taxas de inflação moderadas.
- Como opera a política cambial considerada a institucionalidade do mercado de câmbio?

Dinâmica do mercado de câmbio e política cambial



O fluxo cambial explica a dinâmica da taxa de câmbio?

Figura: Fluxo cambial mensal e intervenções do Banco Central

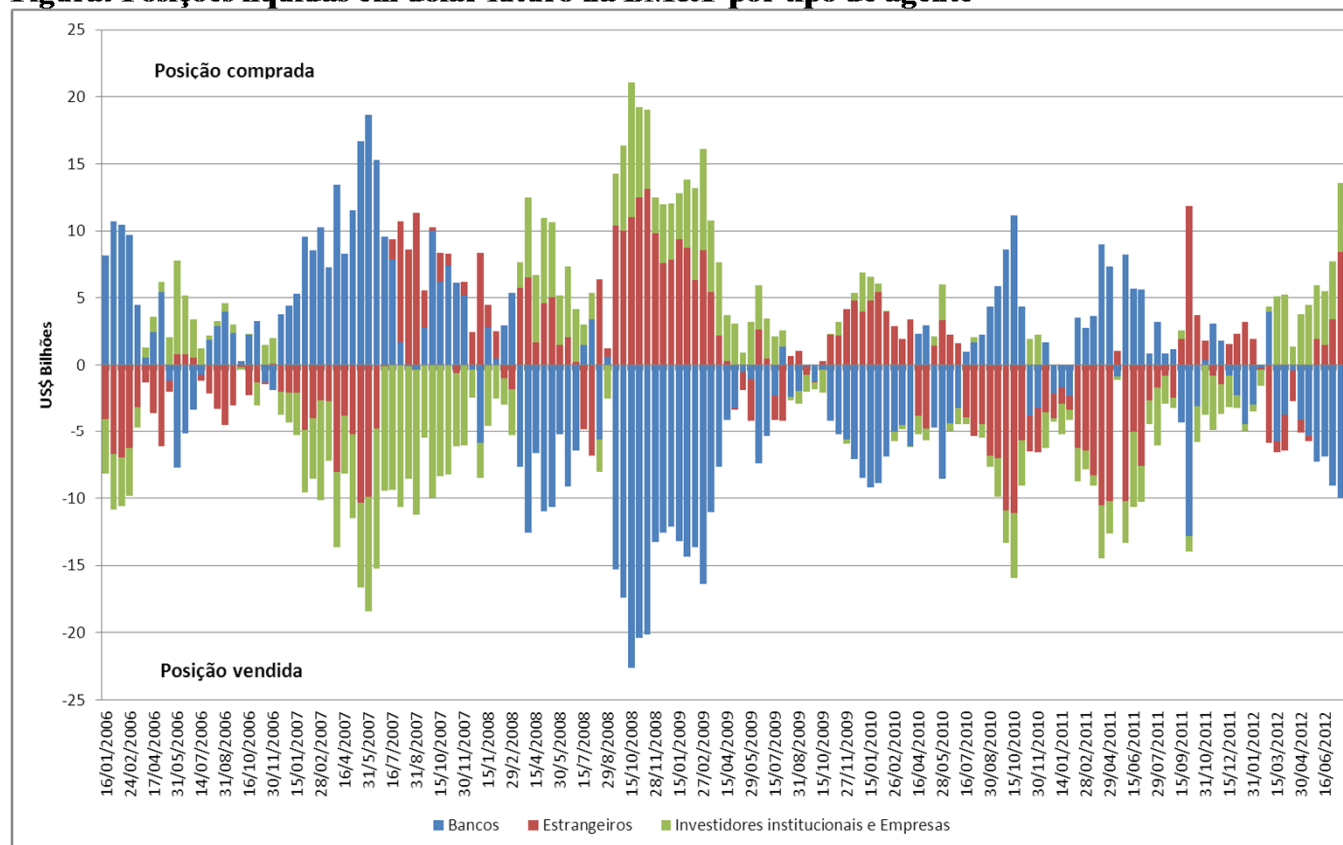


Fonte: BCB. Elaboração própria.

Como os agentes formam posições no mercado futuro?

O padrão de formação de posições dos agentes no mercado futuro é: bancos fazem o contraponto dos investidores nacionais e estrangeiros nas operações de dólar futuro.

Figura: Posições líquidas em dólar futuro na BM&F por tipo de agente



Fonte: BM&F. Elaboração própria.

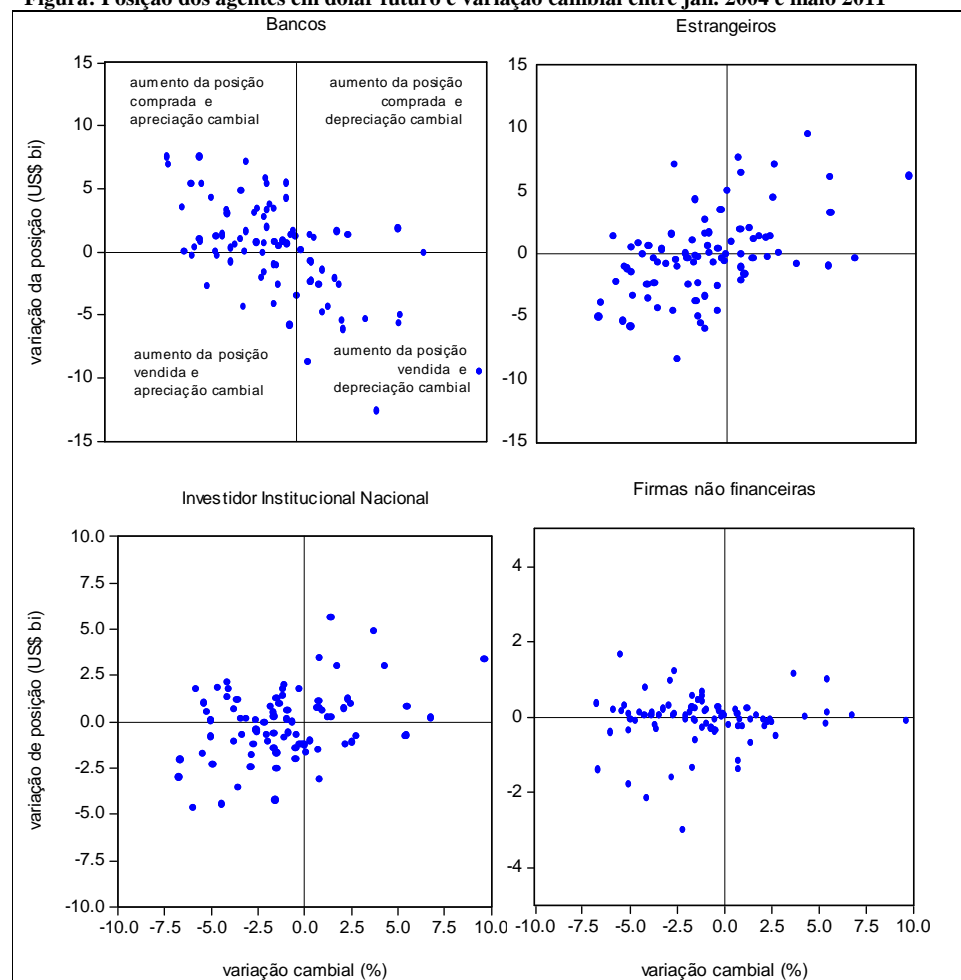
Quem “ganha” (especula) e quem “perde” (arbitra) no mercado futuro?

Ao analisar as apostas no mercado de derivativos de câmbio, vemos que:

- 1) Os estrangeiros e investidores institucionais na ponta “certa”.
- 2) Os bancos na ponta “errada”.

Esses resultados são compatíveis com a hipótese de que os estrangeiros e investidores institucionais formam tendências no mercado de câmbio com objetivo de obter ganhos especulativos e que os bancos atuam no mercado para realizar ganhos de arbitragem transmitindo a pressão especulativa oriunda do mercado futuro para o mercado à vista.

Figura: Posição dos agentes em dólar futuro e variação cambial entre jan. 2004 e maio 2011*



Fonte: BM&F e BCB. Elaboração própria.

Quem “ganha” (especula) e quem “perde” (arbitra) no mercado futuro?

Tabela 1: Resultado das regressões: taxa de câmbio e posição no mercado futuro

Regressão	Agentes	Coefficiente β (estatísticas t)	Constante α (estatística t)	R ²
1	Bancos	-0,49 (-6,66)*	-0.987957 (-3.49)*	0.35
2	Estrangeiros	0,46 (5,02)*	-1,03 (-3,36)*	0,24
3	Investidor Institucional	0,55 (3,14)*	-1,05 (-3,16)*	0,11
4	Firmas não financeiras	0,31 (-0,26)	-1,07 (-3,06)	0
5	Estrangeiros + Inv. Institucionais	0,45 (6,21)*	-0,99 (-3,44)*	0,32

Fonte: BCB e BM&F. Cálculos do autor.

*Significante a 1%.

Notas: 1) As regressões associam as variações mensais da taxa de câmbio (PTAX) à variação da posição dos agentes em dólar futuro entre janeiro de 2004 e maio de 2011, calculadas com base no primeiro dia útil de cada mês. Foram eliminadas 5 observações discrepantes de um total de 88, conforme o critério estatístico dos Resíduos Studentizados (RStudent). Essas observações coincidem com o período mais agudo da crise de 2008 (out-dez) e com outros momentos de grande variação cambial (jun.2009 e fev.2010). 2) Os coeficientes são estimados por Mínimo Quadrados Ordinários. 3) Todas as séries são estacionárias. 4) O teste Durbin-Watson indicou ausência de correlação serial nos resíduos.

Considerações finais

Passos adicionais para a política cambial:

1) Mercado de derivativos

- Transferência gradual de liquidez do mercado futuro para o mercado à vista.
- Restringir a atuação de especuladores.
- Aprimorar o monitoramento e supervisão desse mercado.

2) Mercado interbancário

- Reduzir a atuação dos bancos no mercado como *market makers* e a aprimorar sua atuação como *market dealers*.
- Aumentar o numero de players autorizados à operar no mercado.

3) Mercado primário

- Aprimorar supervisão sobre as possíveis “brechas” deixadas pelos controles de fluxos de capital.

Essas mudanças vão no sentido de ampliar o grau de administração do regime de câmbio para atender os objetivo de reduzir a volatilidade da taxa de câmbio e colocá-la em um patamar que coadune o desenvolvimento industrial e mantenha taxas de inflação moderadas.



Obrigado!

pedrorossi@eco.unicamp.br