



Felipe César Dias Diógenes

**Efeitos sobre o câmbio das intervenções cambiais
esterilizadas – O caso brasileiro de 2003 a 2006**

Dissertação de Mestrado

Dissertação apresentada como requisito parcial para
obtenção do grau de Mestre pelo Programa de Pós-
graduação em Economia do Departamento de
Economia da PUC-Rio.

Orientador: Prof. Marcio Gomes Pinto Garcia

Rio de Janeiro

Abril de 2007



Felipe César Dias Diógenes

**Efeitos sobre o câmbio das intervenções cambiais
esterilizadas – O caso brasileiro de 2003 a 2006**

Dissertação apresentada como requisito parcial para
obtenção do grau de Mestre pelo Programa de Pós-
graduação em Economia da PUC-Rio. Aprovada pela
Comissão Examinadora abaixo assinada.

Prof. Marcio Gomes Pinto Garcia
Orientador
Departamento de Economia – PUC-Rio

Dr. Ilan Goldfajn
Departamento de Economia – PUC-Rio

Dr. Alexandre Schwartzman
ABN Amro Bank

Prof. Marcelo Cunha Medeiros
Departamento de Economia – PUC-Rio

Prof. João Pontes Nogueira
Vice-Decano de Pós-Graduação do CCS

Rio de Janeiro, 13 de abril de 2007

Todos os direitos reservados. É proibida a reprodução total ou parcial do trabalho sem a autorização do autor, do orientador e da universidade.

Felipe César Dias Diógenes

Graduou-se em economia pela Universidade Estadual de Campinas.

Ficha Catalográfica

Diógenes, Felipe César Dias

Efeitos sobre o câmbio das intervenções cambiais esterilizadas – o caso brasileiro de 2003 a 2006 / Felipe César Dias Diógenes ; orientador: Marcio Gomes Pinto Garcia. – 2007.

87 f. ; 30 cm

Dissertação (Mestrado em Economia) – Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2007.

Inclui bibliografia

1. Economia – Teses. 2. Intervenção cambial esterilizada. 3. Forward premium. 4. Posição cambial dos bancos. I. Garcia, Marcio Gomes Pinto. II. Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro. Departamento de Economia. III. Título.

CDD: 330

Agradecimentos

Aos meus pais, sem os quais nada seria possível.

Às minhas irmãs, Fabíola, Fabiana e Mariana.

A todas as pessoas que tornaram minha vida mais leve nesse período, em especial a: Melina Patrício, Tomás Fonseca, Gabriel Buchmann, Nelson Camanho, Antônio Sodré

Ao meu orientador Márcio Gomes Pinto Garcia, grande economista e ser humano.

Aos funcionários e demais professores do Departamento de Economia da PUC-Rio pelo apoio, convívio e aprendizado durante este período do mestrado. À Laura Macedo pela ajuda na administração dos dados.

A Capes pelo auxílio financeiro durante o mestrado.

À Banca Examinadora pelas sugestões e críticas construtivas.

Ao Banco BBM e a BM&F pelos dados.

Resumo

Diógenes, Felipe César Dias; Garcia, Marcio Gomes Pinto (Orientador). **Efeitos sobre o câmbio das intervenções cambiais esterilizadas – O caso brasileiro de 2003 a 2006.** Rio de Janeiro, 2007. 87p. Dissertação de Mestrado – Departamento de Economia, Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro.

Essa dissertação investiga os efeitos da intervenção cambial esterilizada do Banco Central sobre a cotação da taxa de câmbio do Real contra o Dólar. Os resultados sugerem que este é um instrumento independente de política econômica, porém com efetividade limitada. Ainda, é verificada a consistência desses efeitos com a principal teoria de explicação dos efeitos da intervenção sobre a taxa de câmbio: o efeito de portfólio. Por fim, é analisado como a exposição dos Bancos à moeda estrangeira se relaciona com diferenciais cobertos de taxa de juros, e qual a relação do processo de intervenção com esses diferenciais.

Palavras-chave

Intervenção cambial esterilizada; *forward premium*; Efeito de portfólio.

Abstract

Diógenes, Felipe César Dias; Garcia, Marcio Gomes Pinto (Advisor). **The effectiveness of official foreign Exchange rate interventions – The brazilian case from 2003 to 2006.** Rio de Janeiro, 2007. 87p. MSc Dissertation – Departamento de Economia, Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro.

This study investigates the effect of the brazilian central bank sterilized exchange rate intervention on the R\$/US\$ exchange rate. The results suggest that it is an independent economic policy device, yet with limited effectiveness. We verify the consistency of the effects with the portfolio balance exchange rate determination theory. We find that the foreign exchange exposure of local banks is related to covered interest parity differentials, and the size of those differentials is related to the intervention process.

Keywords

Foreign Exchange Intervention; forward premium; Portfolio effect

Sumário

1. Introdução	10
2. Revisão da literatura – identificação de canais e mensuração de efeitos	17
2.1. Efeito de equilíbrio de portfólio	18
2.2. Sinalização e expectativas	21
2.3. Mensuração empírica dos efeitos da intervenção oficial esterilizada sobre a taxa de câmbio	23
3. Modelo empírico e Base de dados.	28
3.1. As intervenções cambiais no período	28
3.2. Modelo empírico	31
4. Resultados empíricos – Efeitos sobre o câmbio	44
4.1. Separação dos efeitos por mercado	51
4.2. Efeitos sobre o câmbio: dados intradiários	56
5. Resultados empíricos – Efeitos sobre o <i>forward premium</i>	61
6. Posição cambial dos Bancos e diferenciais de arbitragem	70
7. Conclusão	76
8. Referências bibliográficas	79
9. Anexo 1	81
10. Anexo 2	85

Lista de tabelas

Tabela 1 – Resumo dos Resultados Empíricos.	15
Tabela 2 – Causalidade de Granger entre a variação da taxa de câmbio e a variação das expectativas de depreciação cambial.	35
Tabela 3 – Relação entre intervenção e a variação das expectativas de depreciação cambial.	37
Tabela 4 – Resultados empíricos do efeito da intervenção sobre a taxa de câmbio.	45
Tabela 5 – Teste da existência de efeitos defasados da intervenção sobre a taxa de câmbio.	48
Tabela 6 – Resultados empíricos da separação dos efeitos da intervenção em diferentes mercados sobre a taxa de câmbio.	54
Tabela 7 – Estatísticas descritivas da distribuição dos coeficientes associados ao efeito da intervenção sobre o câmbio estimados em frequência intradiária.	59
Tabela 8 – Estatísticas descritivas da distribuição dos coeficientes associados ao efeito da intervenção sobre o câmbio estimados em frequência intradiária (b).	60
Tabela 9 – Relação de cointegração entre o <i>forward premium</i> , risco país e taxas de juros doméstica e externa.	65
Tabela 10 – Relação entre intervenções e a variação do <i>forward premium</i> estimada via um modelo Vetor de Correção de Erros.	66
Tabela 11 – Relação entre intervenções em diferentes mercados e a variação do <i>forward premium</i> estimadas via um modelo Vetor de Correção de Erros.	68
Tabela 12 – Revisão dos principais resultados empíricos.	69
Tabela 13 – Relação entre o diferencial entre o Cupom Cambial e a taxa Libor e as intervenções em diferentes mercados.	71
Tabela 14 – Relação entre a posição cambial dos bancos, o diferencial entre o Cupom Cambial e a taxa Libor e as intervenções em diferentes mercados.	73
Tabela 15 – Causalidade de Granger entre a posição cambial dos bancos e o diferencial entre o Cupom Cambial e a taxa Libor.	75
Tabela 16 – Estatísticas descritivas das variáveis.	81
Tabela 17 – Resultados empíricos auxiliares.	85
Tabela 18 – Vetor de correção de erros completo;	86
Tabela 19 – Vetor auto-regressivo usado para estimar persistência dos efeitos da intervenção sobre a taxa de câmbio.	87
Tabela 20 – Especificação alternativa do modelo de posição cambial dos bancos.	87