

## 10 Conclusão

Esta dissertação buscou avaliar o comportamento dos retornos percentuais da taxa de câmbio (em última instância, os movimentos dela) nos momentos próximos às intervenções cambiais do BC, que normalmente não é captado quando são utilizadas variáveis agregadas na frequência diária.

Para tal, utilizou-se do arcabouço teórico do método de Estudos de Eventos, que consiste basicamente na restrição da análise a uma janela que compreenda apenas observações suficientemente próximas, no sentido temporal, do evento de interesse. Nesse sentido, as regressões de estudos de eventos buscaram captar, nas janelas dos eventos, os movimentos ‘anormais’ dos retornos, não exclusivamente associados ao comportamento normal do fluxo de ordem, possivelmente decorrentes da realização dos leilões.

Considerando que um leilão de câmbio do BC consiste principalmente em 4 elementos (Abertura e fechamento do leilão, taxa de corte e *dealers* com conjuntos de informação e capacidades preditivas diferentes), combinamos, às regressões de estudos de eventos, elementos do arcabouço de microestrutura do mercado cambial. O principal foi o fluxo de ordem, cuja ideia central é captar o conceito de pressões de compra ou venda líquida de momento, essas impulsionadas por diferenças informacionais entre os agentes, no que se refere ao estado corrente de fundamentos macroeconômicos/financeiros que possam influenciar os movimentos da taxa de câmbio.

Nesse sentido, a descoberta de retornos anormais estatisticamente positivos no nono e primeiro minuto que se segue à abertura de um leilão, esse último perdendo sua significância quando introduzimos aos modelos interações do fluxo de ordem com as *dummies* temporais, fornece uma ideia da natureza não-anunciada dos leilões,

da natureza assimétrica associada ao mercado cambial e à realização dos leilões e da natureza extremamente veloz do mercado cambial no que se refere à resposta do mesmo a inovações nos fundamentos. Em particular, é importante ressaltar uma parte importante do impacto adicional do Fluxo de ordem nos retornos no primeiro minuto após o surgimento dos leilões se dá nos primeiros 20 segundos.

Por outro lado, através da realização progressiva de testes de significância conjunta e de soma dos coeficientes estimados, observamos que os retornos positivos esperados nos minutos seguintes à abertura de um leilão e que possuem persistência dependente pelo controle ou não pelas interações, são neutralizados após o fechamento do leilão. Após esse momento, de fato, espera-se que ocorram retornos negativos quando avaliadas conjuntamente as janelas de agregação correspondentes, na frequência de 1 minuto.

Ao contrário do momento de abertura de um leilão, no qual se inferiu participação fundamental do fluxo de ordem nos retornos positivos encontrados, o mesmo não aconteceu com o momento de fechamento. Não sendo por decorrência de um acontecimento de surpresa, os retornos negativos estimados esperados após o fechamento de um leilão provavelmente estão relacionados a desenvolvimentos financeiros/macroeconômicos ligados a fatores não-transação, cuja razão não pôde ser inferida pelos dados dessa dissertação.

Os refinamentos dos modelos inicialmente estimados sugerem que não há comportamento diferenciado dos retornos e do fluxo de ordem no tocante à escolha, por parte da autoridade monetária, de realizar um leilão em uma das duas faixas de horários com o maior número de leilões: 12h-12h59min ou 15h-15h59. Há comportamento diferenciado para a faixa de horário 14h-14h59min, na qual, porém, foi realizado um pequeno número de leilões no período amostral utilizado. A introdução das *dummies* para controlar pela influência do mercado americano (*NYSE*) nos resultados principais não alterou-os significativamente.

A primeira consequência prática desses resultados é que se criam oportunidades de investimento no mercado decorrentes da realização dos leilões, particularmente a agentes que possuem a capacidade de operar no mercado em alta-frequência, ou em *High Frequency Trading (HFT)*. A segunda consequência, mais

relacionada a questões normativas, é que a existência, em determinados momentos, desses retornos ‘anormais’, gera alteração na estrutura de incentivos a investidores privados que, em última instância, pode gerar consequências alocativas, cuja discussão não é objeto de estudo nesse trabalho.

Em suma, nossos resultados apontam para respostas mais rápidas dos retornos percentuais aos leilões do que o encontrado em estudos anteriores. Além do mais, observamos forte influência do fluxo de ordem no comportamento dos retornos, essa ocorrendo de forma difusa ao longo da realização dos leilões e em suas proximidades.

Dentre possíveis extensões para trabalhos futuros, pode-se destacar a possibilidade de adicionar às regressões de estudos de eventos controles para outros acontecimentos econômicos próximos à realização dos leilões, tais como anúncios macroeconômicos. Dessa forma, poder-se-ia captar efeitos<sup>1</sup> diferenciados da ocorrência dos leilões a depender do grau de surpresa, com relação ao previamente esperado, desses anúncios.

---

<sup>1</sup> Sobre os retornos percentuais do dólar futuro de primeiro vencimento.