1 Introdução

A paridade descoberta das taxas de juros é uma relação teórica entre dois preços fundamentais da macroeconomia internacional, juros e câmbio. Tal relação baseia-se na idéia de que, em média, não deve haver diferenças de retornos em títulos de moedas diferentes, sendo assim uma relação de paridade de Fisher¹. Isso ocorre se as diferenças entre taxas de juros entre dois países forem contrabalançadas por movimentos nas taxas de câmbio. A literatura sobre essa relação tem, há três décadas, achado evidências empíricas contrárias à paridade descoberta para a grande maioria dos casos.

Ao contrário do que a paridade descoberta prediria, diversos trabalhos apontam que há previsibilidade de retornos em especulações cambiais. A existência desses retornos foi atribuída à presença de riscos envolvidos nessas operações financeiras. Se o risco cambial é ou não uma explicação satisfatória para a presença de retornos previsíveis é uma discussão tão longa quanto as próprias evidências de que esses retornos existem. À aparente incapacidade de modelos de precificação de risco em justificar tais evidências foi dado o nome de *forward premium puzzle*, ou paradoxo da Paridade Descoberta.

Se na academia esse fato estilizado era conhecido, na economia real há evidências de que tal fato tem sido explorado. A conhecida estratégia de *carry trade* (que consiste em tomar recursos emprestados em países com baixas taxas de juros e emprestar em países com altas taxas) visa explorar a invalidez da paridade descoberta dos juros e tem sido crescentemente utilizada por agentes econômicos. Galati & Melvin (2004) e Galati et. al. (2007) tentam quantificar a magnitude dos fluxos de capitais que se devem à prática da estratégia do *carry trade*².

Para melhor compreender esse paradoxo, alguns autores exploraram a heterogeneidade desses retornos através de diferentes variáveis como: diferença entre países, níveis de inflação, níveis de taxas de juros, e entre

¹ Fisher (1930)

² Outros autores tem demonstrado como a estratégia de fato oferece retornos positivos como Kearns & Manners (2004) e Burnside, et. al. (2006).

momentos de crise cambial ou não³. Este trabalho explorará a diferença entre tipos de regimes cambiais e, em particular, documentará esses retornos em regimes de câmbio controlado.

É plausível que diferentes formas de condução de política monetária gerem diferentes padrões de retornos cambiais, já que essa política tem ambas as variáveis envolvidas nesses retornos (juros e câmbio) como potenciais instrumentos. Os retornos das especulações cambiais dependem dos diferenciais de taxas de juros e das mudanças cambiais. Mudanças cambiais ocorrem quase que discretamente em regimes de câmbio administrado, em geral sob a forma de grandes desvalorizações. A previsibilidade dessas desvalorizações tem sido o foco de uma importante parte da literatura de crises cambiais. A questão da magnitude dessas desvalorizações tem recebido menos (ou quase nenhuma) atenção da literatura, por isso devotamos um capítulo para essa questão. Os riscos envolvidos em estratégias nesse tipo de regime também devem ser advindos dessas desvalorizações que, em geral, ocorrem no fim desses regimes.

Mudanças raras na política monetária e/ou no patamar da taxa de câmbio já foram consideradas como explicações possíveis para o problema da invalidez da paridade descoberta. Segundo a teoria do *peso problem* as possibilidades de grandes mudanças na taxa de câmbio de um país são embutidas nas taxas de juros de forma que, no curto prazo, retornos de especulação cambial existam sem que isso signifique que a paridade descoberta não seja válida. Essa explicação, atribuída a Friedman⁴ mas primeiro descrita por Rogoff (1980), parte do pressuposto de que a amostra de variações cambiais analisada pelo economista tem uma distribuição de probabilidades diferente da real distribuição.

Uma maneira de fugir desse tipo de problema é analisar dados de regimes cambiais *in toto*. Assim, documentaremos o comportamento dos diferenciais de juros em regimes de câmbio controlado desde o início desse regime até momentos após o fim do mesmo. O objetivo deste trabalho é computar a magnitude das variações cambiais que ocorrem após a flexibilização do regime cambial vis-à-vis os diferenciais de juros acumulados durante todo o período de controle cambial.

³ Bansal & Dahquist (2000) analisam diferentes países e precebem que o problema é menor quando a inflação de um país é alta; Lustig & Verdelhan (2007) analisam o problema de acordo com níveis de taxas de juros, ver secção 2.5; e Flood & Rose (2001) investigam países da OCDE que estão em crise cambial.

⁴ Ver Evans (1996).

Estruturaremos esta dissertação da seguinte maneira: No capítulo seguinte, faremos uma exposição da literatura sobre a paridade descoberta, englobando uma pequena resenha das discussões acerca dos riscos das especulações cambiais. No capítulo 3 faremos uma revisão breve dos principais modelos teóricos existentes que explicam as situações de desvalorizações cambiais de alta magnitude conhecidas como crises cambiais.

No capítulo 4 analisaremos episódios completos de regimes de câmbio fixo documentando os diferenciais de taxas de juros medidos na mesma moeda. O objetivo principal é determinar se os diferenciais acumulados permanecem positivos mesmo após a flexibilização cambial.

No capítulo 5 tentaremos estabelecer quais são as variáveis que correlacionam com as variações cambiais ocorridas após o abandono do regime de câmbio controlado. Em outras palavras, procuraremos identificar algumas variáveis que foram capazes de prever as desvalorizações cambiais ocorridas quando o governo torna o câmbio flexível. No sexto capítulo tentaremos identificar a importância desses movimentos cambiais para os retornos do *carry trade* através de estratégias de especulações que diferenciem regimes cambiais. No sétimo e último capítulo sintetizaremos as conclusões.