

1

Introdução

As recentes dificuldades econômicas pelas quais passaram, nos últimos anos, países emergentes como Brasil, Argentina e Turquia têm revelado quão vulneráveis eles são a choques provenientes de problemas de financiamento externo, os quais produzem intensas recessões. As vulnerabilidades evidenciam-se, principalmente, pela frequência e pela intensidade com que os choques ocorrem, ambas extremamente altas. Entretanto os impactos dos choques são sentidos diferentemente em cada país, de acordo com o grau de fragilidade econômico-financeira de cada um. Identificar as possíveis fontes de vulnerabilidades das economias emergentes é tarefa imprescindível para saber como contorná-las.

Uma das formas de analisar estas fragilidades é através da evolução dos componentes da taxa de juros pela paridade coberta: a taxa de juros internacional livre de risco, o prêmio coberto do câmbio futuro (*Forward Premium*) e o risco país. Sem dúvida, a vulnerabilidade leva ao aumento do nível e da volatilidade dos prêmios requeridos pelos agentes. Entretanto, uma fragilidade adicional é revelada quando um país apresenta correlação positiva entre o risco país e o *forward premium*. O fato de que estes dois riscos se apresentem altamente correlacionados configura uma maior vulnerabilidade do país em questão, uma vez que os choques nestes dois componentes viriam juntos e no mesmo sentido. Há, na literatura, numerosos estudos que buscam entender como cada um destes riscos se comporta isoladamente, porém, pouquíssimos são os que atentam para o comportamento conjunto dos mesmos. Este comportamento conjunto é, precisamente, o objeto do presente trabalho.

Powell e Sturzenegger (2000) estudam a relação entre essas duas variáveis tendo como pano de fundo a dolarização da economia. A meta visada é encontrar uma relação de causalidade, que, supõem, se daria no sentido de o risco cambial

causar o Risco País. Ainda assim, através de um estudo de eventos, eles não concluem que a relação de causalidade possa ser generalizada em qualquer sentido, nem que o sinal dessa correlação seja sempre positivo.

Garcia e Didier (2001) constataram que, no Brasil, o *forward premium* e o Risco País têm um alto grau de correlação. Os autores argumentam que a possível razão para isso seria ambos terem, em suas origens, fatores comuns. Uma importante implicação dessa observação é que, ao se corrigir os fundamentos responsáveis pelos riscos, ter-se-ia uma drástica redução na alta taxa de juros, já que se atingiria de um só golpe tanto o risco cambial quanto o Risco País. A possível existência de uma raiz comum aos dois riscos leva os autores a denominá-los de *Riscos Primos*.

Aprofundando essa linha de investigação, o presente trabalho pretende verificar se esse padrão de correlação entre os riscos é observado também em outros países e, avançando na direção de um entendimento mais profundo a respeito desse fenômeno, almeja também encontrar os fatores que estejam na origem da raiz comum de tais riscos.

Dois são, portanto, os objetivos centrais do trabalho. O primeiro é investigar, numa amostra de 25 países, a presença ou não da correlação positiva entre o Risco País e o Forward Premium. O segundo objetivo consiste em, a partir da análise dos dados da primeira etapa da pesquisa, buscar entender, nos países onde se houver identificado a presença desse fenômeno, quais seriam os fatores responsáveis por esta correlação.

A principal restrição ao tamanho da amostra é a disponibilidade de dados de mercado futuro de câmbio com frequência diária. Historicamente, os trabalhos que estudam o *forward premium* utilizam-se do diferencial de juros interno – externo como *proxy* desta variável, ao invés de recorrer aos mercados derivativos. Entretanto, principalmente quando se está analisando países emergentes onde existe o risco de crédito, como é o caso do presente trabalho, tal aproximação não é razoável. O recente desenvolvimento dos mercados futuros em países emergentes já possibilita que se analise corretamente a evolução do *forward premium* em mercados emergentes. Entretanto tal oferta de dados ainda é limitada e por esta razão fazem parte do estudo os seguintes países:

África do Sul, Argentina, Austrália, Brasil, Canadá, Chile, Colômbia, Coréia do Sul, Filipinas, Indonésia, Inglaterra, Japão, México, Noruega, Nova Zelândia, Peru, Polônia, República Tcheca, Rússia, Singapura, Suécia, Suíça, Tailândia, Turquia e Venezuela

Esta dissertação consta de 5 capítulos, sendo o primeiro a Introdução. O capítulo 2 traz a contextualização do problema, apresentando a paridade coberta dos juros, juntamente com as formas de decompor a taxa de juros e, em seguida, uma resenha bibliográfica dos estudos sobre estes fatores. No capítulo 3, desenvolve-se a análise da presença ou não dos *Riscos Primos*, mediante cálculo da correlação e testes de co-integração das séries anteriormente decompostas. O capítulo 4 é dedicado à investigação dos fatores responsáveis por este fenômeno, através do emprego de um teste de hipótese não-paramétrico e de um exercício econométrico. Segue-se, no capítulo final, uma síntese dos resultados obtidos e as conclusões desta investigação.