

7 Conclusões

A literatura de macroeconomia internacional tem demonstrado a existência de retornos previsíveis em especulações cambiais. Nesse trabalho, concentramo-nos em retornos obtidos através de especulações cambiais realizadas em regimes de câmbio fortemente controlado.

No capítulo 4, em uma análise de 43 episódios completos desse tipo de regime procuramos determinar se os ganhos com diferenciais de juros permaneceriam positivos mesmo após a grande desvalorização que caracteriza o fim do regime. Contabilizamos o diferencial de juros acumuladamente desde o início do regime cambial. Os resultados mostram que em mais de 80% dos casos esse diferencial acumulado é, em algum momento, mitigado pela desvalorização cambial que ocorre no momento ou logo após a flexibilização. Isso mostra que “apostas contra” o câmbio fixo podem ser vantajosas mesmo se executadas desde o primeiro instante. Esses casos apontam na direção oposta da literatura empírica sobre a PDJ.

Em seguida procuramos compreender melhor as variações cambiais que ocorrem após a mudança de regime. Vimos que há evidências de uma relação entre os diferenciais acumulados de juros e as desvalorizações que os corroem (conforme sugeria o capítulo 4). Vimos também que as maiores desvalorizações ocorrem em situações de sobrevalorização cambial e descontrole da base monetária. Isso indica que a fixação do câmbio pode entrar em descompasso com a real situação econômica, o que, no final das contas, é corrigido por uma desvalorização nominal da taxa de câmbio. Mesmo assim, sempre grande parte da desvalorização permanece não explicada, o que pode ser indício de *overshooting*.

Por fim, apesar da evidência que esses episódios provêm contra o *carry trade* em regime de câmbio controlado, mostramos que é justamente nesse tipo de regime que essa estratégia tem maior média de retornos. Não obstante, os abandonos de regimes que ocorrem sob a forma de crises cambiais têm um forte impacto no retorno do *carry trade*. Concluímos que se a média de retornos era maior numa situação de câmbio controlado, também é verdade que a presença de situações extremas (*dowside risk*) também é maior. Essa relação robustece a

visão de que a existência de retornos em especulação cambial e a falta de corroboração da relação de paridade descoberta são devidas à presença de risco nesse tipo de estratégia.