

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA  
DO RIO DE JANEIRO



**Alfredo Binnie**

**Retornos de especulações cambiais em regimes de câmbio  
controlado.**

**Dissertação de Mestrado**

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

Orientadores: Márcio Gomes Pinto Garcia  
Carlos Vianna de Carvalho

Rio de Janeiro,  
Abril de 2008



**Alfredo Binnie**

## **Retornos de especulações cambiais em regimes de câmbio controlado.**

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

**Márcio Gomes Pinto Garcia**  
Orientador  
PUC-Rio

**Rodrigo Azevedo**  
JGP

**Marcelo de Paiva Abreu**  
PUC-Rio

**Nizar Messari**  
Coordenador(a) Setorial do Centro de Ciências Sociais - PUC-Rio

Ri o de Janeiro, 2 de abril de 2008

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

**Alfredo Binnie**

Formado na USP (economia) em 2005

Ficha Catalográfica

Binnie, Alfredo

Retornos de especulações cambiais em regimes de câmbio controlado/ Alfredo Binnie; orientadores: Márcio Gomes Pinto Garcia e Carlos Vianna de Carvalho – Rio de Janeiro: PUC-Rio. Departamento de Economia. 2008

115f.;30cm

Dissertação (Mestrado em Economia) – Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2008

Incluí referências bibliográficas.

1. Economia - Teses. 2. Paridade descoberta das taxas de juros, 3. Crises cambiais, 4. Carry Trade 5. Especulação. 6. Taxas de Juros. 7. Taxas de câmbio I. Marcio Gomes Pinto Garcia . II Carlos Vianna de Carvalho III. Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro. Departamento de Economia. IV. Título

CDD:330

## Agradecimentos

Aos meus orientadores Márcio Gomes Pinto Garcia e Carlos Vianna Carvalho, um agradecimento especial.

Agradeço também à Rodrigo Azevedo e Marcelo de Paiva Abreu, membros da banca, pelas críticas e sugestões.

À todos os meus colegas e professores de mestrado pelo estimulante ambiente que me proporcionaram.

Aos funcionários do Departamento de Economia da PUC-Rio pelo apoio e convívio.

À CAPES pelo suporte financeiro durante o mestrado

## Resumo

Binnie, Alfredo; Marcio Gomes Pinto Garcia; Carlos Vianna de Carvalho (orientadores) **Retornos de especulações cambiais em regimes de câmbio controlado..** Rio de Janeiro, 2008. 115p. Dissertação de Mestrado - Departamento de Economia, Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro.

Na literatura é quase unânime a rejeição da relação de paridade descoberta das taxas de juros (PDJ). Isto significa que existiriam retornos excessivos previsíveis para a especulação cambial. Esta dissertação documenta os retornos das taxas de juros em regimes de câmbio controlado em diversos episódios. As evidências apontam que esses regimes terminam não só com abrutadas depreciações, mas também que essas depreciações, na grande maioria dos casos, superam o diferencial de juros acumulados desde o início do regime. Ou seja, nesses casos não haveriam retornos excessivos como indicado pelos testes usuais da PDJ. Identificamos as variáveis que prevêm a magnitude da variação cambial ocorrida após a flexibilização do regime cambial. Em seguida, analisamos o retorno da estratégia de carry trade por tipo de regime cambial concluindo que nos regimes de câmbio controlado o retorno esperado é maior mas o downside risk também.

## Palavras-chave

Paridade descoberta das taxas de juros, crises cambiais, carry trade, especulação, taxas de juros, taxas de câmbio

## Abstract

Binnie, Alfredo; Marcio Gomes Pinto Garcia; Carlos Vianna de Carvalho (orientadores) **Returns to carry trade in fixed exchange rates regimes ..** Rio de Janeiro, 2008. 115p. M.Sc Dissertation - Departamento de Economia, Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro.

The failure of uncovered interest rate parity is almost unanimous in the literature. The consequence is the existence of predictable excess returns to currency speculation. This paper documents the returns to the carry trade strategy in fixed exchange rate regimes in a set of episodes. Empirical documentation shows not only that these regimes end in abrupt depreciation but also that the depreciation generally wipes out the entire accumulated interest rate differential during all the period. This anecdotal evidence contrasts to that commonly found by uncovered interest parity tests. We identify the leading indicators to the currency crises magnitudes. We also analyze the differences in returns to the carry trade strategy by currency regimes founding that both the expected return and the downside risks are greater in fixed currency regimes

## Keywords

uncovered interest rate parity, currency crises, carry trade, currency speculation, interest rates, exchange rates, fixed exchange rate regime

## Sumário

1 Introdução	9
2 A condição de paridade descoberta das taxas de juros	12
2.1. Definições e testes	12
2.2. Retornos, riscos e erros de expectativas	14
2.3. Risco	16
2.3.1. As conclusões de Fama	16
2.3.2. Interpretando o coeficiente $\beta$	17
2.3.3. Modelos de prêmio de risco	18
2.4. Desvios de previsão	19
2.4.1. Dividindo o coeficiente: prêmios de risco X desvios de previsão	20
2.4.2. Modelos com irracionalidade ou ineficiências de mercado	22
2.4.3. Modelos de pequenas amostras	23
2.5. Retornos da PDJ e risco	24
3 Crises cambiais	29
4 O comportamento das taxas de juros em regimes de câmbio controlado	35
4.1. Procedimento e dados	35
4.2. Regimes de câmbio	37
4.3. Os episódios - descrição	40
4.4. Resultados	41
5 Sobre a magnitude da variação cambial após o fim de um regime de câmbio controlado.	47
5.1. Diferenciais de juros	48
5.2. Câmbio Real	50
5.3. Demais variáveis	52
6 Retornos de especulações cambiais em diferentes regimes cambiais	54
6.1. As estratégias	54

6.2. Os Retornos	55
7 Conclusões	59
8 Bibliografia	61
9 Gráfico e Tabelas	69
10 Apêndices	88
10.1. Episódios Completos: Dinâmica dos juros acumulados em moeda externa	88
10.2. Episódios Incompletos: Dinâmica dos juros acumulados em moeda externa	110
10.3. Sobrevalorização Cambial	114
10.4. <i>Indicators</i> Utilizados:	115