

Diferencial de Juros e *Carry-Trade*

Márcio G. P. Garcia¹ e André Ventura Fernandes²
2 de agosto, 2007

A atratividade do carry-trade depende não só do diferencial de juros, mas também da volatilidade cambial.

O elevado diferencial de juros vem atraindo capital especulativo, via estratégia conhecida como *carry-trade*, na qual se tomam emprestados recursos em moeda com baixa taxa de juros (p.ex., o yen japonês) para aplicá-los em outra moeda com alta taxa de juros (p.ex., o real). Caso a taxa de câmbio mantenha-se estável, ou ocorra apreciação da moeda de juro alto em relação à de juro baixo, o especulador ganhará (pelo menos) o diferencial de juros. O risco da estratégia é a moeda de juro alto depreciar-se em relação à de juro baixo. Neste caso, o especulador pode amargar grande prejuízo.

Portanto, o ganho esperado da estratégia do *carry-trade* é dado pelo diferencial de juros adicionado à apreciação da moeda de juro alto. Tudo o mais constante, a atratividade do *carry-trade* diminui com a redução do diferencial de juros, como vem ocorrendo no Brasil desde o final de 2005. Não obstante, decisões financeiras são orientadas não só pelo retorno esperado, mas pelo risco envolvido.

Nosso objetivo neste artigo é chamar a atenção para que uma medida correta da atratividade do *carry-trade* não pode prescindir de uma avaliação mais cuidadosa dos riscos envolvidos. Apresentamos, também, uma medida que sintetiza a análise financeira, incorporando tanto o retorno esperado quanto o risco envolvido. O argumento central é que o diferencial de juros é responsável, apenas, por parte da atratividade do *carry-trade*, cabendo outra parte, tão ou mais importante, à volatilidade da taxa de câmbio.

Suponha, por exemplo, um investidor que tome recursos emprestados no exterior à taxa de 5% ao ano em dólar, e invista tais recursos em um título de renda fixa no Brasil a 12% ao ano, com uma taxa de câmbio de 1,90 R\$/US\$. Doze meses depois, este investidor paga o empréstimo contraído e afeita seu resultado. Entretanto, a despeito do elevado diferencial de juros no momento da aplicação, será a cotação da taxa de câmbio no momento de saída da operação que determinará o retorno. Se a taxa de câmbio ao fim do período estiver em 2,026 R\$/US\$, após o pagamento do empréstimo, o ganho deste investidor será nulo (sem considerar impostos). Se a taxa de câmbio estiver abaixo desta cotação, ele obterá retorno positivo, e caso esteja acima, terá prejuízo. Portanto, para que se compreendam as posições dos especuladores em diferentes moedas, não basta apenas que se analise o diferencial de juros. É fundamental analisar a volatilidade das cotações cambiais.

¹ Ph.D. por Stanford, professor do Departamento de Economia da PUC-Rio, escreve neste espaço uma sexta-feira a cada mês.

² Mestrando em Economia da PUC-Rio.

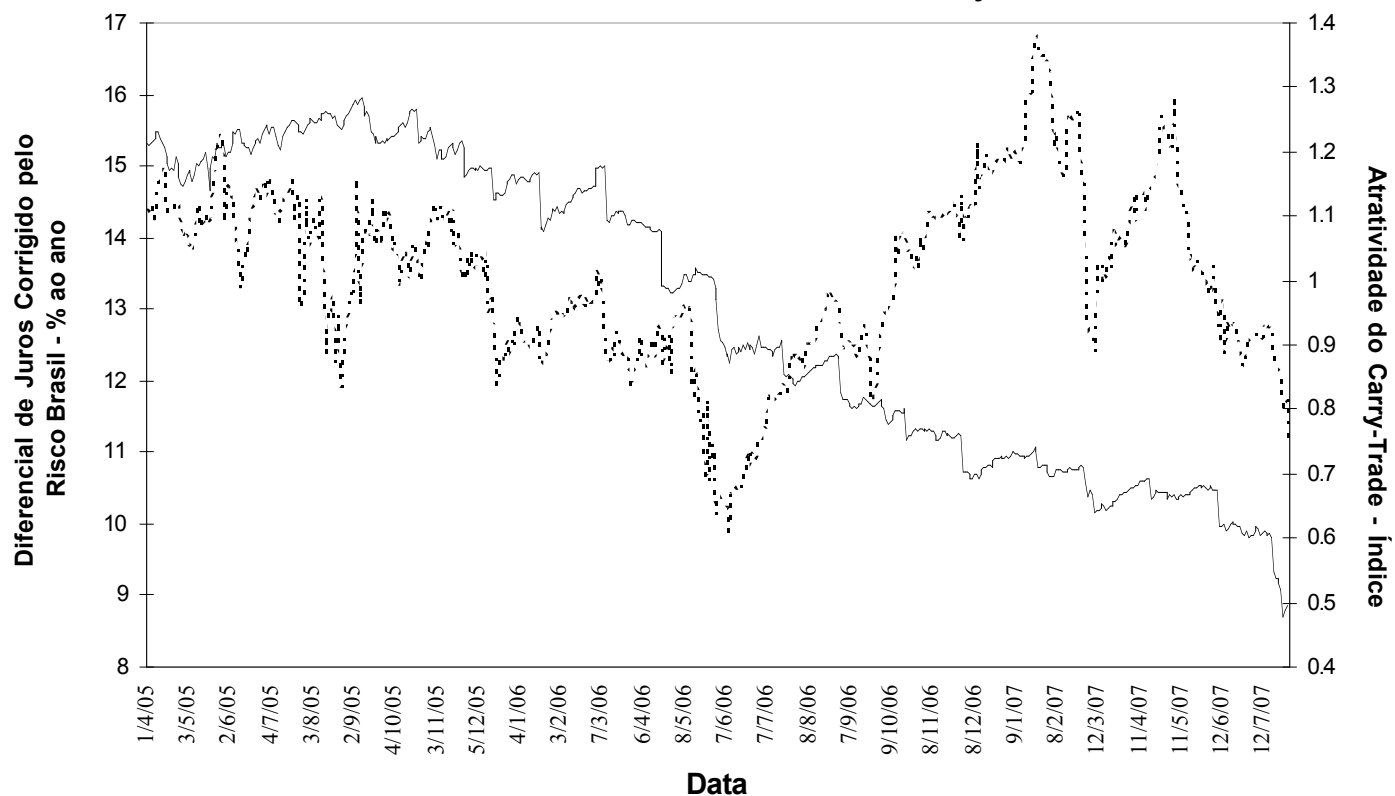
A medida que propomos para medir a atratividade do *carry-trade* é construída da seguinte forma. Partindo do diferencial das taxas nominais de juros entre países (no exemplo do gráfico, Brasil e Japão), dele deduzimos o risco país (risco Brasil, medido pelo *spread* do EMBI+Brazil), assim obtendo uma medida de retorno esperado corrigida pelo risco de crédito. Como se sabe, o risco Brasil reduziu-se bastante desde o final de 2005. Assim, o diferencial de juros ajustado pelo risco Brasil caiu menos do que o diferencial de juros sem tal ajuste.

Para incorporar o risco da depreciação do real, seguimos sugestões já incorporadas a estudos do Banco de Compensações Internacionais (BIS) e *Goldman Sachs*, entre outros. A medida de atratividade de *carry-trade* aqui proposta é o quociente entre o diferencial de juros ajustado pelo risco país e uma medida da volatilidade da taxa de câmbio. A intuição é que quanto maior for a volatilidade da taxa de câmbio, maior será a probabilidade de ocorrerem depreciações do real frente ao yen que ameacem a rentabilidade do *carry-trade*. Assim, quanto maior a volatilidade cambial, menor a atratividade de um dado diferencial de juros. O gráfico mostra duas linhas. A linha cheia representa o diferencial de juros ajustado pelo risco Brasil (escala da esquerda, em % ao ano), e a linha tracejada representa a medida que propomos (escala da direita, em unidade arbitrária).

Como mostra o gráfico, o diferencial de juros ajustado pelo risco Brasil vem caindo desde o final de 2005. A volatilidade da taxa de câmbio (não mostrada no gráfico) cai significativamente em meados de 2006. Assim, apesar da redução no diferencial de juros corrigido pelo prêmio de risco observada desde 2005, podemos perceber que tal queda foi mais que compensada pela redução na volatilidade da taxa de câmbio a partir de meados de 2006, o que elevou a atratividade do *carry trade*. Dessa forma, não obstante a queda no diferencial de juros, a diminuição conjunta na volatilidade da moeda sugere que, pela ótica do especulador, o *carry trade* permanece muito atraente.

Não se deve depreender deste argumento, contudo, que o *carry-trade* seja determinante para o movimento de apreciação do real. Há evidências substanciais de que a apreciação do real foi causada, sobretudo, pela entrada de recursos associados à espetacular melhora da conta-corrente do balanço de pagamentos, recentemente reforçadas pela entrada de investimentos estrangeiros de médio e longo prazos. O *carry-trade* teve um papel importante, mas secundário na apreciação do real, como já argüido em artigos anteriores neste espaço.

Diferencial de Juros e Medida de Atratividade do Carry-Trade



Fonte: Bloomberg, FMI e Banco Central do Brasil

