

1. Introdução

As condições macroeconômicas e a evolução dos ativos financeiros guardam uma estreita relação entre si. Tanto a decisão dos agentes sobre onde alocar sua riqueza, quanto o preço observado dos ativos refletem, necessariamente, o estado atual e as expectativas sobre as futuras condições macroeconômicas. Ao mesmo tempo, o estado geral da economia é (ou foi) também afetado pelo conjunto de decisões financeiras de investimento e pelos preços desses mesmos ativos.

Tanto Finanças como Macroeconomia abordam, por vezes, tópicos similares, mas diferem quanto às formas de olhar para os problemas e quanto às técnicas utilizadas. Historicamente, esta sinergia foi reconhecidamente bem explorada por pesquisadores como James Tobin e Paul Samuelson. Entretanto, surpreendentemente, nas últimas duas décadas estes dois campos se tornaram quase que estanques. De alguns anos para cá, começaram a serem empreendidos esforços para integrá-los novamente¹. Esta tese é composta de três ensaios que se situam nessa linha de pesquisa. Arcabouços e modelos recentes de finanças são utilizados para investigar três questões de macroeconomia aplicada: a credibilidade da política monetária, a dinâmica da conta-corrente do balanço de pagamentos e a fragilidade financeira dos países a choques externos.

O primeiro ensaio explora a informação contida no preço dos ativos financeiros para estudar a credibilidade da política monetária. Mostramos, primeiramente, a evidência empírica de que no Brasil surpresas inflacionárias de curto prazo têm causado desvios nas expectativas inflacionárias de médio prazo, sendo eles maiores do que os efeitos usualmente observados em países com

¹ A literatura de estrutura a termo constitui o principal exemplo deste esforço. Modelos afim com imposição de ausência de arbitragem e uma dinâmica macroeconômica subjacente são os pioneiros nesta área. Dentre estes, podemos citar Ang & Piazzesi (2003), Rudebush & Wu (2004) e Bonomo & Lowenkron (2006). Há também outra classe de modelos cuja visão é a de alocação de portfólio para a conta-corrente, como a que se encontra em Kraay and Ventura (2000).

regime de metas para inflação. Este pode ser um sintoma de (pelo menos um de) dois possíveis problemas: (i) inércia inflacionária decorrente da indexação da economia; e/ou (ii) falta de credibilidade da autoridade monetária. O remédio para este problema depende de suas causas. Se, por exemplo, a credibilidade não for uma questão fundamental, promover a independência do Banco Central não ajudaria muito a facilitar a transmissão da política monetária. Como identificar se uma das causas pode ser credibilidade imperfeita da autoridade monetária? Apresentamos um modelo teórico que indica que movimentos no prêmio de risco inflacionário, definido como a inflação implícita no preço dos ativos menos a expectativa de inflação por parte dos agentes, ajuda a identificar se credibilidade é uma das causas desse problema. Os testes empíricos realizados apontam que tal relação foi de fato observada no Brasil de 2001 a 2006, indicando que, provavelmente, a credibilidade imperfeita da política monetária foi um dos fatores que dificultaram a transmissão da política monetária no Brasil neste período, o que provavelmente contribuiu para que as taxas reais de juros de equilíbrio fossem mais elevadas. Conjeturamos ainda que, em face do histórico de decisões tidas como conservadoras por parte da autoridade monetária no período analisado, o que prejudicava a credibilidade da política seria o medo da quebra de regime.

O segundo ensaio utiliza arcabouço de finanças para investigar a dinâmica da conta-corrente². O saldo em conta-corrente de um país num determinado período pode ser entendido como o resultado de um problema de alocação de portfólio. Ele é a basicamente a decisão dos agentes sobre em quais ativos alocar a poupança nacional: ativos domésticos ou ativos externos? A parcela da poupança a ser alocada no exterior corresponde ao superávit em conta-corrente. Até recentemente, os artigos de economia internacional não levavam em conta esta importante dimensão do problema e, mesmo quando passaram a fazê-lo, seguiam um modelo no qual o portfólio ótimo era constante ao longo do tempo. Neste segundo ensaio, mostramos que, empiricamente, o re-balanceamento do portfólio dos países é fundamental e, portanto, os modelos tradicionais de conta-corrente (que pressupõe portfólio constante no tempo), quando testados de modo adequado, ou são rejeitados pelos dados ou têm um poder explicativo muito

² Este artigo foi escrito em co-autoria com Tatiana Didier, doutoranda em economia pelo MIT durante o estágio de doutoramento no exterior (PDEE) no próprio MIT e se beneficiou enormemente dos comentários do Professor Kenneth Rogoff, (Harvard).

baixo. Por essa razão, apresentamos um novo modelo para a conta-corrente no qual o problema de alocação de ativos do agente representativo (país) é dinâmico. As oportunidades de investimento internas e externas são variantes no tempo e é isso que faz com que o portfólio ótimo (ativo externo líquido) mude ao longo do tempo o que, por sua vez, gera um mecanismo de variações na conta-corrente que é adicional ao usual mecanismo de resposta a choques transitórios na renda³. Estima-se o modelo para os EUA e Japão e os resultados indicam um poder explicativo superior ao dos modelos tradicionais. Os achados podem contribuir para a recente discussão de desequilíbrios globais (“Global Imbalances”), representados principalmente pelo enorme déficit em conta corrente americano, que atingiu recentemente 7% do seu PIB e 2% do PIB mundial. À luz dos nossos resultados, é possível concluir que grande parte do fenômeno do crescente déficit americano se deve às melhores oportunidades de investimento nos EUA vis-à-vis outros países do G7 como o Japão.

O terceiro e último ensaio da tese investiga um dos determinantes da fragilidade econômico-financeira de países emergentes. Uma das formas de analisar a vulnerabilidade de países emergentes é através da evolução dos componentes da taxa de juros dada 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, uma maior 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 último capítulo da tese. Mostramos que a presença deste fenômeno não é generalizada por todos os países emergentes. Conclui-se também que os responsáveis pela inter-relação entre os riscos não são nenhum dos fatores normalmente apontados na literatura como determinantes individuais de cada um dos riscos. Mais especificamente, rejeita-se a hipótese de que as variáveis de balanço de pagamento,

³ Ou seja, a poupança para suavização de consumo.

principais determinantes do risco cambial, sejam as responsáveis pela relação positiva do risco cambial com o risco país. Da mesma forma, nem a dívida pública total, nem o superávit orçamentário nominal – principais determinantes do risco de crédito soberano - são aceitos como responsáveis pela presença do fenômeno dos Riscos Primos. Os determinantes seriam o descasamento cambial e o nível de aprofundamento financeiro, medido pelo crédito doméstico ao setor privado como proporção do PIB. Os achados a respeito do descasamento cambial convergem para os argumentos de *Original Sin*. A incapacidade de se financiar externamente na própria moeda (*Original Sin*) leva a um potencial descasamento cambial no balanço destes países. Já um elevado crédito doméstico para o setor privado pode ser entendido com um alto grau de aprofundamento financeiro. Quanto maior for o aprofundamento financeiro e a oferta interna de recursos, menor a necessidade de estes países terem que recorrer aos mercados internacionais. É possível que, uma vez que os agentes percebam isso, não associem o *forward premium* com o risco país.