



Thaís Porto Ferreira Rodrigues

**Política monetária, inflação e setor externo: ensaios de
macroeconomia aplicada**

Tese de Doutorado

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

Orientador: Ilan Goldfjan

Rio de Janeiro,
outubro de 2008



Thaís Porto Ferreira Rodrigues

**Política, monetária, inflação e setor externo: ensaios de
macroeconomia aplicada**

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

Ilan Goldfajn
Orientador
PUC-Rio

Edmar Lisboa Bacha
Itaú BBA

Marcio Gomes Pinto Garcia
PUC-Rio

Gino Olivares
Banco Opportunity

André Minella
Banco Central do Brasil

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

Rio de Janeiro, 1 de outubro de 2008

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

Thaís Porto Ferreira Rodrigues

Graduou-se em Economia pela Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro (PUC-Rio) em 1999. Recebeu o título de Mestre em Economia pela Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro (PUC-Rio) em 2003. Trabalha no Banco Central do Brasil desde 2002

Ficha Catalográfica

Rodrigues, Thaís Porto Ferreria

Política monetária, inflação e setor externo: ensaios de macroeconomia aplicada / Thaís Porto Ferreira Rodrigues; orientador: Ilan Goldfajn – Rio de Janeiro: PUC-Rio. Departamento de Economia. 2008

181f.;30cm

Tese (Doutorado em Economia) – Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2008

Incluí referências bibliográficas.

1. Economia - Teses. 2. Política monetária, 3. Abertura comercial, 4. Canal de valorização do ajuste externo I. Ilan Goldfajn . II. Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro. Departamento de Economia. III. Título

CDD:330

Para Ana Luísa

Agradecimentos

Ao Professor Ilan Goldfajn, meu orientador, um agradecimento especial por sua dedicação, sua sabedoria e sua compreensão, imprescindíveis para a realização deste trabalho.

Aos membros da banca examinadora, Márcio Garcia, Edmar Bacha, Gino Olivares e André Minella, pelos valiosos comentários e excelentes sugestões.

Ao Banco Central do Brasil, pela licença concedida, sem a qual este trabalho não poderia ter sido realizado.

A todos os professores e funcionários do Departamento de Economia da PUC-Rio, por contribuírem para a minha formação. Em especial, ao Professor Rogério Werneck, pelos sábios conselhos, ao Professor Gustavo Gonzaga, pela dedicação aos alunos da Pós-Graduação e à amiga Graça, pela constante e indispensável ajuda.

Aos bons amigos que conquistei na PUC-Rio ao longo desses anos: Alexandre Lowenkron, Ângela Albernaz, Ethel Maia, Felipe Tâmega, Filipe Campante, Luciano Vereda, Marcus Vinícius Valpassos, Mariana Rodrigues, Myrian Petrassi, Sylvio Klein.

Aos meus pais e à minha irmã, pelo apoio e pelo carinho.

Ao André, por seu amor e seu incentivo.

A minha filha Ana Luísa, um agradecimento especial, por tornar minha vida mais feliz e alegrar todos os meus dias, mesmo os mais difíceis.

Resumo

Rodrigues, Thaís Porto Ferreira. **Política, monetária, inflação e setor externo: ensaios de macroeconomia aplicado**. Rio de Janeiro, 2008. 181p. Tese de Doutorado - Departamento de Economia, Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro.

Esta tese é composta por três ensaios que abordam diferentes temas na área de macroeconomia. No primeiro ensaio, aplica-se ao Brasil a metodologia de identificação de choques de política monetária desenvolvida por Friedman e Schwartz (1963) e aprimorada por Romer e Romer (1989). Essa metodologia baseia-se na análise das intenções declaradas da autoridade monetária. A partir do estudo das atas das reuniões do Copom realizadas entre março de 1999 e maio de 2006, identificam-se quatro choques monetários exógenos e estimam-se os efeitos desses choques sobre a inflação e o produto. Os resultados indicam que um choque de política monetária é sucedido, inicialmente, pela redução do crescimento do produto e, posteriormente, pelo arrefecimento da inflação. O segundo ensaio analisa como o grau de abertura comercial dos países em desenvolvimento influencia as respostas da inflação doméstica e do produto doméstico a determinados choques externos. Conclui-se que o grau de abertura comercial afeta o modo como a inflação doméstica reage a choques na inflação mundial e nos preços das *commodities*. Alega-se que isso ocorre porque nos países comercialmente mais abertos há um controle maior da inflação após os choques externos. No terceiro ensaio, examinam-se a evolução recente do passivo externo líquido brasileiro, o mecanismo de valorização dos ativos e passivos externos e a sua contribuição para o processo de ajuste externo do país. Conclui-se que, à medida que uma parte considerável do passivo externo passa a ser denominada em moeda doméstica, modificam-se os efeitos das variações cambiais sobre o passivo externo líquido e a relevância do mecanismo de valorização para o processo de ajuste externo.

Palavras-chave

Política Monetária. Abertura Comercial. Canal de Valorização do Ajuste Externo

Abstract

Rodrigues, Thaís Porto Ferreira. **Política, monetária, inflação e setor externo: ensaios de macroeconomia aplicado** Rio de Janeiro, 2008. 181p. Ph.D Thesis- Departamento de Economia, Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro.

This thesis consists of three essays concerning three different subjects in macroeconomics. On the first one, the methodology of identification of monetary policy shocks developed by Friedman and Schwartz (1963) and refined by Romer and Romer (1989) is applied to Brazil. This methodology is based on the analysis of the declared intentions of the monetary authority. After careful examination of the minutes of the meetings held by the Monetary Policy Committee from March 1999 to May 2006, four episodes of monetary contraction were identified, and their effects on product and inflation were estimated. The results suggest that a monetary policy shock leads first to a slowdown in growth and then to inflation reduction. The second essay investigates how the degree of trade openness of developing countries influences the responses of domestic inflation and domestic product to specific external shocks. We find that the degree of trade openness affects the way domestic inflation will react to shocks in world inflation and in commodities prices. We claim that this happens because of the tighter control of inflation observed in more open countries after an external shock. On the third essay, we examine the recent evolution of the Brazilian net external liabilities, the valuation mechanism affecting external assets and liabilities, and its contribution to the country's external adjustment. The results show that as a larger share of the external liabilities is denominated in domestic currency, the effects of exchange rate variations on net external liabilities change as well as the importance of the valuation channel for the external adjustment.

Keywords

Monetary Policy. Trade Openness. Valuation Channel of External Adjustment

Sumário

1 Introdução Geral	10
2 Identificação de choques exógenos de política monetária e mensuração de seus efeitos sobre o produto e a inflação: abordagem alternativa aplicada ao caso brasileiro	13
2.1. Introdução	13
2.2. Romer e Romer (1989)	16
2.3. Episódios no Brasil	22
2.4. Exercícios econométricos	29
2.5. Análise de robustez: o comportamento da taxa de câmbio	49
2.6. Considerações finais	62
3 O impacto de choques externos sobre a inflação e o produto dos países em desenvolvimento: o grau de abertura comercial importa?	65
3.1. Introdução	65
3.2. Revisão Bibliográfica	66
3.3. Exercícios econométricos	69
3.4. Análise de robustez	90
3.5. Conclusões	121
3.6. Apêndice: vetores auto-regressivos	123
4 A composição do passivo externo líquido brasileiro e o processo de ajuste externo	126
4.1. Motivação	126
4.2. Evolução recente do passivo externo líquido brasileiro	128
4.3. Mecanismo de valorização do passivo externo líquido	138
4.4. Passivo externo líquido, exportações líquidas e ajuste externo	141
4.5. Exercícios	144
4.5.1. Decomposição dos movimentos do passivo externo líquido	144

4.5.2. Contribuição do mecanismo de valorização para o ajuste externo	149
4.5.3. Impacto da variação cambial sobre o passivo externo líquido	159
4.6. Conclusões	166
4.7. Apêndice: log-linearização da restrição externa intertemporal	167
5 Referências Bibliográficas	173