

RESENHA

MACROECONOMIA INTERNACIONAL: TEORIA, MODELOS E EVIDÊNCIAS **Autor: Flávio Vilela Vieira, Editora Átomo e Alínea, Campinas, 2008**

Michele Polline Veríssimo

Nesta obra, o autor desenvolve uma análise focada no resgate histórico, em termos teóricos e empíricos, dos principais modelos de macroeconomia aberta e economia internacional sob aspecto financeiro. A relevância da obra está associada ao esforço de sistematização dos diversos modelos de uma maneira acessível à maioria dos leitores, sejam estes alunos de graduação ou de pós-graduação. Além disso, a obra cumpre a função de preencher uma lacuna importante na literatura de língua portuguesa sobre Macroeconomia e Economia Internacional, já que a maioria dos modelos e das discussões presentes no livro encontra-se originalmente apresentada na língua inglesa.

O objetivo fundamental do livro consiste em desenvolver uma análise dos principais modelos utilizados pela literatura desde os anos 1950 e 1960 até a década atual. Tais modelos incluem a abordagem das elasticidades e da absorção; a abordagem monetária de determinação da taxa de câmbio e do balanço de pagamentos; o modelo Mundell-Fleming para uma economia aberta, sob diferentes regimes cambiais; o modelo de taxa de câmbio real, os modelos de crise do balanço de pagamentos (primeira, segunda e terceira gerações); além de uma discussão sobre regimes cambiais e metas de inflação. Dentre as principais contribuições do autor, destaca-se o detalhamento das diversas equações que compõem os modelos analisados com o auxílio de análises gráficas para ilustrar os resultados analíticos relevantes, e, neste sentido, facilitar ao leitor o entendimento do material em questão.

O livro encontra-se organizado em dez capítulos. O Capítulo 1, “Renda e Balanço de Pagamentos”, sistematiza várias contribuições para o entendimento dos impactos de diferentes variáveis sobre a renda e o balanço de pagamentos. O autor ressalta que a abordagem da elasticidade tem uma limitação, dado que assume que o nível de renda não se altera, sendo que tal argumento não é válido, caso as exportações e/ou as importações estejam relacionadas com o nível de renda. A partir desta observação, o capítulo envolve uma análise de algumas implicações da economia keynesiana para uma economia aberta, incluindo a análise do multiplicador de comércio exterior, os conceitos de taxa de câmbio de equilíbrio, metas e instrumentos, além do princípio da classificação efetiva de mercado, conhecido como *assignment problem*, e a abordagem da absorção.

No Capítulo 2, “Taxa de Câmbio e as Abordagens das Elasticidades da Taxa de Câmbio e Monetária do Balanço de Pagamentos”, o objetivo é organizar as principais características da abordagem das elasticidades da taxa de câmbio e explicitar a concepção da abordagem monetária do balanço de pagamentos, visto que ambas tiveram um papel relevante em termos de modelagem e definição de políticas associadas à taxa de câmbio em diversos países. Na abordagem das elasticidades (AE), a taxa de câmbio é determinada pelo fluxo de moedas no mercado de divisas. O foco de análise concentra-se, essencialmente na conta de comércio, uma vez que tal teoria se desenvolveu em um contexto em que o fluxo de capitais ainda era bastante restrito, o que é distinto dos modelos da taxa de câmbio baseado em preço dos ativos, caso em que se destaca a importância dos fluxos de capitais. Em contraposição à teoria keynesiana, a abordagem monetária do balanço de pagamentos (AMBP) argumenta que

o balanço de pagamentos (BP) é um fenômeno monetário e não real, e, portanto, deve ser analisado a partir das ferramentas de análise monetária, ou seja, pela oferta e demanda por moeda. Neste sentido, desequilíbrios no BP são reflexos de desequilíbrios nos mercados monetários.

O Capítulo 3, “Abordagem Monetária da Determinação da Taxa de Câmbio”, ressalta que a discussão verificada nos anos 1960, sobre o papel de movimentos especuladores em estabilizar a volatilidade da taxa de câmbio, não é corroborada empiricamente no período pós-1973, marcado pela flexibilidade cambial após o fim do regime de paridade cambial (Sistema de Bretton Woods) nas economias avançadas. A abordagem dos ativos (*asset approach*) explica a volatilidade cambial sem recorrer à insuficiência de fluxos especulativos e/ou ao comportamento irracional dos especuladores, sendo dividida em três versões: (i) a abordagem monetária *flex-price* da taxa de câmbio; (ii) a abordagem monetária *fix-price* da taxa de câmbio; e (iii) o modelo substituição de moeda.

No Capítulo 4, “Abordagem de Portfólio de Determinação da Taxa de Câmbio e Paridade de Juros”, o autor tem como objetivo apresentar a chamada abordagem de portfólio de determinação da taxa de câmbio com base na noção de equilíbrio nos mercados monetário e cambial, e, num segundo momento, discutir o papel da taxa de câmbio futura e da arbitragem.

O Capítulo 5, “O Modelo Mundell-Fleming: Eficácia das Políticas Monetária e Fiscal em Diferentes Regimes Cambiais e Distintos Graus de Mobilidade de Capitais”, discute o modelo Mundell-Fleming (MF), que investiga a eficácia (ou não) das políticas fiscal e monetária sob diferentes regimes cambiais e distintos graus de mobilidade de capitais. Destaca-se que a redução no controle de capitais e a maior flexibilidade cambial, a partir do início dos anos 1970, nas economias avançadas implicaram um aumento da interdependência internacional. Além disso, o modelo MF e seus desdobramentos estão associados às tentativas de entender a dinâmica da taxa de câmbio, dentre eles, o modelo de Dornbusch [1976], e, mais especificamente, sua volatilidade, mediante o rompimento com o sistema de Bretton Woods e a adoção de regimes de câmbio flexível a partir de 1973. O resultado clássico associado ao modelo MF é o de que, considerando o regime de câmbio flexível, a política monetária é eficaz para alterar o nível de renda e produto, enquanto que a política fiscal não se mostra eficaz, válidos os supostos acima. De outro lado, sob regime de câmbio fixo, a política fiscal passa a ser eficaz, sendo que o mesmo não acontece com a política monetária.

No Capítulo 6, “Paridade do Poder de Compra e Taxa de Câmbio Real”, o autor realiza uma revisão da literatura sobre taxa de câmbio real, em que são relacionados diversos aspectos teóricos e controvérsias empíricas a respeito da validade da teoria da paridade do poder de compra (PPC) em suas diversas versões (absoluta e relativa) e métodos de investigação econométrica. A questão relevante que se aponta nessa discussão gira em torno da investigação sobre a validade da teoria da PPC, no que se refere ao longo prazo. Uma revisão detalhada sobre o comportamento da taxa de câmbio no longo prazo remete o leitor a duas vertentes teóricas de grande relevância e objeto de várias investigações empíricas ao longo das últimas décadas. De um lado, tem-se a Teoria da PPC, em que prevalece a noção de que a taxa de câmbio real de longo prazo é constante, e, de outro, a literatura conhecida como Taxa de Câmbio Real de Longo Prazo, que assume que o câmbio real de longo prazo não é constante. Em geral, as controvérsias estão associadas às seguintes questões (*puzzles*):

- (i) Até que ponto a taxa de câmbio nominal e os preços relativos sofrem reversão de média em relação a algum nível de equilíbrio de longo prazo? Além disso, tal reversão de média tem qual duração?
- (ii) Os resultados da literatura de câmbio real de longo prazo implicam que as especificações usadas para testar a reversão de média pela literatura da PPC são incorretas.
- (iii) Uma questão não resolvida diz respeito a analisar até que ponto essa especificação incorreta pode explicar a dificuldade de encontrar reversão de média entre câmbio nominal e preços relativos.

O foco do Capítulo 7, “Crises Monetárias e Cambiais, Reversões da Conta Corrente e Fluxos de Capitais”, consiste em detalhar as características das crises financeiras, explicitando os chamados modelos de primeira, segunda e terceira geração. A designação de crise financeira está associada, em geral, a crises monetária/cambial, crises bancárias, ou ambas (crises gêmeas). Dentre estas, destacam-se os casos do México (1994-95), Ásia (1997), Brasil (1999), Turquia (2001) e Argentina (2002).

As crises financeiras estão associadas a grandes perdas no valor da moeda do país ou região, fugas de capitais e um alto custo para as economias que sofrem tais crises, sendo que a alta mobilidade internacional dos capitais e as ações dos grandes investidores são, muitas vezes, apontadas como parte do problema associado às crises financeiras. No entanto o entendimento dos modelos de crises financeiras também envolve a compreensão do papel dos chamados maus fundamentos das economias e das expectativas dos investidores.

A definição de uma crise financeira está relacionada a situações nas quais os investidores perdem confiança em determinada economia e em sua moeda, e, neste sentido, há um processo rápido e em grande escala de venda de ativos denominados na moeda dessa economia. O resultado é um ataque especulativo e uma perda do valor da moeda (forte desvalorização cambial). As autoridades monetárias buscam evitar ou minimizar a desvalorização cambial por meio de uma tentativa de preservar o valor da moeda, adotando, em geral, medidas vinculadas a uma elevação da taxa de juros e venda de reservas internacionais (compra de moeda doméstica). O problema é que tais medidas, frequentemente, apenas colaboram com a ampliação do ataque especulativo, pois, de certa forma, elas sinalizam para o mercado e os investidores, e as próprias autoridades monetárias têm dúvidas sobre a sustentabilidade do regime cambial e da taxa de câmbio vigentes.

Os modelos de primeira geração surgiram em fins dos anos 1970 e início dos anos 1980, em um contexto internacional marcado por crises de balanço de pagamentos em várias economias em desenvolvimento, que passaram a conviver com a elevação dos juros no mercado internacional e a escassez de recursos financeiros. Uma das dimensões das crises nos modelos de primeira geração está associada ao papel passivo dos investidores e aos maus fundamentos que se tornam incompatíveis com a sustentação de um regime de taxa de câmbio fixo, sendo que os modelos de Krugman [1979] e Flood e Garber [1984] sistematizam os modelos de crises financeiras sob tais circunstâncias.

Os modelos de segunda geração apontam uma limitação dos modelos de primeira geração, em que o comportamento dos investidores apenas tem relevância para determinar o tempo de ocorrência do ataque, e não se o ataque especulativo vai ocorrer ou não. A ideia dos modelos de segunda geração é desenvolver um modelo em que as crises financeiras sejam relacionadas à perda de confiança no regime de câmbio fixo. Tais modelos são considerados

de equilíbrio múltiplo. Em outras palavras, a ocorrência ou não do ataque especulativo é resultado de equilíbrio.

Os modelos de terceira geração tentam verificar se as crises financeiras se devem, primordialmente, aos problemas de fundamentos ou se estão associadas às expectativas autorrealizáveis dos investidores. Krugman [2000] desenvolve um trabalho pelo qual a resposta a tal questão é que ambos os fatores são conjuntamente importantes para entender a ocorrência de crises financeiras. A ideia deste círculo vicioso está vinculada à seguinte sequência: perda de confiança → saída de capitais → forte depreciação da taxa de câmbio real para melhoria da conta corrente → deterioração dos balancetes das empresas com empréstimos denominados em moeda estrangeira → perdas líquidas em termos de valor dos ativos das firmas → redução do investimento e do produto → novas perdas em termos de confiança dos agentes/investidores.

O Capítulo 8, “Regimes Cambiais: Classificações, Desempenho e o Medo da Flutuação”, expõe o debate sobre a escolha dos regimes cambiais, com ênfase na discussão sobre o desempenho dos países sob diferentes regimes de câmbio, em termos de inflação e crescimento, e das características macroeconômicas fundamentais relativas a cada um dos regimes, como o grau de disciplina monetária e fiscal. Além disso, o capítulo destaca a literatura do chamado medo da flutuação (*fear of floating*), por sua relevância para a maioria das economias emergentes, um vez que várias destas economias passaram recentemente (Brasil em 1999 e Argentina em 2001) por transições de regimes cambiais mais rígidos para regimes mais flexíveis. Nesta perspectiva, a questão da volatilidade cambial e do grau de repasse do câmbio para os preços é uma preocupação fundamental a ser investigada.

A literatura sobre regimes cambiais tem se desenvolvido bastante nos últimos anos, com diversos trabalhos analisando as experiências com diferentes regimes cambiais, focando em aspectos como as classificações (De Jure e De Facto) e comparando os desempenhos em termos de crescimento, inflação, disciplina monetária e fiscal, dentre outros aspectos macroeconômicos, para economias com câmbio fixo, flexível e intermediário. Após o rompimento com o sistema de Bretton Woods em 1973, o argumento mais frequentemente utilizado contra a flutuação cambial era o de que a alta variabilidade do câmbio criaria incertezas e teria um impacto negativo sobre o comércio internacional e o investimento. Mais recentemente, tal linha de raciocínio tem sido fruto de críticas e de ceticismo, sendo que o importante é saber quais são os fatores que predominam para que se possa ter uma avaliação mais adequada sobre qual dos regimes (fixo ou flexível) é mais adequado para cada país. Se o país estiver sujeito a vários choques externos, é provável que a flexibilização cambial seja mais adequada, e, caso o país esteja sujeito a vários distúrbios domésticos, a fixação cambial é o mais indicado.

A discussão sobre a escolha entre regimes rígidos e flexíveis concentra-se na existência de um tradeoff entre reduzir a volatilidade cambial e abrir mão da independência da política monetária. A literatura sobre as propriedades dos regimes cambiais pode ser enquadrada em três grandes categorias. A primeira foca as propriedades isoladoras dos regimes (Mundell e Fleming), a segunda discute como diferentes regimes cambiais podem estimular a integração econômica, e a terceira, motivada pelas experiências com alta inflação dos anos 1960 e 1970, enfatiza os aspectos de credibilidade de regimes monetários e cambiais.

A análise dos programas de estabilização macroeconômica e o tipo de regime cambial envolvem algumas evidências empíricas assim ordenadas:

- i) O sucesso ou o fracasso dos programas de estabilização não parece estar condicionado de maneira significativa à escolha do regime cambial.
- ii) Os programas de estabilização baseados no câmbio não são mais suscetíveis ao fracasso do que os demais tipos de programas de estabilização (âncora monetária). Ao contrário, pode-se dizer que eles são mais propensos ao sucesso.
- iii) Não se pode assegurar que os custos desses programas baseados no câmbio sejam maiores, independentemente do seu sucesso ou fracasso. Os efeitos de disciplina e confiança dos regimes de câmbio rígido parecem perdurar ao longo dos episódios de deflação.
- iv) Regimes cambiais rígidos estão associados a uma maior depreciação do câmbio real, um aumento do consumo privado e um maior déficit na conta corrente.
- v) A distinção fundamental entre programas que fracassam e deflações duráveis depende da magnitude do ajuste fiscal e da disciplina monetária.

Sobre a literatura relacionada ao medo da flutuação (*fear of floating*), destaca-se que o receio da flutuação, frequentemente, deve-se ao temor de que a flexibilidade cambial acarrete um aumento da volatilidade cambial e isso acabe por comprometer a estabilidade de preços, com uma conseqüente elevação da taxa de inflação. O medo de grandes oscilações na taxa de câmbio está relacionado aos seguintes fatores: (i) países emergentes têm relutância em flutuar o câmbio; (ii) conjuntura de falta de credibilidade; (iii) volatilidade dos juros e avaliações de crédito desfavoráveis; e (iv) dolarização dos haveres e limite à ação do banco central como prestador de última instância.

No Capítulo 9, “Regime de Metas de Inflação e Câmbio Flexível”, o autor dá ênfase ao regime de metas de inflação, que passou a ser adotado não apenas por economias desenvolvidas como Austrália, Nova Zelândia, Suécia, Reino Unido, mas também por várias economias emergentes, que conviveram com problemas inflacionários e utilizaram, temporariamente, a ancoragem cambial como forma de propagar a estabilidade de preços na economia, dentre elas, a economia brasileira.

As principais vantagens do regime de metas inflacionárias estão ligadas ao fato de que, em contraste com a rigidez cambial, este permite à política monetária focar nas considerações domésticas e responder aos choques que sofre uma economia. A existência de uma relação estável entre moeda e inflação não é essencial para o sucesso do regime. Além disso, a estratégia de política monetária é facilmente entendida pelo público e altamente transparente, aumentando a responsabilidade das autoridades monetárias, que não tende a cair em inconsistências temporais. O foco do debate está no que o banco central pode fazer no longo prazo (reduzir inflação) e não no que ele não pode fazer, ou seja, aumentar crescimento, reduzir desemprego e aumentar competitividade. As principais desvantagens do regime de metas estão associadas às críticas de que é um sistema muito rígido, com impactos sobre a estratégia de juros e redução da taxa de crescimento econômico. Outra crítica, mas que não é exclusiva do regime de metas, é que o regime não pode prevenir a dominância fiscal, ou seja, governos podem adotar políticas fiscais irresponsáveis, porquanto, sob o lado monetário, estão cerceados de tal possibilidade.

Finalmente, o Capítulo 10, “Estabilidade Macroeconômica, Dominância Fiscal e Endividamento em Economias Emergentes”, realiza uma breve discussão sobre a questão da

intolerância à dívida nas economias emergentes, e analisa a questão da dominância fiscal, cujo equacionamento é fundamental para que as economias emergentes possam trilhar um caminho de estabilidade macroeconômica e crescimento sustentável. Os principais resultados apresentados pela literatura é que a intolerância à dívida (externa) de um país pode ser explicada por um pequeno conjunto de variáveis relacionadas ao histórico de pagamentos da dívida, nível de endividamento e a estabilidade macroeconômica em termos históricos. Os mercados tendem a avaliar países com alto grau de endividamento como tendo elevado risco de *default*, mesmo quando estes demonstram baixos níveis de dívida em relação ao PIB ou de dívida em relação às exportações. A intolerância à dívida pode não ser fatal em termos de comprometer o crescimento e a estabilidade macroeconômica, entretanto a evidência sugere que as autoridades monetárias devem manter os níveis de endividamento governamental em um patamar mais baixo, enquanto conseguem implementar reformas estruturais que permitam à economia conviver com maiores encargos da dívida..

A proposição convencional dos modelos de macroeconomia aberta aponta para o fato de que um aumento da taxa de juros real pelo banco central torna a dívida pública interna mais atrativa e gera uma apreciação real da taxa de câmbio. Caso essa elevação do câmbio seja acompanhada de um aumento na probabilidade de *default*, o resultado pode ser tornar a dívida interna menos atrativa e gerar uma depreciação real da taxa de câmbio. Este resultado é mais provável quanto maior o nível inicial da dívida, quanto maior a proporção da dívida denominada em moeda estrangeira, e quanto maior o preço do risco. Sob tais circunstâncias, o regime de metas inflacionárias pode ter efeitos perversos, pois um aumento na taxa de juros real em resposta a pressões inflacionárias, gera uma depreciação real da taxa de câmbio que coloca pressão adicional sobre a inflação. Dentro desse contexto, a política fiscal, e não a política monetária, seria o instrumento correto para combater a inflação.

A lição que pode ser assimilada com base nesta análise é que o histórico inflacionário e o grau de endividamento são pertinentes à questão da intolerância à dívida por parte das economias emergentes, e que há efeitos, diretos e indiretos, da política de juros com o comportamento da taxa de câmbio real. Tais efeitos podem ser magnificados ou minimizados dependendo do montante e do perfil de endividamento dessas economias. Dentro deste arcabouço é que se fala em dominância fiscal, mesmo considerando um regime marcado pela adoção de regras monetárias (metas) e de juros, bem como a adoção de câmbio flexível.

Enfim, por todo o seu esforço de síntese de aspectos teóricos relevantes da macroeconomia aberta, pode-se considerar a obra como uma contribuição significativamente importante para subsidiar a elaboração de estudos empíricos derivados dos debates atuais em macroeconomia.

Michele Polline Veríssimo
Profa. do Instituto de Economia da
Universidade Federal de Uberlândia/MG