Faculdade
de Ciências Econômicas
UFRGS

análise econômica

- **TEORIA DO BALANÇO DE PAGAMENTOS**

João Luis Tenreiro Barroso

- **A IMPORTÂNCIA DAS TEORIAS DE SALÁRIO PARA AS TEORIAS DE INFLAÇÃO**

Lúcia Maria Góes Moutinho

- **OS CICLOS DA ECONOMIA BRASILEIRA**

Vera Beatriz da Silva Oliveira

- **SUBSÍDIOS DE PREÇOS AO TRIGO NO BRASIL**

Vera Martins da Silva

- **A EFICIÊNCIA DA AGRICULTURA GAÚCHA**

Juvir Luiz Mattuella

- **A ECONOMIA REGIONAL NO BRASIL**

Paulo Roberto Haddad

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL

Reitor: Prof. Gerhard Jacob

FACULDADE DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS

Diretor: Prof. Walter Meucci Nique

CENTRO DE ESTUDOS E PESQUISAS ECONÔMICAS

Diretor: Prof. Reinaldo Ignacio Adams

DEPARTAMENTO DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS

Chefe: Profª Otília Beatriz Kroeff Carrion

CURSO DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ECONOMIA

Coordenador: Prof. Roberto Camps Moraes

CURSO DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ECONOMIA RURAL

Coordenador: Prof. Aray Miguel Feldens

CONSELHO EDITORIAL:

Achyles Barcelos da Costa, Aray Miguel Feldens, Atos Freitas Grawunder, Carlos Augusto Crusius, Ernani Hickmann, João Rogério Sanson, Juvir Luiz Mattuella, Maria Imilda da Costa e Silva, Nali de Jesus de Souza, Nuno Renan Lopes de Figueiredo Pinto, Otília Beatriz Kroeff Carrion, Otto Guilherme Konzen, Paulo Alexandre Spohr, Pedro Cezar Dutra Fonseca, Reinaldo Ignacio Adams, Roberto Camps Moraes, Valter José Stülp, Yeda Rorato Crusius, Edgar Augusto Lanzer (UFSC) e Humberto Vendelino Richeter (UnB)

COMISSÃO EDITORIAL: Atos Freitas Grawunder, Pedro Cezar Dutra Fonseca, Reinaldo Ignacio Adams e Roberto Camps Moraes.

EDITOR: Nali de Jesus de Souza

SECRETARIA: Francisco Carlos Becco dos Santos, Maria Ivone de Mello (normalização), Vanete Ricacheski (revisão de textos), Wagner Nunes e Zélide Bregalda.

FUNDADOR: Prof. Antônio Carlos Rosa

A Revista **ANÁLISE ECONÔMICA** publica dois números anuais nos meses de março e novembro. O preço da assinatura, para 1990, é de 7,0 BTN's (o número avulso custa 4 BTN's), a ser pago através de cheque nominal em nome da "Faculdade de Ciências Econômicas/UFRGS". Aceita-se permuta com revistas congêneres. Aceitam-se, também, livros para elaboração de resenhas ou resenhas.

Toda correspondência, material para publicação, assinaturas e permutas devem ser dirigidos ao seguinte destinatário:

PROF. NALI DE JESUS DE SOUZA

Revista Análise Econômica

Av. João Pessoa, 52 – sala 28

90.040 – PORTO ALEGRE (RS) – BRASIL

Telefone: 25-5844 ramal 34

TEORIA DO BALANÇO DE PAGAMENTOS: UMA ABORDAGEM SIMPLIFICADA*

João Luis Tenreiro Barroso **

As autoridades econômicas costumam conduzir a sua política de modo a atingir objetivos bem específicos. Dentre estes destacam-se¹ a obtenção de elevados níveis de emprego, o crescimento econômico, a estabilidade dos preços, a redução das assimetrias regionais e o equilíbrio das contas externas.

Os dois primeiros objetivos são evidentes: o desemprego gera tensões sociais impedindo o desenvolvimento da produção, viável sob outras condições; o crescimento econômico, na medida em que expande a capacidade produtiva do país, leva ao aumento do bem-estar social.

O objetivo "estabilidade de preços" é justificável por, pelo menos, quatro razões: a) inflações elevadas retiram a competitividade externa dos produtos nacionais; b) distorcem a alocação dos recursos produtivos; c) penalizam as classes com menor poder de barganha, quanto ao reajuste dos seus rendimentos; d) geram transferências de renda compulsórias contra o sistema não bancário.

A redução dos desequilíbrios regionais é um objetivo que visa a uniformizar as diversas regiões geográficas de um mesmo país, não permitindo que algumas permaneçam estagnadas, enquanto outras, desenvolvam-se intensamente.

Quanto ao equilíbrio do balanço de pagamentos, este não deve,

---

* O autor agradece a Rubens Penha Cysne e Fernando de Holanda Barbosa pelos comentários e sugestões apresentadas.

** Professor da Fundação Getúlio Vargas do Rio de Janeiro.

¹ Sobre os objetivos e instrumentos de política econômica, Ver Hansen (1958) e Silva (1982).

ANÁLISE ECONÔMICA	ANO 7	Nº11	MARÇO/89	p.3-40

em princípio, ser encarado como um verdadeiro **objetivo** de política econômica. Isto porque, a ocorrência de um certo valor para o saldo de balanço não pode ser considerada como desejável por si só, pois não traz contribuição direta ao bem-estar econômico. A situação do balanço de pagamentos deve ser vista como **limitativa**, pois onde eventualmente gerar restrições à execução de outros objetivos por torná-los eventos incompatíveis. Um exemplo seria a tentativa de determinado país crescer à elevada taxa de $x\%$ ao ano e, inesperadamente, ocorrer um corte no fornecimento de crédito externo. A execução da meta de crescimento original estaria então fortemente comprometida, pois a demanda por importações, daí advinda, não mais seria realizável.

Uma pergunta surge naturalmente: essa limitação deve ser definida em termos das transações correntes com o resto do mundo, do saldo total do balanço de pagamentos, ou de ambos? Para respondê-la, precisamos saber o significado macroeconômico preciso de cada um destes conceitos.

O balanço de pagamentos é a contabilização das transações econômicas entre residentes e não residentes de um país, e o resultado da variação das reservas internacionais dessa economia durante um certo período de tempo.

A configuração típica de um balanço de pagamentos segue as normas internacionais ditadas pelo FMI (IMF, 1977) e pode ser vista no Quadro 1.

Como é utilizado o critério contábil ds partidas dobradas, a soma do saldo de todas as contas do balanço de pagamentos é necessariamente zero. No entanto, é costume chamar saldo total do balanço de pagamentos ao resultado das operações não-monetárias com o exterior, e geralmente este conceito é associado à variação física das reservas internacionais de um país. Vejamos que nem sempre isto ocorre:²

Pela identidade fundamental do balanço de pagamentos temos que

$$B + HE + OM + DES + RF + ER + A + C \equiv 0, \quad (1.1)$$

onde:

$$B = \text{saldo total do balanço de pagamentos}$$

² Para uma visão detalhada deste problema ver Simonsen & Cysne (1987).

Quadro 1

Estrutura do Balanço de Pagamentos

I)	BALANÇO COMERCIAL	
	EXPORTAÇÕES (FOB)	
	IMPORTAÇÕES (FOB)	
II)	BALANÇO DE SERVIÇOS	
	TURISMO	
	TRANSPORTES	
	SEGUROS	
	RENDAS DE CAPITAL	LUCROS E DIVIDENDOS LUCROS REINVESTIDOS JUROS
	SERVIÇOS DIVERSOS	RELATIVOS A FATORES DE PRODUÇÃO NÃO RELATIVOS A FATORES DE PRODUÇÃO
III)	TRANSFERÊNCIAS UNILATERAIS	
	REMESSAS DE EMIGRANTES	
	OUTROS DONATIVOS	
IV)	SALDO DO BALANÇO DE TRANSAÇÕES CORRENTES (I+II+III)	
V)	MOVIMENTO DE CAPITAIS AUTÔNOMOS	
	INVESTIMENTOS DIRETOS	
	REINVESTIMENTOS (CONTRAPARTIDA DOS LUCROS REINVESTIDOS)	
	EMPRÉSTIMOS E FINANCIAMENTOS	
	AMORTIZAÇÕES	
	CAPITAIS A CURTO PRAZO	
	OUTRAS OPERAÇÕES COM CAPITAIS	
VI)	ERROS E OMISSÕES	
VII)	SALDO TOTAL DO BALANÇO DE PAGAMENTOS (IV+V+VI)	
VIII)	MOVIMENTO DE CAPITAIS COMPENSATÓRIOS (-VII)	
	CONTAS DE CAIXA { AUMENTO (-) }	
	HAVERES A CURTO PRAZO NO EXTERIOR	VARIAÇÕES NO TOTAL CONTRAPARTIDA PARA FLUTUAÇÕES CAMBIAIS
	OURO MONETÁRIO	VARIAÇÕES NO TOTAL CONTRAPARTIDA PARA FLUTUAÇÕES DE VALOR CONTRAPARTIDA PARA OPERAÇÕES COM RESIDENTES
	ATRIBUIÇÃO DE DES	VARIAÇÕES NO TOTAL CONTRAPARTIDA PARA ALOCAÇÃO/CANCELAMENTO CONTRAPARTIDA PARA FLUTUAÇÕES DE VALOR
	POSIÇÃO DE RESERVAS NO FMI	VARIAÇÕES NO TOTAL CONTRAPARTIDA PARA FLUTUAÇÕES DE VALOR
	EMPRÉSTIMOS DE REGULARIZAÇÃO	
	ATRASADOS	

HE = haveres de curto prazo no exterior
 OM = ouro monetário
 DES = atribuição de DES (direito especial de saque)
 RF = posição de reservas no FMI
 ER = empréstimos de regularização
 A = atrasados
 C = diversas contrapartidas da conta de capitais compensatórios.

Como $-(HE + OM + DES + RF)$ corresponde exatamente à variação física das reservas internacionais (ΔRes), vem que

$$B \equiv \Delta Res - ER - A - C .$$

Conclui-se, portanto, que o saldo total do balanço de pagamentos só pode ser imediatamente relacionado com a variação das reservas internacionais se o termo $-(ER + A + C)$ for zero.

Procuramos agora entender o significado exato do que seja um déficit em transações correntes.

Da contabilidade nacional, temos a identidade básica da conta de produção:

$$Y \equiv C + C_g + I + I_g + (X - H) \quad (1.3)$$

onde:

Y = produto nacional líquido a preços de mercado;
 C = consumo privado;
 C_g = consumo do governo (S_g = poupança corrente do governo);
 I = investimento privado líquido de depreciações;
 I_g = investimento do governo líquido de depreciações;
 X = exportação de bens e serviços;
 H = importação de bens e serviços;
 T = $(X - H)$ = saldo em transações correntes do balanço de pagamentos.

Sabemos também que

$$Y_d \equiv Y - S_e - RLG, \quad (1.4)$$

isto é, a diferença entre o produto nacional líquido e a renda pessoal disponível é exatamente a poupança líquida das empresas (S_e) e a renda líquida do governo ($RLG = C_g + S_g$).

Por último, definamos poupança pessoal (S_f) como sendo a parcela não consumida da renda pessoal disponível

$$S_f \equiv Y_d - C. \quad (1.5)$$

De (1.4) e (1.5) e sabendo que a poupança privada (S_p) é a soma $S_e + S_f$, temos

$$Y \equiv C + S_p + RLG \quad (1.6)$$

Juntando (1.3) e (1.6), conclui-se que

$$C + S_p + RLG \equiv Y \equiv C + C_g + I + I_g + (X - H) \quad (1.7)$$

Este resultado diz-nos simplesmente que o produto dá origem a uma renda de igual valor que é totalmente usada para adquiri-lo.

Eliminado o consumo pessoal de (1.7) vem

$$S_p + RLG \equiv C_g + I + I_g + (X - H) \quad (1.8)$$

Como os agregados internos são a soma das componentes privada e governamental, temos

$$-T \equiv I_i - S_i \quad (1.9)$$

Este é um resultado muito importante, pois indica-nos que um país deficitário em suas transações correntes com o exterior está investindo mais do que poupa internamente, estando, deste modo, a aboserver poupança externa ($-T$) para complementar o financiamento dos seus investimentos.

Seja agora $A \equiv C + C_g + I + I_g$, que representa a absorção interna por bens e serviços

$$Y \equiv C + C_g + I + I_g + X - H \equiv A + X - H$$

$$-T \equiv A - Y \quad (1.10)$$

A identidade (1.10) fornece-nos uma outra forma de encarar um déficit em transações correntes: significa o quanto um país gasta em bens de consumo e investimento acima de sua produção nacional. Essa economia está trocando produção futura por bens e serviços no presente, o que imporá inevitáveis sacrifícios às gerações vindouras.

Ora, se um país está vivendo acima de seus próprios meios, alguém terá que financiá-lo. Quem o fará?

A resposta a esta pergunta pode ser facilmente obtida, lembrando que pela sistemática contábil utilizada no balanço de pagamentos

$$T + K_a + K_c = 0,$$

$$\text{com } \begin{cases} K_a = E_\ell + \text{Am.} + I_{d\ell} \\ K_c = -\Delta \text{Res} + ER + A + C, \end{cases}$$

sendo:

K_a = conta de capitais autônomos;

K_c = conta de capitais compensatórios;

E_ℓ = empréstimos e financiamentos externos líquidos;

Am = amortizações líquidas;

$I_{d\ell}$ = investimento direto líquido.

Definindo dívida externa líquida (D_ℓ) como sendo a dívida bruta (D_b) menos as reservas internacionais, teremos:

$$-T = (E_\ell + ER + \text{Am}) - \Delta \text{Res} + I_{d\ell} + A + C$$

$$-T = \Delta D_b - \Delta \text{Res} + I_{d\ell} + C$$

$$-T = \Delta D_\ell + I_{d\ell} + C \quad (1.11)$$

A igualdade acima dá-nos uma relação entre fluxos e estoques

do setor externo da economia. Ela nos diz que um déficit em transações correntes só pode ser financiado de três maneiras:

- a) através do endividamento líquido do país para com o resto do mundo (pela tomada de empréstimos acima do necessário para cobrir os gastos com amortizações, ou perdendo reservas);
- b) da entrada no país de investimentos diretos líquidos (investimento líquido no país menos investimento nacional líquido no exterior);
- c) pela intervenção das autoridades centrais, monetizando ouro, ou através de eventuais flutuações favoráveis nas paridades cambiais.

É bom lembrar que o recurso à primeira alternativa (endividamento externo) pode representar uma boa saída para desequilíbrios transitórios do balanço de pagamentos, mas o seu uso para cobrir déficits crônicos pode trazer conseqüências indesejáveis para a economia nacional, pois os juros a pagar vão-se acumulando em “bola de neve”.

A segunda possibilidade de financiamento seria pela entrada de capital externo de risco, o que nos leva a estranhar que alguns países insistam em hostilizá-lo, dado que este traz tecnologia, cria novos empregos e permite a elevação do padrão de vida doméstico (pela absorção acima da produção nacional) sem aumento do endividamento externo.

A terceira alternativa só é acessível aos poucos países com grandes riquezas de ouro no subsolo. Quanto à flutuação cambial da cesta de reservas ou do ouro, em relação à moeda em que é expresso o balanço de pagamentos, esta não é, em princípio, variável controlada pelas autoridades monetárias, logo não pode ser considerada fonte autônoma de financiamento do déficit.

Como vemos, o saldo (ou déficit) do balanço de transações correntes apresenta um significado macroeconômico bem mais rico do que o saldo global do balanço de pagamentos. Sendo assim, é natural que o primeiro seja olhado com mais atenção pelos formuladores de política ao pretenderem estabelecer metas de desempenho econômico.

No entanto, para podermos desenvolver um modelo de estudo do balanço de pagamentos em transações correntes não basta que utilizemos tautologias, pois elas não nos fornecem relações de causalidade e, portanto, não permitem a construção de uma teoria. Teremos que

recorrer a equações que nos indiquem o comportamento dos diversos agregados macroeconômicos (equações comportamentais). Faremos uso de um modelo de equilíbrio geral de curto prazo com base no aparato hickisiano IS-LM.

Seja então:

$$C = C(Y - RLG)$$

$$G = \overline{C}_g + \overline{I}_g$$

$$I = I(r - \pi^e)$$

$$X = X(\alpha, \Theta)$$

$$H = H(\beta, \Theta, Y - RLG)$$

$$B = T(\alpha, \beta, \Theta, Y - RLG) + K_A(r - r^* - \dot{e})$$

$$\frac{M}{P} = L(r, Y)$$

$$P = aw(1 + x),$$

onde:

π^e = inflação esperada;

α = subsídios às exportações;

β = tarifas, cotas sobre importações;

$\Theta = \frac{EP^*}{P}$ = taxa real de câmbio;

E = taxa nominal de câmbio;

P^* = índice de preços externo;

P = índice de preços doméstico;

M = oferta monetária;

W = salário nominal;

r = taxas internas de juro (nominal);

r* = taxas internacionais de juro;

$\dot{e}$ = expectativa de desvalorização cambial;

$\frac{1}{a}$ = produtividade média do trabalho;

x = coeficiente de "mark-up";

$$Z' = \frac{\partial Z(.)}{\partial (.)}.$$

A primeira equação representa a função consumo privado keynesiana, com propensão marginal a consumir sobre a renda disponível positiva, mas menor que um. Supõe-se, aqui, que a poupança líquida das empresas (S_e) seja uma fração da renda disponível do setor privado ($Y - RLG$).

Em seguida, temos a equação que desdobra os gastos públicos (G) em 2 componentes: o consumo governamental de bens e serviços correntes e as despesas de investimentos em obras públicas e outros bens de capital. A barra por cima dos símbolos de consumo e investimentos públicos significa que são variáveis exógenas, fixadas administrativamente por conveniência das autoridades.

Por sua vez, o investimento privado é negativamente correlacionado com as taxas reais esperadas de juro, pois a taxas mais altas muitos projetos deixarão de ser economicamente viáveis.

Em seguida, são apresentadas as funções exportação e importação.

A igualdade seguinte descreve o saldo do balanço de pagamentos (B) como a soma do saldo em transações correntes ($T = X - H$) e do saldo do balanço de capitais autônomos (K_A).

No modelo considerado, a conta corrente relaciona-se inversamente com a renda disponível do setor privado (pelo efeito de expan-

são que esta variável exerce sobre as importações) e, positivamente, com a taxa real de câmbio Θ , os subsídios e as tarifas aduaneiras. O saldo da conta de capitais autônomos mede as entradas líquidas de capitais como função crescente do diferencial entre as taxas de juro internas (r) e as taxas de juro externas mais a expectativa de desvalorização cambial ($r^* + \dot{\epsilon}$). O aumento deste diferencial estimula os residentes no país a contraírem empréstimos em moeda estrangeira e os residentes no exterior a adquirirem ativos financeiros em moeda nacional.

Observe, contudo, que quanto maiores as taxas de juro externas, maiores terão que ser, no futuro, as remessas para remunerar o capital estrangeiro. Este impacto negativo sobre a conta corrente só pode ser desprezado num horizonte de curto prazo. Ao mesmo tempo, também, só no curto prazo se pode supor que o aumento de uma só vez do diferencial ($r - r^* - \dot{\epsilon}$) leve a um aumento permanente no saldo da conta de capitais. Na prática, dado um certo período de tempo, a entrada de capitais cessa, pois estará atingido o nível ótimo de aplicações no país às novas taxas de juro. Para que o fluxo de capitais não se esgote, é necessário uma política de elevação permanente das taxas de juro internas. Como uma situação dessas não é factível conclui-se que, no longo prazo, só o maior pagamento de juros ao estrangeiro permanecerá.

A igualdade seguinte é a condição de equilíbrio do mercado monetário conhecida como curva LM.

A equação $P = aw(1 + x)$ é uma regra oligopolística de formação de preços pela cobrança de uma margem constante de lucro acima dos custos salariais.

Utilizaremos o aparato acima descrito para analisar a situação de uma pequena economia aberta que, por falta de acesso às opções de **financiamento** do déficit externo anteriormente expostas, se vê na contingência de ter que realizar um **ajustamento** do seu balanço de pagamentos.

Começaremos supondo que o país trabalha com taxa nominal de câmbio fixa e, puramente por simplificação gráfica, sempre partiremos de uma posição inicial de equilíbrio no balanço de transações correntes, isto é, tomaremos $T = 0$.

As prescrições de política econômica dependerão do regime salarial em vigor (rigidez keynesiana ou flexibilidade clássica).

TAXA DE CÂMBIO NOMINAL FIXA CASO KEYNESIANO:

Economia laborando com rigidez de salários e preços.

$$(1.12) \begin{cases} Y = C(Y - RLG) + I(r - \pi^e) + G + X(\alpha, \theta) - H(\beta, \theta, Y - RLG) & \text{curva IS} \\ \frac{M}{P} = L(r, Y) & \text{curva LM} \\ T = T(\alpha, \beta, \theta, Y - RLG) & \text{curva TT} \end{cases}$$

variáveis endógenas: r, Y, T

variáveis exógenas: $M, RLG, G, \pi^e, \alpha, \beta, E, P^*, w$

Graficamente:

O Diagrama IS – LM e o Saldo em Transações Correntes

Uma alteração nas variáveis exógenas ou nas equações comportamentais afeta as curvas IS-LM.

Os fatores que deslocam para a direita e para cima a curva IS são:

a) aumento dos gastos públicos; b) diminuição da renda líquida do governo; c) aumento das exportações devido à elevação dos subsídios ou aumento da procura externa; d) aumento da taxa esperada de inflação; e) a desvalorização do câmbio real Θ ; f) contração das importações pelo agravamento de restrições às compras externas.

Os fatores que deslocam para a direita e para baixo a curva LM são: a) aumento da oferta monetária; b) redução da procura de moeda.

A curva TT, por sua vez, desloca-se para a direita pelos seguintes fatores:

a) desvalorização do câmbio real Θ ; b) aumento das exportações devido ao aumento de subsídios ou da demanda externa; c) diminuição das importações por agravamento das tarifas aduaneiras ou por quaisquer restrições às compras externas; d) aumento da renda líquida do governo (RLG).

Observe-se que todos os fatores que deslocam a curva TT, também deslocam a curva IS, a recíproca não sendo verdadeira. Variações na renda líquida enviada ao exterior não são consideradas, já que a nossa visão é de curto prazo.

Usando o método chamado Estática Comparativa, podemos ver os efeitos sobre as variáveis endógenas das variações nos instrumentos de política econômica. As autoridades farão uso deliberado das políticas monetária, fiscal e cambial.

1ª alternativa – O governo reduz o déficit público através do corte dos seus gastos.³

O deslocamento da curva IS trouxe uma diminuição das taxas internas de juro e um desaquecimento da economia que levará a uma menor procura por importações e, conseqüentemente, a um saldo em transações correntes mais elevado.⁴

³ É o caso denominado “política fiscal pura”, pois não há variação da oferta de moeda.

⁴ A redução do déficit público poderia ocorrer alternativamente pela elevação de impostos ou corte de subsídios e transferências (aumento de RLG). Nesse caso, os efeitos seriam qualitativamente idênticos, mas quantitativamente diferentes, pois o multiplicador dos gastos públicos é maior que o da renda líquida do governo e aumentos desta variável também deslocam para cima a curva TT.

2ª alternativa – Política monetária restritiva, por exemplo, pela contenção do crédito interno ou através da elevação da taxa de redesconto bancário.⁵

O deslocamento da curva LM leva a uma subida nas taxas de juro domésticas desestimulando a atividade econômica, transmitindo (tal como no caso anterior) um efeito positivo para o saldo em conta corrente do balanço de pagamentos, devido à diminuição induzida das importações.

⁵ Esta alternativa é o famoso "Enfoque monetário do balanço de pagamentos".

3ª alternativa – Desvalorização cambial (ou imposição de controles diretos que são as tarifas e cotas sobre importações ou subsídios às exportações).

O aumento do produto e da renda levará a uma deterioração inicial das contas externas (de T_0 para T_1). No entanto, o efeito-preço provocado pela desvalorização cambial (supondo-se ter sido esta a medida adotada) superará o efeito renda inicial permitindo uma elevação do saldo total da conta corrente. Esta suposição é conhecida como Condição de Marshall-Lerner e, geralmente, considera-se satisfeita.⁶

⁶ Na realidade, a derivação mais completa é designada Condição Bickerdike – Robinson – Metzler (BRM). Para uma dedução formal, veja Macedo (1977) ou Niehans (1984).

As três alternativas apresentadas nos dão formas técnicas de elevar o saldo do balanço em transações correntes (ou obviamente de diminuir o déficit, situação que, normalmente, é chamada de ajustamento). Cada uma delas apresenta as suas vantagens e os seus inconvenientes. Se o país vive com grande percentagem da população ativa desempregada, as duas primeiras opções são menos aconselháveis, pois fazem o ajustamento pelo método da "antieconomia", reduzindo a procura interna e aumentando os já elevados índices de desemprego. Seria mais indicado, então, optar pela desvalorização do câmbio, pois este tem um efeito motor sobre a atividade econômica. É bom lembrar, no entanto, que este instrumento tem indesejáveis efeitos sobre variáveis não explicitadas aqui, tais como a taxa de inflação e a expectativa de desvalorização cambial. Este problema ficará mais claro posteriormente.

Analisemos, em seguida, o caso em que os títulos emitidos pelos residentes desta economia são substitutos perfeitos dos títulos internacionais. Estaremos, então, no caso de "perfeita mobilidade de capitais entre países". Em termos formais, isto ocorre quando $\lim_{r \rightarrow r_0} K'_A(r - r^* - \hat{e}) = \infty$, e já que esta economia opera com taxa de câmbio nominal fixa, a oferta monetária será infinitamente elástica às taxas de juro r_0 .⁷

⁷ A este respeito, veja Dornbusch (1980). Formalmente:

$$\begin{cases} M(r) = P.L(r, y) & (1) \\ M(r) = \sigma [Res(r) + CI] & (2) \end{cases}$$

onde σ é o multiplicador bancário e CI o crédito interno líquido.

De (1) e (2) vem

$$P.L.(r, y) - \sigma [Res(r) + CI] = 0$$

$F(P, r, y) = 0$. Para $F'_r \neq 0$ temos, pelo teorema da função implícita

$$\frac{dr}{dy} = - \frac{F'_y}{F'_r} = - \frac{PL'_y}{PL'_r - \sigma Res'(r)}$$

Como por hipótese $\lim_{r \rightarrow r_0} K'_A(r) = \infty$, neste regime cambial $\lim_{r \rightarrow r_0} Res'(r) = \infty$, ou

$$\text{seja } \lim_{r \rightarrow r_0} \frac{dr}{dy} = 0.$$

Podemos apresentar assim este cenário:

$$(1.13) \begin{cases} Y = C(Y - RLG) + I(r - \pi^e) + G + X(\alpha, \theta) - H(\beta, \theta, Y - RLG) \\ \frac{M}{P} = L(r_0, Y) \\ T = T(\alpha, \beta, \theta, Y - RLG) \end{cases} \quad \lim_{r \rightarrow r_0} k'_A(r) = \infty$$

Vendo graficamente:

variáveis endógenas: M, Y, T

variáveis exógenas: $r_0, RLG, G, \pi^e, \alpha, \beta, E, P^*, W$

Como responde o balanço de pagamentos as mudanças nas variáveis instrumentais?

1ª ALTERNATIVA – POLÍTICA FISCAL CONTRACIONISTA

Como as taxas de juros são dadas no mercado internacional, o único efeito da redução do déficit público foi um produto nacional mais baixo, que implica um melhor saldo para a conta corrente. Repare que o impacto sobre este saldo é maior que no caso onde a mobilidade de capitais não é perfeita, pois agora a política fiscal tem eficácia máxima sobre o produto.

A política monetária, neste caso, é impossível de ser administrada, pois a oferta de moeda está dada por $P \cdot L(r_0, Y)$. A contração do crédito líquido provoca idêntico aumento das reservas internacionais, mantendo inalterada a base monetária e o saldo em conta corrente. Já

na alternativa anterior, a queda na demanda por moeda provocada pela diminuição do produto reduz a base monetária.

2ª ALTERNATIVA – DESVALORIZAÇÃO CAMBIAL

Supondo-se satisfeita a condição de Marshall-Lerner, o efeito da desvalorização cambial foi positivo sobre o balanço de pagamento, mas menor do que no caso normal, pois aqui o efeito-renda é mais intenso.⁸

Suponhamos agora um outro caso.

⁸ Este é o "Modelo Mundell-Fleming" de taxas fixas de câmbio, compatível com as prescrições de ajustamento recomendadas pelo FML.

CASO CLÁSSICO.

Economia operando no regime de flexibilidade total de salários e preços.

$$(1.14) \begin{cases} \hat{Y} = C(\hat{Y} - \text{RLG}) + (r - \pi^e) + G + X(\alpha, \theta) - H(\beta, \theta, \hat{Y} - \text{RLG}) & \text{(curva IS)} \\ \frac{M}{P} = L(r, \hat{Y}) & \text{(curva LM)} \\ T = T(\alpha, \beta, \frac{EP^*}{P}, \hat{Y} - \text{RLG}) & \text{(curva TT)} \end{cases}$$

variáveis endógenas: r, p, T

variáveis exógenas: $M, \hat{Y}, \text{RLG}, G, \pi^e, \alpha, \beta, E, P^*$

Como entre as variáveis endógenas temos agora P e não mais Y , é mais adequado trabalharmos no plano $r \times p$, ao invés de $r \times y$. A mudança não afeta o modelo IS – LM:

A curva TT é negativamente inclinada com P porque, a preços mais altos, o câmbio real estará mais valorizado, implicando menor saldo do balanço de bens e serviços. Os deslocamentos desta curva ocorrerão, aqui, pela imposição de controles diretos, pela desvalorização do câmbio ou por aumento da renda líquida do setor público (RLG).

1ª alternativa – Redução do déficit público

A política fiscal contracionista, adotada pelo Governo, levou a uma queda nas taxas internas de juro, estimulando a demanda por moeda. Como a oferta está fixa, o nível de preços precisa cair para que haja equilíbrio monetário.

Este fato levará a uma melhoria na competitividade externa dos produtos nacionais, pois para o mesmo nível de câmbio nominal E , os preços são agora menores.

2ª alternativa – Política monetária restritiva

A subida das taxas de juro, ocorrida devido à contração monetária, levou a uma diminuição na demanda por moeda e nos investimentos privados. Os salários e preços cairão de modo a manter o pleno emprego, melhorando, deste modo, o balanço de bens e serviços.

3ª alternativa – Desvalorização cambial

Supondo-se satisfeita a condição de Marshall-Lerner, ocorre uma melhora de T , em detrimento da queda nos investimentos privados, devido à subida das taxas de juro. Esse fato leva também a uma diminuição da demanda por moeda. Como o estoque monetário está dado, o nível de preços terá que subir para que se chegue ao equilíbrio; implicitamente está suposto que o câmbio real se desvalorizou para que

melhorasse o saldo em conta corrente, isto é, a subida de E foi percentualmente superior à de P.

As duas primeiras alternativas, já que a economia está operando “sem” capacidade ociosa, não acarretam queda substancial da atividade econômica e seriam as mais aconselháveis num eventual processo de ajustamento. Quanto à desvalorização cambial, fica claro aqui uma das grandes desvantagens deste instrumento: exerce forte pressão alísta sobre o índice do custo de vida. Esta pressão será tanto maior quanto maior for a composição de componentes importados nos produtos finais domésticos. Pelo menos três outros inconvenientes podem ser apontados ao uso deste instrumento: — abala a confiança no regime cambial do país; — pode gerar a expectativa de novas desvalorizações, desestimulando a entrada de capitais estrangeiros e estimulando a saída de capitais para o exterior; — no caso de países endividados, penaliza os mutuários nacionais pela elevação do saldo devedor, quando expresso em moeda doméstica.

Apesar das desvantagens apontadas, a mudança na paridade cambial é ainda o mecanismo natural de ajuste das contas externas e é um instrumento inevitável para países que apresentam altas taxas de inflação, sob pena de um crescimento insustentável do déficit em conta corrente.

Passemos, em seguida, ao caso em que esta economia com taxa de câmbio fixa e flexibilidade de salários e preços se defronta com uma oferta de capitais infinitamente elástica às taxas de juro r_0 :

$$(1.15) \left\{ \begin{array}{l} \hat{Y} = C(\hat{Y} - RLG) + I(r - \pi^e) + G + X(\alpha, \theta) - H(\beta, \theta, \hat{Y} - RLG) \\ \frac{M}{P} = L(r_0, \hat{Y}) \\ T = (\alpha, \beta, \theta, \hat{Y} - RLG) \end{array} \right. \quad \lim_{r \rightarrow r_0} K'_A(r) = \infty$$

variáveis endógenas: M, P, T

variáveis exógenas: r_0 , $\hat{Y}$, RLG, G, π^e , α , β , E, P^*

Como já dissemos, a curva LM é neste caso horizontal.⁹

⁹ Isto ocorre apesar da mudança de variáveis endógenas. Vejamos:

$$M(r) - PL(r, y) = 0$$

$$\frac{dr}{dP} = - \frac{F_P}{F_r} = - \left(\frac{-L(r, y)}{M_r - P \cdot L_r} \right) \quad M_r - PL_r \neq 0$$

$$\text{Se } \lim_{r \rightarrow r_0} M'_r = \infty, \lim_{r \rightarrow r_0} \frac{dr}{dP} = 0$$

1ª alternativa – Redução do déficit público

O corte dos gastos públicos em consumo e/ou em investimentos leva a uma queda no nível de preços e a uma desvalorização do câmbio real que elevará o saldo em conta corrente. Este valor subirá exatamente da mesma magnitude que o corte do déficit público, já que o produto é constante ao nível de pleno emprego $\hat{Y}$ e as taxas de juro não variam.

Como a oferta monetária é endógena $M = P.L(r_0, \hat{Y})$, qualquer contração do crédito interno líquido levará a idêntico aumento das reservas internacionais dessa economia. Todas as demais variáveis permanecerão inalteradas.

Observe, também, que a desvalorização cambial, neste caso, não tem qualquer efeito sobre o balanço de pagamentos:

Como o produto e as taxas de juro estão dados, qualquer aumento do câmbio nominal deve ser acompanhado por aumentos de preços de modo a manter T inalterado, já que todas as outras variáveis permanecem constantes.

TAXA DE CÂMBIO NOMINAL FLUTANTE

Suponhamos agora que, ao invés da taxa de câmbio (E) ser administrada pelas autoridades monetárias, como vínhamos supondo até aqui, ela se forme pela livre concorrência das forças de mercado. É o chamado regime de taxas flutuantes de câmbio, freqüente após 1973 e consagrado pela reforma monetária da Jamaica (1976). No regime puro de taxas flexíveis, o Banco Central não intervém no mercado de câmbio e o preço das moedas estrangeiras ajusta-se continuamente, de modo a equilibrar a conta de transações correntes com os movimentos autônomos de capital, isto é, não existe variação das reservas internacionais.

$$H \left(\frac{EP^*}{P}, Y - RLG \right) - X \left(\frac{EP^*}{P} \right) = K_A (r - r^* - \dot{e})^{10}$$

Supondo estável a função $K_A (r - r^* - \dot{e})$ e considerando dadas as taxas de juro externas e a expectativa de desvalorização cambial, a curva IS é semelhante à da economia fechada, simplesmente um pouco mais elástica. O mercado monetário não é afetado pela mudança cambial.

¹⁰ Estamos supondo a situação, comum em muitos países, em que as posições cambiais de todo o sistema bancário são controladas diretamente pelo Banco Central. Caso contrário, só poderíamos garantir que

$$H(\Theta, Y - RLG) - X(\Theta) = K_A(r) - \varnothing$$

onde $\varnothing$ é a variação das disponibilidades líquidas sobre o exterior das instituições monetárias que não o Banco Central. Note também que, por simplificação, estamos raciocinando com a equação (1.2) na forma $B \equiv \Delta \text{Res.}$

Analisemos cada um dos regimes salariais:

CASO KEYNESIANO: ECONOMIA COM SALÁRIOS NOMINAIS RÍGIDOS

$$(1.16) \begin{cases} Y = C(Y - RLG) + I(r - \pi^e) + G - K_A(r - r^* - \dot{e})^{11} & \text{(curva IS)} \\ \frac{M}{P} = L(r, Y) & \text{(curva LM)} \\ T = -K_A(r - r^* - \dot{e}) & \text{(curva TT)} \end{cases}$$

variáveis endógenas: r, Y, T

variáveis exógenas: $RLG, G, \pi^e, r^*, P^*, \dot{e}, M, W$

Graficamente:

É mais útil representarmos a curva TT no diagrama $r \times T$, pois, no contexto apresentado, serão as taxas de juro domésticas que vão determinar o saldo em conta corrente do balanço de pagamentos, já que o aumento do diferencial $(r - r^* - \dot{e})$ estimula, como vimos, a entrada líquida de capitais no país.

Como as reservas internacionais não variam, já que as autoridades

¹¹ Optamos aqui por definir uma IS já refletindo o fato de $X - H = -K_A$.

des não intervêm, por hipótese, no mercado de câmbio, todo superávit na conta de capital tem como contrapartida um déficit da conta corrente. Fica, assim, definida como uma relação inversa entre r e T .

A curva TT desloca-se para a direita pelos seguintes motivos:

- a) subida nas taxas internacionais de juro;
- b) expectativa de maior desvalorização cambial;
- c) queda da confiança no país.

Se o país deseja elevar o seu saldo em transações correntes, qual a saída?

1ª alternativa – Diminuição do déficit público

A diminuição do déficit do governo leva a uma queda do produto nacional e das taxas de juro internas. Esses dois motivos acarretam uma melhora no saldo de bens e serviços.

O câmbio real tanto pode ver-se valorizado como desvalorizado, pois também ocorreu variação de produto.

2ª alternativa – Elevação da taxa de expansão monetária

A queda nas taxas de juro determina um déficit na conta de capital, cuja contrapartida é necessariamente um superávit no balanço de transações correntes. Está implícito no resultado que o efeito provocado pela desvalorização do câmbio real mais do que compensou o incremento das importações, induzido pelo aumento do produto.

É interessante notar que, quando um país insiste em manter elevados déficits em conta corrente, cria-se a expectativa de que uma desvalorização cambial é inevitável e, neste cenário, essa expectativa levará de fato à depreciação do câmbio. O que ocorre é que o novo estado de expectativas diminui, para as mesmas taxas de juro, a entrada líquida de capitais no país, o que levará a uma melhora da conta corrente do balanço de pagamentos. A variável que se ajustou, para que tal ocorresse, foi a taxa real de câmbio, apesar do efeito adverso do aumento do produto sobre as importações.

Por gráficos:

No caso da perfeita mobilidade de capitais, teremos:¹²

$$(1.17) \begin{cases} Y = C(Y - RLG) + I(r_0 - \pi^e) + G - K_A(r_0 - r^* - \dot{e}) \\ \frac{M}{P} = L(r, Y) \\ T = -K_A(r - r^* - \dot{e}) \quad \lim_{r \rightarrow r_0} K'_A(r) = \infty \end{cases}$$

variáveis endógenas: E, Y, T

variáveis exógenas: r_0 , RLG, G, π^e , r^* , $\dot{e}$, M, W

O termo $K_A(r - r^* - \dot{e})$, com $\lim_{r \rightarrow r_0} K'_A = \infty$ torna a curva IS horizontal às taxas de juro r_0 .¹³ A curva TT será também infinitamente elástica.

¹² Normalmente, conhecido como "Modelo Mundell-Fleming" com taxa de câmbio flutuante.

¹³ $Y = C(Y - RLG) + I(r - \pi^e) + G - K(r - r^* - \dot{e})$

$$F(Y, RLG, r, \pi^e, r^*, \dot{e}) = 0$$

$$\frac{dr}{dy} = - \frac{F'_Y}{F'_r} = - \frac{1 - C'_Y}{I'_r - K'_r} \quad I'_r - K'_r \neq 0$$

Como $\lim_{r \rightarrow r_0} K'_r = \infty$, $\lim_{r \rightarrow r_0} \frac{dr}{dy} = 0$, ou seja, a curva IS é horizontal no plano rxy.

Como as taxas de juro r_0 são compatíveis, agora, com qualquer resultado da conta corrente, a análise gráfica não é aconselhável para analisar o comportamento desta variável, daí, devemos centrar nossa análise sobre cada uma das equações do modelo.

1ª alternativa – Redução dos gastos públicos

Como as taxas de juro estão dadas pelo mercado internacional e o produto determinado pela política monetária, a diminuição do déficit público implicará, necessariamente, um aumento idêntico das transações correntes.

$$Y_0 = C(Y_0 - RLG) + I(r_0 - \pi^e) + G + T(\alpha, \beta, \theta, Y_0 - RLG)$$

A variável que permitiu tal ajuste foi o câmbio real, que se depreciou.

2ª alternativa – Política monetária expansiva

Levará a um aumento do produto e do saldo de bens e serviços. Vejamos:

Como nesta economia a política monetária é toda poderosa, o deslocamento da LM induz a um incremento do produto de Y_0 para Y_1 . Como esse aumento de renda não pode ser todo absorvido por consumo, já que a propensão marginal a consumir está entre 0 e 1, necessariamente, houve uma melhora da conta corrente, pois o investimento privado e os gastos públicos não se alteraram.

$$\Delta Y = \Delta C(Y - RLG) + I(r_0 - \pi^e) + G + \Delta T(\alpha, \beta, \theta, Y - RLG)$$

Implicitamente, admite-se que a desvalorização do câmbio real θ mais do que compensou o efeito-renda.

Vemos, portanto, que, numa economia com câmbio flexível e desemprego keynesiano, a melhor opção de ajustamento é via política monetária.

CASO CLÁSSICO: SALÁRIOS NOMINAIS FLEXÍVEIS

Como este regime implica que a economia opera a pleno-emprego, temos:

$$(1.18) \begin{cases} \hat{Y} = C(\hat{Y} - RLG) + I(r - \pi^e) + G - K_A(r - r^* - \dot{e}) \\ \frac{M}{P} = L(r, \hat{Y}) \\ T = -K_A(r - r^* - \dot{e}) \end{cases}$$

variáveis endógenas: r, P, T

variáveis exógenas: $M, \hat{Y}, RLG, G, \pi^e, \alpha, \beta, P^*$

A curva IS é horizontal no plano $r \times p$, pois não depende do nível de preços.

Graficamente:

1ª alternativa – Corte do déficit público

O corte dos gastos públicos desloca para baixo a curva IS, provocando uma queda do nível de preços e salários e uma redução de patamar das taxas de juro. Essa queda implica um fluxo de saída de capitais do país, o que leva a um superávit em conta corrente. Obedecida a condição de Marshall-Lerner, isso significa que o câmbio real se terá desvalorizado.

Neste caso, a política monetária é incapaz de afetar o balanço de pagamentos, já que não afeta as taxas de juro e, por conseguinte, K_A . Uma expansão dos meios de pagamento eleva os preços e o câmbio nominal na mesma proporção, já que o câmbio real não pode variar.

Com perfeita mobilidade de capitais, esta economia pode ser assim descrita:

$$(1.18) \begin{cases} \hat{Y} = C(\hat{Y} - RLG) + I(r_0 - \pi^e) + G - K_A(r_0 - r^* - \dot{e}) \\ \frac{M}{P} = L(r, \hat{Y}) \\ T = -K_A(r - r^* - e) \end{cases} \quad \lim_{r \rightarrow r_0} K'_A = \infty$$

variáveis endógenas: P, T, K_A

variáveis exógenas: $M, \hat{Y}, RLG, G, \pi^e, \alpha, \beta, P^*$

A curva IS é infinitamente elástica às taxas de juro r_0 . A curva LM determinará somente o nível de preços pela equação $M = PL(r_0, \hat{Y})$.

Uma vez que o saldo T está dado, pois C e I não variaram, a expansão monetária implicará idênticas variações do nível de preços e câmbio.

$$\hat{Y} = C(\hat{Y} - RLG) + \bar{G} + I(r_0 - \pi^e) + T(\alpha, \beta, \frac{EP^*}{P^*}, \hat{Y} - RLG)$$

$$T \cdot \cdot \cdot \frac{\Delta M}{M} = \frac{\Delta P}{P} = \frac{\Delta E}{E}$$

1ª alternativa – Política fiscal contracionista

$$\hat{Y} = C(\hat{Y} - RLG) + \bar{G} \downarrow + \bar{T}(r_0 - \pi^e) - K_A(r_0)$$

Qualquer redução de gastos implica uma elevação idêntica de T , mantendo-se o produto constante ao nível de pleno emprego. Repare, entretanto, que não é preciso que as taxas de juro variem pois $\lim T'(r) = \infty$.

$$r \rightarrow r_0$$

Chegamos, assim, à conclusão final de que neste regime de taxa de câmbio flutuante e economia a pleno-emprego, a política fiscal é onipotente para ajustar o balanço de pagamentos, uma vez que a eficácia da política monetária é totalmente nula.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

DORNBUSH, R. **Open Economy Macroeconomics**. New York, Basic Books, 1980.

HANSEN, B. **The Economic Theory of Fiscal Policy**. London, George Allen & Unwin Ltd, 1958.

IMF. **Balance of Payments Manual**. Washington, 1977.

MACEDO, J. Braga de. Teoria da Desvalorização Cambial: a Abordagem Keynesiana. **Economia**. 1(2), maio, 1977.

NIEHANS, Jürg. **International Monetary Economics**. Baltimore, John Hopkins University, 1989.

SILVA, Anibal A. Cavaco. **Finanças Públicas e Política Macroeconômica**. Lisboa, Universidade Nacional de Lisboa, 1982.

SIMONSEN, Mário & CYSNE, Rubens Penha. **Macroeconomia**. Rio de Janeiro, EPGE/FGV, 1987 (Ensaio Econômico).

WILLIAMSON, John. **The Open Economy and the World Economy**. New York, Harper & Row, 1983.