



# Fatores Determinantes do Balanço de Pagamentos

Abordagem pela Absorção

Abordagem pelos Movimentos de Capital

Abordagem Monetária

<http://fernandonogueiracosta.wordpress.com/>

# Contabilidade das relações externas

- ◆ **Balanco de Pagamentos (BP)** =  
*contabilidade* de todos os pagamentos efetuados entre os agentes *residentes* e os agentes *não residentes*:  
**recebimento** = *entrada* de divisas = *crédito*;  
**remessas** = *saída* de divisas = *débito*;  
**saldo do BP** = *créditos* - *débitos*.
- ◆ **Balanco de Transações Correntes (BTC)** =  
todas as operações ligadas direta ou indiretamente à *troca internacional de bens e serviços*.
- ◆ **Balanco de Movimentos de Capitais (BCA)** = *aplicações financeiras* e/ou *investimentos diretos* de (no) estrangeiro.
- ◆ **BP = BTC + BCA** => *saldos* podem eventualmente *se compensar*.
- ◆ **Saldo do BP** => *variação das reservas cambiais* => *impactos sobre a massa monetária (m<sup>s</sup>)*

# Saldos das transações correntes

- ◆ **equilíbrio do BTC** =  
o país pode *financiar* suas importações ( **MS** )  
de bens e serviços *com ajuda das* exportações ( **XS** ) e  
rendas líquidas recebidas do resto do mundo ( **RL<sub>r m</sub>** );
- ◆ **déficit do BTC** => *endividamento externo da nação* =  
f( financiamento de parte das importações de bens e  
serviços pelos *empréstimos em moeda estrangeira* );
- ◆ **superávit do BTC** => *aumento dos créditos sobre os estrangeiros* = esse excedente pode ser:
  1. conservado em divisas (moeda estrangeira),
  2. aplicado no exterior,
  3. empregado em pagamento da dívida externa passada.

# Fatores determinantes do BTC

- ◆ Hipóteses sobre os **fatores determinantes** de cada um dos componentes do **BTC = X - M + RL<sub>rm</sub>**
- 1. **exportações X** = f( taxa de câmbio real [  $e_r$  ]; evolução da renda real *no exterior* [  $Y^*$  ])
- 2. **importações M** = f( 1 / taxa de câmbio real [  $e_r$  ]; evolução da renda real *interna* [  $Y$  ])

OBS.: **fluxos comerciais** dependem de:

1. *elasticidade-preço*
2. *elasticidade-renda.*

# Abordagem pela Absorção

◆  $RN = C + I + G + X - M + RLrm$

◆ *Aborção* (**A**) = a parte da *renda nacional* (**RN**) que é absorvida pelos *gastos internos*:  
 $A = C + I + G$

◆  $RN = A + BTC$   
 $BTC = RN - A$

◆  $BTC > 0 \Rightarrow A < RN$   
 $\Rightarrow$  *poupança nacional positiva = capacidade de financiamento*

◆  $BTC < 0 \Rightarrow A > RN$   
 $\Rightarrow$  *necessidade de financiamento*  
 $\Rightarrow$  país usa *poupança externa* para gastar mais do que sua renda.

# Aspecto financeiro do saldo do BTC

- ◆ Sua origem está na diferença entre a *renda nacional* (**RN**) e os *gastos internos* (**A**):  
**BTC = RN - A**
- ◆ **RN = C + S + T L** (impostos líquidos de subvenção)
- ◆ **A = C + I + G**
- ◆ **BTC = C + S + T L - C - I - G**
- ◆ **BTC = (S - I) + (T L - G)**

# Abordagem pela Absorção

- ◆ A dedução do **enfoque pela absorção** é que o déficit do balanço de transações correntes (**BTC < 0**) é feito do:
  1. *excesso do investimento privado sobre a poupança privada* ( $[S - I] < 0$ ) e/ou
  2. *déficit fiscal* ( $[T L - G] < 0$ ).
- ◆ Logo, o *excesso de gastos* (ou *insuficiência de poupança*), correspondente ao **déficit externo**, é devido
  1. às *escolhas privadas* e/ou
  2. à *política fiscal*.
- ◆ **Dedução:** *política fiscal expansionista* (via déficit fiscal) provoca *déficit do balanço de transações correntes*.

# Saldo fiscal e Saldo do BTC

- ◆ *Ceteris paribus* (**RN dada**),  $(T L - G) < 0 \Rightarrow \mathbf{BTC} < 0$   
*versus*  $(T L - G) > 0 \Rightarrow \mathbf{BTC} > 0$
- ◆ **Economia fechada: efeito deslocamento**  
*(crowding-out financeiro)*  $\Rightarrow \Delta G \Rightarrow \nabla S \Rightarrow \nabla I$
- ◆ **Economia aberta:** supondo *pleno emprego* ( $Y^s$  dada),  
o *aumento de gastos públicos* ( $\Delta G$ )  
pode provocar a *redução de outras formas de gastos*,  
os privados ( $\nabla [C + I]$ ), e  
do componente da DDA *exportações líquidas* ( $\nabla [X - M]$ ).
- ◆ Isso porque há *aumento da demanda por moeda* ( $\Delta [m^d - m^s]$ ),  
dos *juros* ( $\Delta [i - i^*]$ ),  
*atração de capital estrangeiro* ( $\Delta K^*$ ) e  
*apreciação da moeda nacional* ( $\nabla e$ ) = **crowding-out cambial**.

# Receituário do FMI

- ◆ A **mensagem básica enfatizada** é que *a redução da absorção*, principalmente através do **corte dos gastos governamentais** ( $\nabla G$ ), *é condição necessária, para melhorar a conta corrente do balanço de pagamentos.*
- ◆ A *queda no produto* ( $\nabla PIB$ ), acompanhada de *aumento do desemprego* ( $\nabla N$ ), é, geralmente, o primeiro resultado das **medidas tomadas para essa redução.**
- ◆ Esse **enfoque da absorção** propõe *a recessão como terapia universal* a partir da transformação de **identidade ex-post** – mera correlação contábil – em **relação causal.**
- ◆ *Não tem fundamento científico* a proposição de que *a redução da absorção* (gastos internos) é a *única condição* para a melhoria do balanço de transações correntes.

# Equação da demanda agregada e função investimento-poupança

- ◆  $Y = (C + I) + (G - T) + (X - M)$ , onde:  
 $Y = \text{PIB}$  ;
- ◆  $(C + I) = \text{demanda efetiva privada}$ ;
- ◆  $(G - T) = \text{déficit público}$ ;
- ◆  $(X - M) = \text{saldo de transações correntes}$ .
- ◆  $I = (Y - C) + (T - G) + (M - X)$  ,  
onde:  $I = \text{investimento}$ ;
- ◆  $(Y - C) = \text{poupança privada}$   
(lucros retidos no caso das empresas);
- ◆  $(T - G) = \text{poupança governamental}$   
(superávit fiscal);
- ◆  $(M - X) = \text{poupança externa}$   
(transferências financeiras do exterior, devido  $\text{BTC} < 0$ ).

# Modelo dos três hiatos

- ◆ Os **recursos escassos**, de acordo com o *modelo dos três hiatos*, que poderiam limitar o crescimento do **investimento**, seriam:
  1. *a escassez de poupança;*
  2. *a restrição fiscal;*
  3. *o teto de divisas.*

# Abordagem pelos Movimentos de Capital

◆ **Aplicações de capital**  
= f( comparação de *rentabilidades* entre:  
1. entesouramento;  
2. investimentos diretos imobiliários ou na atividade produtiva;  
3. aplicações financeiras ) =  
f( *taxa de juros* )

◆ **Conta de capital** =  
diferença entre *entrada* e *saída* de capitais =  
f( diferença entre a *taxa de juros interna* e a *taxa de juros externa*, levando em conta a incidência dos movimentos de capital sobre a *taxa de câmbio* )

# Expectativas de investidores racionais

- ◆ **BCA** =  $k(i - i^* - \hat{e})$  onde **k** é coeficiente positivo = indicador da *elasticidade de movimentos de capitais* com relação ao *diferencial de juros*, considerando o *cupom cambial*.
- ◆  $i > i^* \Rightarrow \Delta K^* \Rightarrow \Delta (m^s - m^d)^* \Rightarrow \nabla e =$  apreciação
- ◆ **amplitude da apreciação** = f( 1. grau de mobilidade dos capitais; 2. política cambial )
- ◆ **apreciação da moeda nacional**  $\Rightarrow$  *elevação do ganho* dos investidores que entram para obter lucro com a taxa de juros elevada = f( conversão do *mesmo valor em reais em mais dólares* )
- ◆ **expectativas de investidores racionais:** *consideram o diferencial de taxas de juros*, para avaliar a *vantagem líquida das aplicações financeiras*, tendo em conta o *rebatimento sobre o câmbio*, inclusive a depreciação possível, quando houver saída massiva de capitais.

# Entrada ou Saída Líquida de Capitais

- ◆ São possíveis as seguintes **situações**:
  1. se  $\hat{e} < 0$  (*baixa antecipada* de  $e$ ), a tendência de  $\hat{e}$  é negativa, ou seja, de *apreciação* da moeda nacional; logo, aumenta a rentabilidade antecipada em dólares (o *cupom cambial*), se o capital estrangeiro sair durante essa apreciação.
  2. se  $\hat{e} > 0$  (*alta antecipada* de  $e$ ), a *depreciação* da moeda nacional (real) diminui a rentabilidade das aplicações estrangeiras no país (sem *hedge cambial*), se o capital estrangeiro sair durante essa depreciação.

# Abordagem Monetária

- ◆ A idéia central dessa **abordagem monetária** é que *os problemas do balanço de pagamentos são fenômenos, essencialmente, monetários.*
- ◆ O **desequilíbrio do BP**, em regime de câmbio fixo, implica em *perdas ou ganhos de reservas internacionais*, o que levaria à *ruptura do suposto equilíbrio monetário interno*, em termos da oferta e da demanda por moeda.
- ◆ Isto ocorreria por causa do **impacto monetário do balanço de pagamentos.**

# Receituário do FMI

- ◆ A implicação dessa **abordagem monetária** para a política econômica é que, se o *déficit no balanço de pagamentos* representa *excesso de criação de crédito* relativamente à variação na *demanda por moeda*, o único modo de resolver o problema, para os economistas ortodoxos, é *limitar, quantitativamente, a criação do crédito doméstico*.
- ◆ Essa era a base do **receituário do FMI**: o *programa de ajustamento*, associado aos “empréstimos de alta condicionalidade” do FMI, apoiava-se nas noções estabelecidas pelas *abordagens monetária e da absorção*.
- ◆ O FMI era acusado de praticar **política de superdosagem** (*overkill*) ao estabelecer *meta de inflação baixa*, que acarretava *política fortemente deflacionária* com perdas sociais desnecessárias.

# Balanço de Pagamentos e Criação de Moeda

◆ **criação de moeda pelos bancos =**  
f( *demanda* dos agentes não financeiros ) => transformação em moeda escritural de:  
1. créditos ao TN;  
2. créditos ao PÑB;  
3. créditos sobre SExt.

◆ **esterilização dos movimentos monetários =**  
intervenção do Banco Central para *controlar as variações da massa monetária de origem externa =*  
f( exigências da política monetária )

BALANÇO DO BANCO CENTRAL	
ATIVO	PASSIVO
Ativos Externos Líquidos	Depósitos do Tesouro Nacional
Empréstimos Líquidos aos Bancos	Base Monetária =
Carteira de Títulos de Dívida Pública	+Papel Moeda em Circulação
	+Reservas Bancárias

**$\Delta$ Base Monetária =  $\Delta$ Operações Ativas -  $\Delta$ Outras Operações Passivas**

**Variação Autônoma de Reservas Cambiais [(+) = injeção / (-) = retirada] =**

**$\Delta$  Ativos Externos Líquidos =  $\Delta$ Depósitos do Tesouro Nacional +**

**+  $\Delta$ Papel Moeda em Circulação +  $\Delta$ Reservas Bancárias -**

**-  $\Delta$ Empréstimos Líquidos aos Bancos -  $\Delta$ Carteira de Títulos,**

**onde  $\Delta$ Empréstimos Líquidos aos Bancos =**

**= ( $\Delta$  Assistência Financeira de Liquidez -  $\Delta$  Depósitos Compulsórios) e**

**$\Delta$ Carteira de Títulos = Operações de Mercado Aberto.**

# Controle monetário

- ◆ **Crédito interno à nação (E) =**  
= créditos ao TN + créditos ao PÑB
- ◆ **Créditos sobre o estrangeiro (R) =**  
todos os *meios de pagamentos internacionais*  
detidos pelo sistema bancário (inclusive BACEN)  
= *reservas cambiais (R)*
- ◆  **$\Delta m^s = \Delta E + \Delta R \Rightarrow$**   
*variações da massa monetária  $m^s =$*   
*f( variação de mesmo sentido em E e/ou R )*

# Regimes de câmbio e política monetária

- ◆ **Diferença entre regime de câmbio fixo ( $e^-$ ) e regime de câmbio flutuante ( $e^\circ$ ):**
  1.  $e^- \Rightarrow R^\circ = f(\text{reação da autoridade monetária à demanda e à oferta no mercado de câmbio}) \Rightarrow m^{s^\circ}$ : *oferta de moeda endógena.*
  2.  $e^\circ \Rightarrow R^- \Rightarrow m^{s^-} \Rightarrow$  facilita o Banco Central defender paridade estável com  $i^-$ : *taxa de juros exógena.*

# Limite da política monetária em regime de câmbio fixo

- ◆ Perigo de prolongado  $\mathbf{BP} > \mathbf{0}$  no  $e^- \Rightarrow \Delta \mathbf{R} \Rightarrow$  *conversão de divisas*  $\Rightarrow \Delta \mathbf{m}^s \Rightarrow \Delta \mathbf{p}^\bullet = f(\mathbf{Y} \text{ dada})$ : em longo prazo?!
- ◆  $\Delta \mathbf{R} \Rightarrow$  *crédito sobre o exterior* com ônus para população local.
- ◆  $\Delta \mathbf{R} = \Delta \mathbf{m}^s - \Delta \mathbf{E} \Rightarrow \mathbf{BP} > \mathbf{0} \Rightarrow \Delta \mathbf{R} > \mathbf{0} \Rightarrow$  criação da moeda superior às necessidades internas = *f(financiar os gastos dos agentes estrangeiros)*  $\Rightarrow \nabla$  *poder de compra dos agentes nacionais.*

# Instrumentos de controle monetário em regime de câmbio fixo

## ◆ Instrumentos de controle monetário via taxa de juros em regime de câmbio fixo:

têm *uso mais limitado* do que em *economia fechada*,

p. ex.:  $\Delta i \Rightarrow \Delta K^* \Rightarrow \Delta R \Rightarrow \Delta m^s \Rightarrow$

BACEN recorrer a:

1. recolhimento de *depósitos compulsórios*;
2. *controle do crédito*, inclusive da Assistência Financeira de Liquidez ao bancos.

## ◆ $e^- \Rightarrow m^s$ *descontrolada* (variação de acordo com a $m^d$ ) se:

1. política monetária paralisada;
2. ausência de operações de esterilização  $\Rightarrow$  *endogeneidade de  $m^s$*

Obs.: não requer, necessariamente, *passividade da AM*.



**[fercos@eco.unicamp.br](mailto:fercos@eco.unicamp.br)**

**[http://fernandonogueiracosta.  
wordpress.com/](http://fernandonogueiracosta.wordpress.com/)**