

Alguns Aspectos Analíticos da Relação entre Balanço de Pagamentos e Base Monetária

VALDIR RAMALHO

Resumo

A partir dos conceitos de autoridade cambial, passivo compensatório e passivo não compensatório, procura-se tornar mais preciso os significados de "ativo doméstico" e "ativo externo" na relação entre o balanço de pagamentos e a base monetária. Mostra-se o tratamento coerente a ser dado aos movimentos das reservas internacionais, a partir dos empréstimos externos tomados pela autoridade monetária, dos depósitos indexados em moedas estrangeiras, de operação da autoridade monetária "com o setor externo" e das variações cambiais. Distinguem-se vários componentes da variação do ativo externo líquido e mostra-se como é sutil e complexo o conceito de "ativo doméstico líquido".

Palavras-chave: ativo externo, ativo doméstico, autoridade cambial, autoridade monetária, passivo compensatório e não compensatório, base monetária, balanço de pagamentos.

Abstract

This paper tries to make more accurate the meaning of "domestic and external assets" from the concepts of foreign exchange authority, compensatory assets and liabilities based on the effects of the balance of payments on the monetary base. It also shows the coherent treatment to be given to this relation through the movement of the international reserves, to the indexed deposits on foreign currencies, to the operation made by the monetary authority "with the external sector" and to the foreign exchange variations. It distinguishes many components of the variation of the net external asset and it is shown how subtle and complex is the concept of "net domestic assets".

Key words: external assets, domestic assets, foreign exchange authority, monetary authority, compensatory assets and liabilities, monetary bases, balance of payments.

Introdução

Os estudos sobre as inter-relações entre setor externo e agregados macroeconômicos, especialmente os que desenvolveram o Enfoque Monetário do

O autor pertence ao Centro de Estudos Monetários e de Economia Internacional (CEMEI/IBRE) da Fundação Getúlio Vargas.

Balanço de Pagamentos, popularizaram a seguinte equação que explicita a influência do balanço de pagamentos sobre a base monetária:

$$H = C + E + R \quad (1)$$

onde se presume que H , C , E e R designem, respectivamente, a base monetária, o ativo doméstico, a taxa de câmbio e o ativo externo. Em geral, a literatura (ver FRENKEL & JOHNSON, 1976, por exemplo) é extremamente breve quanto aos significados dos conceitos de "ativo doméstico" e "ativo externo", dando indicações insuficientes sobre como agregar as diversas contas das autoridades monetárias de modo a satisfazer (1). Procuraremos aqui tornar mais precisos os significados desses conceitos, coletando e interpretando as pistas espalhadas na literatura pertinente.

Para isso recordamos rapidamente o conceito de balanço de pagamento na seção 1, vinculando-o ao conceito de autoridade cambial e o conceito de setor externo na seção 2, ressaltando que não é equivalente ao conjunto das transações envolvendo moeda estrangeira. Essas considerações servem de base para a proposta da seção 3, onde é feita uma nova classificação do passivo da autoridade monetária (incluindo as rubricas de passivo compensatório e passivo não compensatório) e, a partir delas, definem-se crédito doméstico líquido e ativo externo líquido. Em seguida, vemos qual tratamento coerente com a equação (1) pode ser dado aos movimentos das reservas internacionais (na seção 4) e dos empréstimos externos tomados pela autoridade monetária (na seção 5). Na seção 6 ressaltamos que a introdução do conceito de autoridade cambial serve para evitar o "Problema de Machlup" (identificação das transações oficiais do balanço de pagamentos com as transações externas governamentais ou da autoridade monetária) e para corrigir uma interpretação defeituosa da equação (1). Finalmente, analisamos na seção 7 o impacto dos depósitos indexados em moedas estrangeiras e o caráter interno de certas transações computadas no Brasil como "operações do setor externo". O papel das variações cambiais nas alterações do ativo externo líquido é mostrado na seção 8.

1. Balanço de pagamentos e autoridade cambial

O contexto da literatura que elaborou (1) deixa claro que a intenção da equação é explicitar o impacto do balanço de pagamentos. Em conseqüência, a agregação do patrimônio da autoridade monetária em apenas três contas (base monetária, ativo doméstico e ativo externo) faz com que o ativo domésti-

co represente uma conta residual (definida por exclusão): a variação da base é a soma das contas que informam o efeito do saldo do balanço de pagamentos (isto é, a variação do ativo externo) com a variação das contas que não indicam o saldo do balanço de pagamentos (consolidadas na variação do ativo doméstico).

O passo seguinte na elucidação de (1) é trazer à tona o significado do balanço de pagamentos, ou melhor, de seu saldo global. Obedecendo ao princípio das partidas dobradas o total de débitos no balanço de pagamentos é igual ao total de créditos; por conseguinte, para definir um saldo global que não seja necessariamente zero, é preciso excluir do cômputo desse saldo alguns tipos de débitos e créditos, ou melhor, algumas contas. Ademais, como há várias combinações possíveis de contas que podem ser excluídas, deve ser selecionada uma que tenha sentido econômico, isto é, que forneça informações sobre uma bem definida classe de fatos econômicos importantes acerca do setor externo. Em 1949, o Fundo Monetário Internacional inventou o conceito de “financiamento oficial compensatório” o que representou enorme progresso na obtenção de uma delimitação adequada do saldo global do balanço de pagamentos. Com base nele, definiu-se o conceito de déficit ou superávit global do balanço de pagamentos pelo critério das transações ou dos ajustamentos oficiais.

Algumas críticas ao novo conceito foram feitas por Machlup (1950); contudo, a nosso ver, mencionam defeitos menores ou obstáculos usuais da mensuração de conceitos econômicos, com a exceção do que chamamos “O Problema de Machlup” (a ser tratado na seção 6). Cremos que se pode evitar esse problemas com um pequeno aperfeiçoamento na contribuição do FMI à solução da questão da definição do saldo global do balanço de pagamentos – caracterizando simultaneamente dois conceitos vinculados entre si, o do saldo global referido e o de autoridade cambial. Nesse caso, a interpretação apropriada daquele saldo é a de que as contas excluídas representam o comportamento da autoridade cambial e, globalmente, têm saldo do mesmo montante e sinal inverso do das outras contas que, por sua vez, representam o comportamento do público fora da autoridade cambial.

A distinção entre os conceitos de autoridade cambial e de autoridade monetária é pouco freqüente na literatura. Uma rara (e concisa) menção aparece em um clássico artigo de Harry Johnson de 1958 (reproduzido como cap. 2 de FRENKEL & JOHNSON, 1976). Johnson afirma que a distinção é necessária (p. 48, 49), mas não explica por quê, além do fato de ela não desempenhar qualquer papel em sua argumentação posterior. Não surpreende, portanto, que a distinção tenha sido posteriormente esquecida (até mesmo pelo próprio Johnson). Esperamos que a importância da mesma fique clara aqui, tendo em vista seu papel na elucidação das idéias relativas aos elos entre setor externo e setor monetário. A distinção torna-se fecunda ao possibilitar a caracterização

de balanço de pagamentos, autoridade cambial, ativo externo e passivo compensatório como conceitos interdependentes.

O objetivo fundamental da autoridade cambial é viabilizar a cada momento o patamar da taxa de câmbio oficial (ou os limites de sua variação), dispondo-se a ser o comprador ou fornecedor de última instância de divisas no país. Para cumprir essa finalidade, a autoridade cambial mantém um saldo de moeda estrangeira (reservas internacionais brutas, no sentido restrito), acrescido ou não de um estoque de ativos financeiros liquidáveis a curto prazo em moeda estrangeira (incluídas nas reservas internacionais brutas, no sentido amplo). Além disso, a autoridade cambial pode tomar empréstimos para manter ou recompor reservas, ou para cobrir uma drenagem de divisas superior ao saldo de reservas existentes. Tais empréstimos (que incluem o atraso de pagamentos, o refinanciamento de pagamentos atrasados e quaisquer outras modalidades de obtenção de fundos externos) são tecnicamente conhecidos por “financiamento compensatório” (abreviação de “financiamento compensatório do balanço de pagamentos”).

O saldo do balanço de pagamentos é o saldo de todos os débitos e créditos que representam operações dos residentes que fazem parte do público fora da autoridade cambial com os não-residentes; esse saldo é a contrapartida da variação das reservas internacionais líquidas de financiamento compensatório (ver, por exemplo, GARCÍA, 1972, p. 100; obras clássicas deixam isso claro: ELLSWORTH, 1950, p. 318; MEADE, 1951, p. 15), que pode ou não ser igual à variação das reservas brutas. Como acontece com diversos outros indicadores econômicos, há mais três ou quatro conceitos diferentes (mas relacionados) de saldo do balanço de pagamentos, quase todos eles úteis (alguns comentados em COOPER, 1966 e KINDLEBERGER, 1969); para os propósitos de nosso trabalho, basta limitarmos-nos ao que acabamos de mencionar (especialmente apropriado para economias onde os exportadores de bens e serviços e os importadores de capital são obrigados a vender à autoridade cambial o dinheiro estrangeiro que obtêm).

Comumente, por conveniência, a autoridade cambial não é uma instituição autônoma, mas uma função de outra instituição, a autoridade monetária (alternativamente, a função poderia ser assumida razoavelmente pelo tesouro nacional). No entanto, as operações da autoridade cambial devem estar claramente definidas dentro do conjunto de operações da instituição anfitriã, pois somente assim é possível delimitar o que constitui ou não o saldo global do balanço de pagamentos. Note-se que o conceito de autoridade cambial limita suas operações típicas às de adquirir ou desfazer-se de haveres (inclusive ouro) e de obrigações denominadas em moeda estrangeira. Por conseguinte, está fora do alcance da medida do saldo das transações acomodadoras quantificar a influência de quem quer que seja sobre o balanço de pagamentos através de

restrições ao comércio ou no movimento de capitais, bem como através de alterações nas taxas de juros ou no nível de demanda agregada. Deve-se distinguir o significado inerente do balanço de transações acomodadoras (que quantifica certo tipo de ações e reações de uma entidade oficial) do seu significado extrínseco como indicador de fenômenos que não se mede diretamente (por exemplo, fornecendo indícios ou sinais do hiato entre demanda e oferta de divisas). A avaliação do grau de fidedignidade desses sinais depende do teor das outras informações econômicas disponíveis em cada situação. Nenhum indicador deve ser interpretado isoladamente, e boa parte das críticas feitas ao conceito de balanço de pagamentos (resenhadas em COOPER, 1966) refletem a tentativa de encontrar um único indicador auto-suficiente de fenômenos multidimensionais.

2. O Conceito de setor externo

O saldo global do balanço de pagamentos representa o resultado das transações do setor externo da economia, mas note-se que “setor externo” tem um sentido técnico bem preciso. Por exemplo, essas transações não se confundem com transações com (ou em) moeda estrangeira: algumas transações com moeda estrangeira não são transações do “setor externo” (não fazem parte do balanço de pagamentos), tais como as compras e vendas de moeda estrangeira entre residentes; algumas transações do setor externo não envolvem moeda (tais como entrada de capital externo corporificado em importação de equipamentos) ou envolvem moeda nacional (quando esta é aceita em algum segmento do mercado internacional).

O sentido técnico do “setor externo” é o de operações entre residentes e não-residentes (duas outras expressões técnicas), empregando, ou não, moeda nacional ou estrangeira. Em geral, a grande maioria dessas operações envolve moeda estrangeira (ou, pelo menos, envolve o registro de seu valor em moeda estrangeira) e, por isso, é uma boa simplificação designar o balanço de pagamentos ou o setor externo como o resultado ou conjunto das transações em moeda estrangeira. Contudo, uma simplificação não é uma descrição completa e, portanto, a rigor, o balanço de pagamentos não é o resultado das operações com moeda estrangeira ou liquidáveis em moeda estrangeira. A essa altura, isso parece mais do que óbvio, tendo, em contrapartida, uma implicação importante, à qual voltaremos posteriormente: o crédito doméstico não inclui necessariamente apenas operações em moeda nacional.

As transações do setor externo dividem-se em transações autônomas (aquelas que visam satisfazer objetivos que não os de autoridade cambial) e transações acomodatórias ou compensatórias (que visam satisfazer o objetivo

da autoridade cambial – movimentos de reservas internacionais brutas e financiamento compensatório). O saldo global do balanço de pagamentos é o saldo de débitos e créditos representativos de transações autônomas (o que se chama de “medição acima da linha”), que é igual, com o sinal trocado, ao saldo de débitos e créditos representativos de transações compensatórias (o que se chama de “medição abaixo da linha”). A linha mencionada é a que separa conceitualmente a autoridade cambial e o público fora da autoridade cambial (“público extracambial”).

3. Autoridade cambial implantada na autoridade monetária

Como acabamos de ver, o saldo do balanço de pagamentos associa-se a variações de ativos e de obrigações da autoridade cambial e não somente de ativos. Isso não fica claro na literatura padrão do Enfoque Monetário do Balanço de Pagamentos (veja-se FRENKEL & JOHNSON, 1976, por exemplo), onde quase sempre há menção exclusivamente a ativo externo ou a reservas internacionais, sem qualificações adicionais. Por conseguinte, o patrimônio da autoridade cambial compõe-se necessariamente de, pelo menos, duas rubricas, aqui chamadas de ativo externo (créditos à vista da autoridade cambial junto a não-residentes e, possivelmente, créditos liquidáveis a curto prazo, ou seja, as reservas internacionais oficiais); e passivo compensatório (obrigações da autoridade cambial para com não-residentes, ou seja, saldo acumulado do financiamento compensatório. Essas são as rubricas essenciais de autoridade cambial, sendo quaisquer outras rubricas acessórias por definição. As rubricas essenciais são aquelas cuja variação, por definição, é igual ao balanço de capitais compensatórios.

Isto sugere que o balanço de uma autoridade monetária que assuma a função de autoridade cambial poderia ser estruturado de modo simples, mas revelador do significado da equação (1), da seguinte maneira:

$$\begin{aligned} \text{ativo doméstico} + \text{ativo externo} &= \text{passivo não compensatório} + \\ &+ \text{passivo compensatório} + \text{base monetária} \end{aligned} \quad (2)$$

onde o ativo doméstico são os haveres da autoridade monetária que constituem haveres acessórios da autoridade cambial (comumente, créditos da autoridade monetária junto a residentes, ativo realizável físico e ativo imobilizado); o passivo não compensatório são as obrigações não monetárias (comumente, para com residentes) que são acessórias para a autoridade cambial. A base monetária são as obrigações à vista junto a residentes. O passivo não compensatório e o passivo compensatório constituem o passivo não monetário.

A essa altura, está claro que da comparação entre (1) e (2) resulta:

$$R = \text{ativo externo} - \text{passivo compensatório} \quad (3)$$

e, por isso, ativo externo **líquido** ou reservas internacionais **líquidas** são expressões mais precisas para R . A interpretação de R como reservas internacionais brutas frustra o objetivo de que (1) informe o impacto do balanço de pagamentos na base monetária e, por isso, não é correta.

Do mesmo modo, tem-se:

$$C = \text{ativo doméstico} - \text{passivo não compensatório} \quad (4)$$

e, portanto, crédito doméstico **líquido** ou ativo doméstico **líquido** são expressões mais precisas.

Na literatura aplicada, as designações mais cuidadosas não são raras (embora às vezes os conceitos sejam operacionalizados com discrepância em relação a seus significados originais; ver MARQUES, 1983). Quanto à literatura teórica, pelo menos no que diz respeito ao ativo externo líquido, a expressão tem aparecido ocasionalmente em textos recentes (por exemplo, DORNBUSCH, 1980, p. 25).

4. Impacto das reservas sobre a base monetária

Do ponto de vista prático, nem sempre se comete erros de ordens de grandeza ao interpretar R como reservas internacionais brutas, já que frequentemente os montantes das variações das reservas brutas e líquidas coincidem. Por outro lado, como já dissemos, a literatura básica, despreocupada com definições precisas, dá a impressão de que R deveria representar as reservas brutas. Esses dois fatos são responsáveis por ser tão comum a tendência para se associar ΔR à variação das reservas brutas. Como consequência desta associação, torna-se surpreendente a observação singela, mas verdadeira, de que variações das reservas internacionais (brutas) não resultam necessariamente em mudanças da base monetária (poucos chamam a atenção para isso; entre eles, BATISTA JR., 1982, em um trabalho pioneiro e, recentemente, BONTEMPO, 1987).

Há duas razões pelas quais essa observação é verdadeira. A primeira está ligada à útil, mas desprezada distinção entre impacto *coeteris paribus* de um fator e impacto de um fator quando outros também variam. Quer R designe reservas brutas ou líquidas, a equação (1) diz que variações das reservas, *coeteris paribus*, traduzem-se em variações proporcionais na base monetária:

$$\text{Se } \Delta = 0, \text{ então } \Delta H = E \Delta R \text{ e } \Delta R \neq 0 \Rightarrow \Delta H \neq 0 \quad (5)$$

Por outro lado, ao mesmo tempo, sem qualquer contradição, aquela equação informa que podem acontecer variações nas reservas sem que haja mudanças na base monetária; isso acontece quando simultaneamente ocorrem variações no crédito doméstico de igual montante, mas em direção contrária:

$$\text{Se } E \Delta R = -\Delta C \text{ então } \Delta R \neq 0 \Rightarrow \Delta H = 0 \quad (6)$$

Eventos desse tipo não são raros; lembremo-nos que as variações no ativo doméstico líquido não incluem apenas a concessão de novos créditos da autoridade monetária ao governo ou ao setor privado, mas também o resultado de quaisquer operações acessórias da autoridade cambial, que freqüentemente servem de contrapartida à ampliação ou redução das reservas internacionais líquidas.

A segunda razão pela qual as variações das reservas brutas não resultam necessariamente em mudanças na base monetária é que elas podem estar associadas a variações zero nas reservas líquidas.

Encerramos nossa tarefa de elucidação de (1), resumindo: ΔR representa as operações essenciais de autoridade cambial, ou seja, o saldo do balanço de capitais compensatórios. ΔC representa as operações da autoridade monetária que não são de autoridade cambial. Note-se que o significado de “doméstico” em “ativo doméstico líquido” é contrário a “externo” em “ativo externo líquido”; “doméstico” não diz respeito necessariamente a transações em moeda nacional ou a transações com residentes. Isso é consequência do fato de não ser função do balanço de pagamentos abarcar todas as transações em moeda estrangeira, bem como de o saldo do balanço de pagamentos não ser computado a partir de todos os débitos e créditos relativos a operações de residentes com não-residentes, mas apenas a partir daqueles essenciais de autoridade cambial, como ficará mais claro a seguir.

5. Autoridade monetária mista e empréstimos externos

Esses esclarecimentos a respeito dos conceitos básicos envolvidos em (1) permitem-nos analisar uma particularidade na agregação de contas das autoridades monetárias em apenas duas rubricas de modo a satisfazer aquela equação. A particularidade ocorre quando a função de autoridade cambial é assumida pela autoridade monetária e esta, por sua vez, mistura atividades de banco central com outras de banco de fomento ou de banco comercial, chegando a realizar transações com não-residentes no desempenho das últimas

funções. Como deveriam ser tratadas as operações das autoridades monetárias de obtenção de empréstimos no exterior, quer vinculados a repasses internos dos mesmos, quer simplesmente como meio de financiar-se na concessão de empréstimos a residentes, quando esses empréstimos têm a finalidade de fomento?

Qualquer que seja a solução para esta questão, não se pode abdicar de se ter bem definidas as fronteiras das operações essenciais da autoridade cambial, pois, do contrário, não será possível delimitar o saldo global do balanço de pagamentos. A solução mais radical para a questão é propor que o fato de assumir a função de autoridade cambial impõe à autoridade monetária a imputação de todos os seus direitos e obrigações para com os não-residentes à função de autoridade cambial. Nesse caso, todo empréstimo tomado no exterior pela autoridade monetária seria financiamento compensatório por definição.

Analisemos a questão com algumas ilustrações (usaremos N\$ para a unidade monetária nacional e F\$ para a unidade monetária estrangeira; por enquanto, para simplificar, suporemos a taxa cambial igual à unidade). A solução radical significa que na obtenção de um empréstimo externo (de F\$ 100 digamos) teríamos:

$$\begin{array}{ccc} \Delta \text{ ativo externo} & = & \Delta \text{ passivo compensatório} & (7) \\ \downarrow & & \downarrow & \\ + 100 & = & + 100 & \end{array}$$

e, portanto, teríamos $\Delta R = 0$, já que as reservas internacionais líquidas não se alterariam.

O repasse interno do empréstimo em moeda nacional resultaria em

$$\begin{array}{ccc} \Delta \text{ ativo doméstico} & = & \Delta \text{ base monetária} & (8) \\ \downarrow & & \downarrow & \\ + 100 & & + 100 & \end{array}$$

tendo-se, assim, um aumento do crédito doméstico líquido, já que o passivo não compensatório não teria se alterado.

O principal defeito dessa solução é que ela distorce o significado do saldo do balanço de pagamentos, pois transações autônomas seriam registradas como acomodadoras (como, por exemplo, quando houvesse demanda privada por empréstimos externos resultante de boas perspectivas de rentabilidade na produção de algum bem e tais empréstimos fossem intermediados pela autoridade monetária).

A solução mais adequada é reconhecer que a autoridade monetária tam-

bém faz parte do público fora da autoridade cambial, realizando tanto transações autônomas como acomodadoras do balanço de pagamentos. Nesse caso, os empréstimos externos obtidos no exterior pela autoridade monetária com a finalidade de fomento são registrados no passivo não compensatório, desde que eles tenham sido mesmo repassados ou reemprestados com essa finalidade. A ressalva é para evitar que a autoridade monetária disfarce um ajustamento no balanço de pagamentos recorrendo a linhas de fomento no exterior e atrasando ou evitando seu repasse ou reempréstimo interno, dando a impressão de que as reservas líquidas aumentam, quando isto ocorre somente com as reservas brutas.

Conforme essa solução, na obtenção de um empréstimo externo teríamos inicialmente o mesmo que (7), ou seja, $\Delta R = 0$, pois ele seria registrado temporariamente como empréstimo compensatório (enquanto a autoridade monetária usasse os fundos obtidos no exterior somente para elevar as reservas oficiais). Ao realizar-se o repasse ou reempréstimo interno, teríamos:

$$\begin{array}{r} \Delta \text{ativo doméstico} = \Delta \text{passivo não compensatório} + \\ \downarrow \qquad \qquad \qquad \downarrow \\ + 100 \qquad \qquad \qquad + 100 \\ \\ + \Delta \text{passivo compensatório} + \Delta \text{base monetária} \qquad (9) \\ \downarrow \qquad \qquad \qquad \downarrow \\ - 100 \qquad \qquad \qquad + 100 \end{array}$$

O efeito total da obtenção e do repasse do empréstimo externo de fomento é visto consolidando (7) e (9):

$$\begin{array}{r} \Delta \text{ativo doméstico} + \Delta \text{ativo externo} = \Delta \text{passivo não compensatório} + \\ \downarrow \qquad \qquad \qquad \downarrow \qquad \qquad \qquad \downarrow \\ + 100 \qquad \qquad \qquad + 100 \qquad \qquad \qquad = + 100 \\ \\ + \Delta \text{passivo compensatório} + \Delta \text{base monetária} \qquad (10) \\ \downarrow \qquad \qquad \qquad \downarrow \\ 0 \qquad \qquad \qquad + 100 \end{array}$$

Por conseguinte, a versão incremental da equação (1) seria preenchida da seguinte maneira:

$$\begin{array}{r} \Delta H = \Delta C + \Delta R \qquad (11) \\ \downarrow \qquad \downarrow \qquad \downarrow \\ + 100 \quad + 0 \quad + 100 \end{array}$$

Não teria havido aumento do crédito doméstico líquido, pois o aumento do ativo doméstico bruto (concessão de empréstimo) teria sido compensado pelo aumento do passivo não compensatório (obtenção de empréstimo no exterior que não se destina a exercer a função de autoridade cambial). Note-se que em ΔC foi computada uma transação com não-residentes, a obtenção do empréstimo externo, porque a rubrica do crédito doméstico líquido registra transações da autoridade monetária enquanto parte do público extracambial.

Vemos em (11) que os residentes fora da autoridade monetária têm mais dinheiro e a autoridade cambial tem mais reservas líquidas; isto é exatamente o que aconteceria se esses residentes obtivessem o empréstimo externo diretamente dos não-residentes (sem a intermediação da autoridade monetária) e trocassem as divisas junto a esta autoridade. Quando toma empréstimos externos com finalidade comercial ou de fomento, a autoridade monetária é, tanto do ponto de vista da determinação da base monetária como do balanço de pagamentos, um mero intermediário entre residentes e não-residentes; dessa maneira, nem a equação (1) nem o balanço de pagamentos devem ser diferentes do que ocorreria se o empréstimo externo fosse tomado por um outro residente membro do público extracambial que não a autoridade monetária.

6. O problema de Machlup

O conceito de déficit global do balanço de pagamentos pelo critério das transações oficiais esteve sempre sujeito à tentação de se confundir transações oficiais com transações governamentais ou da autoridade monetária, até mesmo considerando-se indevidamente todas as transações desses órgãos como compensatórias (conforme notou MACHLUP, 1950, p. 64-67). A confusão pode ser evitada reconhecendo a existência de uma função de autoridade cambial que não responde por todas as transações do tesouro nacional ou da autoridade monetária com não-residentes (mesmo que estes sejam governos ou autoridades monetárias de outros países). Quando não eleva ou reduz as reservas internacionais líquidas, a autoridade cambial é apenas um intermediário financeiro na troca de moedas nacionais por estrangeiras e vice-versa: repassa aos importadores de bens e serviços e exportadores de capital exatamente a mesma quantia de divisas que recebe dos exportadores de bens e serviços e importadores de capital. Do contrário, se a autoridade cambial não for reconhecida como uma entidade autônoma, ainda que implantada dentro da autoridade monetária, não será possível delimitar o que seja o saldo global do balanço de pagamentos.

O reconhecimento da função distinta de autoridade cambial permite eliminar o que à primeira vista parecem falhas da equação (1). Conforme essa equação, *coeteris paribus*, um balanço de pagamentos equilibrado não altera a

base monetária. Mas Dennis (1981, p. 226, 231) diz que isso é falso, sob a alegação de que certas transações externas têm efeito assimétrico sobre a base monetária, tais como um déficit do balanço de transações correntes coberto por endividamento do setor público no exterior – a seu ver, a base monetária declina, embora o saldo global do balanço de pagamentos seja nulo.

Mas Dennis engana-se ao dizer que a base monetária declina, ou ao pensar que está se referindo ao impacto *coeteris paribus* de um balanço de pagamentos equilibrado sobre a base monetária (isto é, ele de fato está supondo que o crédito doméstico líquido se altera). Seja qual for o seu engano, este depende de o órgão público tomador do empréstimo fazer ou não parte do público fora da autoridade monetária.

Ilustrando com números, suponhamos que o déficit do balanço em transações correntes é de F\$ 120 milhões e que uma empresa estatal tome um empréstimo externo no mesmo montante. Isto equilibra o balanço de pagamentos. Suponhamos que a taxa de câmbio é de N\$ 2,00/F\$. Neste caso, enquanto os residentes responsáveis pelo déficit em transações correntes entregam à autoridade cambial N\$ 240 milhões para obter F\$ 120 milhões (reduzindo as reservas internacionais), a empresa estatal recebe N\$ 240 milhões ao converter as divisas obtidas no empréstimo (elevando as reservas internacionais). No período como um todo o balanço de pagamentos se equilibra; as reservas internacionais e a base monetária não se alteram, uma vez que a autoridade monetária retira N\$ 240 milhões das mãos dos responsáveis pelo déficit em transações correntes e coloca N\$ 240 milhões nas mãos da empresa estatal.

Por outro lado, suponhamos que o órgão público tomador do empréstimo externo seja o tesouro nacional. Ao entregar à autoridade monetária as divisas de F\$ 120 milhões obtidas no empréstimo externo, o tesouro monetário é creditado em N\$ 240 milhões em sua conta junto à autoridade monetária. A base monetária não é afetada por esse registro de crédito, já que a conta do tesouro não faz parte do passivo monetário. Mas a base é reduzida em N\$ 240 milhões, entregues pelos responsáveis pelo déficit do balanço em transações correntes. Por outro lado, o crédito de N\$ 240 milhões feito pela autoridade monetária ao tesouro nacional corresponde a um aumento do passivo não monetário (passivo não compensatório) da autoridade monetária; em termos da equação (2), posta em diferenças, temos:

$$\begin{array}{rcl}
 \Delta \text{ ativo doméstico} + \Delta \text{ ativo externo} & = & \Delta \text{ passivo não compensatório} + \\
 \downarrow & & \downarrow \\
 0 & & 0 & = & + 240 \\
 \\
 + \Delta \text{ passivo compensatório} + \Delta \text{ base monetária} & & & & \\
 \downarrow & & \downarrow & & \\
 0 & & 240 & &
 \end{array} \quad (12)$$

Traduzindo isto em termos da versão incremental da equação (1) temos:

$$\begin{array}{rcccl} \Delta H & = & \Delta C & + & \Delta R & (13) \\ \downarrow & & \downarrow & & \downarrow & \\ 240 & = & -240 & & 0 & \end{array}$$

já que $\Delta C = \Delta \text{ativo doméstico} - \Delta \text{passivo não compensatório} = 0 - 240$.

Portanto, nesse caso, a objeção de Dennis não trata de impacto *coeteris paribus* de um balanço de pagamentos equilibrado sobre a base monetária. A base monetária declina simultaneamente com um equilíbrio do balanço de pagamentos porque parte das transações de setor externo são casadas com uma redução do ativo doméstico líquido. Essa redução ocorre porque a autoridade monetária aumenta seu passivo não compensatório (parte do passivo não monetário) ao depositar N\$ 240 milhões em favor do tesouro nacional em troca de F\$ 120 milhões entregues por este. Ao fazer essa entrega, o tesouro está financiando a autoridade monetária (e as obrigações da autoridade monetária para com o tesouro aumentam em N\$ 240 milhões; como o tesouro faz parte do público extracambial, não é de se admirar que o ativo doméstico líquido diminua (um movimento em sentido inverso ao que aconteceria se a autoridade monetária fizesse um empréstimo ao tesouro – o crédito doméstico líquido aumentaria).

7. Depósitos indexados a moedas estrangeiras

Uma autoridade monetária mista financia suas atividades não somente com a emissão de base monetária, mas também com a aceitação de depósitos a prazo, a emissão de títulos negociáveis e outras formas de captação de fundos que constituem seu passivo não monetário. Quando há razoável comunicação entre os mercados interno e externo de fundos, ou quando o país passa por uma crise cambial, pode acontecer que a autoridade cambial emita títulos (ou aceite depósitos) remuneráveis em condições similares às de aplicações financeiras no exterior, como forma de manter sua competitividade na captação de financiamento. A remuneração em condições similares (ou idênticas) às de aplicações disponíveis no mercado externo de fundos consiste principalmente na indexação a alguma taxa cambial, podendo ser acompanhada pela promessa de uma taxa real de juros vinculada a algumas das taxas calculadas nas praças financeiras mais importantes (tais como a *Prime Rate* ou a *Libor*).

Uma outra razão para que a autoridade monetária se disponha a emitir obrigações indexadas a aplicações no exterior é a intenção de oferecer oportunidades de *hedge* para os residentes que tomaram ou venham a tomar em-

préstimos no exterior. Essa é uma das maneiras pelas quais os responsáveis pela política econômica podem subsidiar o endividamento no exterior, sendo especialmente apropriada como parte de uma manobra financeira para manter a aparência de um balanço de pagamentos saudável; em vez de obter financiamento compensatório e registrar um déficit global no balanço de pagamentos, o governo induz os agentes econômicos a tomarem empréstimos que serão registrados como entrada de capitais autônomos.

Uma ilustração disso é dada pela experiência brasileira a partir da segunda metade dos anos setenta, quando começaram a ser emitidas as obrigações da autoridade monetária que hoje são chamadas de Depósitos Registrados em Moeda Estrangeira. O valor nominal em moeda nacional do saldo de alguns tipos desses depósitos evolui (capitalizando sua remuneração) como evoluiria o valor nominal em moeda nacional de aplicações financeiras semelhantes que alternativamente seus depositantes pudessem fazer no exterior. Mas isso não significa que eles sejam moeda estrangeira depositada na autoridade monetária: na eventualidade de sacarem sobre esses depósitos, os agentes econômicos recebem moeda nacional, e não moeda estrangeira. Ademais, não foram revogadas ou alteradas as normas que dão ao Banco Central o monopólio legal da compra e venda de divisas, obrigando outros adquirentes de moeda estrangeira a dela se desfazerem dentro de prazos curtos (com pequenas exceções irrelevantes aqui). Por isso, o Banco Central não poderia emitir obrigações prometendo liquidação em moeda estrangeira (exceto se essa promessa se tornasse inócua); ademais, não precisaria emití-las, já que, de qualquer forma, todo tomador de empréstimos externos é obrigado a entregar as divisas àquele órgão.

O mais importante, porém, é que aqueles depósitos pertencem a bancos e empresas não bancárias sediadas no país e, por conseguinte, são obrigações da autoridade monetária para com residentes; a forma de calcular sua remuneração não modifica a sua natureza. Portanto, eles devem ser classificados como passivo não compensatório e sua variação traduz-se em variação do crédito doméstico líquido. A alternativa (em que a variação daqueles depósitos se traduz em alteração do ativo externo líquido, ou, pelo menos, em que não se traduz em qualquer alteração do ativo doméstico líquido) não reflete a natureza interna de tais depósitos (essa tese foi defendida antes por MARQUES, 1983, com outros argumentos, no contexto do acordo do Brasil com o FMI). No sentido rigoroso da expressão "setor externo", os depósitos ou saques nessas contas indexadas a aplicações no exterior não devem ser computados como transações do setor externo. Um saque nessas contas, *coeteris paribus*, eleva a base monetária e reduz o passivo não compensatório; logo, a expansão monetária ocorre por causa de aumento do crédito doméstico líquido, não por causa de aumento do ativo externo líquido. O crédito doméstico líquido aumenta por-

que, dado o estoque de financiamento concedido pela autoridade monetária ao público, diminui o financiamento do público à autoridade monetária.

Os Depósitos Registrados em Moeda Estrangeira são obrigações que não têm natureza diferente das OTNs cambiais – estas, reconhecidamente obrigações internas indexadas à taxa cambial. Por isso, um bom nome para aqueles depósitos seria “depósitos dolarizados”, como parcela das “obrigações dolarizadas” da autoridade monetária; ou talvez, como sua alteração de valor envolve outras taxas cambiais além daquela referente ao dólar, melhor seria chamá-los de “depósitos cambializados”

O que foi dito acima não significa que não possam ocorrer alterações no ativo externo líquido associadas a mudanças no saldo dos depósitos cambializados. Significa que aquelas alterações, quando ocorrem, resultam de **alguma contrapartida** das mudanças no saldo dos depósitos, em vez de serem a **própria manifestação** dessas mudanças. Em linguagem contábil, diríamos que os lançamentos das movimentações naqueles depósitos devem ser feitos na rubrica do crédito doméstico líquido e não do ativo externo líquido; contudo isso não descarta a ocorrência de fatos patrimoniais que combinem as duas rubricas – no caso, a conjunção de aumentos (reduções) nas reservas internacionais líquidas com aumentos (reduções) nos depósitos cambializados – ao lado de fatos isolados (isto é, cuja contrapartida sejam alterações na base monetária).

Na experiência brasileira, somente devedores em moeda estrangeira podem ser proprietários de depósitos cambializados junto ao Banco Central, na proporção das respectivas dívidas externas não amortizadas. Os efeitos das movimentações nesses depósitos pelos seus proprietários, isoladas ou combinadas com movimentações nas reservas internacionais, são os seguintes (analisando quadro apresentado em BATISTA JR., 1982):

I – Movimentações isoladas (variações *coeteris paribus* no saldo desses depósitos):

i) realização de depósito pela entrega de quantia equivalente a pelo menos parte do valor em moeda nacional de dívida externa contraída anteriormente e cujos efeitos são a redução da base monetária e a redução do crédito doméstico líquido.

ii) saque de depósito, não se empregando a quantia em quaisquer pagamentos à autoridade monetária e cujos efeitos são o aumento da base monetária e o aumento do crédito doméstico líquido.

II – Movimentações combinadas:

iii) realização de depósito pela entrega de pelo menos parte da receita de empréstimo externo recém-tomado e cujos efeitos são o aumento das reservas internacionais líquidas e a redução do crédito doméstico líquido.

iv) saque de depósitos empregando-se a quantia para compra de divisas

e subsequente amortização de dívida externa, e cujos efeitos são a redução das reservas internacionais líquidas e o aumento do crédito doméstico líquido.

A esse esquema básico pode-se acrescentar:

v) aumento do saldo dos depósitos devido à contabilização de reajuste da taxa cambial (debitando-se em contrapartida uma conta de encargos de reajustes cambiais, ou seja, uma conta de despesa com efeito redutor sobre o patrimônio líquido do Banco Central), sem qualquer variação no crédito doméstico líquido.

vi) pagamento de juros a credor externo de algum proprietário de depósito cambializado, por conta deste (debitando-se uma conta de despesa com efeito redutor sobre o patrimônio líquido do Banco Central), com redução das reservas internacionais líquidas e o aumento do crédito doméstico líquido.

Nesse caso, o aumento do crédito doméstico líquido reflete a redução do patrimônio líquido do Banco Central. Como notamos antes, as variações do crédito doméstico líquido refletem não só a concessão de empréstimos pela autoridade monetária, mas as demais operações acessórias de autoridade cambial. Note-se que, na prática, freqüentemente os aumentos do crédito doméstico líquido devido às perdas da autoridade monetária com encargos cambiais e outros são compensados por reduções do crédito doméstico líquido devidas a ganhos cambiais com a valorização das reservas internacionais, operações de câmbio etc.

As estatísticas brasileiras de base monetária costumam englobar sob a rubrica de "operações do setor externo" não só aquelas que dizem respeito ao sentido rigoroso do termo, como as que de uma maneira mais ampla envolvem relações com moeda estrangeira, tais como registro em moeda estrangeira, empréstimos internos a devedores de empréstimos externos etc. Ainda que essas relações de algum modo façam jus ao nome da rubrica, a forma brasileira atual de consolidar as contas do orçamento monetário perde a grande vantagem buscada por meio da equação (1), que é a de distinguir o impacto do balanço de pagamentos sobre a base monetária dos demais impactos. Em contraste, do ponto de vista dessa distinção, as estatísticas brasileiras incluem nas "operações do setor externo" o registro de fatos que obviamente não são de setor externo. Ao lado dos depósitos cambializados, recentemente analisados, temos os fatos patrimoniais relativos a Empréstimos-Ponte (Avisos MF-30 e MF-09), que são operações entre residentes (empréstimos da autoridade monetária a empresas governamentais e a governos estaduais e municipais). A ligação dessas operações com o "setor externo", no sentido frouxo, é que os beneficiários dos empréstimos internos são devedores de empréstimos externos anteriores e aparentemente necessitam de financiamento adicional que obviamente não conseguem no exterior.

De modo semelhante, o Aviso GB-588 representa uma operação interna. Nesse caso, a autoridade monetária faz pagamentos do serviço da dívida externa de alguma entidade pública inadimplente, por conta desta, na condição de avalista da dívida. Note-se que o devedor ao exterior não é a autoridade monetária, inclusive porque avalista não é devedor. Ao fazer o pagamento de uma obrigação que não faz parte de seu passivo, a autoridade monetária faz um empréstimo a quem de fato tem a obrigação. Visto sob outro ângulo, quem faz um pagamento por força da condição de avalista, imediatamente adquire o direito de ser ressarcido pelo devedor inadimplente, ou seja, adquire um crédito contra este. Obviamente, se não houver ressarcimento, o saldo credor (da autoridade monetária, no caso) permanece ao longo do tempo. Em suma, pelo Aviso GB-588, uma inadimplência externa ocasiona a realização de uma operação de empréstimo de um residente (a autoridade monetária) a outro residente (entidade pública).

8. Variações da taxa cambial

Uma vantagem da equação (1) é sua simplicidade; ao menos em uma primeira abordagem, a explicação da variação da base monetária em um dado período pode ser buscada da decomposição dessa variação em apenas duas parcelas:

$$\Delta H = \Delta C + \Delta (E.R) \quad (14)$$

Mas, como costuma acontecer, tal simplicidade traz consigo perda de informação. No que diz respeito à relação entre balanço de pagamentos e base monetária, a principal perda resulta de essa relação ser intermediada pela taxa cambial, já que seus dois termos podem representar (e freqüentemente representam) moedas de diferentes nacionalidades. Em outras palavras, a base monetária é afetada diretamente pelo balanço de pagamentos em moeda nacional e somente indiretamente (através da taxa cambial) pelo balanço em moeda estrangeira, embora a magnitude do impacto deste seja justamente a informação mais importante que comumente se deseja obter. Porém, quando ocorrem variações cambiais no período, a parcela da variação da base devida à alteração no ativo externo líquido não nos indica quanto dessa alteração se deve à magnitude do balanço de pagamentos em moeda estrangeira e quanto se deve às variações daquela taxa. Tampouco nos diz quanto do impacto das alterações de taxa cambial se deve às conseqüentes modificações no custo das transações correntes com bens e serviços finais e quanto se deve à revalorização de ativos e passivos em moeda estrangeira posteriormente a sua aqui-

sição. Por conseguinte, não se percebe que parte da alteração do ativo externo líquido em moeda nacional no período se deve ao impacto retardado do balanço de pagamentos em moeda estrangeira de períodos anteriores, por causa de certas operações que se vinculam, não apenas ao valor da taxa cambial em dado momento, mas também à trajetória dessa taxa a partir desse momento.

O primeiro passo para resgatar essas informações perdidas na equação (14) é decompor a medida do impacto do ativo externo líquido em moeda nacional:

$$\Delta(E.R) = E. \Delta R + \Delta E. \Delta R + \Delta E.R \quad (15)$$

A interpretação mais simples dessa equação é a seguinte: no período, a taxa de câmbio passou de E para $E + \Delta E$ e as reservas líquidas alteraram-se no montante ΔR ; por conseguinte, temos que:

i) $E. \Delta R$ denota o impacto do balanço de pagamentos sobre a base monetária, quando avaliado à taxa de câmbio do início do período ou do período anterior;

ii) $\Delta E. \Delta R$ denota o impacto da mudança cambial sobre o valor em moeda nacional do balanço de pagamentos, ao alterar o valor dos haveres e obrigações que compõem as reservas líquidas.

iii) $\Delta R.R$ denota a alteração do valor das parcelas das reservas brutas e do passivo compensatório herdados do período anterior.

O significado desses componentes depende em parte da forma de avaliação do patrimônio da autoridade monetária, se a preços correntes (preços das datas de aquisição ou de venda de haveres e de contratação ou pagamento de obrigações) ou a preços de reposição (preços dos haveres ou obrigações inventariados na data de balanço). Além disso, a fórmula (15) é rigorosamente válida para o caso mais simples em que as operações do balanço de pagamentos envolvam uma única espécie de moeda estrangeira, cuja taxa cambial passa por uma única variação (ΔE) no período.

Na avaliação a preços correntes, (isto é, pelo custo histórico) quando há várias espécies de taxas cambiais envolvidas que são alteradas mais de uma vez, então as expressões acima devem ser substituídas:

i) em vez de $E. \Delta R$, temos

$$\sum_{k=1}^m E_0^k \left(\sum_{i=1}^n \Delta R_i^k \right) \quad (16)$$

onde E_0^k designa o valor de início de período de k -ésima espécie de taxa cambial ($k=1, 2, 3, \dots, m$) e ΔR_i^k designa a i -ésima alteração ($i=1, 2, 3, \dots, n$) nas reservas líquidas, expressa na k -ésima espécie de moeda estrangeira e

realizada após a i -ésima modificação da k -ésima espécie de taxa cambial. Cada aumento das reservas brutas ou redução do passivo compensatório (na k -ésima moeda) é representado por $\Delta R_i^k > 0$ e cada redução das reservas brutas ou aumento do passivo compensatório é denotado por $\Delta R_i^k < 0$.

ii) em vez de $\Delta E \cdot \Delta R$, temos

$$\sum_{k=1}^m \left[\sum_{i=1}^n \Delta E_i^k \quad \left(\sum_{j=i}^n \Delta R_j^k \right) \right] \quad (17)$$

que denota a soma ponderada das variações cambiais no período, tendo como pesos as subseqüentes alterações nas reservas líquidas. ΔE_i^k designa a i -ésima alteração da k -ésima espécie de taxa cambial. A soma acima pode ser calculada mais simplesmente a partir da diferença

$$\Delta(E.R) - \sum_{k=1}^m E_0^k \quad \left(\sum_{i=1}^n \Delta R_i^k \right) \quad (18)$$

No caso mais simples de uma única espécie de taxa cambial envolvida, essa expressão transforma-se em

$$\Delta(E.R) = E \cdot \Delta R, \quad \Delta R = \sum_{i=1}^n \Delta R_i \quad (19)$$

iii) $\Delta E \cdot R$ é substituído por zero, pois, na avaliação a preços correntes, as mudanças cambiais não afetam a escrituração em moeda nacional das parcelas das reservas brutas e do passivo compensatório herdados do período anterior.

Em suma, na avaliação a preços correntes, a variação do ativo externo líquido em moeda nacional decompõe-se em apenas dois elementos: i) o impacto do balanço de pagamentos ao câmbio inicial; ii) o impacto das variações cambiais sobre o custo histórico. A análise dessa decomposição é importante porque o efeito das variações cambiais pode ser mais complexo do que meramente fazer o balanço de pagamentos em moeda estrangeira e o balanço de pagamentos em moeda nacional evoluírem desproporcionalmente – os dois podem eventualmente ter sinais diferentes.

Quando as taxas cambiais se modificam ao longo do período, a magnitude do balanço de pagamentos em moeda nacional depende diretamente não só dos valores em moeda estrangeira das diversas transações de setor externo, mas também da distribuição dessas transações entre os diversos valores assumidos pelas taxas cambiais; portanto, depende também da distribuição das datas de ocorrência dessas operações ao longo do período. Para uma ilustração simples, suponhamos que há uma única moeda estrangeira envolvida, cuja taxa cambial é de N\$ 10,00 por F\$ 1,00 no primeiro semestre e N\$ 20,00

por F\$ 1,00 no segundo, que todas as operações do ano relativas ao balanço de transações correntes são realizadas no primeiro semestre, com um saldo de + F\$ 3 bilhões (e, portanto, de + N\$ 30 bilhões) e que todas as operações do ano relativas ao balanço de capitais autônomos são realizadas no segundo semestre com um saldo de - F\$ 2 bilhões (e, portanto, de N\$ 40 bilhões); como se vê, o saldo anual do balanço de pagamentos em moeda estrangeira é um **superávit** de F\$ 1 bilhão, enquanto que o saldo em moeda nacional é um **déficit** de N\$ 10 bilhões. Este se decompõe em + N\$ 10 bilhões de impacto ao câmbio inicial e - 20 bilhões de impacto do custo histórico das variações cambiais.

Passemos agora à decomposição da variação do ativo externo líquido quando este é avaliado a preços de reposição (ou seja, o total das reservas brutas e o total do passivo compensatório são escriturados em moeda nacional com base nos valores vigentes na data de balanço para as diversas espécies de taxas cambiais):

i) Como anteriormente, o impacto do balanço de pagamentos sobre a base monetária, quando avaliado à taxa cambial do início do período (ou do período anterior) é dado por:

$$\sum_{k=1}^m E_0^k \left(\sum_{i=1}^n \Delta R_i^k \right) \quad (20)$$

ii) O impacto da mudança cambial sobre o valor em moeda nacional do balanço de pagamentos é dado por:

$$\sum_{k=1}^m \left[\sum_{i=1}^n (E_f^k - E_0^k) \Delta R_i^k \right] \quad (21)$$

onde E_f^k denota o valor de final de período da k -ésima espécie de taxa cambial.

Deve-se notar que a valorização das reservas líquidas devido às alterações cambiais ocorridas no período constitui-se de dois elementos: o aumento do custo de aquisição, dado por:

$$\sum_{k=1}^m \left[\sum_{i=1}^n \Delta E_i^k \left(\sum_{j=i}^n \Delta R_j^k \right) \right] \quad (22)$$

e a valorização por conta das alterações cambiais posteriores a sua aquisição, dada por:

$$\sum_{k=1}^m \left[\sum_{i=1}^n (E_f^k - E_i^k) \Delta R_i^k \right] \quad (23)$$

onde E_i^k designa a taxa cambial na data de aquisição (ou venda) de haveres, aumento ou redução de obrigações, representados em qualquer caso por ΔR_i^k .

Enquanto o primeiro elemento, *coeteris paribus*, modifica a base monetária, o segundo elemento não a modifica; afinal, a valorização das reservas líquidas por conta de alterações cambiais posteriores a sua aquisição tem, como contrapartida, elevação ou redução do capital próprio da autoridade monetária (devido a ganhos ou perdas de capital). Por conseguinte, tal valorização necessariamente afeta o ativo externo líquido e o crédito doméstico líquido simultaneamente, mas no mesmo montante e em direções contrárias: aumentos (reduções) de valor do ativo externo líquido estão associados a aumentos (reduções) no capital próprio e, portanto, a reduções (aumentos) no crédito doméstico líquido; trata-se, por conseguinte, de uma ocorrência de $\Delta(E.R) = -\Delta C$, donde $\Delta H = 0$.

iii) A alteração do valor das parcelas das reservas brutas e do passivo compensatório herdados do período anterior é dada por:

$$\sum_{k=1}^m (E_f^k \quad E_o^k) R_o^k \quad (24)$$

onde R_o^k designa o montante de início de período das reservas brutas ou do passivo compensatório expresso na k -ésima espécie de moeda estrangeira.

Essa alteração de valor, por ser posterior à aquisição de haveres e à contratação de obrigações, também tem por contrapartida ganhos ou perdas de capital; portanto, tampouco afeta a base monetária. Pode-se somar o impacto da mudança cambial sobre o balanço de pagamentos com a alteração de valor das reservas líquidas herdadas do período anterior para obter o impacto da mudança cambial sobre o ativo externo líquido, que se constitui de três partes: a) alteração no custo de aquisição de reservas líquidas; b) revalorização das reservas líquidas adquiridas no período; c) valorização das reservas líquidas adquiridas nos períodos anteriores.

Em suma, na avaliação a preços de reposição, a variação do ativo externo líquido em moeda nacional decompõe-se em três elementos: i) o impacto do balanço de pagamentos ao câmbio inicial; ii) o impacto das variações cambiais sobre o valor do saldo do balanço de pagamentos; iii) o impacto das variações cambiais sobre o valor neste período dos saldos dos balanços de pagamentos de períodos anteriores. Parte da variação do ativo externo líquido não afeta a base monetária porque afeta simultaneamente o ativo doméstico líquido.

A vantagem da avaliação a custo de reposição é explicitar os ganhos e as perdas nominais da autoridade monetária que decorrem da valorização de haveres adquiridos e obrigações contraídas com base em valores das taxas cambiais inferiores aos da data do balanço. Ao mesmo tempo, deixa claro que as repercussões em moeda nacional do balanço de pagamentos em moeda estrangeira não se limitam a seu próprio período, mas podem se estender pelos

períodos subseqüentes. A principal lição é que, na avaliação a custo de reposição, a variação do ativo externo líquido representa a repercussão do balanço de pagamentos **no** período e não apenas a do balanço de pagamentos específico **do** período.

Poder-se-ia objetar que as alterações cambiais posteriores à realização de transações (compra ou venda de bem, serviço ou ativo financeiro) não deveriam afetar a medida em moeda nacional do balanço de pagamentos, já que elas não fazem parte das transações do setor externo, no sentido técnico; por conseguinte, somente o valor de custo do balanço de pagamentos representaria medida correta deste. O raciocínio seria correto se dissesse respeito apenas às operações correntes do balanço de pagamentos, já que, de fato, o valor nominal de uma compra ou venda de uma mercadoria jamais seria afetado por alterações cambiais posteriores a sua concretização; é incorreto devido ao fato de referir-se generalizadamente a todas as transações do balanço de pagamentos.

Certas transações do setor externo são dependentes dos valores das taxas cambiais posteriores à realização da transação. O paradigma é a contratação de empréstimo externo, cujo serviço deve ser realizado aos valores das taxas cambiais das datas de amortização e de pagamento de juros e não ao valor da data de contratação. Assim, admitamos que uma empresa obteve um empréstimo de F\$ 100 milhões no meio do ano, resultando **na época** em um ingresso de N\$ 100 milhões. Tendo-se alterado o valor da taxa cambial, a empresa constatará no final do ano que o aumento de suas obrigações foi de N\$ 150 milhões – e esse é o valor do empréstimo à taxa cambial da data do balanço (paralelamente constatará uma perda nominal de capital de N\$ 50 milhões, mas pode não ter havido qualquer perda real).

Pela mesma razão, o valor de um haver externo depende dos valores das taxas cambiais posteriores a sua aquisição por representar uma obrigação de um não-residente para com um residente. Como pelo menos parte das transações de capital não está associada a um único valor das taxas cambiais, o balanço de pagamentos de um dado período não tem um único valor correto em moeda nacional – e isto é a contrapartida do fato de que as reservas líquidas em determinada data também não têm um único valor correto em moeda nacional.

Como vimos, a análise do impacto das variações cambiais ressalta algo que os mais atentos terão percebido nas seções anteriores: a variação do crédito doméstico líquido não se reduz à mera diferença entre o crédito concedido pela autoridade monetária ao público e as obrigações exigíveis contraídas junto a este por aquela autoridade. Sem dúvida, provavelmente as magnitudes daquela variação e dessa diferença serão semelhantes muito freqüentemente; contudo, o conceito de crédito doméstico líquido é muito mais sutil e abrangente.

te – e isto não surpreende, tendo-se em vista que se trata de uma conta altamente agregada.

Indicadores com alto nível de agregação podem ser bastante informativos das modificações gerais da economia, isto é, quando se pretende ter uma visão panorâmica do que está ocorrendo. Quando se quer mais do que isto não se pode prescindir do passo seguinte – buscar sinais mais precisos e respostas a questões particulares e mais detalhadas observando as variações de contas mais específicas.

Referências Bibliográficas

- BATISTA Jr., Paulo N. *Nota sobre o impacto monetário das reservas internacionais e dos depósitos em moeda estrangeira*. CEME/IBRE/FGV, maio 1982. Reproduzido como capítulo 1.9 de BATISTA JR., PAULO N. *Mito e realidade na dívida externa brasileira*, Rio de Janeiro, Paz e Terra, 1983.
- BONTEMPO, Hélio. *Transferências externas e financiamento do governo central*. CEME/IBRE, nº 5, março 1987.
- COOPER, R. The balance of payments in review. *Journal of Political Economy*, 74(4):379-395, Aug. 1966.
- DENNIS, Geoffrey. *Monetary economics*. London, Longman, 1981.
- DORNBUSCH, Rudiger. *Open macroeconomics*. New York, Basic Books, 1980.
- ELLSWORTH, P. T. *The international economy*. New York, MacMillan, 1950.
- FRENKEL, Jacob & JOHNSON, Harry (eds.). *The monetary approach to the balance of payments*. Toronto, University of Toronto Press, 1976.
- GARCÍA, Norberto. *El Balance de pagos*. Buenos Aires, Ediciones Macchi, 1972.
- KILDLEBERGER, C. Measuring equilibrium in the balance of payments. *Journal of Political Economy*, 77(6):873-891, Nov./Dec. 1969.
- MACHLUP, F. Three concepts of the balance of payments and the so-called dollar shortage. *Economic Journal*, 60(273):46-68, March 1950.
- MARQUES, Maria Sílvia B. *O conceito de ativos domésticos líquidos e sua aplicação no Brasil*. CEME/IBRE/FGV, Jun. 1983.
- MEADE, James. *The balance of payments*. London, Oxford University Press, 1951.

(Originais recebidos em abril de 1988. Revisitos pelo autor em fevereiro de 1989).