



EPGE

Ensaaios Econômicos

Nº 63

MACROECONOMIA

Capítulo II - O Balanço de Pagamentos

Mário Henrique Simonsen

Rubens Perha Cysne

**ESCOLA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ECONOMIA
DO INSTITUTO BRASILEIRO DE ECONOMIA
DA FUNDAÇÃO GETÚLIO VARGAS**

Nº 63

MACROECONOMIA

Capítulo II - O Balanço de Pagamentos

Mário Henrique Simonsen

Rubens Períha Cysne

CAPÍTULO II

O Balanço de Pagamentos

2.1- Conceitos Básicos

Define-se usualmente balanço de pagamentos como sendo o registro sistemático das transações entre residentes e não residentes de um país durante determinado período de tempo. Três qualificações devem acompanhar esta definição. Em primeiro lugar, a impropriedade do nome balanço de pagamentos, que seria muito melhor substituído pelo termo "balanço de transações". De fato, inúmeras operações registradas em seu contexto não envolvem pagamentos diretos em moeda, sendo que algumas não estão associadas a pagamentos de qualquer espécie, como, por exemplo, as transferências unilaterais. Segundo, nem todos os lançamentos contábeis efetuados quando de sua preparação envolvem necessariamente transações entre residentes e não residentes, como é o caso da monetização de ouro adquirido internamente (compra de ouro por parte do Banco Central, que passa a utilizá-lo como um ativo financeiro), reavaliação de reservas etc... O terceiro e mais importante ponto a ser esclarecido é o que se define por residente e não residente. Teoricamente, a residência de um determinado agente econômico deve corresponder ao país onde esteja localizado o seu "centro de interesse", ou seja, onde se espera que ocorra, em termos não apenas temporários, a sua participação na produção e absorção de bens e serviços. Sob este prisma, consideram-se residentes os indivíduos que vivem permanentemente no país (incluindo os estrangeiros com residência fixa), os funcionários em serviço no exterior e as pessoas que se encontrem transitoriamente fora do país em viagens de turismo, negócio, educação, etc... Consideram-se também residentes as pessoas jurídicas de direito público ou privado sediadas no país, inclusive sucursais ou filiais de empresas estrangeiras.

Os registros contábeis no balanço de pagamentos são elaborados dentro do princípio das partidas dobradas: a um débito em determinada conta deve corresponder um crédito em alguma outra e vice-versa. Para tanto, as contas do balanço de pagamentos podem ser divididas em dois grandes gru

pos: a) as contas operacionais; b) as contas de caixa.

As contas operacionais correspondem aos fatos geradores do recebimento ou da transferência de recursos ao exterior: exportações, importações, fretes, seguros, juros, dividendos, investimentos, transferências unilaterais, empréstimos, amortizações etc. Quando o fato gerador da transação dá origem a uma entrada de recursos para o país, a conta correspondente é creditada (ou seja, lançada com sinal positivo). Quando origina uma saída de recursos, a conta em questão é debitada pelo valor correspondente (lançamento com sinal negativo).

As contas de caixa registram o movimento dos meios de pagamento internacionais à disposição do país. Contabilizam-se neste item as variações das reservas internacionais, ou seja, de todos os ativos que possam ser considerados disponíveis, pelas Autoridades Monetárias, para pagamento de qualquer dívida ou aquisição de direitos junto a não residentes. As contas usualmente classificadas sob esta rubrica são: i) Haveres a curto prazo no exterior; ii) Ouro monetário; iii) Direitos especiais de saque; iv) Posição de reservas no FMI. A primeira dessas contas corresponde ao estoque de moedas estrangeiras e de títulos externos de curto prazo em poder das Autoridades Monetárias. As contas ii) e iii) se referem à liquidez internacional à disposição dos residentes, sob a forma de ouro, direitos especiais de saque (que são uma moeda fiduciária criada pelo Fundo Monetário Internacional) e reservas no FMI. Estas últimas não devem ser confundidas com a utilização de crédito obtido junto ao Fundo Monetário, que deve ser contabilizado na rubrica "empréstimos de regularização", e não na conta de reservas. A diferença fundamental entre ambos é que a utilização, por parte das Autoridades Monetárias, de suas reservas no Fundo (bem como dos direitos especiais de saque), não está sujeita a nenhuma condição, o que já não ocorre no caso da utilização do crédito obtido junto a esta instituição.

Os lançamentos nas contas de caixa obedecem à sistemática usual de contabilidade das empresas para as contas de ativo; lança-se a débito o aumento e a crédito a diminuição no saldo de cada um dos itens relacionados.

As regras acima enunciadas mostram como contabilizar as transações com o exterior liquidadas em moeda ou em títulos de curto prazo. Os exemplos que se seguem ilustram o problema:

a) um país exporta mercadorias recebendo à vista o pagamento em moeda estrangeira: credita-se a conta "Exportações" e debita-se a de "Haveres a curto prazo no exterior";

b) um país importa mercadorias pagando-as à vista em moeda nacional: as obrigações monetárias do sistema bancário (dentres das quais se inclui a moeda nacional) bem como os títulos internos de curto prazo, em poder de não residentes, são considerados obrigações a curto prazo e contabilizadas (no caso específico do Brasil, desde 1978) na rubrica "Capitais a curto prazo". Assim, no problema em questão, debita-se o item "Importações", creditando-se "Capitais a curto prazo".

c) um país paga em ouro monetário a amortização de um empréstimo externo: débito de "Amortizações", crédito de "Ouro monetário".

Quanto às transações que não são liquidadas em moeda, elas podem ser concebidas como o resultado de duas transações, a primeira envolvendo uma entrada e a segunda uma saída de moeda. Assim, por exemplo:

a) um país recebe do exterior um donativo em mercadorias: tudo se passa como se o país tivesse primeiro recebido um donativo em dinheiro e posteriormente importado mercadorias no exterior. Assim, o lançamento final será: débito de "Importações", crédito de "Transferências Unilaterais";

b) um país permuta mercadorias com o exterior: crédito de "Exportações", débito de "Importações";

c) um equipamento estrangeiro é adquirido pelo país com financiamento externo: crédito de "Financiamento", débito de "Importações".

2.2- A Estrutura do Balanço de Pagamentos

Os componentes do balanço de pagamentos são usualmente apresentados em coluna e classificados em diferentes grupos de contas. Em decorrência da utilização do critério das partidas dobradas, a soma do saldo de todas as contas tomadas em conjunto deve necessariamente ser igual a zero. Isto impõe que, se traçarmos, de acordo com um critério qualquer, uma linha horizontal que separe os itens dispostos no balanço de pagamentos em duas partes distintas, a primeira representando todos os componentes "acima da linha", e a outra incluindo os componentes restantes ("abaixo da linha"), os dois grupos deverão apresentar o mesmo saldo numérico, com o sinal trocado.

Dois grandes grupos se destacam no balanço de pagamentos: as transações correntes e os movimentos de capitais. Consideram-se transações correntes aquelas que se referem à movimentação de mercadorias e serviços: (inclusive os serviços de remuneração de capitais sob a forma de juros e dividendos). Classificam-se como movimentos de capitais os deslocamentos de moeda, créditos e títulos representativos de investimentos. Esta dicotomização do balanço de pagamentos implica, pela observação anteriormente efetuada, que o saldo em transações correntes seja igual ao saldo do balanço de capitais com o sinal trocado, conforme ilustrado abaixo:

Saldo em Transações Correntes (T)

Saldo da Conta de Capitais (K)

Z E R O

$$T + K = 0 \quad \Rightarrow \quad T = -K$$

Isto significa que quando um país apresenta um superavit em transações correntes, sua conta de capital é necessariamente negativa, o que equivale a um aumento dos haveres externos líquidos (haveres possuídos menos haveres emitidos) em poder dos residentes desta economia. Da mesma forma, um deficit em transações correntes equivale a uma diminuição no saldo líquido total de haveres externos possuídos pelos residentes do país.

As transações correntes são divididas em três subgrupos: o balanço comercial, correspondente ao saldo das exportações F.O.B. sobre as importações F.O.B., o balanço de serviços e as transferências unilaterais. Os movimentos de capitais devem destacar como subgrupo as contas de caixa, que representam as reservas internacionais à disposição das Autoridades Monetárias.

Para efeito do cálculo do saldo total do balanço de pagamentos, deve-se arbitrar quais os itens da conta de capital que deverão tomar posição, juntamente com as reservas "abaixo da linha", ou seja, excluídos do cálculo deste saldo. Em suma, trata-se de estabelecer uma distin-

ção entre as rubricas que representam efetivamente transações operacionais entre residentes e não residentes e aquelas que correspondem exclusivamente a uma fonte de financiamento do saldo total do balanço.

Um possível procedimento consiste em incluir neste último grupo, em adição às reservas, os atrasados comerciais e os empréstimos de regularização. Estes últimos correspondem aos empréstimos tomados em geral a organismos financeiros internacionais (FMI, BIS etc.), com vistas à solução de problemas de balanço de pagamentos. Este tipo de classificação dá origem a uma decomposição do movimento de capitais em duas partes, a primeira correspondendo às entradas e saídas voluntárias de capital (capitais autônomos), e a segunda representando as contas de caixa, os empréstimos de regularização e os atrasados comerciais (capitais compensatórios). Veja-mos em pormenores a estrutura de um balanço de pagamentos típico:

TABELA IEstrutura Geral do Balanço de PagamentosI) Balanço Comercial

Exportações (FOB)
 Importações (FOB)

II) Balanço de Serviços

Viagens Internacionais
 Transportes
 Seguro

Rendas de Capital Lucros e Dividendos
 Lucros Reinvestidos
 Juros

Serviços Governamentais

Serviços Diversos Relativos a Fatores de Produção
 Não relativos a Fatores de Produção

III) Transferências Unilaterais (Donativos)IV) Saldo do Balanço de Pagamentos em Conta Corrente (I+II+III)V) Movimento de Capitais Autônomos

Investimentos Diretos
 Reinvestimentos (Contrapartida dos Lucros Reinvestidos)
 Empréstimos e Financiamentos
 Amortizações
 Capitais a Curto Prazo
 Outros Capitais

VI) Erros e OmissõesVII) Saldo Total do Balanço de Pagamentos (IV+V+VI)VIII) Movimento de Capitais Compensatórios (Demonstrativo de Resultados) (-VII)

| | | | |
|-----------------|-----------------------------------|---|--|
| | Haveres a Curto Prazo no Exterior | { | Variações no Total Contrapartida para valorizações/desvalorizações |
| Contas de Caixa | Ouro Monetário | { | Variações no Total Contrapartida para valorizações/desvalorizações Contrapartida para monetização/desmonetização |
| (Reservas) | Direitos Especiais de Saque | { | Variações no Total Contrapartida para Alocação/Cancelamento Contrapartida para valorizações/desvalorizações |
| | Posição de Reservas de Fundo | { | Variações no Total Contrapartida para valorizações/desvalorizações |

Empréstimos de Regularização

Atrasado Comerciais

Uma observação importante, que surge em relação à tautologia anteriormente apresentado $T = -K$, é que ela se refere à conta de capital como um todo, englobando não apenas os capitais autônomos (K_a), mais também os capitais compensatórios (K_c).

Assim, temos

$$T = -K = - (K_a + K_c)$$

ou ainda,

$$T + K_a = - K_c$$

Esta última identidade revela que o saldo total do balanço de pagamentos ($T + K_a$) é igual ao saldo da conta de capitais compensatórios com o sinal trocado. Neste sentido, a conta de capitais compensatórios equivale ao "demonstrativos de resultados" do balanço de pagamentos, que corresponde à rubrica efetivamente utilizado nas estatísticas do setor externo divulgados pelo Banco Central do Brasil, em substituição ao termo "capitais compensatórios". Assim, um país que apresenta, por exemplo, um déficit no saldo total do balanço de pagamentos exibirá também um saldo positivo em seu demonstrativo de resultados:

$$T + K_a < 0 \implies K_c > 0$$

De fato, tal déficit só pode ser financiado por uma perda de reservas e/ou pela aquisição de um empréstimo de regularização, que, como sabemos, equivalem ambos a um lançamento contábil positivo. Na impossibilidade de se fazer frente ao déficit, a conta "atrasados comerciais" será creditada, garantindo-se a igualdade entre o saldo total do balanço de pagamentos e o simétrico do seu demonstrativo de resultados.

Vejamos alguns esclarecimentos adicionais sobre as contas anteriormente enumeradas:

a) o balanço comercial corresponde ao saldo das exportações sobre as importações, as primeiras computadas com sinal positivo (crédito), as segundas com sinal negativo (débito). Por uma questão de convenção, as exportações e importações são computadas pelo seu valor F.O.B.

(free on board), isto é, pelo valor de embarque, não computados os fretes e seguros;

b) o balanço de serviços, também denominado balanço de invisíveis, engloba os recebimentos e pagamentos de viagens de residentes ao exterior

e de não-residentes ao país, fretes, seguros, lucros, dividendos etc. Os pagamentos ao exterior são contabilizados com sinal menos (débito), os recebimentos com sinal mais (crédito). O item "serviços governamentais" se refere aos gastos com embaixadas, consulados, representações no exterior etc. O item "serviços diversos" engloba os royalties, pagamentos e recebimentos de assistência técnica, aluguéis de filmes, corretagens etc.

- c) Transferências Unilaterais (ou Donativos): enquadram-se nessa rubrica os pagamentos e recebimentos sem contrapartida de serviços: doações, remessas de imigrantes, reparações de guerra etc;
- d) a soma algébrica dos saldos do balanço comercial, de serviços e donativos fornece o saldo das transações correntes, também denominado saldo do balanço de pagamentos em conta-corrente. Como veremos no próximo capítulo, esse saldo indica quanto o país exporta ou importa de poupanças para o financiamento da formação de capital. Um superavit no balanço de transações correntes (saldo positivo) indica que o país poupa mais do que investe internamente, e que a diferença é enviada para o exterior para financiar a formação de capital do resto do mundo. Um deficit no balanço de pagamentos em conta-corrente indica que o país investe internamente mais do que poupa, recebendo recursos do exterior para complementar o financiamento dos seus investimentos.
- e) Movimento de capitais autônomos: registram-se nesse item as entradas e saídas de capitais voluntários sob a forma de investimentos diretos (isto é, de aquisição ou vendas de participações (societárias), empréstimos novos e amortizações de empréstimos anteriores. De acordo com a regra geral, contabilizam-se com sinal positivo:
- i) os ingressos de novos investimentos externos diretos;
 - ii) os ingressos de novos empréstimos externos;
 - iii) as amortizações de empréstimos concedidos pelo país ao resto do mundo;
 - iv) as repatriações de investimentos do país no exterior.
- Contabilizam-se com sinal negativo:
- i) os novos investimentos de residentes realizados no exterior;
 - ii) os novos empréstimos dos residentes no país ao resto do mundo;
 - iii) as amortizações pagas ao exterior de emprés

timos contraídos pelos residentes no país; iv) as repatriações de investimentos estrangeiros diretos. Deve-se notar que as amortizações de empréstimos compensatórios são contabilizados como movimentos autônomos de capitais: A partir de 1979, as estatísticas divulgadas pelo Banco Central incluem também os reinvestimentos na conta de capital e a sua contrapartida, lucros reinvestidos, no balanço de serviços.

f) Se as estatísticas do balanço de pagamentos fossem rigorosamente apuradas dentro do sistema das partidas dobradas, a soma algébrica do saldo em conta-corrente com o do movimento dos capitais autônomos deveria ser igual ao chamado saldo total do balanço de pagamentos, de igual valor absoluto e sinal contrário ao saldo do movimento de capitais compensatórios. Na realidade, porém, as estatísticas são computadas com imperfeições, que não permitem uma contabilização rigorosa dentro do princípio das partidas dobradas. Assim, a soma apurada do balanço de transações correntes com a do movimento de capitais autônomos usualmente apresenta ligeiras divergências em relação ao saldo dos capitais compensatórios com o sinal trocado. Como os movimentos de capitais compensatórios são apurados com bastante rigor (já que se trata de umas poucas contas facilmente controladas pelo Banco Central), presume-se que os erros e omissões tenham ocorrido na apuração do balanço em transações correntes e no de capitais autônomos. Seguindo a praxe contábil usual, de se anexar esta rubrica às contas tidas como menos confiáveis, soma-se o termo "Erros e Omissões" (que é apurado como resíduo) ao subtotal dado pelo balanço em transações correntes mais capitais autônomos de forma a se obter o saldo total do balanço. Assim, se, por exemplo o subtotal acima referido apresentou um saldo X , e o movimento de capitais compensatórios foi em termos contábeis, igual a $-Y$, o item "Erros e Omissões" será igual a $Y - X$. Desta forma, o saldo total do balanço de pagamentos será igual a Y , e a conta de capitais compensatórios igual a $-y$, garantindo a já citada identidade $T + K = 0$. É importante lembrar que, como os erros e omissões que ocorrem ao longo da computação devem se cancelar mutuamente, o saldo líquido do resíduo, tal qual a

presentado no balanço de pagamentos, não necessariamente representa uma medida da exatidão de suas contas. Uma regra de bolso algumas vezes utilizada sugere que o resíduo deve ser uma fonte de preocupação quando ultrapassa cinco por cento do total da soma dos créditos e débitos do balanço comercial (embora os erros possam advir, obviamente, de outras contas que não aquelas apresentadas no balanço de mercadorias).

g) capitais compensatórios: esse item compreende três tipos de contas. Em primeiro lugar, as contas de caixa já descritas anteriormente: ha veres a curto prazo no exterior, ouro monetário, direitos especiais de saque e posição de reservas no FMI. Em segundo, as contas referentes aos empréstimos de regularização do Fundo Monetário Internacional e outras instituições, especificamente destinados a cobrir déficits no balanço de pagamentos. Em terceiro lugar, os atrasados comerciais, que são as contas vencidas no exterior e não pagas pelo país. Trata-se, evidentemente, de um item pouco lisonjeiro para o país que o apresenta em seu balanço de pagamentos. A sistemática contábil é a seguinte: quando um empréstimo se vence e não é pago, debita-se a conta de amortizações (como se pago fosse), creditando-se a de atrasados comerciais; na liquidação efetiva dos atrasados, debita-se esta última conta, creditando-se uma conta de caixa. Até 1980, no Brasil, contabilizavam-se também nas contas de caixa as obrigações a curto prazo, correspondendo à moeda do país e a títulos internos de curto prazo em poder de não residentes. Mais recentemente, estes lançamentos tem sido efetuados na rubrica "Capitais a Curto Prazo", sendo incluídos no saldo total do balanço de pagamentos. A contabilização segue a praxe usual para as obrigações: credita-se o aumento e debita-se a diminuição no saldo total. Uma observação atenta à Tabela I, onde se apresenta a disposição usual assumida pelo balanço de pagamentos, mostra que as contas de caixa, além de um item referente à variação no saldo total de cada uma de suas rubricas, apresentam também uma contrapartida para valorizações/desvalorizações, e, no caso, respectivamente, do ouro monetário e dos direitos especiais de saque, contrapartidas adicionais para monetização/desmonetização e

alocação/cancelamento. Assim, se, por exemplo, o balanço de pagamentos é contabilizada em dólares, e parte das reservas é mantidas em marcos alemães, uma valorização do marco frente ao dólar levará a um lançamento negativo na conta de haveres a curto prazo (dado que o saldo total destes haveres avaliado em dólares terá aumentado) e como contrapartida, a um lançamento positivo na conta valorizações/desvalorizações. O mesmo ocorreria na conta "Ouro Monetário", caso aumentasse o preço do ouro (retido como ativo financeiro) expresso em dólares. Raciocínio análogo se aplica para os direitos especiais de saque e para a posição de reservas no FMI. Por outro lado, uma compra de ouro por parte do Banco Central no mercado interno seria responsável por um lançamento a débito na conta "Ouro Monetário" e por um lançamento a crédito na conta "Contrapartida para Monetização/Desmonetização". Procedimento semelhante deve ser efetuado para as alocações e cancelamentos de direitos especiais de saque.

Um exemplo numérico hipotético nos ajuda a compreender a estrutura do balanço de pagamentos e os respectivos lançamentos contábeis. Imaginemos que as transações realizadas entre os residentes e os não-residentes de um determinado país, no ano X, tenham sido as seguintes (suporemos que todos os pagamentos se façam em moeda estrangeira, com contrapartidas contábeis na conta "Haveres líquidos no exterior"):

- a) o país importa, pagando à vista, mercadorias no valor de 350 milhões de dólares;
- b) o país importa equipamentos no valor de 50 milhões de dólares financiados a prazo longo;
- c) ingressam no país, sob forma de investimento direto sem cobertura cambial, 20 milhões de dólares em equipamentos;
- d) o país exporta, recebendo à vista, 400 milhões de dólares de mercadorias;
- e) o país paga ao exterior à vista 50 milhões de dólares em fretes;
- f) remetem-se para o exterior, em dinheiro, 10 milhões de dólares de lucros de companhias estrangeiras, 20 milhões de dólares de juros e 30 milhões de dólares de amortizações;

g) o país recebe 10 milhões de dólares de donativo sob a forma de mercadorias;

h) o país recebe, em moeda, um empréstimo compensatório do Fundo Monetário Internacional, para a regularização do deficit no balanço de pagamentos, no valor de 30 milhões de dólares.

O quadro abaixo mostra a contabilização de cada uma das operações mencionadas:

TABELA II

Contabilização do balanço de pagamentos

| CONTA | OPERAÇÃO | | | | | | | | Total |
|---------------------|----------|-----|-----|------|-----|-----|-----|-----|-------|
| | a | b | c | d | e | f | g | h | |
| Exportações | | | | +400 | | | | | +400 |
| Importações | -350 | -50 | -20 | | | | -10 | | -430 |
| Frete | | | | | -50 | | | | -50 |
| Lucros | | | | | | -10 | | | -10 |
| Juros | | | | | | -20 | | | -20 |
| Donativos | | | | | | | +10 | | +10 |
| Investimentos | | | +20 | | | | | | +50 |
| Financiamentos | | +50 | | | | | | | +20 |
| Amortizações | | | | | | -30 | | | -30 |
| Empréstimos FMI | | | | | | | | +30 | +30 |
| Haveres no exterior | +350 | | | -400 | +50 | +60 | | -30 | +30 |

Podemos assim compor o quadro final do balanço de pagamentos:

I) Balanço comercial: -30

exportações: +400

importações: -430

II) Balanço de serviços: -80

Frete: -50

Lucros: -10

Juros: -20

III) Transferências Unilaterais = +10

IV) Balanço em conta-corrente: (I+II+III): -100

V) Movimento Autônomo de capitais: +40

Financiamentos: +50

Investimentos : +20

Amortizações : -30

VI) Saldo total do balanço de pagamentos:

(IV+V): -60

VII) Movimento de capitais compensatórios:

(-VI): +60

Empréstimos do FMI: +30

Haveres no exterior +30

2.3- Tópicos Especiais

Alguns lançamentos contábeis do balanço de pagamentos não ficam totalmente elucidados a partir da análise anteriormente efetuada, merecendo um estudo em separado. Vejamos alguns destes casos:

a) Migrações: Do ponto de vista do balanço de pagamentos, o indivíduo que migra de um país para outro leva consigo seus direitos e obrigações, que passam, desta forma, a constituir direitos e obrigações da economia onde este fixará sua nova residência. Quando os lançamentos se dão com base apenas nas transações efetivamente realizadas (o que costuma ser o caso), contabiliza-se no balanço de pagamentos apenas a parcela efetiva e oficialmente (sem o que não haveria possibilidade de registro) transferida para o novo país. No momento em que se dá a migração, o aumento de ativos (reais ou financeiros) da economia que recebe o novo residente deverá dar origem a um crédito na rubrica "Transferências Unilaterais", e a um débito na conta que corresponda ao ativo em questão. Assim, por exemplo, um aparelho de televisão ou um carro trazido pelo imigrante originará um lançamento positivo em "Transferências Unilaterais" e um lançamento negativo na conta de importações. Se além destes bens, ele trouxer consigo, por exemplo, um título representa

tivo de direitos sobre um determinado capital, referente a um empréstimo qualquer outrora efetuado a um cidadão residente em seu país de origem, credita-se a conta "Transferências Unilaterais", e debita-se a conta "Empréstimos" no valor correspondente. De forma análoga ao aumento de ativos, as obrigações trazidas pelo novo residente levarão a um débito na conta "Transferências Unilaterais" e a um crédito do item relativo à obrigação em questão. No caso do exemplo anterior, se o indivíduo tivesse uma dívida, por exemplo, com um cidadão residente num terceiro país, a sua migração ocasionaria, em adição aos lançamentos anteriormente descritos, um débito na conta de "Transferências Unilaterais" e um crédito em "Empréstimos", no valor correspondente ao valor do título por ele outrora emitido.

b) Rendas do Trabalho: Registram-se neste item os rendimentos do trabalho assalariado assalariado do pessoal temporariamente afastado do país, a serviço de algum não residente. Estes rendimentos devem ser contabilizados pelo seu total, e não apenas pela parcela efetivamente transferida ao país de origem dos trabalhadores. Da mesma forma, os gastos destes últimos em bens e serviços na economia onde trabalham devem ser lançadas a débito da conta de transações correntes no balanço de pagamentos do país de sua residência. Caso, entretanto, este afastamento se dê por um período suficientemente longo (o FMI estipula como limite o intervalo de um ano), de tal forma que se caracterize uma efetiva mudança de residência, não haverá mais razão para lançamentos neste item. Se o trabalhador, agora considerado emigrante resolve efetuar alguma remessa em dinheiro para seu país de origem, esta será contabilizada como transferência unilateral, e não mais como renda de trabalho. A contrapartida, obviamente, seria dada por um lançamento a débito (no país de origem) na conta "Haveres no Exteior".

c) "Capitais a Curto Prazo". De acordo com o critério sugerido pelo Fundo Monetário, devem-se registrar neste item as transações com títulos de maturidade inferior a um ano, incluindo o aumento ou diminuição de moeda nacional em poder de não residentes.

2.4) A transferência de recursos e o saldo em conta corrente

No balanço externo de serviços cabe distinguir duas categorias: a) os serviços não fatores, que são os fretes, seguros, viagens internacionais e serviços governamentais; b) os serviços fatores, que são os juros, as remessas de lucros, os royalties, os alugueis de equipamentos, os pagamentos de assistência técnica e as rendas do trabalho. A linha divisória está na própria denominação: os primeiros, ao contrário dos segundos, não representam remuneração de fatores de produção.

Denomina-se transferência líquida de recursos para o exterior o saldo das exportações de bens e serviços não fatores sobre as importações de bens e serviços não fatores. Isso equivale ao saldo comercial mais o saldo de serviços não fatores. A definição decorre de uma observação simples: as exportações de bens e serviços não fatores indicam o que o país produz e é enviado para fora de suas fronteiras; em compensação, as importações de bens e serviços não fatores indicam o que o resto do mundo produz para ser absorvido dentro do país. A diferença, conseqüentemente, representa a transferência líquida de recursos para o exterior. Essa transferência, com o sinal trocado, denomina-se "hiato de recursos", indicando o excesso do que o país absorve sobre aquilo que produz.

A renda líquida recebida (+) ou enviada (-) para o exterior é, por definição, o saldo dos serviços fatores mais o saldo das transferências unilaterais. O saldo, quando positivo, indica o que o país recebe como remuneração de fatores que operam fora das suas fronteiras, ou, ainda, a título de doativos. E exprime, quando negativo, o que o país paga ao exterior pelo uso de fatores de produção pertencentes ao resto do mundo, ou, ainda, como doações.

É imediato que os itens do balanço comercial, mais serviços mais doativos que não se enquadram na transferência de recursos, classificam-se na renda líquida enviada ou recebida do exterior. Assim:

Saldo do balanço de pagamentos em conta corrente = Transferência de recursos para o exterior + Renda líquida recebida do exterior.

A título de exemplo, no exercício numérico da secção 2.2, o saldo do balanço comercial era igual a -30; o dos serviços, igual a -80, decompunha-se em -50 de saldo de serviços não fatores (fretes) e -30 de saldo de serviços fatores (lucros e dividendos). Assim, a transferência de recursos para o exterior era igual ao saldo comercial mais de serviços não fatores

ou seja, $-30-50 = -80$ (hiato de recursos igual a $+80$). A renda líquida recebida do exterior, igual ao saldo de serviços fatores (-30) mais o de donativos ($+10$) era igual a -20 . Tínhamos, pois:

| | |
|---|-------|
| Transferência líquida de recursos para o exterior | : -80 |
| Renda líquida recebida do exterior | : -20 |
| <hr/> | |
| Saldo do balanço de pagamentos em conta corrente: | -100 |

Em suma, o país, no período em questão, operou com 80 de hiato de recursos, transferiu 20 de renda líquida para o exterior, registrando um deficit em transações correntes do balanço de pagamentos igual a 100.

Um saldo positivo no balanço de pagamentos em conta corrente significa que o país efetivamente exporta capitais para o exterior. Um saldo negativo, que o país importa capitais, em montante igual ao deficit em transações correntes. Que a exportação ou a importação de capitais é exatamente igual ao superavit ou o deficit de transações correntes, será rigorosamente demonstrado no próximo capítulo: o superavit ou deficit em questão representa, respectivamente, ou a parcela da poupança interna que financia investimentos no exterior ou a parte do investimento interno que é financiada por poupanças externas. Contudo, mesmo antes de precisar os conceitos de poupança e investimento, a idéia central é fácil de captar. Tomemos o caso de um país deficitário em transações correntes. O seu balanço de pagamentos fecha pela entrada de capitais, sejam eles autônomos, sejam eles compensatórios. Se o país receber capitais autônomos além do seu deficit em conta corrente, e assim registrar um superavit total no balanço de pagamentos, o excesso de ingressos não será efetivamente absorvido pela economia. Ficará, por exemplo, depositado no exterior sob a forma de reservas adicionais, o que não representa uma absorção efetiva, mas uma provisão para futuras despesas cambiais. Do mesmo modo, se o país receber capitais autônomos aquém do seu deficit em conta corrente externo, terá que usar capitais previamente acumulados e não absorvidos, e que lhe permitiram somar reservas. Ou, na ausência destas últimas, recorrer a empréstimos do FMI ou a empréstimos forçados dos credores, sob a forma de atrasados comerciais ou de atrasados de juros e do principal. Com a devida troca de sinais, o mesmo raciocínio prova que o que um país efetivamente exporta de capitais é o seu superavit de transações correntes.

A decomposição do saldo do balanço de pagamentos em conta corrente em transferência líquida de recursos, mais renda líquida enviada para o exterior, embora menos convencional, é mais funcional do que a divisão tradicional entre balanço comercial, balanço de serviços e donativos (transferências unilaterais). Para tanto se somam duas razões:

i) a diferença entre exportação e importação de mercadorias e de serviços não fatores se resume a simples questão de tangibilidade. Num caso se trata de bens fisicamente visíveis, noutro não. Contudo, a diferença é pouco relevante do ponto de vista econômico. Receber dólares de turistas ou de exportações de café, aço ou suco de laranja não faz maior distinção. Em qualquer dos casos, são os fatores de produção do país que geram as receitas vindas do exterior,

ii) a renda líquida enviada para o exterior (ou recebida do exterior) costuma corresponder, em sua maior parte, a juros e remessas de lucros. Trata-se, em suma, de uma parte herdada do passado, pelo que o país investiu no exterior ou recebeu de investimentos externos, sob a forma de empréstimos ou de investimentos diretos. Isto posto, pelo menos na maioria dos países, essa é uma componente do superavit ou deficit em conta corrente que a política econômica pouco pode afetar.

2.5) O Saldo em Conta Corrente e o Ciclo da Dívida

O comércio entre dois países quaisquer dá origem a lançamentos recíprocos nos respectivos balanços de pagamentos: as exportações de uns são as importações de outro, os juros que um remete são recebidos pelo segundo, os investimentos lançados a débito do movimento de capitais de uns são creditados ao movimento de capitais de outros, etc. Isto posto, é evidente que a soma algébrica dos saldos comerciais de todos os países do mundo é igual a zero. O mesmo ocorre com os saldos de serviços, transações correntes, transferências de recursos, donativos, saldos globais de balanço de pagamentos, capitais autônomos, etc. Contudo, para cada país isoladamente, não há razão para que cada um desses saldos se anule. É importante analisar que desequilíbrios podem ser considerados normais, que outros reclamam correção, e como tal correção deve ser efetuada.

De um modo geral, os capitais internacionais tendem a fluir para os países que lhe ofereçam maior remuneração. As teorias de desenvolvimento econômico das décadas de 1950 e 1960 admitiam que a remuneração do capital fosse perceptivelmente maior nos países em desenvolvimento, onde ele era escasso, do que nos países desenvolvidos, onde ele era abundante. Assim, os capitais se deslocariam naturalmente dos países ricos para os países pobres, contribuindo para a atenuação das desigualdades econômicas internacionais, desde que fossem usados para fins produtivos nos países em desenvolvimento. Como o que um país efetivamente absorve de capitais externos é o seu déficit em conta corrente do balanço de pagamentos, considerava-se natural que os países em desenvolvimento fossem deficitários, e os desenvolvidos superavitários em transações correntes.

O problema dos saldos em transações correntes é que, em certo sentido, eles se realimentam. Um país deficitário, cobre o seu desequilíbrio em conta corrente recebendo capitais externos. Essa entrada de capitais, todavia, significa maiores transferências futuras de renda para o exterior, sob a forma de juros e remessas de lucros, carregando os déficits em transações correntes futuros. Assim, para que os déficits dos países em desenvolvimento não crescessem em bola de neve, os capitais recebidos do exterior deveriam ser aplicados em projetos de investimento que gerassem exportações adicionais ou reduções de importações capazes de compensar os encargos de juros e de remessas de lucros.

Para operacionalizar a discussão, definamos o Passivo Externo Líquido D de um país como sendo a seguinte soma algébrica:

D = saldo devedor dos empréstimos contraídos pelo país no exterior - saldo credor dos empréstimos concedidos pelo país ao exterior + estoque de capitais estrangeiros de risco investidos no país - estoque de capitais nacionais de risco investidos no exterior + saldo das obrigações a curto prazo do país com o exterior - saldo das reservas internacionais: (haveres líquidos no exterior, ouro monetário e direitos especiais de saque).

Nos primeiros anos da década de 1980 a maior parte do passivo externo líquido dos países em desenvolvimento era representado pela sua dívida externa líquida, isto é, pela sua dívida bruta menos reservas.

Diante da definição apresentada, é imediato que o aumento do passivo externo líquido de um país, em determinado período de tempo, é o superavit, nesse período, dos movimentos de capitais autônomos e compensatórios. Isso é o mesmo que dizer que o acréscimo do passivo externo líquido é o deficit do balanço de transações correntes, ou seja, o hiato de recursos mais a renda líquida enviada para o exterior. Esta última, cujas componentes principais são os juros e remessas de lucros, pode descrever-se ⁽¹⁾ como uma fração i do passivo externo líquido D ; i , no caso, é a taxa média de remuneração dos capitais externos, e que pode variar no tempo; para simplificar, designa-la-emos como taxa de juros. Isto posto, tomando intervalos infinitesimais de tempo, chega-se à famosa equação da dívida:

$$\dot{D} = iD - H$$

onde \dot{D} indica a derivada em relação ao tempo do passivo externo líquido, H a transferência líquida de recursos para o exterior (o que equivale a dizer que $-H$ é o hiato de recursos). D é positivo para os devedores internacionais, negativo para os países credores (isto é, os que têm ativos, e não passivos externos líquidos).

A equação acima é a base da chamada teoria do ciclo da dívida, que distingue seis fases na evolução dos ativos ou passivos externos líquidos:

| Fase | Tipificação | H | D | \dot{D} |
|------|----------------------------|---|---|-----------|
| I | Devedor jovem | - | + | + |
| II | Devedor interme- diário | + | + | + |
| III | Devedor maduro | + | + | - |
| IV | Credor jovem | + | - | - |
| V | Credor interme- diário | - | - | - |
| VI | Credor maduro | - | - | + |

A figura 2.1 descreve essas seis fases do ciclo. Na primeira fase o país, devedor jovem, acumula crescente passivo externo líquido, sobretudo pelo hiato de recursos. O passivo cresce pelo hiato e pelos juros pagos ao exterior. Na segunda fase, o país passa a transferir recursos líquidos para o exterior, mas em montante ainda inferior à renda líquida que é obrigado a transferir para fora, conseqüentemente, continua deficitário em transações

(1) A menos das transferências unilaterais e das rendas do trabalho, de pequena significância neste total.

correntes, ou seja, com o passivo externo líquido em ascensão. Na terceira fase, a transferência de recursos aumenta o suficiente para superar a renda líquida enviada para o exterior; o agora devedor maduro começa a acumular saldos positivos em transações correntes, diminuindo consequentemente o seu passivo externo líquido. Em certo ponto a dívida se transforma em crédito, ou seja, o passivo se torna ativo externo líquido; é a fase do credor jovem, onde os créditos se acumulam por duplo efeito, o das transferências de recursos e da renda líquida recebida do exterior. Na quinta fase o país volta a absorver recursos do exterior, mas em montante inferior às rendas líquidas recebidas; é a situação do credor intermediário, em que o ativo externo líquido continua crescendo. Finalmente na última fase, o então credor maduro começa a desfazer-se de seus ativos externos, com hiatos de recursos superiores às rendas recebidas do exterior.

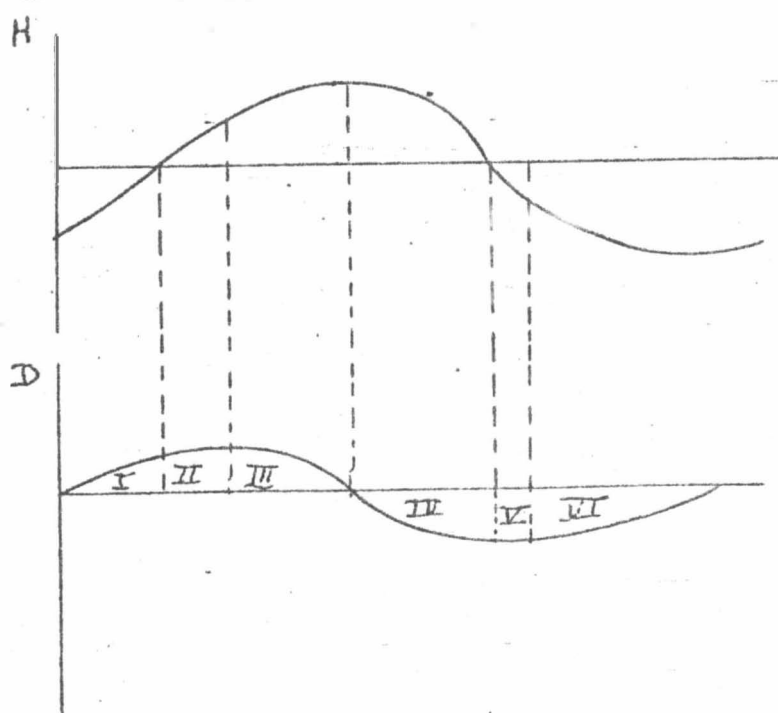


Figura 2.1

É claro que ,em determinado instante, qualquer país pode ser localizado ou numa das seis fases do ciclo ou num ponto de passagem entre duas fases consecutivas: basta,para tanto, observar tres sinais, o da transferência líquida H de recursos para o exterior, o do passivo externo líquido D e o do saldo em conta corrente -D do balanço de pagamentos. Em seus primórdios, porém,a teoria do ciclo da dívida era bem mais ambiciosa, admitindo que os países percorressem na ordem indicada as diversas fases do ciclo,em função de seu grau de desenvolvimento relativo.Os acontecimentos das décadas de 1970 e de 1980 jogaram por terra essa interpretação. Com a quadruplicação dos preços do petróleo em outubro de 1973 os países da OPEP (Organização dos Países Exportadores de Petróleo) se transformaram subitamente de absorvedores de recursos em exportadores de capitais internacionais,passando em poucos meses da fase de devedores jovens para a de credores jovens. Os países industrializados,em conjunto, tornaram-se credores maduros em 1974,quando foram fortemente deficitários nas transações correntes do balanço de pagamentos, mas voltaram à posição de credores jovens (ou,pelo menos,intermediários) em 1975. Em 1983 e,sobretudo,em 1984, os Estados Unidos se tornaram os maiores absorvedores de recursos externos líquidos,apêsar de sua posição de maior economia mundial. Em princípios de 1985,o Brasil situava-se como devedor intermediário e o México como devedor maduro,enquanto que os Estados Unidos haviam retrocedido à categoria de devedor jovem.

Os acontecimentos dos últimos dez anos deixaram uma lição:ao contrário do que supunham as teorias de desenvolvimento econômico das décadas de 1950 e 1960, os capitais internacionais não necessariamente se deslocam dos países mais ricos para os mais pobres.O trunfo dos países em desenvolvimento para atrair recursos externos é a escassez relativa do seu estoque de capital, a qual ,em tese ,tornaria os seus investimentos mais lucrativos do que os das nações maduras. Os capitais internacionais,no entanto,não buscam apenas lucratividade potencial. Buscam lucratividade efetiva e liberdade de movimentação,o que depende de estabilidade política , institucional,e de boa qualidade de administração econômica, fatores de oferta escassa em muitos países em desenvolvimento.

2.6) A dinâmica da absorção

Até que ponto um país pode absorver recursos líquidos do exterior, isto é, importar bens e serviços não fatores além do que exporta? No ciclo da dívida essa é a posição dos credores intermediários, dos credores maduros e dos devedores jovens. Para os credores intermediários não há problema, eles estão apenas absorvendo, como hiato de recursos, parte da renda líquida recebida do exterior. Os credores maduros também estão somente gastando o que lhes pertence, desfazendo-se de parte dos ativos externos acumulado no passado. Na pior das hipóteses eles podem apenas enfrentar um problema de liquidez na realização desses ativos. Já os devedores jovens estão sacando contra o futuro, e só podem permanecer nessa condição enquanto houver quem se disponha a financiar seus hiatos de recursos, via capital de empréstimo ou de risco, donativos à parte.

A confiança dos investidores internacionais num país devedor jovem depende de aspectos qualitativos e quantitativos. Entre os primeiros se destacam o potencial de crescimento de sua produção e de suas exportações, a estabilidade de suas instituições políticas e econômicas e a qualidade de sua administração pública. O parâmetro mais importante, do ponto de vista quantitativo, é a relação entre o passivo externo líquido e exportações, popularmente apelidada relação dívida/exportações. É essencial explicar por quê.

Quando um banqueiro norte-americano empresta recursos ao Brasil, seu objetivo é ser pago em dólares, nas amortizações e juros. Do mesmo modo, uma empresa alemã que para aqui traga capitais de risco, pretende remeter lucros em marcos. Sucede que o Brasil imprime cruzeiros, mas não dólares ou marcos alemães. Consequentemente, o que interessa aos capitalistas externos é quanto o Brasil pode obter de dólares, marcos e outras moedas estrangeiras, via exportação de bens e serviços não fatores. Assim, a sua disposição de transferir recursos líquidos para o Brasil depende da relação entre o passivo externo líquido do Brasil e sua geração de divisas, via exportação de bens e serviços não fatores.

Como regra de bolso, um devedor jovem considera-se em situação confortável enquanto a relação dívida/exportações anuais estiver abaixo de 2. Em posição duvidosa quando essa relação se situar entre 2 e 4. E em estado crítico quando a relação ultrapassar este último limite. A regra é bastante tosca, pois o que interessa aos capitalistas externos é que o país possa,

quando necessário, transformar-se de devedor jovem em devedor maduro, para tanto acumulando um saldo comercial mais de serviços não fatores que exceda a renda líquida enviada ao exterior iD . Ou seja, indicando por X as exportações do país e por $z = D/X$ a relação dívida/exportações. que o país se torne capaz de transferir para o exterior uma fração $iD/X = iz$ de sua receita de exportações de bens e serviços não fatores. Quanto menor a relação dívida/exportações z , mais fácil é conseguir esse resultado. Contudo, a classificação do devedor conforme esse único parâmetro, embora prática, é incompleta. A passagem da fase de devedor jovem para a de devedor maduro também é tão mais fácil quanto menor a taxa i de juros e quanto mais compressíveis forem as importações do país.

Examinemos a dinâmica da relação dívida/exportações. A equação da dívida apresentada na secção anterior é equivalente a:

$$\frac{\dot{D}}{D} = i - \frac{H}{D} = i - \frac{H}{X} \frac{X}{D} = i - \frac{h}{z}$$

$h = H/X$ indicando a fração das exportações transferida para o exterior, sob a forma de superavit comercial mais de serviços não fatores.

Indiquemos por $x = \dot{X}/X$ a taxa instantânea de crescimento das exportações. Como $D = zX$, $\log_e D = \log_e z + \log_e X$. Derivando em relação ao tempo:

$$\frac{\dot{D}}{D} = \frac{\dot{z}}{z} + \frac{\dot{X}}{X} = \frac{\dot{z}}{z} + x$$

onde \dot{z} representa a derivada em relação ao tempo da relação dívida/exportações. Introduzindo essa relação na versão acima modificada da equação da dívida chega-se a:

$$\dot{z} = (i-x)z - h$$

que é a equação da dinâmica da relação dívida/exportações. Essa relação crescerá ou cairá no tempo, conforme o segundo membro seja positivo ou negativo.

Tratemos agora de responder à nossa questão inicial, por quanto tempo um país pode permanecer como devedor jovem, isto é, com um valor negativo de h na equação acima. A resposta óbvia é enquanto houver credores e investidores externos dispostos a financiar seus hiatos de recursos, o que, pelo menos em primeira aproximação, é de se presumir que aconteça enquanto a relação dívida/exportações não exceder certo limite (2, por

exemplo). Temporariamente, um país pouco endividado e com acesso aos capitais internacionais, dispõe de algum espaço para absorver recursos líquidos do exterior. Contudo, chegará um momento em que a sustentação da credibilidade externa do país dependerá de que a relação dívida/exportações pare de crescer. Em suma, a partir de certo momento é preciso tornar $\dot{z} \leq 0$, ou seja:

$$h \geq (i-x)z$$

Dessa desigualdade se conclui que o sinal do diferencial $x-i$ entre a taxa de crescimento das exportações e a taxa de juros internacionais desempenha papel central na dinâmica da dívida.

Se $x-i > 0$, isto é, se a taxa de crescimento das exportações do devedor jovem se mantiver acima da taxa de juros internacionais, estamos diante da dinâmica favorável, no seguinte sentido:

a) um devedor jovem poderá sustentar um hiato de recursos $-h=(x-i)z$ sem que a sua relação dívida/exportações cresça. Assim, por exemplo, se $z=2$, $x=15\%$ a.a e $i=11\%$ a.a, o devedor poderá absorver recursos líquidos do exterior equivalentes a 8% de suas exportações, sem aumento de z . Em tais condições, o devedor jovem, embora deva evitar hiatos de recursos exagerados, não precisa apressar-se em passar para as fases de devedor intermediário e maduro;

b) um devedor intermediário, com uma relação inicial dívida/exportações anuais z_0 , e que se disponha a transferir para o exterior uma fração constante h de suas receitas de exportação, tem a perspectiva de pagar todo o seu passivo externo líquido em menos do que z_0/h anos. Com efeito, pela equação $\dot{z} = (i-x)z - h$ segue-se que $\dot{z} \leq -h$ e, portanto $z \leq z_0 - ht$, t indicando o tempo. A última expressão torna-se igual a zero para $t = z_0/h$. Assim, um país com uma relação dívida/exportações inicial igual a 2 e que se disponha a transferir para o exterior 10% da sua receita de exportações, liquidará seu passivo externo em menos de 20 anos.

Já a desigualdade $x-i < 0$ configura a dinâmica desfavorável da dívida sob os seguintes aspectos:

a) nenhum país pode manter-se como devedor jovem sem que sua relação dívida/exportações cresça;

b) para evitar o crescimento da relação dívida/exportações não basta que o devedor se transforme de jovem em intermediário, isto é, que $h > 0$. É preciso que a fração da receita de exportações liquidamente transferida para o exterior seja pelo menos igual a $h = (i-x)z$;

c) se $x > 0$, o preenchimento da condição acima não é suficiente para que o país se transforme em devedor maduro, isto é, comece a baixar seu passivo externo líquido. Com efeito, essa fase só se alcança quando a transferência líquida de recursos para o exterior $H = hX$ ultrapassa a renda líquida enviada para o exterior $iD = izX$, ou seja, quando $h > iz$.

As crises internacionais de dívidas costumam originar-se na inversão abrupta e inesperada do sinal do diferencial $x-i$, que leva a relação dívida/exportações de níveis aceitáveis para limites críticos. A década de 1930 presenciou uma crise desse tipo, provocada não pela alta da taxa de juros, mas pela queda brutal das exportações dos países devedores com a Grande Depressão. A crise de 1982, deflagrada pela moratória do México, comporta o mesmo diagnóstico, e merece ser contada em pormenores.

Em 1974, logo após a primeira crise do petróleo, uma charada financeira intrigava os analistas econômicos, Ministros de Finanças e banqueiros centrais de todo o mundo: como reciclar o superavit em conta corrente dos países da OPEP (de 68 bilhões de dólares, em 1974) para os países importadores de petróleo. Os bancos comerciais dos principais centros financeiros internacionais solucionaram a charada, atraindo depósitos da OPEP e os reemprestando aos países importadores de petróleo. Com isso evitaram uma violenta crise econômica mundial, onde as maiores vítimas teriam sido países de desenvolvimento intermediário, como o Brasil, com pouco acesso aos capitais da OPEP. Em compensação, inauguraram uma era em que o financiamento dos déficits em conta corrente dos balanços de pagamentos passou a ser conduzido como um negócio competitivo. Países como o Brasil se endividaram para promover o ajuste estrutural de suas economias, em projetos de substituição de importações e expansão das exportações. Outros, se endividaram apenas para consumir mais, mantendo taxas de câmbio artificialmente supervalorizadas. Como os bancos captavam recursos a prazo curto, os empréstimos, mesmo quando de médio e longo prazo, eram contratados a taxas variáveis de juros, LIBOR (London Interbank Offered Rate) mais um certo "spread".

Em setembro de 1982, a declaração de moratória do México surpreendeu os círculos financeiros internacionais, provocando o colapso da reciclagem competitiva, não só para o México, mas praticamente para quase todos os países devedores em desenvolvimento. Uma discussão pouco fecunda indaga se a culpa foi dos credores, que emprestaram dinheiro irresponsavelmente, ou dos devedores, que desperdiçaram os recursos obtidos do exterior. Certamente devedores e credores cometeram seus erros. Tratava-se, porém de erros independentes, pois nem os devedores internacionais sincronizaram as suas políticas econômicas, nem os credores agiam em coalizão. E, pela lei dos grandes números, uma crise dificilmente pode ser atribuída aos erros de um vasto elenco de atores independentes.

A verdadeira explicação foi a mudança inesperada e abrupta do sinal do diferencial $x-i$ entre 1981 e 1982. Entre 1974 e 1980 as exportações dos países em desenvolvimento fora da OPEP cresceram, em média, de 21,1 % a.a., enquanto uma taxa típica de juros nos empréstimos a esses países, LIBOR + 1,5% a.a de spread, ficava na média anual de 10,7 %. Entre 1981 e 1982 as taxas de crescimento das exportações, em dólares, caíram para apenas 1% a.a., em parte pela recessão internacional, em parte pela valorização do dólar em relação às moedas européias e ao iene japonês. Enquanto isso, os juros, em dólares, subiram em média para 16,3 % a.a. Com a passagem inesperada e abrupta da dinâmica favorável para a desfavorável, as relações dívida/exportações subiram de níveis aceitáveis para limites críticos. A crise tornou-se inevitável, e a moratória do México foi apenas o seu estopim. Note-se que a intensidade da crise deveu-se basicamente ao fato de a maior parte das dívidas internacionais ter sido contratada na moeda que mais se valorizou e em relação à qual os juros mais subiram, o dólar. Ela teria sido muito mais branda se as dívidas internacionais fossem em marcos alemães ou ienes.

Um colapso financeiro mundial foi evitado pela intervenção do Fundo Monetário Internacional e dos principais bancos centrais, os quais estimularam os credores particulares a rescalonar os prazos de amortização dos empréstimos a conceder alguns empréstimos adicionais para que os devedores pudessem pagar totalmente os juros devidos, e instando os devedores a adotar políticas drásticas de redução do déficit externo em transações correntes. Se esse esforço conduzirá a um final feliz, ou simplesmente a uma inevitável confrontação entre devedores e credores, ainda é uma incógnita, dependendo sobretudo de como se comporte o parâmetro crítico da dinâmica da dívida, o diferencial $x-i$.

2.7) Regimes cambiais

Define-se a taxa de câmbio E como sendo o preço, em moeda nacional, de uma unidade de moeda estrangeira. Obviamente há pelo menos tantas taxas de câmbio quanto moedas estrangeiras (cruzeiros por dólar, cruzeiros por marco alemão, cruzeiros por franco suíço, etc.), a qualificação "pelo menos" lembrando que podem existir taxas de câmbio múltiplas para uma mesma moeda (dólar oficial x dólar paralelo, por exemplo). Contudo, para evitar uma intensa listagem, a expressão "taxa de câmbio" geralmente indica o preço de uma moeda internacional de referência. Atualmente ou essa moeda é o dólar norte-americano, ou o Direito Especial de Saque. Esta última é a moeda escritural criada pelo Fundo Monetário Internacional, correspondendo a uma cesta de dólares, marcos, ienes, libras esterlinas e francos franceses.

Indicando por P o índice de preços em moeda nacional e por Q o índice de preços da moeda estrangeira de referência (o dólar, por exemplo), define-se a taxa real de câmbio:

$$\Theta = E \frac{Q}{P}$$

Um aumento do preço da moeda estrangeira E apelida-se desvalorização cambial. O termo "desvalorização" significa que a moeda nacional passa a valer menos em termos da moeda estrangeira. Reciprocamente, uma diminuição de E denomina-se valorização cambial. Desvalorização real da taxa de câmbio é um aumento de Θ , e valorização real da taxa de câmbio uma diminuição de Θ .

A relação entre desvalorização nominal e real da taxa de câmbio pode ser percebida tomando-se intervalos infinitesimais de tempo. Tomando-se logaritmo neperianos, $\log_e \Theta = \log_e E - (\log_e P - \log_e Q)$. Derivando-se em relação ao tempo:

$$\frac{1}{\Theta} \frac{d\Theta}{dt} = \frac{1}{E} \frac{dE}{dt} - \left\{ \frac{1}{P} \frac{dP}{dt} - \frac{1}{Q} \frac{dQ}{dt} \right\}$$

O primeiro membro indica a taxa instantânea de desvalorização real da taxa de câmbio; $\frac{1}{E} \frac{dE}{dt}$ é a taxa instantânea de desvalorização nominal da taxa de câmbio; $\frac{1}{P} \frac{dP}{dt}$ e $\frac{1}{Q} \frac{dQ}{dt}$ são as taxas de inflação interna e externa, respectivamente. Assim, a desvalorização real da taxa de câmbio é a desvalorização nominal, menos o excesso da taxa de inflação interna sobre a externa.

Uma desvalorização real da taxa de câmbio encarece os bens e serviços produzidos no exterior em relação aos produzidos no país. Como tal, estimula as exportações e desincentiva as importações de bens e serviços. Isto posto, em condições normais, uma desvalorização real da taxa de câmbio aumenta o saldo comercial e de serviços não fatores, considerando-se, por isso, o mais eficaz dos mecanismos de correção dos deficits em conta-corrente do balanço de pagamentos.

Examinemos agora os diferentes regimes cambiais. Começemos pelos dois extremos, as taxas fixas e as taxas flutuantes.

No regime de taxas fixas, o Banco Central compromete-se a comprar e vender a moeda estrangeira de referência a um preço fixo E , expresso em moeda nacional. Em geral há um pequeno diferencial entre as taxas de compra e venda para cobrir os custos de transação; o Banco Central compra moeda estrangeira à taxa $E-c$ e a vende à taxa $E+c$. A diferença, todavia, costuma ser suficientemente pequena para poder ser desprezada na maioria dos modelos de comportamento do balanço de pagamentos.

No regime de taxas puramente flutuantes o Banco Central nem compra nem vende moedas estrangeiras, a taxa de câmbio oscilando ao sabor das forças de mercado. A oferta de moeda estrangeira é suprida pelos exportadores e pelos que trazem rendas e capitais para o país; a procura é exercida pelos importadores de bens e serviços e pelos que transferem rendas e capitais para o exterior. Nesse regime, o balanço de pagamentos se equilibra automaticamente; a soma algébrica dos saldos de transações correntes e do movimento de capitais autônomos é igual a zero.

O contraste entre os dois regimes é típico dos sistemas de moeda fiduciária. No regime do padrão-ouro as taxas de câmbio eram essencialmente fixas, ainda que os Governos e Bancos Centrais não interviessem na compra ou na venda de moedas estrangeiras. Com efeito, mesmo que isso acontecesse, os Governos e Bancos Centrais garantiam a conversibilidade das respectivas moedas numa mercadoria que podia ser deslocada de um país para outro, o ouro.

Especificamente, imaginemos que a moeda nacional (a do país A) seja conversível em x gramas de ouro e que a moeda estrangeira de referência (a do país B) seja conversível em y gramas de ouro. Isso significa que, no país A , uma grama de ouro vale $1/x$ em moeda nacional; e que, no país B , o preço de uma grama de ouro é igual a $1/y$ na sua moeda, que é a moeda

internacional de referência. Indiquemos por E a taxa de câmbio, isto é, o preço, em moeda nacional, da moeda estrangeira de referência; e por c o custo de transporte de y gramas de ouro de um país para outro, expresso em moeda nacional. Admitamos que a taxa de câmbio se determine pelo livre jogo das forças de mercado, sem qualquer intervenção do Governo ou do Banco Central.

Qualquer residente no país A pode obter e pôr à venda uma unidade da moeda estrangeira de referência exportando y gramas de ouro para o país B. Em moeda nacional, isso lhe custará $y/x + c$, a primeira parcela indicando o custo de aquisição de y gramas de ouro no mercado interno, a segunda correspondendo ao custo de transporte até o país B. Isso significa que, à taxa de câmbio $E^+ = y/x + c$, a oferta de moeda estrangeira se torna infinitamente elástica.

Do mesmo modo, à taxa $E^- = y/x - c$, a procura de moeda estrangeira se torna infinitamente elástica. Com efeito, comprando uma unidade de moeda estrangeira a essa taxa, qualquer residente no país A se habilita a importar, do país B, y gramas de ouro, as quais podem ser vendidas no mercado nacional. O custo $E^- + c = y/x$ é exatamente o valor, no mercado interno, de y gramas de ouro.

Em suma, no padrão ouro, a taxa de câmbio só pode flutuar entre limites estreitos em torno da relação y/x da equivalência em ouro das moedas, já que o custo de transporte c costuma ser bastante pequeno em relação a y/x . A situação é indicada na figura 2.2, onde SSS e DDD indicam, respectivamente, as curvas de oferta e de procura de moeda estrangeira. E^+ e E^- são os apelidados pontos de ouro (gold-points). A possibilidade de exportar ouro impede que a taxa de câmbio se desvalorize além de E^+ ; a de importar ouro, que ela se valorize além de E^- . A diferença entre os pontos de ouro costumava ser suficientemente pequena para tornar as taxas de câmbio praticamente fixas, ainda que livremente determinadas pelas forças de mercado.

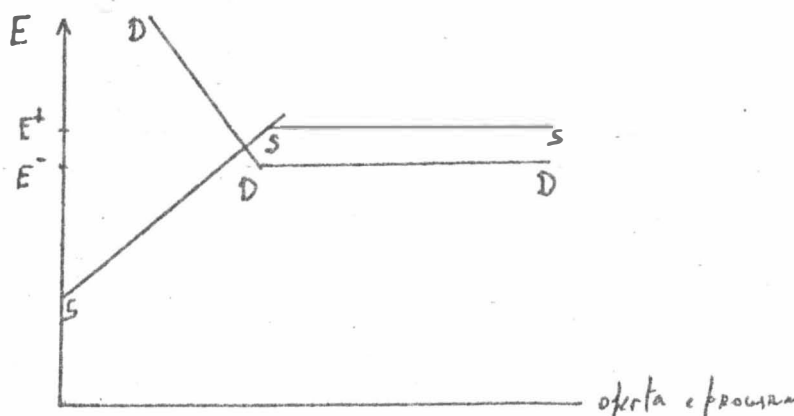


Figura 2.2

A grande vantagem do regime de taxas fixas é facilitar a tomada de decisões pelos agentes econômicos. Contudo, com moedas fiduciárias, ele enfrenta um sério problema: nada assegura que, à taxa de câmbio fixada pelo Banco Central, a oferta e a procura de moeda estrangeira se equilibrem. Isso, de um lado, obriga o Governo a conduzir a política monetária e fiscal de modo que os deficits ou superávits no balanço de pagamentos sejam meramente transitórios. E força o Banco Central a manter um volume adequado de reservas cambiais para atender os eventuais excessos da procura sobre a oferta de moeda estrangeira. Qual o volume adequado de reservas é questão extremamente complexa. Uma regra de bolso das décadas de 1950 e 1960 aconselhava cada país a manter reservas correspondentes a pelo menos três meses de importações de bens e serviços, mas essa regra tornou-se obsoleta diante da intensa movimentação de capitais autônomos a partir da década de 1970. No mundo atual, a procura de moeda estrangeira não mais é exercida em sua quase totalidade pelos importadores de bens e serviços; há, também, a componente extremamente relevante exercida pelos exportadores de capitais e de rendimentos para o exterior.

Alem dos problemas acima, a manutenção de taxas de câmbio fixas em regimes de moeda fiduciária depende de dois outros requisitos.

O primeiro é que as taxas de inflação dos diferentes países sejam bastante próximas. Com efeito, se a taxa de inflação no país A é muito superior à do país emissor da moeda internacional de referência, o regime de taxas fixas acarreta a contínua valorização real da taxa de câmbio, piorando o seu saldo em transações correntes. A curto prazo, o país A poderá sustentar a paridade cambial atraindo capitais estrangeiros com juros mais altos, ou reduzindo parte de suas reservas. A médio prazo, todavia, a situação acaba por se tornar insustentável, exigindo uma desvalorização cambial.

O segundo é que os agentes econômicos acreditem na sustentabilidade da taxa de câmbio. Se a opinião geral é que uma desvalorização cambial será inevitável, esta acabará ocorrendo. O Banco Central pode tentar atrasar o dia da verdade, aquele em que as reservas se esgotarem, racionando o fornecimento de câmbio para os importadores de bens e serviços e para os exportadores de rendimentos e cambiais. Mas não pode evitar que, diante da expectativa de desvalorização, os exportadores de bens e serviços adiem seus embarques para o exterior, nem que os poupadores estrangeiros interrompam os aportes de capitais para o país.

O regime oposto, o das taxas puramente flexíveis de câmbio, encerra tres grandes atrativos: a) assegura o equilíbrio automático do balanço de pagamentos, tornando irrelevante o nível de reservas internacionais; b) com isso, isola a política monetária das transações com o exterior: não há superavits nem deficits externos que pressionem para mais ou para menos a base monetária; c) transfere a determinação da taxa de câmbio para o julgamento dos mercados, evitando qualquer manipulação cambial pelo Governo.

O defeito do sistema é que ele não assegura qualquer estabilidade cambial, nem em termos nominais nem em termos reais. Ao ganhar maior confiança dos capitalistas internacionais, o país atrai maior volume de capitais autônomos, o que necessariamente implica igual redução no seu saldo de transações correntes. Para tanto, a moeda do país se valoriza, com o aumento de suas importações e a diminuição de suas exportações. Isso introduz um componente adicional de risco nos projetos agrícolas, industriais e de serviços transacionáveis com o exterior; a sua capacidade de enfrentar a concorrência externa dependerá da psicologia dos mercados financeiros internacionais.

Examinemos a questão em pormenores. Imaginemos que em determinado instante as taxas de juros a seis meses nos países A e B sejam, nas respectivas moedas, iguais a i e i' . O país B é o emissor da moeda internacional de referência, cujo preço, no país A, é igual a E_0 no início do semestre e E_1 no final do semestre.

Admitamos que os capitais financeiros possam fluir sem restrições de uma país para outro. O que é preferível, aplicá-los no país A ou no país B? Tomemos um capital K em moeda internacional (isto é, do país B). Aplicando-o no país B ele valerá, no fim do semestre, $K(1+i')$, em moeda internacional. Transferindo-o para o país A, o principal $E_0 K$ acrescido dos juros, valerá, no final do período, $E_0 K(1+i)$ em moeda do país A, ou seja, $\frac{E_0}{E_1} K(1+i)$ em moeda internacional. Em suma, a relação entre os patrimônios finais obtidos pelas aplicações no país A e no país B é dada por:

$$Z = \frac{E_0}{E_1} \frac{1+i}{1+i'}$$

Definamos agora as taxas logarítmicas de juros e de desvalorização cambial, $r = \log_e(1+i)$, $r' = \log_e(1+i')$ e $e = \log_e E_1/E_0$. Resulta:

$$\log_e z = r - r' - e$$

A conclusão é que é melhor investir no país A se $Z > 1$ ($\log z > 0$), isto é, se $r > r' + e$, ou seja, se a taxa interna de juros for superior à taxa de juros internacional acrescida da taxa de desvalorização cambial. E investir no país B no caso oposto, isto é, se $r < r' + e$.

Se os capitalistas internacionais pudessem ler o futuro na palma de suas mãos, os mercados tratariam de nivelar a rentabilidade das aplicações financeiras nos diferentes países, tornando $r = r' + e$. Acontece que, no exercício acima os capitalistas internacionais têm que fazer sua opção conhecendo i, i' e E_0 , mas desconhecendo a taxa de câmbio futura E_1 . Esta é, para eles, uma variável aleatória. Assim, a expressão $r - r' - e$ acima deve ser entendida como o diferencial de taxa de juros menos a expectativa de desvalorização cambial. Isto posto, o ingresso de capitais autônomos num país pode, em primeira aproximação, considerar-se função crescente do diferencial $r - r' - e$. Como o saldo em transações correntes costuma ser uma função crescente da taxa real de câmbio e decrescente do produto real y (pois o aumento a curto prazo do produto estimula a demanda de importações e desincentiva a busca de compradores no exterior), o regime de taxas flexíveis acarreta:

$$T(y, \theta) + A(r - r' - e) = 0 \quad (T'_y < 0; T'_\theta > 0; A' > 0)$$

Obviamente uma equação não basta para determinar quatro variáveis, o produto, a taxa real de câmbio, a taxa de juros interna e a taxa de juros externa. O que, a esta altura se pode afirmar, é que, dados o diferencial de taxa de juros $r - r'$, o produto real y , quanto maior a expectativa de desvalorização cambial e , menor o ingresso de capitais autônomos $A(r - r' - e)$ e, portanto, maior o saldo em conta corrente do balanço de pagamentos, ou seja, maior a taxa real de câmbio.

Pode-se confiar na teoria acima? A evidência de 1984 assegura que não. No princípio do ano, a maior parte dos economistas e analistas internacionais previam uma desvalorização do dólar relativamente ao iene e ao marco alemão, pois a inflação era menor no Japão e na Alemanha do que nos Estados Unidos e o deficit comercial norte-americano contrastava com os superavits do resto do mundo. Durante o ano, os diferenciais de taxas de juros entre os Estados Unidos e demais países desenvolvidos caíram e a economia norte-americana cresceu muito mais rapidamente do que o resto do bloco industria-

zado. Todos esses fatores, pela equação acima, deveriam provocar a desvalorização real do dólar comparativamente às demais moedas internacionais.

Mas o dólar valorizou-se, tanto em termos nominais quanto em termos reais. A explicação, a posteriori, é que a função $A(r'-r-e)$ é bastante instável, sujeita a deslocamentos que dependem da psicologia dos mercados financeiros internacionais. Isso significa, realmente, que o diferencial $r'-r-e$ é apenas uma das variáveis que afetam o ingresso de capitais autônomos num país. Há muitas outras, e que os economistas ainda não conseguiram detectar. Em suma, o regime de taxas flexíveis de câmbio representa, sob vários aspectos, um salto no escuro.

Entre os dois extremos, as taxas fixas e as taxas puramente flutuantes, há inúmeras variantes, algumas das quais são citadas a seguir.

Uma é o regime de flutuação das moedas com intervenções esporádicas dos Bancos Centrais para amenizar as oscilações especulativas das taxas de câmbio. Trata-se do apelidado "dirty floating" (flutuação suja). O problema prático consiste em saber até que ponto as flutuações são ou não desvios especulativos em relação a uma tendência.

Outra é o regime de flutuações dentro de certos limites: o Banco Central fixa duas taxas extremas E^+ e E^- dentro das quais deixa flutuar livremente as taxas de câmbio, ao sabor do mercado. Atingido o limite superior E^+ passa a vender moedas estrangeiras, alcançado o limite inferior E^- a compra-las. Esse é o princípio do atual sistema monetário europeu. O diferencial E^+-E^- costuma ser bem mais folgado do que os "gold-points" do padrão-ouro, mas nada garante que os Bancos Centrais possam mantê-los a longo prazo, sobretudo quando são apreciáveis os diferenciais de taxa de inflação entre os países.

Uma terceira variante é o sistema de taxa real de câmbio fixa, adotado no Brasil desde 1968, salvo ligeiras intermissões. O regime é bastante atrativo para os países de inflação muito superior à internacional: as desvalorizações nominais da taxa de câmbio efetuam-se em intervalos curtos de tempo, pelo diferencial entre a taxa de inflação interna e a da moeda estrangeira de referência. Isso não exclui a eventual necessidade de uma maxi-desvalorização real da taxa de câmbio, como a de fevereiro de 1983.

Uma outra variante, de experiência não muito feliz, é a da prefixação das desvalorizações cambiais: o Banco Central predetermina, por certo período à frente, a cotação da moeda estrangeira de referência. O exemplo clássico é o da "tablita" argentina de 1980, que fixava dia a dia o preço do dólar, num horizonte até 15 de março de 1981, à taxa de desvalorização anual de 23%. A idéia era usar a taxa de câmbio para reduzir a inflação portenha, até então superior a 100% ao ano. O Governo Videla cumpriu a sua promessa, mas à custa de forte desafio de credibilidade, pois ninguém acreditava que a inflação cedesse exatamente no mesmo passo. Colheram-se alguns dividendos anti-inflacionários, mas a taxa real de câmbio valorizou-se fortemente, com o estímulo às exportações de capitais e com o substancial agravamento do déficit de transações correntes do balanço de pagamentos. Para financiar estes últimos, o Governo manteve taxas internas de juros em torno de 120% ao ano, as quais permitiram que os investidores externos ganhassem cerca de 5% ao mês em dólares. Em março de 1981, com a posse do governo do General Viola, a tablita foi devidamente sepultada por uma má desvalorização do peso. A moda argentina contaminou o Brasil, que em 1980 também resolveu prefixar a desvalorização cambial em cerca de metade da taxa efetiva de inflação. Os resultados foram menos danosos, em parte porque a experiência brasileira foi mais curta, em parte porque havia sido precedida de uma má desvalorização de 30% em dezembro de 1979.

2.8) O ajuste do balanço de pagamentos

Salvo no regime de taxas puramente flutuantes, o balanço de pagamentos de um país só se equilibra por rara coincidência. Nada impede que o país registre sucessivos superávits. Os deficits, no entanto, só podem subsistir enquanto houver reservas ou outros capitais compensatórios que os financiem. Assim, deficits permanentes têm que ser corrigidos, por alguma das seguintes medidas:

- i) desvalorizações reais da taxa de câmbio;
- ii) redução do nível de atividade econômica;
- iii) restrições tarifárias ou quantitativas às importações;
- iv) subsídios às exportações;
- v) aumento da taxa interna de juros;
- vi) controle da saída de capitais e de rendimentos para o exterior.

As duas últimas medidas procuram melhorar o balanço de pagamentos ou atraindo ou evitando a fuga de capitais autônomos. Elas são mais eficazes a curto do que a longo prazo. O aumento dos juros internos atrai capitais financeiros para o país, mas à custa do agravamento do seu passivo externo líquido. O controle da saída de capitais, a menos que limitado a uma curta temporada, prejudica o futuro ingresso de novos capitais autônomos, já que ninguém gosta de investir num país onde seus recursos possam ficar bloqueados.

As quatro primeiras medidas atacam o problema mais fundamental do deficit de transações correntes. A mais tradicional é a desvalorização real da taxa de câmbio, à qual uma única dificuldade se opõe: ela implica o aumento dos preços dos produtos de importação e exportação relativamente aos bens e serviços produzidos no país e não transacionáveis com o exterior. Como tal, acarreta a queda dos rendimentos reais de muitos grupos da sociedade, entre os quais usualmente se incluem os assalariados. Se o Governo ou os sindicatos impedem uma queda de salários reais, a desvalorização da taxa de câmbio só se opera em termos nominais, sendo neutralizada, em termos reais, pela alta proporcional dos preços internos.

A redução do nível de atividade econômica contribui para a redução do deficit em transações correntes em duas direções: a) produzindo menos, o país importa menos; b) a geração de capacidade ociosa interna incentiva as empresas nacionais a buscar novos mercados no exterior. Trata-se, porém, do ajust-

te do balanço de pagamentos pela anti-economia. Afinal, o objetivo da política econômica é gerar a prosperidade, e não provocar recessões. A contração do produto e do emprego pode ser inevitável a curto prazo, ou para quebrar a rigidez dos salários reais, ou para recompor o nível de reservas do país, mas não deve ser aceita como fórmula permanente de correção dos desequilíbrios externos.

As restrições tarifárias ou quantitativas às importações, assim como os subsídios às exportações são formas indiretas de desvalorização cambial. Na realidade elas equivalem à introdução de taxas de câmbio múltiplas, conforme a natureza dos produtos. Assim, ao subsidiar a exportação do bem X, tudo se passa como se o governo, ao invés de conceder o subsídio, estivesse desvalorizando a taxa de câmbio especificamente para o bem X. O mesmo raciocínio se aplica às restrições tarifárias às importações. Quanto aos controles quantitativos de importações, eles equivalem à imposição de uma tarifa marginal infinita, acima da quota permitida.

De um modo geral, as restrições tarifárias ou quantitativas às importações, assim como os subsídios às exportações, consideram-se tecnicamente inferiores às desvalorizações cambiais, por três razões: a) podem distorcer a alocação de recursos, levando o país a exportar produtos onde lhe faltam vantagens comparativas e a deixar de importar o que se poderia produzir com maior eficiência no exterior; b) sendo consideradas medidas de restrição ao comércio internacional, são frequentemente neutralizadas por medidas retaliatórias dos outros países, que podem retrucar subsidiando suas exportações, aumentando suas tarifas aduaneiras, ou limitando quantitativamente as suas importações dos países que iniciam as práticas restritivas; c) podem gerar a expectativa de futuras desvalorizações cambiais, como solução definitiva para o ajuste do balanço de pagamentos; essa expectativa incentiva as saídas e desestimula o ingresso de capitais.

Uma pergunta importante indaga em que medida a correção de sucessivos deficits no balanço de pagamentos depende de providências do Governo, ou se efetua naturalmente pelo jogo das forças de mercado.

Em meados do século XVIII, David Hume mostrou que, no regime do padrão-ouro, as forças de mercado se encarregariam de trazer automaticamente ao equilíbrio o balanço de pagamentos. O teorema, uma das mais veneráveis construções dos primórdios da teoria econômica, baseava-se nas seguintes

premissas: a) a oferta de moeda, em cada país, é proporcional ao seu estoque de ouro; b) o nível interno de preços é proporcional à oferta de moeda. A primeira premissa descrevia o sistema monetário no padrão-ouro. Ou a moeda em circulação era o próprio ouro metálico, ou notas de banco (moeda-papel), cujo volume deveria guardar certa proporcionalidade com o lastro-ouro, a fim de garantir a conversibilidade da moeda. A segunda era a famosa teoria quantitativa da moeda, na versão primitiva descoberta por Jean Bodin no fim do século XVI. Isto posto, se um país fosse deficitário no balanço de pagamentos, a cobertura do deficit se daria pela transferência de ouro para o exterior. Com isso, o estoque de moeda se contrairia, forçando a baixa dos preços internos e a desvalorização real da taxa de câmbio (já que a taxa nominal se mantinha aproximadamente fixa, as possíveis flutuações se restringindo à diferença entre os "gold-points"). Essa desvalorização real estimularia as exportações e desestimularia as importações, até o ponto de equilíbrio do balanço de pagamentos. Do mesmo modo, um país superavitário aumentaria seu estoque de moeda, o que levaria à alta dos preços internos, à consequente valorização das taxas de câmbio reais, ao desincentivo às exportações e ao estímulo às importações, até que os superavits fossem eliminados.

Em sistemas de moeda fiduciária, nada há de semelhante ao mecanismo descrito por David Hume. Contudo, se as reservas internacionais se esgotarem, e se o país perder o acesso a outras fontes de capitais compensatórios, o balanço de pagamentos acabará se equilibrando, por bem ou por mal: um país não pode gastar o câmbio que não tem. Ou o Governo racionaliza as importações, ou deixa a taxa de câmbio flutuar, ou adota qualquer outro tipo de medida que leve ao inevitável ajuste externo.

2.9) O sistema monetário internacional

Para transformar-se em moeda internacional, um ativo físico ou financeiro precisa conquistar a aceitabilidade geral pelos agentes econômicos do mundo. Essa aceitabilidade é o fruto da confiança, que por seu turno assegura a liquidez do ativo em questão.

Por séculos coube aos metais preciosos, ao ouro, particularmente, desempenhar o papel de moeda internacional. O advento da moeda-papel abriu espaço para que algumas moedas nacionais ganhassem curso internacional. Para tanto, bastava que a opinião pública mundial acreditasse que os países que emitiam essas moedas jamais deixariam de honrar o seu compromisso de convertê-las em ouro a uma paridade predeterminada. Isto posto, tais moedas consideravam-se substitutos perfeitos do ouro, com a vantagem de poder circular internacionalmente com custos bem menores. As moedas das economias líderes eram as candidatas naturais a tal papel, e foi isso o que levou a libra esterlina a dominar o sistema monetário internacional do final de século passado até 1914, e o dólar a transformar-se em protagonista do sistema após a Segunda Guerra Mundial.

Entre 1880 e 1914 o sistema evoluiu do padrão-ouro puro para o padrão ouro-libra esterlina. A Inglaterra era a economia dominante da época, Londres o principal centro financeiro internacional. Os ajustes automáticos do balanço de pagamentos já não mais se processavam tão suavemente quanto na descrição de David Hume, pois inflação e deflação já não eram mais fenômenos simétricos. Um aumento da quantidade de moeda certamente provocava uma onda de aumentos de preços nos países superavitários no balanço de pagamentos, levando à valorização real da taxa de câmbio. Contudo, a contração monetária nos países deficitários gerava mais recessão do que quedas de preços. A assimetria resultava de dois aspectos não levados em conta por David Hume: a) os salários nominais resistiam à queda, por razões que só se tornaram claras com a publicação da Teoria Geral de Keynes em 1936; b) como os juros nominais não podem ser negativos, em épocas de forte deflação os juros reais se tornavam extremamente elevados, desestimulando a produção e os investimentos.

Apesar desses percalços, o padrão ouro - libra esterlina funcionou bastante bem entre o final do século XIX e o início da Primeira Guerra

Mundial. A razão é que o sistema financeiro londrino soube reciclar com extrema habilidade os recursos dos países superavitários em transações correntes para os deficitários, reduzindo ao mínimo as transferências internacionais de ouro. Em particular, sempre que a Inglaterra enfrentava um deficit de balanço de pagamentos, a primeira providência era elevar as taxas de juros, de modo a atrair maior volume de capitais externos. Assim, no padrão-ouro -libra esterlina, os balanços de pagamentos se equilibravam menos pelo mecanismo clássico descrito por David Hume do que pelos ajustamentos das taxas de juros.

Com o início da Primeira Guerra Mundial, a Inglaterra suspendeu a conversibilidade da libra esterlina em ouro, uma providência normal em tempos de guerra. Terminada a guerra, o mundo embarcou na experiência de taxas flexíveis, entre 1919 e 1924. As violentas flutuações, gerando incertezas nos negócios e investimentos geraram o desejo do retorno ao padrão -ouro. A Inglaterra aí adotou um passo ousadamente imprudente, e que acabaria por sepultar o próprio padrão-ouro: em abril de 1925 restaurou a conversibilidade da libra em ouro à paridade de antes da guerra, voltando a permitir as exportações de ouro. O equívoco fundamental foi esquecer que os preços internos, na Inglaterra, haviam subido consideravelmente desde 1914 e que, conseqüentemente, o restabelecimento da paridade exigia um formidável esforço deflacionário. Além do mais, a Inglaterra havia liquidado boa parte de seus ativos externos para financiar as despesas de guerra.

O resultado, para a Inglaterra, foi um misto de depressão, deflação, e desequilíbrios em conta-corrente, decorrentes da supervalorização real da taxa de câmbio, e nesse ponto, tornou-se evidente que inflação e deflação não eram fenômenos simétricos, como na descrição de David Hume. A França, por seu turno, adotou o caminho oposto: restabeleceu a conversibilidade do franco em ouro, mas à paridade já bastante desvalorizada de 1926. Com isso, a França começou a acumular os maiores saldos de balanços externos... Mais ainda, a desconfiança na libra gerou grandes fugas de capitais de curto prazo da Inglaterra para a França e para os Estados Unidos.

Tentando deslocar a liderança do sistema financeiro internacional de Londres para Paris, a França promulgou uma lei, em 1928, que exigia que o pagamento de seus superavits de balanço de pagamentos se efetuasse em ouro, e não em moedas estrangeiras. Em 1931, a França resolveu transformar

em ouro todos os seus saldos acumulados em libras esterlinas. Não tendo como honrar seus compromissos, a Inglaterra suspendeu a conversibilidade da libra em ouro, provocando o desabamento do sistema monetário internacional.

Com a Grande Depressão, o sistema entrou em colapso. Com o intuito de exportar mais e importar menos para gerar mais empregos, vários países embarcaram nas experiências das desvalorizações competitivas. Cada qual procurava ganhar maior competitividade internacional por sucessivas desvalorizações cambiais, as quais acabavam não produzindo qualquer resultado, na medida em que os demais países retrucavam da mesma forma. Pior ainda, estabeleceram-se controles de importações e elevaram-se brutalmente as tarifas aduaneiras, num jogo de soma zero, já que as exportações de uns eram as importações de outros.

Em 1944, representantes de quarenta e quatro nações, inclusive a Inglaterra e os Estados Unidos, reuniram-se em Bretton Woods, New Hampshire, para estabelecer o sistema monetário a vigorar após a Segunda Guerra Mundial. Duas propostas foram confrontadas: a da Inglaterra, liderada por Keynes, que propunha a criação de uma moeda fiduciária internacional, o "bancor", e que serviria para a liquidação dos débitos entre bancos centrais. Essa moeda seria emitida por um organismo financeiro internacional, que trataria de regular a liquidez e supervisionar o balanço de pagamentos dos diferentes países. E a dos Estados Unidos, a chamada "proposta White", que indicava o dólar como moeda internacional, mediante o compromisso dos Estados Unidos de assegurar a conversibilidade do dólar em ouro, ao preço de 35 dólares por onça-troy.

O apego ao padrão ouro, aliado à crença da força da economia norte-americana levou à rejeição da proposta inglesa. Dentro do sistema de Bretton-Woods, cada país deveria manter uma paridade cambial fixa em relação ao dólar, com margens de flutuação de apenas 1% para mais ou para menos. Salvo os Estados Unidos, nenhum país se obrigava a converter sua moeda em ouro, mas, indiretamente, o sistema era o mesmo do início do século, apenas com a substituição da libra esterlina pelo dólar. Criou-se o Fundo Monetário Internacional (FMI), que além de

supervisionar os balanços de pagamentos dos países-membros, e publicar estatísticas internacionais sobre contas externas, forneceria empréstimos compensatórios para desequilíbrios a curto prazo de balanço de pagamentos. Os países receptores desses empréstimos deveriam adotar medidas de austeridade monetária e fiscal capazes de corrigir seus déficits externos, dentro da chamada "condicionalidade do FMI". Só em casos de desequilíbrios permanentes é que se permitiria, como medida de ajuste, a mudança da paridade cambial. Para prover financiamentos de longo prazo aos países em desenvolvimento, criou-se o Banco Mundial ou BIRD (Banco Internacional para a Reconstrução e Desenvolvimento). Este, posteriormente, abriu duas subsidiárias: a) a IFC (International Financial Corporation), destinada a fomentar investimentos diretos em países em desenvolvimento; b) a IDA (International Development Association), para fornecer empréstimos a juros subsidiados aos países mais pobres.

O sistema de Bretton Woods restaurava o padrão ouro-divisas, com o dólar assumindo o papel que havia sido desempenhado pela libra esterlina entre o final do século XIX e o início da Primeira Guerra Mundial. E a disciplina das paridades fixas procurava evitar a repetição da calamitosa experiência das desvalorizações competitivas da década de 1930. As debilidades do sistema, no entanto, eram bastante amplas, como o tempo se encarregou de demonstrar.

Primeiro, com elevados diferenciais de taxas de inflação entre países, as paridades fixas não poderiam ser sustentadas por muito tempo. Vários países europeus tiveram que desvalorizar suas taxas de câmbio após o término da Segunda Guerra Mundial, a e inflação crônica em vários países em desenvolvimento obrigou-os a sucessivas desvalorizações cambiais nas décadas de 1950 e 1960. Essas desvalorizações, no entanto, não chegavam a ferir profundamente o sistema, já que elas não atingiam o prestígio da moeda internacional, o dólar. O que o sistema exigia, é que cada desvalorização fosse previamente autorizada pelo FMI, dentro do princípio de impedir as desvalorizações competitivas.

Segundo, o sistema levava a uma assimetria na autoridade do FMI sobre as administrações de balanço de pagamentos. O Fundo dispunha de instrumentos suficientes para obrigar as nações deficitárias a corrigir seus desequilí-

brios externos. Mas não para exigir os ajustes compensatórios dos países superavitários, que não solicitavam qualquer empréstimo ao FMI. Além do mais, a autoridade do Fundo sobre a economia norte-americana sempre foi praticamente nula. Não só porque os Estados Unidos sempre se mantiveram como o maior cotista do FMI, com direito de veto sobre suas principais decisões. Mas porque, dentro do sistema de Bretton Woods, os Estados Unidos gozavam de um privilégio único, o de poder financiar seus deficits externos com sua própria moeda. Nesse sentido, como dizia o Presidente de Gaulle, o sistema monetário internacional dera aos Estados Unidos o incrível poder político de comprar o resto do mundo emitindo sua própria moeda.

Esse poder, na realidade, acabou por se transformar na semente de auto-destruição do sistema de Bretton Woods. O maior vício do sistema residia no chamado "paradoxo de Triffin". Um mundo em crescimento com taxas fixas de câmbio demandaria volumes crescentes de liquidez internacional, isto é, de reservas dos Bancos Centrais. No regime de Bretton Woods, produção de ouro à parte, isso dependeria de sucessivos deficits no balanço de pagamentos dos Estados Unidos, a única maneira pela qual os demais Bancos Centrais poderiam acumular mais dólares. Mas esses deficits sucessivos acabariam minando a confiança internacional no dólar como moeda de reserva.

No final da década de 1940 os Estados Unidos registraram sucessivos superavits no balanço de pagamentos, em parte reciclados para a Europa pelo plano Marshall. Na década de 1950 os Estados Unidos começaram a exportar capitais além dos seus saldos positivos em transações correntes. Os deficits do balanço de pagamentos norte-americano, no entanto, eram suficientemente moderados para nem sequer alimentar a demanda de reservas pelos países europeus e pelo Japão. Esse foi, na realidade, o período da chamada escassez de dólares, em que a demanda de liquidez internacional era sensivelmente inferior à oferta propiciada pelo desequilíbrio externo dos Estados Unidos.

A década de 1960 foi um período de excepcional prosperidade mundial, mas que também abriu o alçapão para o colapso do sistema de Bretton Woods. Os deficits do balanço de pagamentos norte-americano aumentaram substancialmente, expandindo a liquidez internacional, mas também elevando o estoque de dólares dos Bancos Centrais muito acima do lastro-ouro dos Estados Unidos. Ao mesmo tempo, as moedas de alguns países desenvolvidos, como o marco alemão e o iene japonês e, em menor escala, a libra esterlina e o franco

frances, começaram a ganhar trânsito internacional como unidades de reserva. Iniciaram-se, assim, os movimentos especulativos de capitais, de uma moeda para outra. Vários acordos entre Bancos Centrais procuraram neutralizar esses movimentos especulativos, e os Estados Unidos, entre 1963 e 1968, impuseram várias restrições às saídas de capitais. Isso não impediu que, em 1968, o sistema de Bretton Woods sofresse rude golpe com o estabelecimento de dois preços para o ouro. O preço oficial, de 35 dólares por onça, valeria apenas para as compras e vendas pelos Bancos Centrais. As transações entre os demais agentes econômicos seriam efetuadas a preços livres de mercado. Isso significava a ruptura da conversibilidade de dólar em ouro a um preço fixo para todos os detentores de dólares fora os Bancos Centrais.

Em 1967, a reunião do FMI no Rio de Janeiro criou nova moeda internacional, o Direito Especial de Saque emitido pelo FMI, e alocado entre os países membros do Fundo na proporção de suas quotas. O DES, uma réplica do "bancor" de Keynes, surgia como resposta ao paradoxo de Triffin. Apenas ele surgia na hora errada, a de um excesso de liquidez internacional.

Enquanto isso, os deficits do balanço de pagamentos norte-americano continuavam a minar a confiança no dólar. Os Estados Unidos tentaram, sem sucesso, convencer a Alemanha e o Japão de que a solução seria a revalorização do marco e do iene. A proposta norte-americana foi recusada, pois o consenso internacional era de que os Estados Unidos estavam abusando do direito de comprar o resto do mundo emitindo sua própria moeda. Isto posto, em 15 de agosto de 1971 o Presidente Nixon decretou o colapso do sistema de Bretton Woods ao eliminar a conversibilidade do dólar em ouro. A essa altura, os haveres dos Bancos Centrais em dólares eram mais de quatro vezes as reservas-ouro dos Estados Unidos. Repetia-se o quadro de 1931, que sepultou o padrão ouro-libra esterlina.

Em dezembro de 1971, um acordo entre as dez maiores economias mundiais no Smithsonian Institute de Washington tentou reestruturar o sistema monetário internacional elevando o preço oficial do ouro para 38 dólares por onça, e valorizando o marco e o iene japonês em 17% e 14%, respectivamente, com alguns realinhamentos de outras moedas. A idéia central era internacionalizar um padrão-dólar, inconversível em ouro. Os deficits do balanço de pagamentos

dos Estados Unidos, no entanto, continuaram a crescer, provocando sucessivas corridas contra o dólar. Em fevereiro de 1973, os Estados Unidos foram obrigados a novamente desvalorizar a sua moeda, elevando o preço oficial do ouro para US\$ 42,22 por onça, mas continuando a manter a inconvertibilidade entre o dólar e o ouro. Um mês depois, os demais países industrializados retrucaram abandonando o sistema de paridades fixas, e deixando suas moedas flutuarem em relação ao dólar, enterrando de vez o sistema de Bretton Woods. A Reforma Monetária da Jamaica, em janeiro de 1976, procurou legalizar o sistema que se havia improvisado, permitindo a flutuação administrada das taxas de câmbio e abolindo o preço oficial do ouro.

De certa forma, a reunião da Jamaica limitou-se a sancionar um anti-sistema. Ela tanto permite a flutuação pura das taxas de câmbio quanto a flutuação temperada por intervenções dos Bancos Centrais, sem estabelecer qualquer critério sobre como e quando efetuar essas intervenções. Ela também admite a vinculação de diferentes moedas por paridades fixas, mas susceptíveis de alteração à vontade dos países. Em 1979, os principais países da Europa se decidiram a formar um sistema monetário regional cuja unidade de transações, o ECU (European Currency Unit) é uma média ponderada das principais moedas européias. Os diversos países - membros devem manter suas moedas dentro de faixas limitadas de flutuação em torno de paridades centrais. Os diferenciais de taxas de inflação, todavia, já obrigaram a várias alterações dessas paridades centrais.

O dólar, desde então, enfrentou duas fases, a de intensas desvalorizações em relação ao iene e ao marco alemão até 1980, e de violentíssimas revalorizações no primeiro Governo Reagan. O preço do ouro, que chegou a mais de 800 dólares por onça em janeiro de 1980, caiu a menos de 300 dólares em fevereiro de 1985. A intensidade dos movimentos especulativos de capitais, ora num sentido ou ora em outro, não tem assegurado qualquer estabilidade nas taxas reais de câmbio nem nos desempenhos dos balanços de pagamentos em transações correntes. Em 1984 o dólar fortaleceu-se em ritmo sem precedentes, embora o saldo de transações correntes dos Estados Unidos nunca tivesse alcançado marcas tão desfavoráveis.

Não faltam propostas para o reordenamento monetário mundial, mas nenhuma delas conseguiu suficiente consenso para a sua adoção. Uma das propostas mais atrativas seria a do restabelecimento de paridades centrais para as taxas

reais de câmbio, com margens percentuais de flutuação para mais ou para menos. Essas margens seriam progressivamente estreitadas ao longo do tempo, de modo que o resultado final seria uma nova versão de Bretton Woods com paridades reais fixas, e não mais taxas fixas em termos nominais.

Dentro da proposta, as transações entre Bancos Centrais se efetuariam exclusivamente por meio de Direitos Especiais de Saque. Para que a emissão desses Direitos pelo FMI não inchasse a liquidez internacional, gerando pressões inflacionárias em todo o mundo, acionar-se-ia o projeto da conta de substituição: cada Banco Central depositaria suas reservas no FMI, recebendo em troca o montante correspondente de DES.

Embora muito lógica, a proposta significa dar ao FMI o poder sonhado por Keynes na sugestão da delegação inglesa em Bretton Woods. Os Estados Unidos a ela se opõem tenazmente, pois isso seria abrir mão da sua supremacia no atual sistema monetário internacional.

2.10) Exercícios Resolvidos

1) As Autoridades Monetárias de um dado país decidem adquirir para retenção como ativo financeiro, ouro possuído por não residentes. Sabendo que o pagamento é efetuado em moeda estrangeira como se deve contabilizar esta operação no balanço de pagamentos?

Solução: O registro contábil deve reunir as duas operações implícitas no problema, a primeira envolvendo a importação de ouro e o seu pagamento, e a segunda correspondendo a sua monetização por parte das Autoridades Monetárias. Assim, inicialmente debita-se o item "Importações pelo valor da operação em questão, creditando-se a conta "Haveres no Exterior". Em seguida, lança-se tal valor a débito e a crédito, respectivamente, nas contas "Ouro Monetário" e "Contrapartida para Monetização/Desmonetização".

2) A relação dívida líquida/expo^{rt}ação de um país é igual a z_0 , no instante 0. A taxa de crescimento das exportações e a taxa internacional de juros se mantêm constantes em x e i , respectivamente. O país transfere para o exterior uma fração constante h de suas exportações. Determine:

a) em que condições o país é, no instante 0, um devedor intermediário, em que condições um devedor maduro?

b) Supondo que, no instante 0 o país seja um devedor intermediário, após quanto tempo se transformará em devedor maduro? Na transição de devedor intermediário para maduro, qual a relação entre a dívida externa D_{max} e a dívida inicial D_0 ? Há a possibilidade de que o devedor intermediário jamais se transforme em maduro?

c) Após quanto tempo a dívida externa do país estará totalmente liquidada? Em que caso ela jamais poderia ser paga?

Solução:

a) Para $h > 0$, o país será caracterizado como um devedor intermediário caso o seu passivo externo líquido esteja aumentando ($\dot{D} > 0$) e como devedor maduro no caso oposto ($\dot{D} < 0$).

Sabemos que:

$$\dot{D} = 1D - H \quad (1)$$

Assim, $\dot{D} > 0$ implica em $1D - H > 0$, ou ainda, dividindo por X , ($X > 0$),
 $1z - h > 0 \Rightarrow z > h/1$ (Devedor intermediário).

Da mesma forma, o país será considerado devedor maduro caso $z < h/1$.

b) O país se transformará em devedor maduro quando z atingir o valor $h/1$. Para calcularmos o tempo necessário a este processo (t^*), precisamos inicialmente obtermos a expressão de z em função do tempo, pela solução da equação diferencial:

$$\dot{z} = (1-x)z - h \quad (2) \quad \text{donde se obtêm as soluções}$$

$$z(t) = \left(z_0 - \frac{h}{1-x}\right) e^{(1-x)t} + \frac{h}{1-x} \quad \text{para o caso em que } (x \neq 1) \quad (3)$$

$$z(t) = z_0 - ht \quad , \quad \text{quando } x = 1 \quad (4)$$

Substituindo $z(t)$ nas expressões acima por $h/1$, obtemos:

$$t^* = \frac{\log_e x - \log_e \left(1 - \frac{z_0(x-1)}{h} + 1\right)}{1-x} \quad (x \neq 1) \quad (5)$$

$$t^* = \frac{1z_0 - h}{h1} \quad (x=1) \quad (6)$$

A relação entre a dívida externa máxima (D_{\max}) e a dívida inicial (D_0) será dada pela expressão:

$$\frac{D_{\max}}{D_0} = \frac{z(t^*) \cdot X(t^*)}{z_0 X_0} = \frac{h e^{xt^*}}{1z_0} \quad (7)$$

onde t^* se obtém a partir das expressões (5) e (6) acima.

O devedor intermediário não se transformará em maduro caso z não atinja

o valor $h/1$. Uma condição suficiente para que isto ocorra é que

$$(1-x) z_0 > h.$$

c) Fazendo $z(t) = 0$ nas expressões (3) e (4), obtemos:

$$\hat{t} = \frac{\log_e \left(1 - \frac{(1-x)z_0}{h} \right)}{x - 1} \quad (x \neq 1) \quad (8)$$

$$\hat{t} = \frac{z_0}{h} \quad (x = 1) \quad (9)$$

onde \hat{t} representa o período de tempo no qual o passivo externo líquido do país estará integralmente liquidado. Ele jamais poderia ser pago caso

$$(1-x)z_0 > h.$$

3) A tabela abaixo apresenta os dados do balanço de pagamentos do Brasil, relativos aos anos 1982, 83, 84, extraídos do boletim mensal (vol.21 n.ºs. 1 e 2) do Banco Central do Brasil, incluindo também a nota de pé de página pertinente ao balanço.⁽¹⁾

| DISCRIMINACAO | ANO 1982 | ANO 1983 | ANO 1984 |
|--|-------------|-------------|-------------|
| 1-BALANCA COMERCIAL (FOB) | | | |
| EXPORTACAO | 2074.1 | 4470.4 | 13047.6 |
| IMPORTACAO | 19395.0 | 15470.9 | 27004.8 |
| 2-SERVICIOS | -6200.5 | -1315.3 | -13073.7 |
| RECEITA | 5293.5 | 2411.2 | 3153.7 |
| DESPESA | 20374.0 | 15036.9 | 16226.9 |
| VIAGENS INTERNACIONAIS | -843.4 | -302.0 | -150.4 |
| RECEITA | 65.6 | 37.2 | 64.7 |
| DESPESA | 910.0 | 339.2 | 215.1 |
| TRANSPORTES | -1448.8 | -912.4 | -330.9 |
| RECEITA | 972.9 | 1194.1 | 1332.2 |
| DESPESA | 2451.7 | 2618.5 | 2663.1 |
| FRETES | 262.1 | 375.0 | 692.7 |
| RECEITA | 756.3 | 375.0 | 670.1 |
| DESPESA | 494.2 | 357.9 | 324.9 |
| OUTROS | -1719.4 | -1367.4 | -1216.1 |
| RECEITA | 1047.0 | 350.6 | 552.3 |
| DESPESA | 1866.4 | 1668.0 | 1736.7 |
| SEGUROS | -10.2 | -32.4 | -115.4 |
| RECEITA | 87.6 | 30.2 | 35.5 |
| DESPESA | 97.8 | 62.6 | 150.9 |
| RENDAS DE CAPITAL | -13491.4 | -11008.0 | -11359.0 |
| RECEITA | 1474.7 | 712.1 | 1162.3 |
| DESPESA | 14966.1 | 11720.1 | 12521.3 |
| LUCROS E DIVIDENDOS | -389.1 | -757.0 | -799.0 |
| RECEITA | 277.1 | 242.1 | 299.1 |
| DESPESA | -1525.9 | -1294.0 | -1066.4 |
| JURAS | -11353.3 | -9253.9 | -8026.0 |
| RECEITA | 1197.3 | 767.0 | 1159.2 |
| DESPESA | 12550.6 | 10263.2 | 11235.2 |
| GOVERN. NAO INCLUIDOS OUT. ITEMS | -122.2 | -111.1 | -125.4 |
| RECEITA | 62.0 | 92.3 | 43.7 |
| DESPESA | 184.2 | 142.4 | 181.7 |
| SERVICIOS DIVERSOS | -1146.0 | -949.4 | -582.9 |
| RECEITA | 616.0 | 469.6 | 656.3 |
| DESPESA | 1762.0 | 1439.0 | 1072.7 |
| RELAT. A FATORES DE PROD. | -939.4 | -630.0 | -464.4 |
| RECEITA | 562.2 | 432.2 | 430.4 |
| DESPESA | 1501.6 | 1271.1 | 925.2 |
| NAO REL. A FATORES DE PROD. | -206.4 | -119.5 | -105.0 |
| RECEITA | 67.0 | 59.4 | 41.7 |
| DESPESA | 254.4 | 167.9 | 147.3 |
| 3-TRANSFERENCIAS UNILATERAIS | -0.1 | 107.3 | 172.0 |
| RECEITA | 195.0 | 140.0 | 193.0 |
| DESPESA | 203.9 | 41.3 | 21.0 |
| PARTICULARES | -9.1 | 105.2 | 161.2 |
| RECEITA | 173.3 | 120.4 | 175.0 |
| DESPESA | 182.6 | 25.3 | 12.0 |
| OFICIAIS | 1.2 | 2.3 | 16.8 |
| RECEITA | 22.3 | 18.0 | 12.4 |
| DESPESA | 21.1 | 15.7 | 10.4 |
| 4-TRANSACOES CORRENTES (1+2+3) | -14316.5 | -4827.4 | 165.6 |
| 5-CAPITAIS | | | |
| INVESTIMENTOS | 2050.9 | 1530.2 | -1021.7 |
| BRASILEIROS NO EXTERIOR | -379.1 | 643.2 | 1047.1 |
| RETORNO | 9.7 | -49.2 | -49.7 |
| BALANCO | 5.2 | 33.7 | 23.9 |
| ESTRANGEIROS NO PAIS | 384.0 | 1230.7 | 72.9 |
| RECEITA | 1319.1 | 840.2 | 1076.0 |
| DESPESA | 183.0 | 1019.0 | 1208.9 |
| RETORNO | 143.0 | 157.0 | 112.1 |
| REINVESTIMENTOS | 1555.9 | 893.0 | 1063.0 |
| EMPRES. E FIN. MEDIO LONGO PRAZOS | 12515.0 | 8153.2 | 8535.1 |
| LET N. 4131 | 7774.5 | 1648.5 | 135.9 |
| ORG. INTERN. AG. GOV. E SUPPLIER'S | 3729.7 | 3539.7 | 3216.9 |
| OUTROS | 1111.0 | 1111.0 | 1111.0 |
| RECEITA | 2287.0 | 2011.0 | 9102.0 |
| DESPESA | 4951.4 | 3149.0 | 6275.9 |
| LET N. 4131 | 3290.3 | 2749.9 | 2252.3 |
| ORG. INTERN. AG. GOV. E SUPPLIER'S | 1745.9 | 2825.4 | 2335.7 |
| OUTROS | 2391.5 | 2330.2 | 3132.1 |
| RECEITA | 125.6 | 275.5 | 294.6 |
| DESPESA | 607.6 | 1670.0 | 1730.2 |
| CAPITAIS A CURTO PRAZO (LÍQUIDO) | -64.2 | 1318.7 | -4973.7 |
| OUTROS CAPITAIS (LÍQUIDO) | -195.2 | -170.9 | -123.5 |
| 6-ERROS E OMISSOES | -368.4 | -669.9 | 215.1 |
| 7-SUPERAVIT (+) OU DEFICIT (-) (4+5+6) | -020.0 | -5969.1 | -1441.2 |
| 8-DEMONSTRATIVO DO RESULTADO | | | |
| OPERACOES COM O FMI | 8020.0 | 5269.1 | 1441.2 |
| OUTROS | 377.5 | 262.2 | 0.0 |
| MAJORES A CURTO PRAZO (GAINHO) -1 | 3082.7 | -956.8 | -7167.7 |
| OUTROS A CURTO PRAZO (REBOCAD) -1 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| CREDITO MONETARIO (ADJUMENTO) -1 | 1190.0 | 401.4 | 0.0 |
| OPERACOES DE REGULACAO | 4177.0 | 6241.0 | 8408.0 |

NOTA: A SERIE HISTORICA DE BALANÇO DE PAGAMENTOS DO BRASIL PARA OS ANOS 1947 A 1976 (JAN/MAR) FOI PUBLICADA NO BOLETIM DE JUL/74 (VOL. 12-7, PÁGS. 180/203). A PARTIR DE 1970 O SUPERAVIT OU DEFICIT É AFERIDO COM A INCLUSÃO DAS OBRIGAÇÕES A CURTO PRAZO DOS BCOS. COMERCIAIS E DAS AUTORIDADES MONETARIAS E DOS MAJORES DOS BANCOS COMERCIAIS QUE ESTÃO ALOCADOS NO ITEM CAPITAIS A CURTO PRAZO. AS CONTRAPARTIDAS DE DES E OUSO MONETARIO INCLUIDAS ANTERIORMENTE EM CAPITAIS A CURTO PRAZO PASSARAM A SER ANULADAS NO RESULTADO DO BALANÇO DE PAGAMENTOS. A PARTIR DE 1983, DEMONSTRATIVO DO RESULTADO COMTEMPLA OPERACOES DE REGULACAO DESTINADAS AO FINANCIAMENTO DO RESULTADO DO BALANÇO DE PAGAMENTOS (BIS/FMI, TESOURO AMERICANO, BANCOS E REFINANCIAMENTOS).

(1) Dados em Milhões de Dólares

a) Utilizando estes dados, apresente, para cada um dos anos em questão, os valores da transferência líquida de recursos para o exterior (H), da renda líquida enviada para o exterior (RLE), das exportações de bens e serviços não fatores (X), da fração destas exportações transferida para o exterior ($h = H/X$) e do saldo em transações correntes (T). Em seguida, classifique o Brasil em cada período como devedor jovem, intermediário ou maduro.

b) Suponha que o país mantivesse a taxa de crescimento das exportações e o valor de h calculados no item (a), relativos ao ano de 1983. Admita também que a taxa de juros internacional (com capitalização instantânea) permanesse constante, ao nível de 10,4% ao ano. Qual seria então o período de tempo necessário.

b1) Para que o país passasse à condição de devedor maduro?

b2) Para que o passivo externo líquido fosse reduzido a zero?

c) No caso do item b acima, qual seria o valor máximo a ser atingido pelo passivo externo líquido?

d) Em 1984, o Brasil apresentou um superavit em transações correntes, passado, pois, à condição de devedor maduro. Este resultado é compatível com o item (b1) anteriormente calculado? Caso negativo, qual a justificativa?

Solução: A transferência líquida de recursos para o exterior (H) corresponde ao saldo das exportações de bens e serviços não fatores sobre as importações de bens e serviços não fatores. Seu valor será dado pelo saldo do "Balanço Comercial + Viagens internacionais + Transportes + Seguro + Despesas Governamentais + Serviços Diversos não Relativos a Fatores de Produção". A renda líquida enviada para o exterior (RLE) pode ser detida tornando-se o saldo dos itens "Rendas de Capitais", "Serviços Diversos não Relativos a Fatores de Produção" e "Transferências Unilaterais", e tomando-se o simétrico deste total. É claro que esta última também pode ser calculada a partir dos valores da transferência líquida de recursos para o exterior (H) e do saldo em transações correntes (T),

pela identidade $T = H - RLE \Rightarrow RLE = -T + H$. Com relação as exportações (X), vale lembrar que elas se referem não apenas àquelas registradas no balanço comercial, mas também às exportações de serviços não fatores.

Tabela 2.1

Dados do Balanço de Pagamentos do Brasil

| | <u>Ano</u> | | |
|---|------------|---------|---------|
| Transferência Líquida de Recursos para o Exterior (H) | - 1868,6 | 4902,6 | 11840,0 |
| Renda Líquida Enviada p/a o Exterior (RLE) | 14441,9 | 11740,0 | 11674,4 |
| Saldo em Transações Correntes (T) | -16310,5 | -6837,4 | 5,6 |
| Exportações de Bens e Serviços não fatores (X) | 21431,7 | 23196,6 | 28556,4 |
| $h = H/X$ | -0,087 | 0,211 | 0,415 |

Fonte Original: Banco Central do Brasil. Vol 21 N^{os} 1 e 2

Em 1982, o Brasil era um devedor jovem, dado que apresentava uma transferência de recursos para o exterior negativa. Em 1983, passou à condição de devedor intermediário, pela reversão do sinal de H. Em 1984, a transferência líquida para o exterior, além de positiva, foi suficientemente grande a ponto de compensar a renda líquida enviada para o exterior, garantindo um superavit no balanço de transações correntes, e situando o país na categoria de devedor maduro. ($H > 0$, $T > 0$).

b1) Ao final de 1983, a dívida registrada do Brasil era de de US\$ 81319,2 milhões. Somando a este montante o valor de US\$ 22302,1 milhões relativos aos saldo total dos investimentos e reinvestimentos estrangeiros existente àquela época e subtraindo os US\$ 4562,9 milhões de reservas internacionais, chegamos ao total do passivo externo líquido $D = US\$ 99058,4$ milhões. Dividindo este montante pelo total das exportações (X), obtemos para o ano de 1983 um valor de z igual a 4,27. Trabalharemos com uma taxa de crescimento instantâneo das exportações ocorrida entre 1982 e 1983, cujo valor é dado por $\ln(23196,6/21431,7) = 0,079$.

A partir destes dados, conclui-se que o relação D/X cairá com o passar do tempo dado que $z = (1-x)z_0 - h = (0,104 - 0,079) \cdot 4,27 - 0,211 = -0,104 < 0$.

Utilizando as expressões (5) e (8) do problema (2), obtemos:
 Tempo para o país passar à condição de devedor maduro (t^*) = 17,2 anos
 Tempo para o país liquidar o seu passivo externo líquido (t) = 28,2 anos

c) Utilizando a expressão (7) do problema (2),

$$\frac{D_{\max}}{D_{1983}} = \frac{h e^{zt^*}}{1z_{1983}} = \frac{0,211 e^{0,079 \cdot 17,2}}{0,104 \cdot 4,27} = 1,849$$

Como $D_{1983} = US\$ 99058,4$ milhões, o valor máximo a ser atingido pelo passivo externo líquido, mantidos constantes os parâmetros apresentados pela economia ao final de 1983, seria de US\$ 183.160,5 milhões. Isto se daria, segundo os cálculos efetuados no item (b) dentro de 17,2 anos.

d) Não. O problema (2), com base no qual os resultados acima foram obtidos, supõe que o coeficiente $h = H/X$ permaneça constante no tempo, apresentando o valor do período inicial. Entre 1983 e 1984, no entanto, a razão entre H e X se elevou significativamente, em consequência do grande esforço realizado no período visando à obtenção de melhor resultado no saldo em transações correntes. Em consequência aquilo

que, segundo as hipóteses do problema e os dados de 1983, ocorreria num espaço de tempo razoavelmente longo, se deu bem antes do que se esperava. O exercício ilustra um ponto de suma importância: quaisquer resultados obtidos em função das expressões deduzidas no exercício (2) devem ser compulsoriamente qualificados em termos das hipóteses envolvidas na sua obtenção (h e i constantes no tempo).

4) Suponha que o Brasil resolvesse, em 1984, reduzir a zero o seu passivo externo líquido num período de t anos (faça $t = 10, 20 \dots 50$). Qual seria a parcela das exportações a ser compulsoriamente transferida ao exterior, caso a taxa de juros internacional se mantivesse constante, ao nível de 10,4%? Trabalhe com a taxa média de crescimento das exportações ocorrida entre 1982 e 1984.

Solução: Para um período de 2 anos,

$$X_{1984} = X_{1982} e^{2x} \therefore x = (\ln(X_{84}/X_{82}))/2 = 0,144$$

O problema consiste em se obter h , a partir da equação (3) do problema (2), quando $z = 0$. Temos então

$$h = \frac{(1-x) z_0}{1 - e^{(x-1)t}}$$

Utilizando os dados de 1984, $z_0 = 99122,2/28556,4 = 3,47$

Temos assim os seguintes valores para h em função de t :

| t (anos) | 10 | 20 | 30 | 40 | 50 |
|------------|------|------|------|------|------|
| h | 0,28 | 0,11 | 0,06 | 0,03 | 0,02 |

2.11) Exercícios Propostos

1) O Banco Central de um país é obrigado a converter, moeda nacional em poder de não residentes em ouro. Qual o lançamento correspondente no balanço de pagamentos ?

2) Um país realizou, em determinado ano, as seguintes transações com o exterior, todos os pagamentos à vista sendo feitos em moeda estrangeira:

- a) exportações pagas à vista : 500 milhões de dólares;
- b) importações pagas à vista: 400 milhões de dólares;
- c) fretes pagos à vista ao exterior: 200 milhões de dólares;
- d) juros pagos à vista ao exterior: 100 milhões de dólares;
- e) investimentos estrangeiros em equipamentos (importados sem cobertura cambial): 50 milhões de dólares;
- f) donativos recebidos em mercadorias: 10 milhões de dólares;
- g) empréstimos recebidos de bancos estrangeiros: 200 milhões de dólares;
- h) amortizações de empréstimos: 50 milhões de dólares.

Apresente o balanço de pagamentos, destacando: a) o superavit ou deficit comercial; b) o hiato ou transferência de recursos para o exterior; c) a renda líquida enviada para o exterior; d) o saldo em transações correntes; e) o saldo final do balanço; f) o movimento da conta "haveres no exterior".

3) Um país A tem uma dívida junto a um residente de um país B, indivíduo X no valor de 100 unidades monetárias (u.m.). O indivíduo X, por sua vez, deve 50 u.m. ao banco Y, considerado residente em B e 50 u.m. ao indivíduo Z, residente num terceiro país C. num determinado instante, o senhor X migra para o país A, tornando-se um seu residente. Sabendo que não existem outros créditos ou débitos que não aqueles aqui citados, classifique cada uma das afirmativas a seguir como verdadeira ou falsa, justificando em seguida. Faça as hipóteses adicionais que julgar necessárias:

a) Se o indivíduo X não devesse nada ao banco Y nem ao indivíduo Z, a sua migração em definitivo para o país A reduziria a zero a dívida deste país.

b) A afirmativa acima não faz sentido, pois uma simples mudança de residência não pode afetar a dívida externa de um país.

c) A migração do indivíduo X, para o país A não alteraria a dívida externa deste país, mas poderia modificar o seu perfil (fluxo de caixa asso_{ciado}).

d) Se o país A vencesse uma guerra com o país B, anexando-o ao seu território, a sua dívida externa cairia para 50 u.m., sendo toda ela repre_{sentada} pelo débito junto ao indivíduo Z do país C.

e) Na hipótese do item (D) acima ser verdadeiro, a morte do indivíduo Z, tornaria nula a dívida externa do país A.

4) Suponha que os credores internacionais estejam dispostos a refinanciar o principal da dívida de um país mas não os juros devidos, exigindo que ele se situe na transição entre as fases de devedor intermediário e maduro. Comente a seguinte proposição: "para um mesmo diferencial $x-i$ entre a taxa de crescimento das exportações e a taxa internacional de juros, o esforço de ajustamento do país terá que ser tanto maior quanto mais elevada for a taxa de juros i ."

5) Suponha que a transferência de recursos de um país para o exterior varie com o tempo t de acordo com a expressão $H = -H_0 \text{sen}(wt+a)$, sendo w e a constantes positivas. Supondo constante a taxa internacional de juros i , determine: a) em que condições o país jamais chegaria à condição de devedor maduro? b) Em que condições o país jamais se tornaria credor internacional? c) Em que condições a dívida oscilará na forma $K \text{sen } wt$?

6) A chamada política de esterelização, no regime de taxas de câmbio fixas ou administradas, consiste em neutralizar, via operações de mercado aberto, os efeitos das variações das reservas cambiais sobre a base monetária; quando as reservas baixam o Banco Central compra títulos públicos em montante equivalente, e vice-versa. Quais as vantagens e desvantagens da política de esterilização? (Lembre a teoria de David Hume sobre o equilíbrio automático no padrão-ouro).

7) Vários países impõem controles à saída de capitais estrangeiros de curto prazo. Quais as vantagens e desvantagens de tais controles?

8) O desempenho de um país com taxas puramente flutuantes de câmbio é descrito pelas equações:

$$\dot{D} = a(r-r'+\dot{\epsilon}) - bD + f$$

$$\dot{D} = c - de + rD$$

onde D indica o passivo externo líquido do país, \dot{D} sua derivada em relação ao tempo, e o logaritmo da taxa de câmbio, $\dot{\epsilon}$ a expectativa de desvalorização cambial (isto é, da derivada à direita $\dot{\epsilon}$ do logaritmo da taxa de câmbio), r a taxa de juros instantânea interna, r' a correspondente internacional; a, b, d, f, c são constantes, as três primeiras positivas.

a) interprete as equações acima;

b) admita que a desvalorização cambial esperada seja da forma $\dot{\epsilon} = h + jD$, sendo j uma constante positiva. Qual o sentido dessa equação? Quais as trajetórias correspondentes da taxa de câmbio e do passivo externo líquido? Suponha que as taxas de juros r e r' se mantêm constantes no tempo.

c) para que valores de h, j a desvalorização cambial é corretamente prevista, tornando $\dot{\epsilon} = \dot{\epsilon}$?

9) No caso do item c) do exercício 8), quais os efeitos de um aumento imprevisto e permanente do diferencial de taxas de juros $r-r'$ sobre as trajetórias: i) da taxa de câmbio; ii) do passivo externo líquido.

10) Suponha que o desempenho do balanço de pagamentos de um país com taxas puramente flutuantes de câmbio é dado pelas equações:

$$\dot{D} = a(r-r'-\dot{\epsilon}) - bD + f$$

$$\dot{D} = c - de + rD$$

onde os símbolos têm as significações indicadas no exercício 8. Comente as seguintes afirmações:

i) as equações do modelo supõem que os agentes econômicos sempre acertem as suas previsões de desvalorização cambial; mas que não estejam seguros, a priori, desse acerto, sem o que necessariamente se teria $r=r'+\dot{\epsilon}$;

ii) Toda trajetória do passivo externo líquido que satisfaça às equações do modelo tende para um limite;

iii) a única trajetória da taxa de câmbio que satisfaz ao modelo e que mantém a desvalorização cambial limitada no tempo é a determinada pelo exercício 8.c.

11) Com base nas equações do exercício 8 comente a seguinte proposição: quanto maior a expectativa de futura desvalorização cambial mais se desvalorizará a taxa de câmbio, no regime de taxas puramente flutuantes.

12) Adapte as equações do exercício 8) ao regime de taxas cambiais administradas. Indique por R o nível de reservas do país e por \dot{R} a sua derivada em relação ao tempo.

13) No exercício 12 suponha que: 1) o país insista em manter a taxa cambial fixa num nível que lhe gere sucessivos déficits em conta-corrente; b) a expectativa de desvalorização cambial é seja função decrescente do nível de reservas, tendendo ao infinito quando R tende a zero. O regime de taxas fixas é sustentável a longo prazo? Em que condições sua ruptura

se torna inevitável?

14) Comente a seguinte proposição: se o ouro não tivesse outro uso que não servir de reserva de valor internacional, e se existisse alguma moeda nacional, de livre aceitação em todo o mundo, e que sempre rendesse juros reais positivos, então o preço do ouro cairia a zero.

15) Comente a seguinte proposição: um sistema monetário internacional com várias moedas diferentes é mais estável do que um outro baseado numa única moeda de aceitação geral.

ENSAIOS ECONÔMICOS DA EPGE

1. ANÁLISE COMPARATIVA DAS ALTERNATIVAS DE POLÍTICA COMERCIAL DE UM PAIS EM PROCESSO DE INDUSTRIALIZAÇÃO - Edmar Bacha - 1970 (ESGOTADO)
2. ANÁLISE ECONOMÉTRICA DO MERCADO INTERNACIONAL DO CAFÉ E DA POLÍTICA BRASILEIRA DE PREÇOS - Edmar Bacha - 1970 (ESGOTADO)
3. A ESTRUTURA ECONÔMICA BRASILEIRA - Mario Henrique Simonsen - 1971 (ESGOTADO)
4. O PAPEL DO INVESTIMENTO EM EDUCAÇÃO E TECNOLOGIA NO PROCESSO DE DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO - Carlos Geraldo Langoni - 1972 (ESGOTADO)
5. A EVOLUÇÃO DO ENSINO DE ECONOMIA NO BRASIL - Luiz de Freitas Bueno - 1972
6. POLÍTICA ANTI-INFLACIONÁRIA - A CONTRIBUIÇÃO BRASILEIRA - Mario Henrique Simonsen - 1973 (ESGOTADO)
7. ANÁLISE DE SÉRIES DE TEMPO E MODELO DE FORMAÇÃO DE EXPECTATIVAS - José Luiz Carvalho - 1973 (ESGOTADO)
8. DISTRIBUIÇÃO DA RENDA E DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO DO BRASIL: UMA REAFIRMAÇÃO Carlos Geraldo Langoni - 1973 (ESGOTADO)
9. UMA NOTA SOBRE A POPULAÇÃO ÓTIMA DO BRASIL - Edy Luiz Kogut - 1973
10. ASPECTOS DO PROBLEMA DA ABSORÇÃO DE MÃO-DE-OBRA: SUGESTÕES PARA PESQUISAS - José Luiz Carvalho - 1974 (ESGOTADO)
11. A FORÇA DO TRABALHO NO BRASIL - Mario Henrique Simonsen - 1974 (ESGOTADO)
12. O SISTEMA BRASILEIRO DE INCENTIVOS FISCAIS - Mario Henrique Simonsen - 1974 (ESGOTADO)
13. MOEDA - Antonio Maria da Silveira - 1974 (ESGOTADO)
14. CRESCIMENTO DO PRODUTO REAL BRASILEIRO - 1900/1974 - Claudio Luiz Haddad 1974 (ESGOTADO)

15. UMA NOTA SOBRE NÚMEROS ÍNDICES - José Luiz Carvalho - 1974 (ESGOTADO)
16. ANÁLISE DE CUSTOS E BENEFÍCIOS SOCIAIS I - Edy Luiz Kogut - 1974 (ESGOTADO)
17. DISTRIBUIÇÃO DE RENDA: RESUMO DA EVIDÊNCIA - Carlos Geraldo Langoni - 1974 (ESGOTADO)
18. O MODELO ECONOMETRICO DE ST. LOUIS APLICADO NO BRASIL: RESULTADOS PRELIMINARES - Antonio Carlos Lemgruber - 1975
19. OS MODELOS CLÁSSICOS E NEOCLÁSSICOS DE DALE W. JORGENSON - Eliseu R. de Andrade Alves - 1975
20. DIVID: UM PROGRAMA FLEXÍVEL PARA CONSTRUÇÃO DO QUADRO DE EVOLUÇÃO DO ESTUDO DE UMA DÍVIDA - Clovis de Faro - 1974
21. ESCOLHA ENTRE OS REGIMES DA TABELA PRICE E DO SISTEMA DE AMORTIZAÇÕES CONSTANTES: PONTO-DE-VISTA DO MUTUÁRIO - Clovis de Faro - 1975
22. ESCOLARIDADE, EXPERIÊNCIA NO TRABALHO E SALÁRIOS NO BRASIL - José Julio Sena - 1975
23. PESQUISA QUANTITATIVA NA ECONOMIA - Luiz de Freitas Bueno - 1978
24. UMA ANÁLISE EM CROSS-SECTION DOS GASTOS FAMILIARES EM CONEXÃO COM NUTRIÇÃO, SAÚDE, FECUNDIDADE E CAPACIDADE DE GERAR RENDA - José Luiz Carvalho - 1978
25. DETERMINAÇÃO DA TAXA DE JUROS IMPLÍCITA EM ESQUEMAS GENÉRICOS DE FINANCIAMENTO: COMPARAÇÃO ENTRE OS ALGORÍTMOS DE WILD E DE NEWTON-RAPHSON - Clovis de Faro - 1978
26. A URBANIZAÇÃO E O CÍRCULO VICIOSO DA POBREZA: O CASO DA CRIANÇA URBANA NO BRASIL - José Luiz Carvalho e Uriel de Magalhães - 1979
27. MICROECONOMIA - Parte I - FUNDAMENTOS DA TEORIA DOS PREÇOS - Marlo Henrique Simonsen - 1979
28. ANÁLISE DE CUSTOS E BENEFÍCIOS SOCIAIS II - Edy Luiz Kogut - 1979

29. CONTRADIÇÃO APARENTE - Octávio Gouvêa de Bulhões - 1979
30. MICROECONOMIA - Parte 2 - FUNDAMENTOS DA TEORIA DOS PREÇOS - Mario Henrique Simonsen - 1980 (ESGOTADO)
31. A CORREÇÃO MONETÁRIA NA JURISPRUDÊNCIA BRASILEIRA - Arnold Wald - 1980
32. MICROECONOMIA - Parte A - TEORIA DA DETERMINAÇÃO DA RENDA E DO NÍVEL DE PREÇOS - José Julio Senna - 2 Volumes - 1980
33. ANÁLISE DE CUSTOS E BENEFÍCIOS SOCIAIS III - Edy Lulz Kogut - 1980
34. MEDIDAS DE CONCENTRAÇÃO - Fernando de Holanda Barbosa - 1981
35. CRÉDITO RURAL: PROBLEMAS ECONÔMICOS E SUGESTÕES DE MUDANÇAS - Antonio Salazar Pessoa Brandão e Uriel de Magalhães - 1982
36. DETERMINAÇÃO NUMÉRICA DA TAXA INTERNA DE RETORNO: CONFRONTO ENTRE ALGORITMOS DE BOULDING E DE WILD - Clovis de Faro - 1983
37. MODELO DE EQUAÇÕES SIMULTÂNEAS - Fernando de Holanda Barbosa - 1983
38. A EFICIÊNCIA MARGINAL DO CAPITAL COMO CRITÉRIO DE AVALIAÇÃO ECONÔMICA DE PROJETOS DE INVESTIMENTO - Clovis de Faro - 1983 (ESGOTADO)
39. SALÁRIO REAL E INFLAÇÃO (TEORIA E ILUSTRAÇÃO EMPÍRICA) - Raul José Ekerman - 1984
40. TAXAS DE JUROS EFETIVAMENTE PAGAS POR TOMADORES DE EMPRÉSTIMOS JUNTO A BANCOS COMERCIAIS - Clovis de Faro - 1984
41. REGULAMENTAÇÃO E DECISÕES DE CAPITAL EM BANCOS COMERCIAIS: REVISÃO DA LITERATURA E UM ENFOQUE PARA O BRASIL - Uriel de Magalhães - 1984
42. INDEXAÇÃO E AMBIÊNCIA GERAL DE NEGÓCIOS - Antonio Maria da Silveira - 1984
43. ENSAIOS SOBRE INFLAÇÃO E INDEXAÇÃO - Fernando de Holanda Barbosa - 1984

44. SOBRE O NOVO PLANO DO BNH: "SIMC"*- Clovis de Faro - 1984
45. SUBSÍDIOS CREDITÍCIOS À EXPORTAÇÃO - Gregório F.L. Stukart - 1984
46. PROCESSO DE DESINFLAÇÃO - Antonio C. Porto Gonçalves - 1984
47. INDEXAÇÃO E REALIMENTAÇÃO INFLACIONÁRIA - Fernando de Holanda Barbosa - 1984
48. SALÁRIOS MÉDIOS E SALÁRIOS INDIVIDUAIS NO SETOR INDUSTRIAL: UM ESTUDO DE DIFERENCIAÇÃO SALARIAL ENTRE FIRMAS E ENTRE INDIVÍDUOS - Raul José Ekerman e Uriel de Magalhães - 1984
49. THE DEVELOPING-COUNTRY DEBT PROBLEM - Mário Henrique Simonsen - 1984
50. JOGOS DE INFORMAÇÃO INCOMPLETA: UMA INTRODUÇÃO - Sérgio Ribeiro da Costa Werlang - 1984
51. A TEORIA MONETÁRIA MODERNA E O EQUILÍBRIO GERAL WALRASIANO COM UM NÚMERO INFINITO DE BENS - A. Araujo - 1984
52. A INDETERMINAÇÃO DE MORGENSTERN - Antonio Maria da Silveira - 1984
53. O PROBLEMA DE CREDIBILIDADE EM POLÍTICA ECONÔMICA - Rubens Penha Cysne - 1984
54. UMA ANÁLISE ESTATÍSTICA DAS CAUSAS DA EMISSÃO DO CHEQUE SEM FUNDOS: FORMULAÇÃO DE UM PROJETO PILOTO - Fernando de Holanda Barbosa, Clovis de Faro e Aloísio Pessoa de Araujo - 1984
55. POLÍTICA MACROECONÔMICA NO BRASIL: 1964-66 - Rubens Penha Cysne - 1985
56. EVOLUÇÃO DOS PLANOS BÁSICOS DE FINANCIAMENTO PARA AQUISIÇÃO DE CASA PRÓPRIA DO BANCO NACIONAL DE HABITAÇÃO: 1964 - 1984. - Clovis de Faro - 1985
57. MOEDA INDEXADA - Rubens P. Cysne - 1985
58. INFLAÇÃO E SALÁRIO REAL: A EXPERIÊNCIA BRASILEIRA - Raul José Ekerman - 1985

59. O ENFOQUE MONETÁRIO DO BALANÇO DE PAGAMENTOS: UM RETROSPECTO - Valdir Ramalho de Melo - 1985
60. MOEDA E PREÇOS RELATIVOS: EVIDÊNCIA EMPÍRICA - Antonio Salazar P. Brandão - 1985
61. INTERPRETAÇÃO ECONÔMICA, INFLAÇÃO E INDEXAÇÃO - Antonio Maria da Silveira - 1985
62. MACROECONOMIA - CAPITULO I - O SISTEMA MONETÁRIO - Mario Henrique Simonsen e Rubens Penha Cysne - 1985
63. MACROECONOMIA - CAPÍTULO II - O BALANÇO DE PAGAMENTOS - Mario Henrique Simonsen e Rubens Penha Cysne - 1985

