

JOSÉ CLÁUDIO FERREIRA DA SILVA

MODELOS DE ANÁLISE MACROECONÔMICA

UM CURSO COMPLETO DE MACROECONOMIA

CAPÍTULO 4

O SETOR EXTERNO DA ECONOMIA

Esse capítulo analisa as relações entre a economia de um país e a dos demais países, tratados doravante como o *resto do mundo*.

Inicialmente é estudado o balanço de pagamentos, que é o registro de todas as transações econômicas internacionais ocorridas entre um país e o resto do mundo durante determinado período de tempo. As diversas contas formadoras do balanço de pagamentos são explicadas e agrupadas de acordo com suas características.

A seguir, trata-se da variação das reservas internacionais do país, questão intimamente relacionada com o saldo global do balanço de pagamentos.

Apresentados os conceitos básicos das contas externas, inicia-se o estudo das relações que podem ser construídas entre as variáveis externas e outras variáveis macroeconômicas, com o objetivo de conhecer as causas das variações do saldo do balanço de pagamentos e de suas parcelas mais importantes.

Estabelecidas as relações mais significativas para o entendimento das variações do balanço de pagamentos, estudam-se as situações de equilíbrio e desequilíbrio externo. Mostram-se, analítica e graficamente, as condições a serem satisfeitas para que uma determinada situação seja de equilíbrio do balanço de pagamentos, mas ressalta-se que nem todas as situações de equilíbrio são sustentáveis a médio e longo prazos.

Finalmente, trata-se das conseqüências sobre o balanço de pagamentos de variações exógenas da economia, mudanças que geram processos de ajustamento para novas situações de equilíbrio.

Encerrando o capítulo, são oferecidos exercícios referenciais, com a finalidade de reforçar os conceitos e relações estudados.

BALANÇO DE PAGAMENTOS

O balanço de pagamentos é o registro — realizado pelo Banco Central (Bacen) — do valor de todas as transações entre os residentes e os não-residentes no país (residentes em outro país) durante um determinado período de tempo que, normalmente, é de um ano. Ele representa, portanto, um conjunto de fluxos, as transações, e é tradicionalmente dividido em duas grandes contas: as contas *corrente* e de *capital*.

Começemos pela conta corrente, que pode ser subdividida em:

- *Balança comercial*, em que são registrados os valores das exportações e importações de mercadorias;
- *Serviços não-fatores*,¹ tais como fretes, seguros, turismo e serviços diplomáticos, pagos ou recebidos do exterior;
- *Serviços de fatores*, como salários, aluguéis, juros, lucros e dividendos, remetidos ou recebidos do exterior; e
- *Transferências unilaterais*, como as doações entre países (ou seus residentes) e as remessas ou recebimentos de migrantes.

A soma algébrica dos saldos das quatro contas descritas acima é o saldo da conta corrente do balanço de pagamentos (*scc*).

Pela importância que terão adiante, introduzem-se desde já dois novos conceitos:

- A soma do saldo da balança comercial com o dos serviços não-fatores denomina-se *saldo das transações reais* ($x-m$); e
- A soma do saldo dos serviços de fatores com o das transferências unilaterais é chamada de *renda líquida enviada ao exterior* (rl).

¹ Como se observou no Capítulo 1, os serviços são “dos fatores”, quando se tratam daqueles ligados aos fatores de produção (trabalho, capital, natureza e capacidade empresarial) e suas respectivas remunerações (salários, juros, aluguéis e lucros), ou “não-fatores”, que são todos os demais, tais como fretes, seguros etc.

Obviamente, o saldo das transações reais menos a renda líquida enviada ao exterior também é o *saldo da conta corrente do balanço de pagamentos (scc)*. Ou seja,

$$scc = x - m - rl \quad (4.1).$$

A conta de capital pode ser subdividida em:

- *Investimento direto (id)*, que representa o saldo das contas dos investimentos de empresas estrangeiras no país (em suas filiais, como participação acionária, na compra de empresas etc.) e dos investimentos das empresas do país no exterior;
- *Empréstimos e financiamentos (ef)* contraídos ou concedidos por bancos, empresas nacionais e governos;
- *Amortizações (am)*, que são as parcelas vincendas de empréstimos anteriormente obtidos ou concedidos; e
- *Outros capitais (ok)*, que englobam pequenas contas, geralmente de curto prazo, não contabilizadas nos itens anteriores.

A soma dessas quatro contas é o *saldo da conta de capital do balanço de pagamentos (sck)*:

$$sck = id + ef - am + ok \quad (4.2).$$

A soma dos saldos das contas corrente (*scc*) e de capital (*sck*) com o saldo de uma conta de erros e omissões (*seo*), que sempre existe em sistemas contábeis amplos e descentralizados como este, resultam no *saldo do balanço de pagamentos (sbp)*. Ou seja,

$$sbp = scc + sck + seo \quad (4.3).$$

VARIAÇÃO DAS RESERVAS INTERNACIONAIS

Como o balanço de pagamentos contabiliza todas as transações entre os residentes no país e no resto do mundo, ele é, também, o registro de todas as entradas e saídas de divisas do país, que são as moedas comumente aceitas nas trocas internacionais. Então, se o seu saldo é positivo, o país obtém um aumento no seu estoque de reservas internacionais ($\Delta RI > 0$); se, ao contrário, ocorre um déficit

do balanço de pagamentos, o país sofre uma redução das suas reservas de divisas ($\Delta RI < 0$).²

Exercem oferta no mercado de divisas os exportadores de mercadorias e vendedores de serviços ao exterior, as empresas que recebem investimentos, os bancos e as empresas que obtêm empréstimos ou financiamentos no exterior etc. Estes, de posse de suas ordens de pagamento do exterior, recebem moeda doméstica do Bacen — através das instituições do sistema financeiro autorizadas a operar na área cambial —, permanecendo as divisas em poder do Bacen, como reservas internacionais.

O contrário ocorre com os demandantes de divisas, que são os importadores, as empresas que liquidam compromissos externos, os residentes que investem no exterior etc. Estes entregam moeda doméstica às instituições que operam com câmbio, que, por sua vez, recolhem esses valores ao Bacen, em troca das divisas que são remetidas ao exterior para a efetivação dos pagamentos.

Quando, por exemplo, a quantidade demandada de divisas é maior do que a quantidade ofertada (o saldo de caixa do balanço de pagamentos é negativo), constata-se que:

- Reduzem-se as reservas internacionais do Bacen ($\Delta RI < 0$), que teve que usar parte de seus estoques de moedas estrangeiras para “completar” a oferta; e
- Ocorre uma redução da base monetária (conceito tratado no Capítulo 2), já que a quantidade de moeda doméstica recolhida ao Bacen pelos demandantes de divisas é maior do que a por ele emitida para atender aos ofertantes de moedas estrangeiras. Acontece exatamente o contrário quando o saldo do mercado de divisas é positivo.

Se o mercado de divisas é totalmente livre (não sofre qualquer intervenção do Bacen), os excessos de demanda ou de oferta de mo-

² Devido às defasagens entre as transações e suas efetivas liquidações financeiras (normais no caso de exportações e importações de mercadorias, por exemplo), ou mesmo em razão de atrasos deliberados de pagamentos (moratória da dívida externa, por exemplo), o saldo do balanço de pagamentos, contabilizado segundo o *critério de competência* (a contabilização de todos os valores devidos, não importando se eles foram efetivamente pagos ou recebidos) e o saldo das divisas efetivamente disponíveis, uma variável medida segundo o *critério de caixa*, por definição, dificilmente coincidem em determinado período. Ainda assim, o balanço de pagamentos é a contabilização, não exata, do mercado de divisas entre um país e o resto do mundo.

edas estrangeiras são, automaticamente, eliminados através de variações das taxas de câmbio, não permitindo a ocorrência dos fenômenos acima descritos. Mas essa total flexibilidade cambial não é a regra no atual estágio da economia mundial. Em todo o mundo, os bancos centrais procuram manter algum controle sobre as variações da taxa de câmbio, mesmo nos regimes institucionalmente estabelecidos como de livre mercado de divisas. Mais adiante, quando se estudarem as conseqüências de alterações da taxa de câmbio, será possível entender as razões dessa preocupação tão acentuada por parte dos bancos centrais.

FUNCIONALIDADE MACROECONÔMICA

Até aqui apenas conceituaram-se as variáveis macroeconômicas formadoras do balanço de pagamentos de uma economia. Precisa-se agora tratar das relações entre elas e as outras variáveis macroeconômicas. Em outras palavras, deseja-se saber como elas respondem às alterações das demais variáveis macroeconômicas relevantes. Inicia-se pelos valores das exportações e importações de mercadorias e serviços não-fatores, os dois agregados que formam o balanço das transações reais.

Transações reais

É natural que algumas das variáveis que determinam os valores das exportações e importações de mercadorias e serviços não-fatores sejam mais importantes em determinados países do que em outros, em razão de diferentes estruturas das duas pautas. Por exemplo, é razoável esperar-se que países que concentram suas exportações em produtos agrícolas tenham o valor de suas exportações muito influenciado pelos preços internacionais dessas *commodities*.

Existem inúmeras tentativas, teóricas e empíricas, de determinar quais as variáveis macroeconômicas mais relevantes na explicação das variações nas exportações e importações de mercadorias e serviços não-fatores,³ cujos resultados são resumidos a seguir.

³ Já se observou que os valores das receitas e despesas com serviços não-fatores (frete, seguros, turismo, serviços diplomáticos etc., pagos ou recebidos do exterior) são geralmente muito relacionados com os movimentos do comércio internacional do país (exportações e importações de mercadorias). Por isso, tratam-se as transações reais como as exportações e importações de produtos.

A primeira dessas variáveis explicativas é o preço doméstico dos produtos. Existe farta evidência de que, ocorrendo uma elevação nos preços domésticos (devido a uma elevação de custos, por exemplo), sem que nenhuma outra variável tenha sofrido alteração, reduz-se o valor das exportações do país, enquanto o das importações se eleva. Isso porque, com o aumento dos custos de produção, os preços das exportações aumentam e, como os preços dos demais vendedores desses produtos no mercado internacional não se alteram, os produtos do país em análise perdem competitividade.

Satisfeitas certas condições,⁴ a queda da quantidade exportada não será compensada pelo maior valor unitário. Em se tratando de importação de um produto, o resultado é inequívoco, desde que não haja restrições às importações: os produtos domésticos tornam-se mais caros do que os importados, perdendo competitividade e sendo substituídos por importações. Pode-se, então, escrever:

$$x = x^{(-)}(P) \quad \text{e} \quad m = m^{(+)}(P) \quad (4.4).$$

Outra variável explicativa importante é o preço externo (P^*). Naturalmente, os efeitos de suas variações sobre as exportações e importações de produtos do país são os inversos dos obtidos quando das variações dos preços domésticos. Quando os preços externos aumentam (tudo o mais permanecendo constante), os produtos do país ganham competitividade interna e externamente; logo, espera-se que aumentem as exportações e diminuam as importações de produtos desse país.

Têm-se agora:

$$x = x^{(-)}(P, P^*) \quad \text{e} \quad m = m^{(+)}(P, P^*) \quad (4.5).$$

Uma terceira variável explicativa importante é a taxa de câmbio (TC), expressa como a quantidade de moeda doméstica trocada por

⁴ Essas condições são conhecidas como a *condição de Marshall-Lerner*, segundo a qual uma desvalorização cambial (ou uma redução de custos domésticos) somente eleva o saldo comercial se: $\epsilon_x \cdot (\eta_x - 1) / (\epsilon_x + \eta_x) + \eta_m \cdot (1 + \epsilon_m) / (\epsilon_m + \eta_m) > 0$, onde η é a elasticidade-preço da demanda, ϵ é a elasticidade-preço da oferta e os índices x e m indicam tratar-se de exportações e importações, respectivamente. Para um país com grande mercado interno que é exportador de produtos manufaturados, a condição acima pode ser simplificada para $\eta_x + \eta_m > 1$, como é mais conhecida a *condição de Marshall-Lerner*.

O mesmo raciocínio é válido para as importações dos demais países e suas rendas. Quando a renda externa (y^*) varia, as importações do resto do mundo variam — logo as nossas exportações — variam no mesmo sentido.

Têm-se assim:

$$x = x(\overset{(-)}{P}, \overset{(+)}{P^*}, \overset{(+)}{TC}, \overset{(+)}{y^*}) \quad \text{e} \quad m = m(\overset{(+)}{P}, \overset{(-)}{P^*}, \overset{(-)}{TC}, \overset{(+)}{y}) \quad (4.7).$$

O saldo das transações reais (str) será então:

$$str = x - m = str(\overset{(-)}{P}, \overset{(+)}{P^*}, \overset{(+)}{TC}, \overset{(-)}{y}, \overset{(+)}{y^*}) \quad (4.8).$$

Serviços de fatores

Conforme apresentado no início deste capítulo, dois tipos de serviços são considerados para fins de balanço de pagamento: os serviços não-fatores (fretes, seguros, turismo e serviços diplomáticos, pagos ou recebidos do exterior), já analisados juntamente com as exportações e importações de mercadorias, e os serviços de fatores (salários, *royalties* e aluguéis, juros, lucros e dividendos remetidos ou recebidos do exterior).

Tratando-se de contas normalmente de pequeno valor e sem relação clara com qualquer variável macroeconômica, as transferências unilaterais (doações) são analisadas conjuntamente com o saldo dos serviços de fatores, adição já definida como a renda líquida enviada ao exterior (rl).

Mais uma vez deve-se entender as peculiaridades de cada país antes de elaborar relações funcionais. As receitas e despesas de um país com serviços de fatores dependem fundamentalmente dessas peculiaridades. Por exemplo, países com forte corrente migratória costumam receber ou remeter valores significativos na conta de salários; igualmente, países onde existe elevado capital externo instalado normalmente remetem significativos valores para o exterior nas contas de *royalties* e de lucros.

Naturalmente, em nenhum desses casos se enquadra a situação atual brasileira. No Brasil, devido à grande dívida externa acumulada nas últimas décadas, a conta de juros é a predominante, podendo tratar-se as demais contas como constantes, o mesmo acontecendo com o saldo das transferências unilaterais. Assim sendo, a

renda líquida enviada ao exterior relaciona-se diretamente com o montante da dívida externa (DE) e com a taxa internacional de juros (r^*), cujo produto determina o montante de juros que o país remete para o exterior. Ou seja,

$$rl = rl(r^*, DE) \quad (4.9).$$

Sendo o saldo em conta corrente (scc) definido como a diferença entre o saldo das transações reais e a renda líquida enviada ao exterior, tem-se:

$$scc = str(P, P^*, TC, y, y^*) - rl(r^*, DE) = scc(P, P^*, TC, y, y^*, r^*, DE) \quad (4.10).$$

O saldo da conta corrente depende, então, de diversas variáveis, sobre algumas das quais o país não tem qualquer controle por se tratarem de variáveis externas (P^* , y^* e r^*), enquanto outras possuem valores conhecidos a cada momento (TC e DE). As variações do nível geral de preços são tratadas mais adiante, restando então examinar as variações da renda.

Da última equação, conclui-se que, conhecidos os valores das demais variáveis, sempre que a renda aumenta, o saldo em conta corrente reduz-se, e vice-versa. Isso acontece porque o crescimento da renda nacional aumenta a demanda da sociedade por inúmeros bens e serviços, neles incluídos os produtos importados, elevando o valor das importações.

Em um diagrama onde o saldo da conta corrente é medido no eixo das ordenadas e a renda no eixo das abcissas, tem-se a curva do saldo da conta corrente, com declividade negativa (Gráfico 4.1).

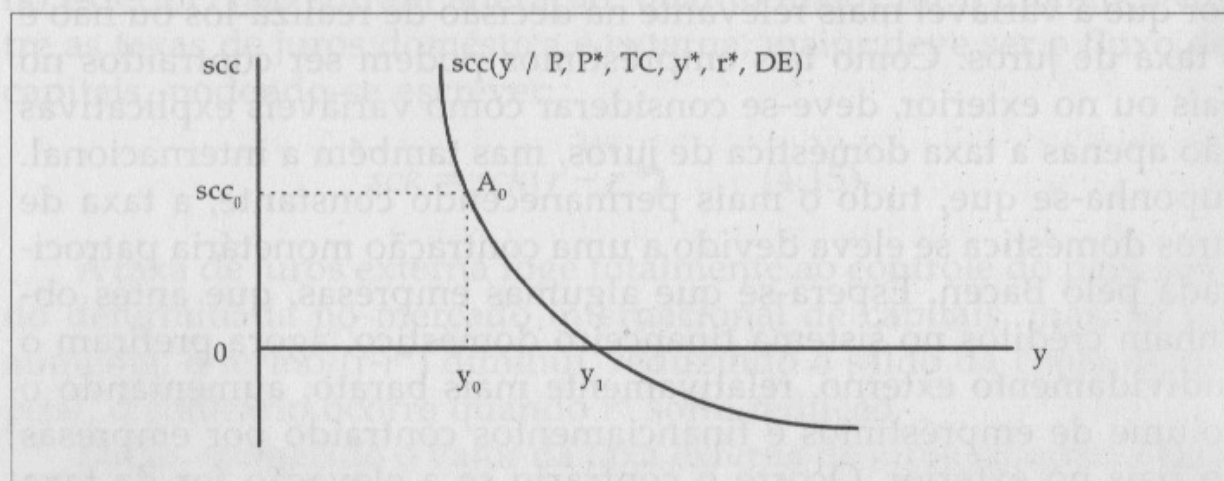


Gráfico 4.1. Conta corrente.

Observe-se que, uma vez conhecidos os valores de todas as demais variáveis (fato que pode ser reconhecido pelo índice 0 que acompanha as letras que as designam), quando o nível de renda é y_0 , o saldo em conta corrente é positivo e igual a scc_0 , com renda y_1 , o saldo é nulo e, para rendas superiores a y_1 , a conta corrente do balanço de pagamentos registra déficits.

Conta de capital

No início deste capítulo, a conta de capital foi dividida em quatro outras, denominadas (i) investimento direto, (ii) empréstimos e financiamentos, (iii) amortizações e (iv) outros capitais.

O investimento direto (*id*), que é o saldo entre as contas de investimentos estrangeiros no país e de investimentos do país no exterior, normalmente é um montante ligado muito mais a questões não econômicas (estabilidade política, forma como o país costuma tratar o investimento estrangeiro, existência ou não de restrições à remessa de lucros etc.) do que às variáveis macroeconômicas de curto prazo, podendo, por isso, ser tratado como constante. Mas alguns tipos de investimento direto (aplicações financeiras do exterior no país, por exemplo) também são fortemente atraídos pela remuneração que podem obter, ou seja, pelo valor das taxas reais de juros doméstica e internacional (r e r^*), isto é,

$$id = id^{(+)}(r, r^{*(-)}) \quad (4.11).$$

Quanto aos empréstimos e financiamentos (*ef*), é razoável supor que a variável mais relevante na decisão de realizá-los ou não é a taxa de juros. Como tais empréstimos podem ser contraídos no país ou no exterior, deve-se considerar como variáveis explicativas não apenas a taxa doméstica de juros, mas também a internacional. Suponha-se que, tudo o mais permanecendo constante, a taxa de juros doméstica se eleva devido a uma contração monetária patrocinada pelo Bacen. Espera-se que algumas empresas, que antes obtinham créditos no sistema financeiro doméstico, agora prefiram o endividamento externo, relativamente mais barato, aumentando o volume de empréstimos e financiamentos contraído por empresas do país no exterior. Ocorre o contrário se a elevação for da taxa internacional de juros.

Então,

$$ef = ef^{(+)(-)}(r, r^*) \quad (4.12).$$

Com relação às amortizações (*am*), o raciocínio é análogo. Se, por exemplo, a taxa internacional de juros se eleva, algumas empresas, para reduzir custos financeiros, buscam empréstimos no sistema financeiro doméstico, usando os recursos obtidos para saldar as dívidas externas, agora mais dispendiosas.

Ou seja,

$$am = am^{(-)(+)}(r, r^*) \quad (4.13).$$

Finalmente, a conta de outros capitais (*ok*), que engloba um grande número de pequenas contas, também não pode ser tratada como relacionada com alguma variável macroeconômica, devendo ser considerada como uma constante.

Tudo considerado, o saldo da conta de capital pode então ser expresso como:

$$sck = id^{(+)(-)}(r, r^*) + ef^{(+)(-)}(r, r^*) - am^{(-)(+)}(r, r^*) + ok = sck^{(+)(-)}(r, r^*) \quad (4.14).$$

Então, se *r* aumenta ou se *r** cai, espera-se o aumento do ingresso líquido — ou a redução da saída líquida — de capitais no país; ao contrário, se *r* cai ou *r** aumenta, espera-se fuga líquida de capitais.

Naturalmente, variações muito pequenas das taxas de juros doméstica e externa não devem causar fluxos de capitais significativos. Volta-se a tratar desse tópico mais adiante, mas já se pode concluir que, desde que as demais variáveis possivelmente envolvidas (como, por exemplo, avaliações de riscos das aplicações no país e no exterior) não sofram alteração, quanto maior for a diferença entre as taxas de juros doméstica e externa, maior deve ser o fluxo de capitais, podendo-se escrever:

$$sck = sck^{(+)}(r - r^*) \quad (4.15).$$

A taxa de juros externa foge totalmente ao controle do país, sendo determinada no mercado internacional de capitais, mas, se ela aumenta, o termo (*r-r**) diminui, reduzindo o saldo da conta de capital; o contrário ocorre quando *r** sofre redução.

Então, conhecido o valor da taxa externa de juros, quando a taxa doméstica de juros aumenta, o saldo da conta de capital também aumenta, e vice-versa.

Graficamente, em um diagrama onde o saldo da conta de capital é medido no eixo das abcissas e a taxa doméstica de juros no eixo das ordenadas, a curva do saldo da conta de capital tem, então, declividade positiva (Gráfico 4.2).

Assim, se a taxa de juros aumenta de r_0 para r_1 , por exemplo, o saldo em conta de capital aumenta de sck_0 para sck_1 .

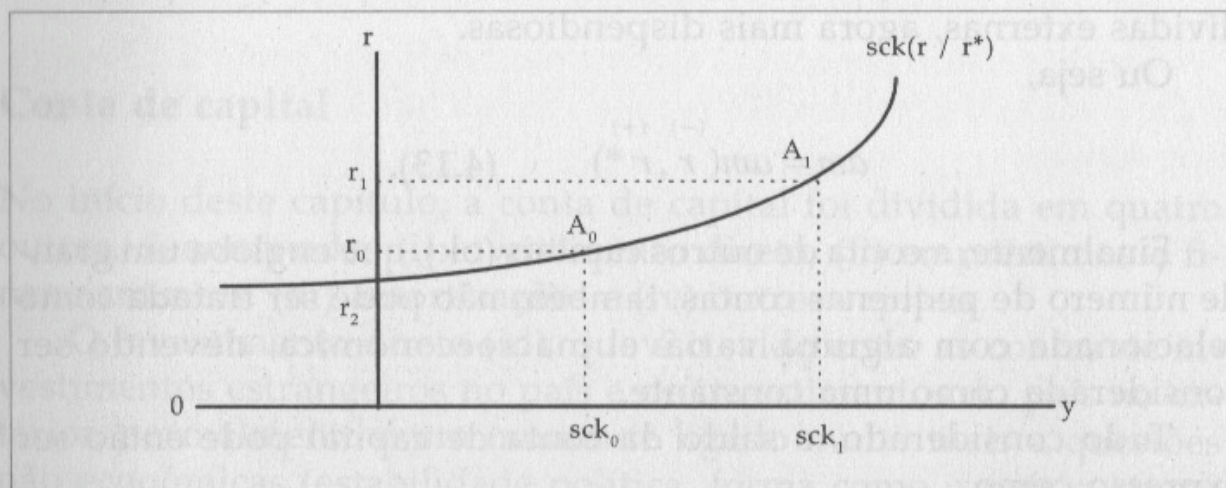


Gráfico 4.2. Conta de capital.

Observe-se que, dado o valor da taxa internacional de juros, quando a taxa de juros doméstica é exatamente igual a r_2 , o saldo da conta de capital é nulo; se r for superior a r_2 , ocorre superávit na conta de capital, o contrário acontecendo para valores de r inferiores a r_2 .

EQUILÍBRIO DO BALANÇO DE PAGAMENTOS

Balanço de pagamentos e reservas internacionais

Um país tem balanço de pagamentos equilibrado quando o saldo de todas as transações (correntes e de capital) entre residentes e não-residentes no país é zero ou próximo de zero.⁷

O equilíbrio das contas externas implica, também, estabilidade do nível de reservas internacionais do país. Ou seja,

$$\Delta RI = sbp = scc + sck = 0, \text{ donde, } scc = -sck \quad (4.16).$$

⁷ Para finalidades teóricas, desconsideram-se os erros e as omissões.

Usando as relações funcionais já estudadas, obtém-se a curva de equilíbrio do balanço de pagamentos, normalmente tratada como a curva BP:

$$scc(\overset{(-)}{P}, \overset{(+)}{P^*}, \overset{(+)}{TC}, \overset{(-)}{y}, \overset{(+)}{y^*}, \overset{(-)}{r}, \overset{(-)}{r^*}, \overset{(+)}{DE}) = -sck(\overset{(+)}{r}, \overset{(-)}{r^*}) \quad (4.17).$$

Usando as duas últimas equações e lembrando a igualdade que ocorre entre o saldo da conta corrente e o *simétrico* do saldo da conta de capital, pode-se escrever:

$$\Delta RI = sbp = sbp(\overset{(-)}{P}, \overset{(+)}{P^*}, \overset{(+)}{TC}, \overset{(-)}{y}, \overset{(+)}{y^*}, \overset{(+)}{r}, \overset{(-)}{r^*}, \overset{(-)}{DE}) \quad (4.18).$$

Convém chamar a atenção que, assim como ocorre no mercado monetário com a curva de equilíbrio LM, também existe uma curva de equilíbrio externo (BP) para cada nível geral de preços (P). Se, por exemplo, $P = P_0$, tem-se a curva $BP(P_0)$, notação que em muitos casos é útil usar.

Uma revisão de cada uma dessas fontes de variação do saldo do balanço de pagamentos e das reservas internacionais do país pode ser feita, imaginando variações positivas em seus valores, com tudo o mais permanecendo inalterado.

Elevando-se o nível doméstico de preços (P):

- Os produtos do país perdem mercado no exterior, reduzindo o valor total das exportações, o saldo comercial, o saldo da conta corrente, o saldo do balanço de pagamentos e o nível das reservas internacionais do país;
- Os produtos importados pelo país ganham mercado doméstico, aumentando o valor total das importações e reduzindo o saldo comercial, o saldo da conta corrente, o saldo do balanço de pagamentos e o nível das reservas internacionais do país.

Aumentando o nível de preços dos demais países (P*):

- Os produtos de exportação do país ganham mercado no exterior, aumentando o valor total das exportações, o saldo comercial, o saldo da conta corrente, o saldo do balanço de pagamentos e o nível das reservas internacionais do país;
- Os produtos importados pelo país perdem mercado doméstico, reduzindo o valor total das importações e aumentando

o saldo comercial, o saldo da conta corrente, o saldo do balanço de pagamentos e o nível das reservas internacionais do país.

Elevando-se a taxa de câmbio (TC), o que equivale a uma redução dos preços domésticos diante dos externos:

- Os produtos de exportação do país ganham mercado no exterior, aumentando o valor total das exportações do país, o saldo comercial, o saldo da conta corrente, o saldo do balanço de pagamentos e o nível das reservas internacionais do país;
- Os produtos importados pelo país perdem mercado doméstico, reduzindo o valor total das importações do país e aumentando o saldo comercial, o saldo da conta corrente, o saldo do balanço de pagamentos e o nível das reservas internacionais do país.

Aumentando o nível de renda do país (y):

- Aumentam as necessidades de importações, logo o valor das importações do país, reduzindo o saldo comercial, o saldo da conta corrente, o saldo do balanço de pagamentos e o nível das reservas internacionais do país;
- Reduz-se a quantidade de excedentes exportáveis, logo o valor total das exportações do país, o saldo comercial, o saldo da conta corrente, o saldo do balanço de pagamentos e o nível das reservas internacionais do país.

Aumentando o nível de renda internacional (y^*), ampliam-se as necessidades de importações do resto do mundo, logo o valor das exportações do país (importações do resto do mundo), elevando o saldo comercial, o saldo da conta corrente, o saldo do balanço de pagamentos e o nível das reservas internacionais do país.

Elevando-se o nível das taxas reais domésticas de juros (r):

- Os investimentos externos no país crescem em busca de maiores remunerações, aumentando o saldo da conta de capital, o saldo do balanço de pagamentos e o nível das reservas internacionais do país;
- As empresas passam a dar preferência aos empréstimos e financiamentos externos (taxas de juros relativamente me-

nores), aumentando o saldo da conta de capital, o saldo do balanço de pagamentos e o nível das reservas internacionais do país;

- As empresas procuram postergar os pagamentos dos empréstimos externos anteriormente contraídos (aumentando seus prazos de vencimento), reduzindo o valor total das amortizações e aumentando o saldo da conta de capital, o saldo do balanço de pagamentos e o nível das reservas internacionais do país.

Aumentando o nível da taxa internacional de juros (r^*):

- O montante de juros da dívida externa se eleva, reduzindo o saldo em conta corrente e do balanço de pagamentos e o nível das reservas internacionais do país;
- Os investimentos externos no país diminuem em busca de maiores remunerações no exterior, reduzindo os saldos da conta de capital e do balanço de pagamentos e o nível das reservas internacionais do país;
- As empresas passam a dar preferência aos empréstimos e financiamentos obtidos no próprio país em detrimento dos empréstimos externos, reduzindo os saldos da conta de capital e do balanço de pagamentos e o nível das reservas internacionais do país;
- As empresas procuram antecipar os pagamentos dos empréstimos externos anteriormente contraídos, aumentando o valor total das amortizações e reduzindo os saldos da conta de capital e do balanço de pagamentos e o nível das reservas internacionais.

Aumentando o montante da dívida externa (DE), o valor do juro devido se eleva, reduzindo o saldo em conta corrente, o saldo do balanço de pagamentos e o nível das reservas internacionais do país.

Derivação gráfica do equilíbrio externo

Já foi visto que o setor externo está em equilíbrio quando as reservas internacionais do país estão estáveis ($\Delta RI=0$), o que significa que o saldo do balanço de pagamentos é nulo e, então, que o

saldo da conta corrente é simétrico ao saldo da conta de capital, ou seja,

$$scc(P, P^*, TC, y, y^*, r^*, DE) = -sck(r, r^*) \quad (4.19).$$

Partindo dessa igualdade, pode-se encontrar graficamente a curva de equilíbrio externo usando um diagrama de quatro quadrantes semelhante aos utilizados na obtenção das curvas de equilíbrio dos mercados do produto e monetário (Gráfico 4.3).

Nesse gráfico observa-se:

- No quadrante nordeste (NE), mede-se a renda no eixo das abcissas e a taxa de juros no eixo das ordenadas, sendo reservado para a curva BP, cujas variáveis endógenas são exatamente y e r ;
- No quadrante noroeste (NO), mede-se o lado direito da equação de equilíbrio do balanço de pagamentos ($-sck$) no eixo das abcissas e a taxa de juros no eixo das ordenadas e nele está desenhada a curva representativa do saldo da conta de capital, com declividade negativa, pois sck e r variam no mesmo sentido e, então, $-sck$ e r variam em sentido contrário;
- No quadrante sudoeste (SO), mede-se $-sck$ no eixo das abcissas e o lado esquerdo da equação de equilíbrio do balanço de pagamentos (scc) no eixo das ordenadas e nele está desenhada uma reta bissetriz; e
- No quadrante sudeste (SE), mede-se a renda no eixo das abcissas e o scc no eixo das ordenadas e nele está desenhada a curva representativa do saldo em conta corrente que, sendo uma relação inversa entre scc e y , é representada por uma curva com declividade negativa (considerando o sistema de eixos onde se localiza).

Como nos casos das derivações das curvas IS e LM, o valor zero é o mesmo para todos os quadrantes, crescendo a partir dele para qualquer das quatro direções (acima, abaixo, esquerda e direita).

Note-se, também, que a reta bissetriz (que forma ângulos de 45° com os dois eixos) do quadrante sudoeste tem declividade positiva, garantindo que qualquer valor marcado no eixo das abcissas, projetado até essa reta e daí até o eixo das ordenadas, permanece com a mesma magnitude.

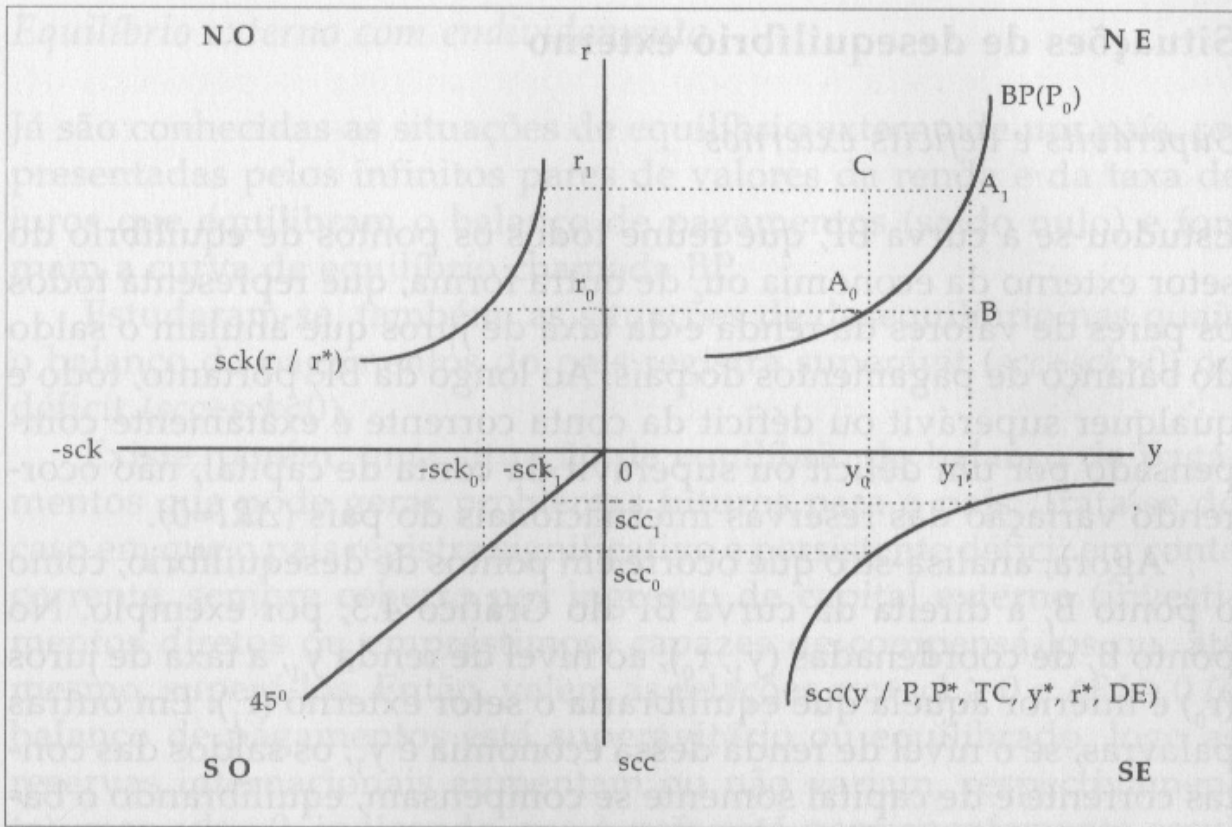


Gráfico 4.3. Obtenção da curva BP pelo diagrama de quatro quadrantes.

Para obter graficamente a curva BP, usa-se o mesmo procedimento já utilizado quando das derivações das curvas IS e LM. A partir de um valor r_0 da taxa de juros, obtém-se, no quadrante NO, o valor do saldo da conta de capital correspondente, com o sinal trocado ($-sck_0$) apenas por construção. Projetando esse valor até a reta de 45° e daí até o eixo das ordenadas do quadrante SO, obtém-se o valor do saldo da conta corrente (scc_0) que permite o equilíbrio do balanço de pagamentos ($scc_0 + sck_0 = 0$ ou $scc_0 = -sck_0$). Mas existe apenas um nível de renda (y_0) para o qual o saldo em conta corrente é exatamente scc_0 . Ou seja, o ponto é um ponto de equilíbrio externo.

Repetindo o mesmo exercício, partindo de uma taxa de juros mais elevada, como r_1 , por exemplo, chega-se a um produto de equilíbrio y_1 certamente maior que y_0 , estabelecendo-se um novo ponto no quadrante nordeste, que também equilibra o mercado monetário. Unindo todos os pontos de equilíbrio, encontra-se uma curva BP como a representada no quadrante nordeste.

Situações de desequilíbrio externo

Superávits e déficits externos

Estudou-se a curva BP, que reúne todos os pontos de equilíbrio do setor externo da economia ou, de outra forma, que representa todos os pares de valores da renda e da taxa de juros que anulam o saldo do balanço de pagamentos do país. Ao longo da BP, portanto, todo e qualquer superávit ou déficit da conta corrente é exatamente compensado por um déficit ou superávit da conta de capital, não ocorrendo variação das reservas internacionais do país ($\Delta RI=0$).

Agora, analisa-se o que ocorre em pontos de desequilíbrio, como o ponto B, à direita da curva BP do Gráfico 4.3, por exemplo. No ponto B, de coordenadas (y_1, r_0) , ao nível de renda y_1 , a taxa de juros (r_0) é inferior àquela que equilibraria o setor externo (r_1) . Em outras palavras, se o nível de renda dessa economia é y_1 , os saldos das contas corrente e de capital somente se compensam, equilibrando o balanço de pagamentos, quando a taxa de juros é $r_1 > r_0$. Como o saldo da conta de capital varia no mesmo sentido da variação da taxa doméstica de juros, conclui-se que ele é inferior ao que equilibra o balanço de pagamentos. Logo, o balanço de pagamentos está em déficit no ponto B, assim como em todos os demais pontos à direita da curva BP, onde prevalece a desigualdade $scc + sck < 0$, ou $scc < -sck$.

As situações de déficit do balanço de pagamentos de um país são muito importantes e recebem tratamento mais detalhado em outros capítulos. Mas, desde já, é preciso ter claro que um déficit no balanço de pagamentos em um determinado ano significa que, nesse período, o país registrou redução no seu estoque de reservas internacionais ($\Delta RI < 0$).

Naturalmente, se o déficit é pequeno em relação ao volume das reservas internacionais do país, essa situação pode perdurar, mas não por muito tempo, já que, não sendo infinitas, em algum momento as divisas acabam.

Em um ponto como C, ou qualquer outro à esquerda da curva BP, ocorre exatamente o contrário. O balanço de pagamentos é superavitário, situações nas quais vale a desigualdade $scc + sck > 0$ ou, alternativamente, $scc > -sck$. Nesse caso, o país registra uma elevação no volume das suas reservas internacionais, um desequilíbrio menos preocupante que o caso do déficit, mas que também pode ter conseqüências indesejáveis, como se estuda mais adiante.

Equilíbrio externo com endividamento

Já são conhecidas as situações de equilíbrio externo de um país, representadas pelos infinitos pares de valores da renda e da taxa de juros que equilibram o balanço de pagamentos (saldo nulo) e formam a curva de equilíbrio chamada BP.

Estudaram-se, também, as situações de desequilíbrio nas quais o balanço de pagamentos do país registra superávit ($scc+sck>0$) ou déficit ($scc+sck<0$).

Existe, porém, uma situação de equilíbrio do balanço de pagamentos que pode gerar problemas futuros para o país. Trata-se do caso em que o país registra significativo e persistente déficit em conta corrente, sempre coberto por ingresso de capital externo (investimentos diretos ou empréstimos) capazes de compensá-los ou, até mesmo, superá-los. Então, valem as relações $scc+sck \geq 0$ e $\Delta RI \geq 0$ (o balanço de pagamentos está superavitário ou equilibrado, logo as reservas internacionais aumentam ou não variam, respectivamente), mas $sck \gg 0$, indicando que o país está permanentemente assumindo novos e elevados compromissos externos.⁸

Naturalmente essa não é uma situação sustentável por muito tempo. Cada novo déficit da conta corrente significa um acréscimo das obrigações do país no exterior nos períodos seguintes, ou seja, esses déficits são crescentes, num verdadeiro "efeito bola de neve". O modelo que se está construindo é muito agregado e, por isso, esse problema não é captado pela curva BP,⁹ já que, a rigor, não ocorre qualquer desequilíbrio do setor externo. Mas uma boa pista pode-se obter a partir da comparação entre as taxas de juros doméstica (r) e internacional (r^*). Se ocorrer persistentemente $r \gg r^*$, existe um bom motivo para preocupações. É importante que se reafirme, entretanto, que o motivo para eventuais preocupações relaciona-se

⁸ Durante os anos que se seguiram à implantação do Plano Real, o balanço de pagamentos do Brasil registrou superávit ($scc+sck>0$), aumentando ainda mais o já elevado montante das reservas internacionais do Bacen ($\Delta RI>0$). Entretanto, o saldo apenas da conta corrente foi sempre fortemente negativo, o que deixou o país em situação de extrema vulnerabilidade financeira.

⁹ Como se analisou anteriormente, pontos fora da curva BP revelam desequilíbrios globais do balanço de pagamentos, nada indicando sobre a situação das contas que o formam. Para obter esse tipo de informação, devem-se analisar diretamente as curvas das contas corrente e de capital, já apresentadas.

tanto à persistência como à magnitude do déficit da conta corrente. Fases curtas de déficit elevado ou a permanência de pequenos déficits são problemas que não necessariamente precisam ser enfrentados de imediato.

MOBILIDADE DE CAPITAIS

Ao estudar-se a conta de capitais, sugeriu-se que as variáveis macroeconômicas que melhor podem explicar as mudanças de intensidade, e mesmo do sentido dos fluxos de capitais, são as taxas de juros doméstica (r) e internacional (r^*).

Embora isso não tenha sido afirmado ao longo do texto, é comum imaginar-se que uma taxa de juros doméstica apenas maior do que a externa provoca um influxo de capitais e vice-versa. Isso, entretanto, não é sempre verdadeiro.

Aos olhos dos investidores internacionais, cada país possui, em cada momento, um certo componente de risco. Ou seja, uma mesma aplicação financeira ou um mesmo investimento direto pode decidir-se por um país, em detrimento de outros com idênticas condições econômicas, apenas por apresentar, aos olhos dos investidores externos (ou de seus consultores), um menor risco. Essa avaliação de risco de um país depende, normalmente, de condições objetivas e subjetivas não apenas econômicas e, em geral, é diferente para diferentes investidores.

O importante é que o resultado de uma avaliação de risco funciona como uma taxa extra de juros que um investidor exige para aplicar recursos no país. Assim, não basta um país ter uma taxa de juros superior à internacional para que receba um fluxo de capitais. Muitas vezes, para atrair capitais externos a taxa de juros nesse país tem que ser bastante mais elevada que a praticada pelos demais países, apenas porque o seu risco é considerado elevado pelos investidores internacionais.

O caso de risco zero é uma situação limite, quando uma taxa doméstica de juros apenas um pouco superior à internacional gera um grande fluxo de capitais em direção ao país. Esse caso é conhecido como o da mobilidade total de capitais. Nele, como o fluxo de capitais é extremamente sensível às variações da taxa de juros doméstica, a curva BP torna-se horizontal (curva BP_M no Gráfico 4.4).

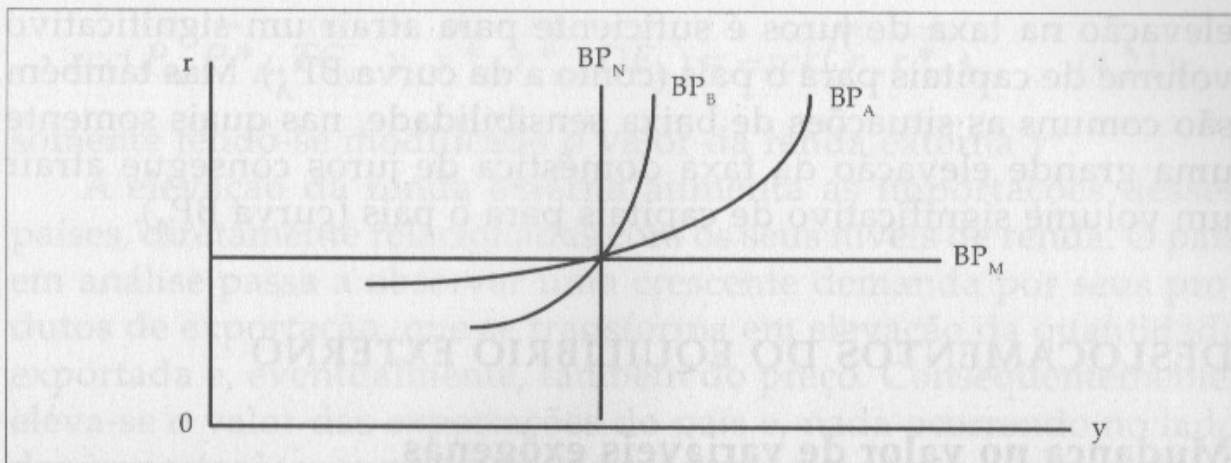


Gráfico 4.4. Grau de mobilidade de capitais e o equilíbrio externo.

O outro caso limite é aquele em que o país é tão pouco confiável aos olhos dos investidores internacionais que somente uma taxa doméstica de juros extremamente elevada, inaceitável pela sociedade, poderia atrair algum tipo de capital externo. É o caso da ausência total de mobilidade de capitais, situação em que o balanço de pagamentos do país possui apenas a conta corrente, com a curva de equilíbrio externo sendo descrita por:

$$scc(\overset{(-)}{P}, \overset{(+)}{P^*}, \overset{(+)}{TC}, \overset{(-)}{y}, \overset{(+)}{y^*}, \overset{(-)}{r}, \overset{(-)}{DE}) = 0 \quad (4.20).$$

Ou seja, a curva BP confunde-se com a do saldo em conta corrente, deixando de depender da taxa de juros doméstica (r) e, por isso mesmo, tornando-se vertical (curva BP_N).

Esses são casos limites, apenas "teóricos", mas da sua análise pode-se concluir que, quanto maior a mobilidade de capitais, maior também é a sensibilidade do saldo da conta de capital às variações da taxa doméstica de juros e, então, menor é a declividade da curva BP.¹⁰ Existem situações de alta sensibilidade nas quais uma pequena

¹⁰ Possivelmente o leitor já se perguntou acerca da declividade da curva BP para o caso da economia brasileira. Apesar de reintegrada ao movimento financeiro internacional, após a "quarentena" de quase uma década que se seguiu à crise do sistema financeiro internacional do início dos anos 80, a economia brasileira ainda não é considerada como de baixo risco pelos investidores internacionais. Por isso, a curva BP para a economia brasileira é bastante inclinada, mais próxima da vertical que da horizontal. Ao longo deste texto, para torná-lo o mais realista possível, trabalha-se com a curva BP bastante inclinada, mais próxima da vertical que a curva LM, exceto em situações especiais em que é importante a localização inversa.

elevação na taxa de juros é suficiente para atrair um significativo volume de capitais para o país (como a da curva BP_A). Mas também são comuns as situações de baixa sensibilidade, nas quais somente uma grande elevação da taxa doméstica de juros consegue atrair um volume significativo de capitais para o país (curva BP_B).

DESLOCAMENTOS DO EQUILÍBRIO EXTERNO

Mudança no valor de variáveis exógenas

Já se conhece a curva BP, que reúne todos os pares de valores da renda e da taxa de juros capazes de equilibrar o balanço de pagamentos (saldo igual ou muito próximo de zero, não causando variação significativa das reservas internacionais do país). Ela tem declividade positiva, significando que, quando a taxa de juros sofre elevação, é necessário um aumento da renda para que a economia retorne ao equilíbrio, e vice-versa.

Analísaram-se também as situações de desequilíbrio, quando ocorre superávit ou déficit do balanço de pagamentos (acumulação ou queda das reservas internacionais do país), representadas graficamente por pontos fora da BP, à esquerda ou à direita, respectivamente. Agora se vai estudar os deslocamentos que pode sofrer a curva BP devido a mudanças no valor de alguma das variáveis envolvidas.

A rigor, uma específica curva BP somente se torna conhecida, e pode ser representada graficamente, quando se conhecem as funções dos saldos em conta corrente e de capital (scc_0 e sck_0 , por exemplo), o valor do índice geral dos preços (P_0) e os valores das variáveis exógenas (P^*_0 , TC_0 , y^*_0 , r^*_0 e DE_0 , por exemplo). Disso se conclui que, sempre que pelo menos uma dessas funções ou um desses valores das variáveis exógenas sofre qualquer modificação, a curva BP desloca-se para a esquerda ou para a direita, paralelamente ou não à sua posição original.

Suponha-se, por exemplo, que a renda externa aumentou de seu valor original y^*_0 para y^*_1 , devido a uma política econômica expansionista implantada nos países desenvolvidos, cujos governantes passaram a preocupar-se mais fortemente com o problema do desemprego. A equação de equilíbrio passa de:

$$scc(P_0, P^*_0, TC_0, y, y^*_0, r^*_0, DE_0) = -sck(r, r^*_0) \quad \text{para}$$

$$scc(P_0, P^*_0, TC_0, y, y^*_1, r^*_0, DE_0) = -sck(r, r^*_0) \quad (4.21),$$

somente tendo-se modificado o valor da renda externa y^* .

A elevação da renda externa aumenta as importações desses países, diretamente relacionadas com os seus níveis de renda. O país em análise passa a observar uma crescente demanda por seus produtos de exportação, que se transforma em elevação da quantidade exportada e, eventualmente, também do preço. Conseqüentemente, eleva-se o valor das exportações do país e, nada ocorrendo no lado das importações, aumenta o saldo da conta corrente.

Graficamente, a partir de uma situação inicial de equilíbrio, observa-se que o aumento da renda externa desloca a curva do saldo da conta corrente (scc) para a direita, pois, para cada nível de renda, o saldo agora é maior (Gráfico 4.5). Partindo das mesmas taxas de juros (r_0 e r_1) que permitiram a obtenção da curva original (BP_0), encontram-se os novos valores da renda (y'_0 e y'_1) que equilibram o balanço de pagamentos.

Observe-se que o aumento da renda externa resulta, para cada taxa de juros, em um maior produto doméstico. Então, o equilíbrio do balanço de pagamentos deixa de estar em pontos como $A_0(y_0, r_0)$ e $A_1(y_1, r_1)$, deslocando-se para pontos como $B_0(y'_0, r_0)$ e $B_1(y'_1, r_1)$.

Em outras palavras, a curva BP desloca-se da sua posição original BP_0 para a nova posição, BP_1 , mais à direita, indicando uma melhora da situação externa do país na medida em que aumentou a área de superávit do balanço de pagamentos.

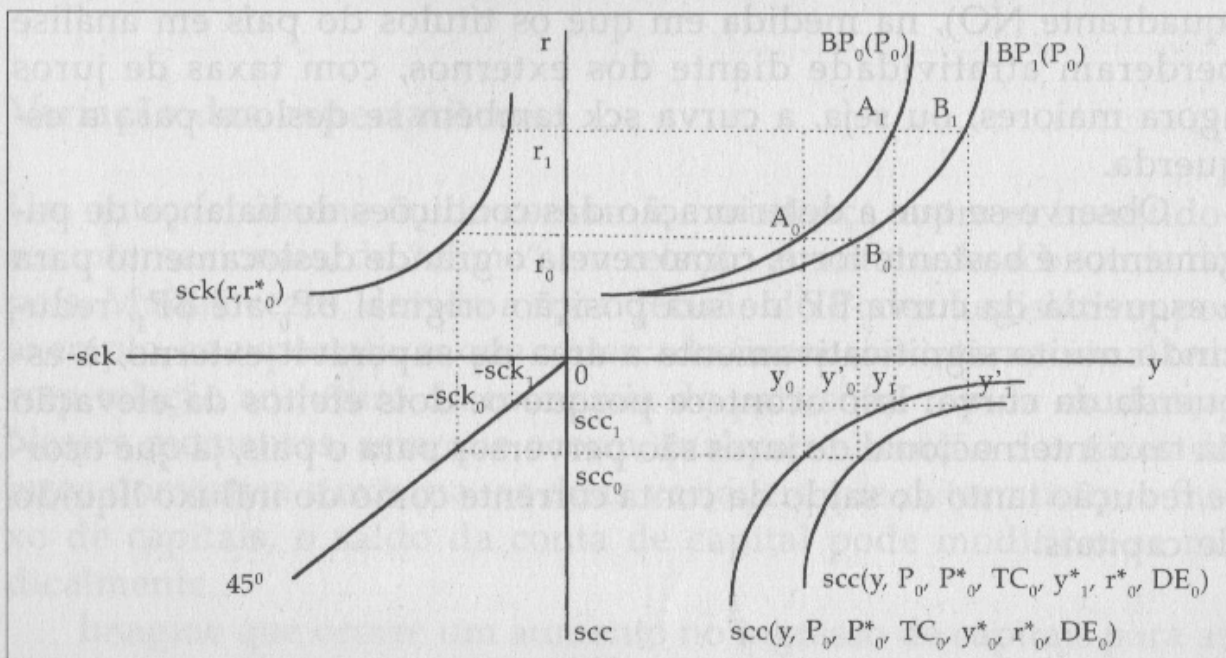


Gráfico 4.5. Aumento da renda externa.

Resultados semelhantes são obtidos quando se supõe que, em vez do aumento da renda externa, ocorre um aumento da taxa de câmbio no país em análise ou uma elevação dos preços internacionais. A única diferença é que, nesses casos, também as importações de bens, e não apenas as exportações, são diretamente atingidas. Mas as conseqüências sobre o scc são semelhantes, já que, ao contrário das exportações, as importações diminuem com o aumento da taxa de câmbio e do preço internacional.

O mesmo ainda ocorre no caso de substituição de importações, quando, por exemplo, entra em funcionamento uma fábrica produtora de uma matéria-prima importante até então importada. Isso acarreta o deslocamento da função das importações, deslocando, também, a curva do scc para a direita no diagrama de quatro quadrantes.

Imagine, agora, que os efeitos expansionistas, derivados de uma política econômica expansionista nos países mais desenvolvidos, geraram um surto inflacionário mundial, obrigando os seus bancos centrais a praticar uma rígida política monetária, elevando a taxa internacional de juros. A elevação da taxa de juros internacional, de r^*_0 para r^*_1 , por exemplo, atinge diretamente o país em análise de duas formas distintas (Gráfico 4.6): na conta corrente, aumenta o montante dos juros pagos aos bancos credores da dívida externa, reduzindo o saldo da conta para cada nível de renda (quadrante SE), ou seja, a curva scc desloca-se para a esquerda; e na conta de capital, diminui o saldo para cada nível de taxa doméstica de juros (quadrante NO), na medida em que os títulos do país em análise perderam atratividade diante dos externos, com taxas de juros agora maiores, ou seja, a curva sck também se desloca para a esquerda.

Observe-se que a deterioração das condições do balanço de pagamentos é bastante forte, como revela o grande deslocamento para a esquerda da curva BP, de sua posição original BP_0 até BP_1 , reduzindo muito significativamente a área de superávit externo, à esquerda da curva. Isso acontece porque os dois efeitos da elevação da taxa internacional de juros são perversos para o país, já que ocorre redução tanto do saldo da conta corrente como do influxo líquido de capitais.

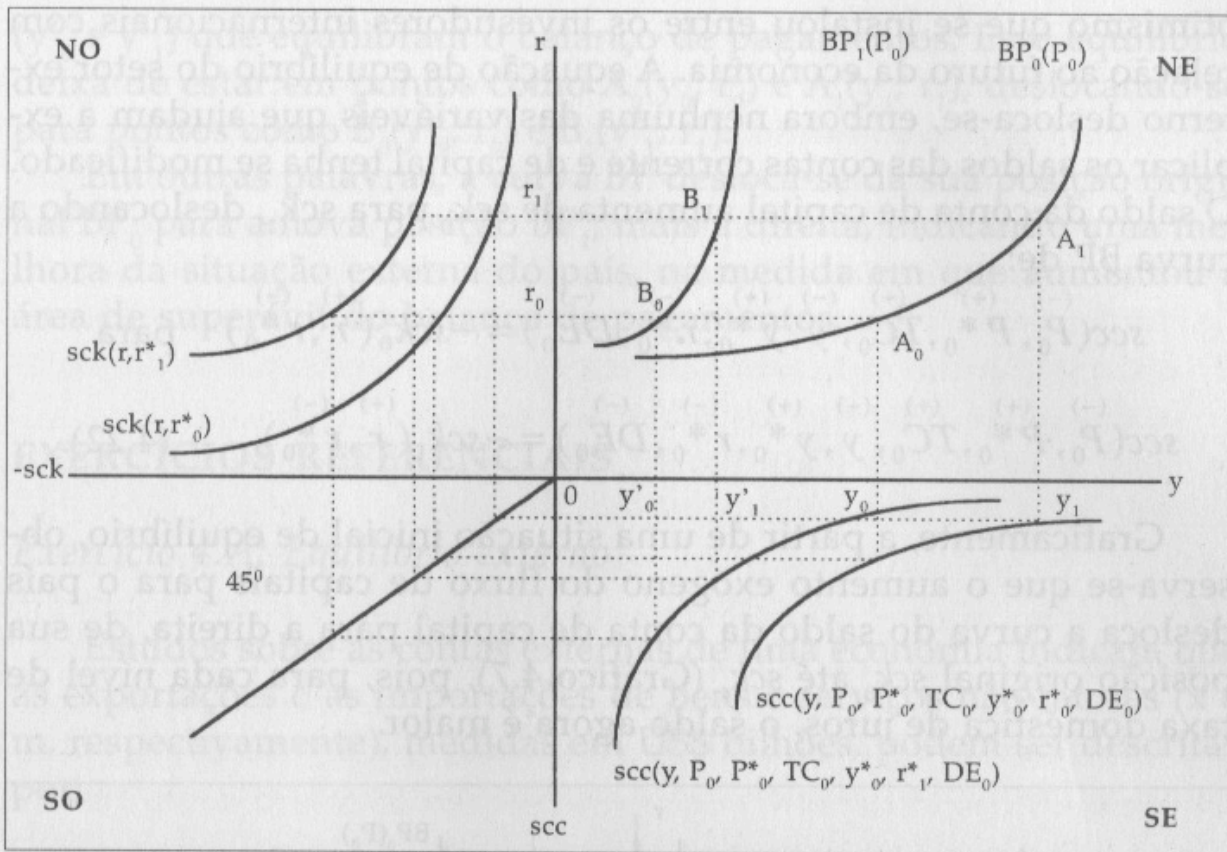


Gráfico 4.6. Aumento da taxa internacional de juros.

Além desses efeitos diretos, a política econômica contracionista praticada pelas maiores economias do mundo leva à recessão econômica, ou seja, a uma queda da renda externa, com novas conseqüências prejudiciais ao país em análise.

Variação das expectativas

Um outro fenômeno muito comum é a mudança, entre os investidores internacionais, do “clima” em relação ao futuro da economia do país. Muitas vezes, devido a uma decisão do Poder Legislativo, por exemplo, as expectativas que o mercado financeiro internacional tem com relação ao futuro da economia do país sofre rápida mudança. Nesses momentos, sem que ocorra qualquer alteração das taxas de juros doméstica e externa, as duas variáveis que determinam o fluxo de capitais, o saldo da conta de capital pode modificar-se radicalmente.

Imagine que ocorre um aumento no ingresso de capitais para as bolsas de valores do país, motivado, por exemplo, por um clima de

otimismo que se instalou entre os investidores internacionais com relação ao futuro da economia. A equação de equilíbrio do setor externo desloca-se, embora nenhuma das variáveis que ajudam a explicar os saldos das contas corrente e de capital tenha se modificado. O saldo da conta de capital aumenta de sck_0 para sck_1 , deslocando a curva BP de:

$$scc(P_0, P_0^*, TC_0, y, y_0^*, r_0^*, DE_0) = -sck_0(r, r_0^*) \quad \text{para}$$

$$scc(P_0, P_0^*, TC_0, y, y_0^*, r_0^*, DE_0) = -sck_1(r, r_0^*) \quad (4.22).$$

Graficamente, a partir de uma situação inicial de equilíbrio, observa-se que o aumento exógeno do fluxo de capitais para o país desloca a curva do saldo da conta de capital para a direita, de sua posição original sck_0 até sck_1 (Gráfico 4.7), pois, para cada nível de taxa doméstica de juros, o saldo agora é maior.

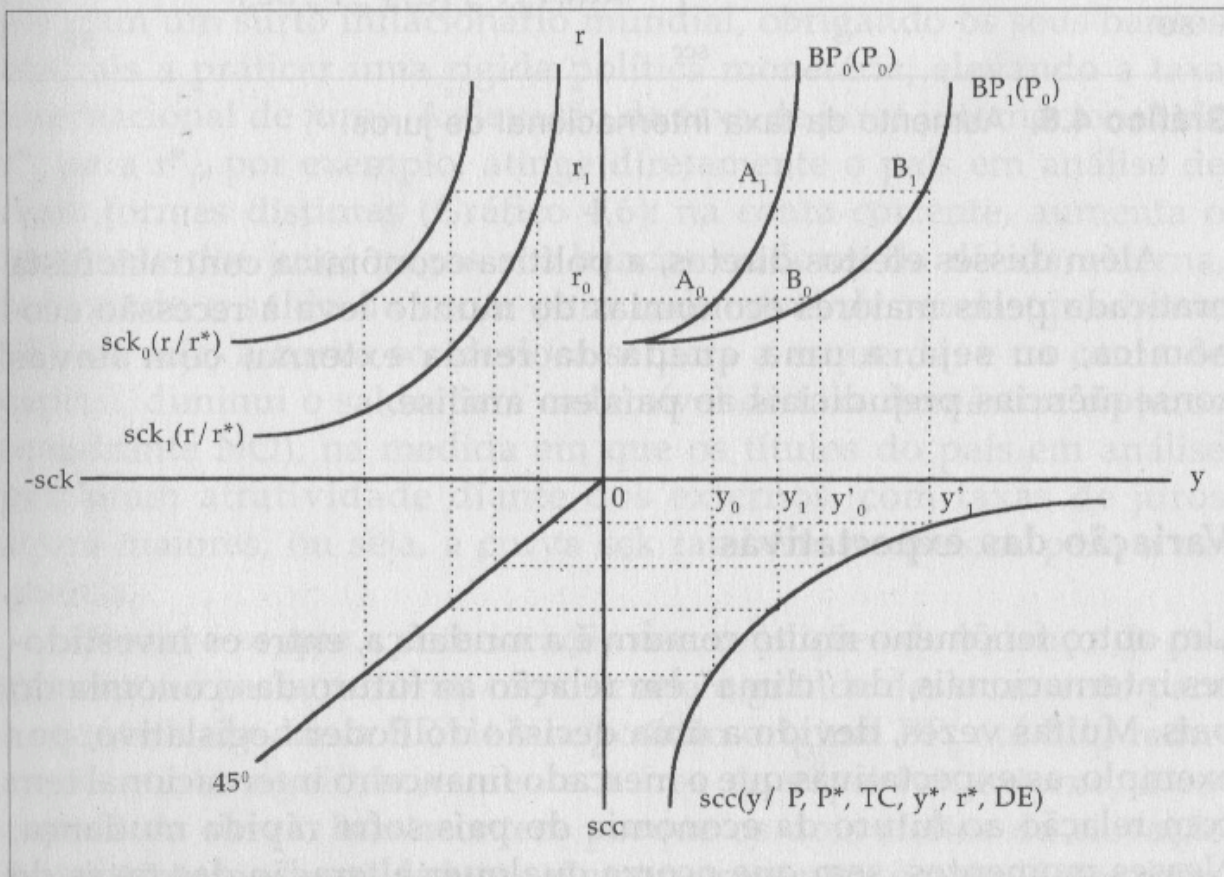


Gráfico 4.7. Aumento exógeno do fluxo de capitais para o país.

Partindo das mesmas taxas de juros (r_0 e r_1) que permitiram obter a curva original (BP_0), encontram-se os novos valores da renda

(y'_0 e y'_1) que equilibram o balanço de pagamentos. Esse equilíbrio deixa de estar em pontos como $A_0(y_0, r_0)$ e $A_1(y_1, r_1)$, deslocando-se para pontos como $B_0(y'_0, r_0)$ e $B_1(y'_1, r_1)$.

Em outras palavras, a curva BP desloca-se da sua posição original BP_0 para a nova posição BP_1 , mais à direita, indicando uma melhora da situação externa do país, na medida em que aumentou a área de superávit do balanço de pagamentos.

EXERCÍCIOS REFERENCIAIS

Exercício 4.A: Equilíbrio externo

Estudos sobre as contas externas de uma economia indicam que as exportações e as importações de bens e serviços não-fatores (x e m , respectivamente), medidas em US\$ bilhões, podem ser descritas por:

$$x = -4P + 10^{-2}TC + 10^{-5}y^* + 10P^* \quad \text{e} \quad m = 10^{-1}y + P - 10^{-2}TC - 10P^*,$$

onde P e P^* são os índices gerais de preços dessa economia e do resto do mundo, y e y^* são as rendas doméstica e externa, medidas em US\$ bilhões, e TC é a taxa de câmbio, que, atualmente, é de 2.000 unidades da moeda doméstica por US\$.

Também se concluiu que a renda líquida enviada ao exterior (rl) varia de acordo com a relação:

$$rl = 7 + r^* \cdot DE,$$

onde DE é a dívida externa líquida do país, de US\$ 100 bilhões.

Finalmente, observou-se que o saldo da conta de capital (sck) do balanço de pagamentos do país é dado por:

$$sck = 1 + 10^2(r - r^*).$$

Segundo as principais instituições internacionais de estatística econômica, a renda mundial atinge hoje a casa dos US\$ 1.000 trilhões, a taxa de juros vigente no mercado internacional de capitais é de 8% ao ano e o índice de preços mundial é igual a 1.

Questões

1. Encontre as equações do saldo da balança de transações reais ($x-m$) e da conta corrente (scc) do balanço de pagamentos do país.
2. Obtenha a equação de equilíbrio do balanço de pagamentos (BP) e a represente graficamente, quando $P=2$.
3. Usando um "diagrama de quatro quadrantes", obtenha a curva BP a partir das curvas scc e sck para $P=2$ e verifique se ela coincide com a obtida na Questão 2.
4. Repita as questões anteriores para o caso de o governo promover uma desvalorização cambial de 20%.

Exercício 4.B: Balanço de pagamentos em situação de crise cambial

Em situações de crise cambial aguda, os países tornam-se virtualmente "fechados" ao sistema financeiro internacional. Ao mesmo tempo que deixam de honrar alguns compromissos externos, normalmente junto ao sistema bancário privado, perdem o acesso a novos empréstimos e financiamentos. Além disso, o clima de incerteza que cerca uma economia em crise torna insignificante o investimento externo direto.

As conseqüências mais notáveis sobre o balanço de pagamentos são duas:

- A renda líquida enviada ao exterior, quase sempre representada pelos juros devidos, deixa de depender da taxa internacional de juros, passando a ser determinada em periódicas rodadas de renegociação da dívida externa; e
- A conta de capital do balanço de pagamentos deixa de depender da relação entre as taxas de juros doméstica e externa, podendo passar a ser tratada como uma constante representativa do saldo entre o ingresso de capitais oriundos de organismos oficiais — FMI, Banco Mundial etc. — e as saídas para atender algumas amortizações e outros compromissos inadiáveis.

Suponha que esse seja o caso para uma economia cujas exportações e importações de bens e serviços não-fatores podem ser dadas, respectivamente, por:

$$x = -10.P + 3.TC + 10^{-5}.y^* + 5.P^* \quad \text{e} \quad m = 8.P - 2.TC + 10^{-1}.y - 10.P^*,$$

onde P e P^* são os índices de preços doméstico e externo, atualmente iguais a 2,5 e 1,0, respectivamente, TC é a taxa de câmbio, fixada pelo Banco Central em 20 unidades de moeda doméstica por dólar norte-americano, y é a renda doméstica medida em US\$ bilhões e y^* é a renda internacional, estimada em US\$ 1.000 trilhões.

Sabe-se, ainda, que a renda líquida anualmente enviada ao exterior atinge US\$ 6 bilhões e que a conta de capital do balanço de pagamentos é deficitária em US\$ 4 bilhões.

Questões

1. Qual o valor anual das exportações dessa economia?
2. Encontre as equações das importações de bens e serviços não-fatores, das transações reais e da conta corrente do balanço de pagamentos.
3. Encontre a equação de equilíbrio do balanço de pagamentos (BP).
4. Obtenha graficamente — um esboço — a curva de equilíbrio do balanço de pagamentos.
5. Repita as questões anteriores para o caso de o Banco Central patrocinar uma desvalorização de 25% da taxa de câmbio.

LEITURA ADICIONAL

- Abel, Andrew B. e Ben S. Bernanke. *Macroeconomics*, 2ª edição, Addison-Wesley Publishing Company, 1995, caps. 4 (pp. 145-176) e 14 (pp. 481-495).
- Argy, Victor. *International Macroeconomics: Theory and Policy*, Routledge, 1994, cap. 6 (pp. 53-66).
- Barro, Robert J. *Macroeconomics*, 4ª edição, John Wiley & Sons, Inc., 1993, cap. 16 (pp. 423-432).
- Branson, William H. *Macroeconomia, Teoria e Política*, tradução da 2ª edição em inglês, Fundação Calouste Gulbenkian, Lisboa, 1979, cap. 14 (pp. 441-457).
- Branson, William H. *Macroeconomic: Theory and Policy*, 3ª edição, Harper & Row, Publishers, 1989, cap. 17 (pp. 401-413).
- Branson, William H. e James M. Litvak. *Macroeconomia*, Editora Harper & Row do Brasil Ltda., 1978, cap. 16 (pp. 341-354).
- Burda, Michael e Charles Wyplosz. *Macroeconomics: A European Text*, Oxford University Press, 1993, caps. 2 (pp. 32-35) e 7 (pp. 138-157).

- Caves, Richard E., Jeffrey A. Frankel e Ronald W. Jones. *World Trade and Payments: An Introduction*, 7ª edição, Harper Collins College Publishers, 1995, caps. 16 (pp. 333-350), 17 (pp. 353-364) e 18 (pp. 371-386).
- Dernburg, Thomas F. *Global Macroeconomics*, Harper & Row, Publishers, 1989, caps. 3 (pp. 49-59) e 5 (pp. 104-112).
- Diulio, Eugene A. *Macroeconomia*, Editora McGraw-Hill do Brasil, Ltda., 1977, cap. 5 (pp. 47-51).
- Dornbusch, Rudiger e Stanley Fischer. *Macroeconomics*, 5ª edição, McGraw-Hill Publishing Company, 1990, cap. 6 (pp. 175-211).
- Dunn Jr., Robert M. e James C. Ingram. *International Economics*, 4ª edição, John Wiley & Sons, Inc., 1996, cap. 12 (pp. 259-276).
- Ghatak, Subrata, Nigel M. Healey e Peter Jackson. *The Macroeconomic Environment*, Oxford University Press, 1995, cap. 13 (pp. 223-231).
- Hall, Robert E. e John B. Taylor. *Macroeconomia: Teoria, Desempenho e Política*, Editora Campus Ltda., 1989, caps. 1 (pp. 35-37) e 9 (pp. 218-235).
- Iorio de Souza, Ubiratan Jorge, *Macroeconomia e Política Macroeconômica*, IBMEC, 1984, cap. 5 (pp. 84-87).
- Krugman, Paul R. e Maurice Obstfeld. *International Economics: Theory and Policy*, 3ª edição, Harper Collins College Publishers, 1994, caps. 13 (pp. 317-327), 14 (pp. 332-360), 17 (pp. 435-461 e 472-475).
- Leite, José Alfredo A. *Macroeconomia: Teoria, Modelos e Instrumentos de Política Econômica*, Editora Atlas S.A., 1994, cap. 9 (pp. 301-324).
- Mankiw, N. Gregory. *Macroeconomics*, 2ª edição, Worth Publishers, 1994, cap. 7 (pp. 188-202).
- McKenna, C. J. e Ray Rees. *Economics: A Mathematical Introduction*, Oxford University Press, 1993, cap. 25 (pp. 362-371).
- Morley, Samuel A. *Macroeconomics*, The Dryden Press, 1984, cap. 21 (pp. 515-530).
- Sachs, Jeffrey D. e Felipe Larrain B. *Macroeconomia*, Makron Books do Brasil Ltda., 1995, cap. 13 (pp. 433-444).
- Simonsen, Mario Henrique e Rubens Penha Cysne. *Macroeconomia*, Ao Livro Técnico S.A., 1989, cap. 2 (pp. 58-88).
- Williamson, John. *A Economia Aberta e a Economia Mundial: Um texto de Economia Internacional*, Editora Campus Ltda., 1989, caps. 7 (pp. 119-124) e 8 (pp. 161-164).

CAPÍTULO 5

EQUILÍBRIO INTERNO E EXTERNO E POLÍTICA ECONÔMICA

Neste capítulo, pela primeira vez, trabalha-se com três mercados plenamente estruturados: o do produto, cuja equação de equilíbrio é a da curva IS; o monetário, com os pontos de equilíbrio mostrados ao longo da curva LM; e o externo, cujas situações de equilíbrio — as que implicam estabilidade do nível das reservas internacionais do país — estão nos pontos da curva BP.

Mesmo com o modelo que se está estruturando ainda incompleto, isso permite examinar, por exemplo, as conseqüências de medidas tomadas para resolver ou amenizar problemas do setor externo da economia sobre o cotidiano das pessoas.

Da mesma forma, já se começa a poder analisar os efeitos sobre a situação das contas externas do país (os números resultantes do fato de que a economia não é uma ilha afastada do resto do mundo) de medidas tomadas para enfrentar problemas claramente domésticos, como, por exemplo, a carência de residências para a população de baixa renda.

A hipótese básica do capítulo é que se está diante de uma economia que funciona sob o regime de taxa de câmbio fixa, isto é, administrada pelo Banco Central (Bacen), que a determina. A essa taxa determinada, o Bacen aceita comprar ou vender a quantidade de divisas que lhe for oferecida ou demandada pelos agentes econômicos que delas desejam desfazer-se ou delas necessitam para realizar transações com o resto do mundo, respectivamente.

No próximo capítulo, essa hipótese é abandonada, dando lugar ao regime de mercado cambial livre, no qual as taxas de câmbio os-

cilam de acordo com a correlação das forças de oferta e demanda de moedas estrangeiras.

O presente capítulo inicia com uma revisão das condições que devem estar satisfeitas para que ocorra equilíbrio econômico, ou seja, o equilíbrio simultâneo dos mercados do produto e monetário, tópico tratado no Capítulo 3.

Após essa revisão inicial, acrescentam-se as condições de equilíbrio externo, representado pelo saldo do balanço de pagamentos do país, permitindo que se inicie a análise simultânea do equilíbrio interno e externo.

Preparando o caminho para o prosseguimento da montagem do modelo de análise macroeconômica, objetivo final deste livro, analisam-se as conseqüências de uma alteração do índice geral de preços sobre o equilíbrio dos três mercados.

Finalmente, examinam-se os impactos das políticas fiscal, monetária e cambial, sempre tendo em mente a possibilidade de que o Bacen interfira no ajustamento econômico que se segue à adoção de políticas econômicas, naquilo que se denomina *esterilização* dos efeitos de determinada medida.

Encerrando o capítulo, da mesma forma como em todos os demais, são oferecidos exercícios referenciais, com a finalidade de reforçar os conceitos e relações analisados.

EQUILÍBRIO INTERNO E EXTERNO

Equilíbrio real e monetário

Quando foram analisados os mercados do produto e monetário, viu-se que, nos dois casos, existem situações de equilíbrio e que elas são estáveis. Então, se algum distúrbio retira a economia de uma situação de equilíbrio, surgirão forças agindo no sentido de fazê-la retornar a alguma outra situação de equilíbrio.

Para o mercado do produto, obteve-se uma curva com declividade negativa, significando que os infinitos valores da renda (y) e da taxa de juros (r) que o equilibram são inversamente relacionados. Assim, quando o valor de uma das variáveis aumenta (diminui), o valor da outra terá que diminuir (aumentar) para que o equilíbrio permaneça assegurado.

Esta equação, denominada IS, é dada por:

$$i^{(-)}(r) + g + x - m = s^{(+)}(yd) + t^{(+)}(y) + rl \quad (5.1),$$

onde i é o investimento privado, g é o gasto público, x e m são as exportações e importações de bens e serviços não-fatores, respectivamente, s é a poupança privada, t é a arrecadação tributária, rl é a renda líquida enviada ao exterior e yd é a renda disponível do setor privado, definida como $yd=y-t-rl$.

Para o mercado monetário, obteve-se uma curva com declividade positiva, significando que os infinitos valores da renda e da taxa de juros que o equilibram são diretamente relacionados. Assim, quando o valor de uma das variáveis aumenta (diminui), o valor da outra também terá que aumentar (diminuir) para que o equilíbrio permaneça assegurado.

Também se verificou que, no caso do mercado monetário, existe uma curva representativa de situações de equilíbrio para cada nível geral de preços (P). Ou seja, a equação de equilíbrio desse mercado, denominada LM, possui três incógnitas, sendo dada por:

$$M^s / P = k^{(+)}(y) + l^{(-)}(r) \quad (5.2),$$

onde M^s é a oferta nominal de moeda, k é a demanda de moeda com fins transacionais e l é a demanda especulativa de moeda.

A solução do sistema formado pelas equações IS e LM (a interseção das duas curvas) resulta em uma situação de equilíbrio simultâneo dos mercados do produto e monetário para um determinado nível geral de preços. Fazendo variar esse nível de preços, encontra-se, para cada um, diferentes pares de valores da renda e da taxa de juros que asseguram o equilíbrio simultâneo e estável dos dois mercados.

Os pares formados pelos níveis de renda e de preços são os pontos da curva de demanda agregada da economia (DD). Então, a curva de demanda agregada mostra os pares de valores da renda e do índice geral de preços, para os quais os dois mercados estão em equilíbrio estável. Ou seja, a curva de demanda agregada é uma curva de equilíbrio estável. Se por qualquer razão a economia afastar-se de uma DD significa que também ocorreu um afastamento da IS, ou da LM, ou de ambas. As mesmas forças que fazem a economia retornar ao equilíbrio IS-LM, simultaneamente a levam a algum ponto da curva de demanda agregada.

É importante observar que a demanda agregada é obtida apenas a partir de situações de equilíbrio dos mercados do produto e monetário, não incluindo a necessidade de equilíbrio do setor externo da economia. Assim, a curva de demanda agregada não revela a situação do setor externo da economia, podendo estar ocorrendo superávit, equilíbrio ou déficit no balanço de pagamentos.

Equilíbrio doméstico e setor externo

Já se sabe que a curva de demanda agregada nada indica a respeito da situação do balanço de pagamentos do país. Isso não significa, entretanto, que o setor externo nada represente para a demanda agregada ou que eventuais superávits ou déficits do balanço de pagamentos não influenciem a sua posição. Muito pelo contrário.

No mercado monetário, já se fez referência, inclusive, ao fato de o Bacen não manter controle sobre as variações da base monetária decorrentes de variações das suas reservas internacionais, que, por sua vez, resultam de transações registradas no balanço de pagamentos. Ora, se os resultados do balanço de pagamentos geram variações da base monetária que — através do mecanismo da multiplicação da moeda patrocinado pelo sistema financeiro ao conceder empréstimos — se transformam em variações da oferta monetária, então eles deslocam a curva LM. Como nos demais casos, o deslocamento da LM, sem que tenha ocorrido qualquer alteração do índice geral de preços, força o deslocamento da curva de demanda agregada da economia.

Exatamente para que esse fato não fique obscurecido, desmembra-se a oferta nominal de moeda em duas parcelas: a originária das variações das reservas internacionais (M^E) e a originária das operações internas do Bacen (M^I). Com esse desmembramento, adotado sempre que possa auxiliar o entendimento do tópico em estudo, a equação da curva LM passa a ser dada por:

$$(M^E + M^I) / P = k^{(+)}(y) + l^{(-)}(r) \quad (5.3).$$

No mercado do produto, entretanto, as modificações são mais significativas, uma vez que ele deve ser reestudado para incorporar as relações obtidas quando se tratou do setor externo da economia.

Até agora, as variáveis externas que participam da curva IS eram tidas como exógenas, independentes de outras variáveis macroeconômicas. As exportações e importações de bens e serviços não-fato-

res (x e m , respectivamente) e a renda líquida enviada ao exterior (rl) eram apenas números conhecidos, tão importantes quanto qualquer constante do modelo que se está desenvolvendo.

Mas, ao estudar o setor externo da economia, verificou-se que existem relações entre essas variáveis e as demais, permitindo a redefinição de x , m e rl da forma que segue:

$$x = x^{(-)}(P, P^*, TC, y^*); m = m^{(+)}(P, P^*, TC, y); e rl = rl^{(+)}(r^*, DE) \quad (5.4).$$

Incluindo essas novas relações, a curva IS, de equilíbrio do mercado de bens e serviços, passa a ser dada por:

$$i(r) + g + x^{(-)}(P, P^*, TC, y^*) - m^{(+)}(P, P^*, TC, y) = s(yd) + t(y) + rl^{(+)}(r^*, DE) \quad (5.5).$$

Muitas vezes é útil passar as importações para o lado direito da equação e reunir cada lado em uma única função, escrevendo

$$IS^I(r, g, P, P^*, TC, y^*) = IS^S(P, P^*, TC, y, t, r^*, DE) \quad (5.6).$$

Observe-se que, no lado esquerdo da equação (IS^I , lado do investimento), o gasto público está dentro de parênteses com sinal positivo acima, mostrando que varia no mesmo sentido das variações de IS^I .

No lado direito da equação (IS^S , lado da poupança), além da inclusão das variáveis que determinam o valor das importações, retirou-se a renda disponível (yd), pois as variáveis que a formam (y e t) já fazem parte da função. Ainda no lado direito, a letra t representa agora somente a parcela da arrecadação tributária que não depende da renda (uma reforma tributária, por exemplo), já que essa está explicitada.

É importante observar que a curva IS passou a depender do nível geral de preços, ou seja, existe uma situação de equilíbrio para cada valor de P .

Também já se obteve, no Capítulo 4, a equação de equilíbrio do setor externo, definido como a situação em que o saldo do balanço de pagamentos do país é nulo.

O conjunto dos pares de renda e taxa de juros que satisfazem essa condição de equilíbrio forma uma curva com declividade positiva, denominada curva BP, que pode ser representada pela equação:

$$scc(P, P^*, TC, y, y^*, r^*, DE) = -sck(r, r^*) \quad (5.7).$$

Equilíbrio nos três mercados

Já foram estudados três mercados, o do produto, o monetário e o externo, e suas situações de equilíbrio, dadas pelas curvas IS, LM e BP, respectivamente.

Sabe-se também que, em cada mercado, existe uma curva de equilíbrio para cada nível geral de preços e que a demanda agregada da economia deriva-se, apenas, das situações de equilíbrio dos mercados do produto e monetário, não implicando equilíbrio externo.

O modelo que se está desenvolvendo tem agora três equações, reescritas a seguir, cada qual representando o equilíbrio em um mercado.

$$IS: IS^I (r, g, P, P^*, TC, y^*) = IS^S (P, P^*, TC, y, t, r^*, DE);$$

$$LM: (M^E + M^I) / P = k(y) + l(r); e$$

$$BP: scc(P, P^*, TC, y, y^*, r^*, DE) = -sck(r, r^*) \quad (5.8).$$

Pode-se representar graficamente essas equações,¹ admitindo três situações de balanço de pagamentos diferentes, para a mesma situação de equilíbrio doméstico (Gráfico 5.1).

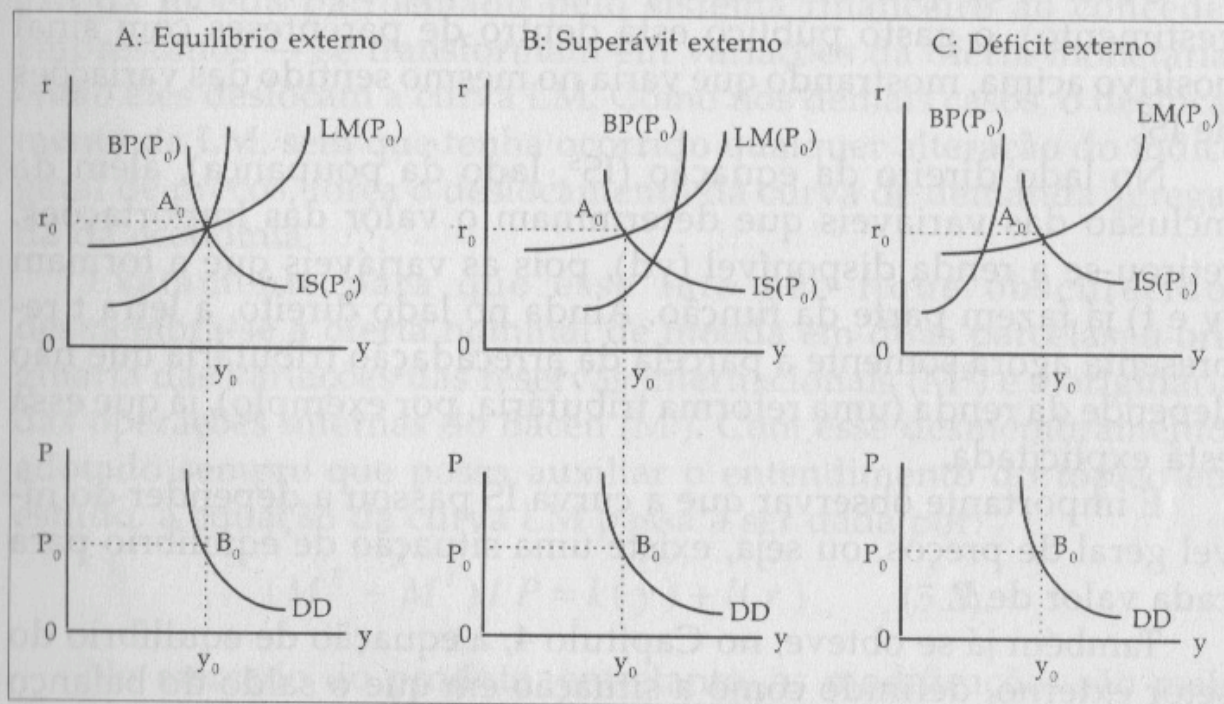


Gráfico 5.1. Equilíbrio doméstico e setor externo.

¹ O balanço de pagamentos foi incorporado ao modelo IS-LM por D. Wrighton, em "IS, LM and External Equilibrium: A Graphical Analysis", *American Economic Review*, março de 1970.

Na situação A, o setor externo está em equilíbrio, significando que o saldo do balanço de pagamentos é nulo, não ocorrendo variações no nível das reservas internacionais do Bacen.

Na parte superior do gráfico, as curvas de equilíbrio dos três mercados cortam-se no mesmo ponto A_0 , mostrando equilíbrio interno e externo, com nível de produto em y_0 e taxa de juros r_0 . Na parte inferior, está traçada a curva de demanda agregada da economia (DD), obtida apenas da interseção das curvas IS e LM. O nível de preços que define a posição das curvas, logo os valores de equilíbrio da renda e da taxa de juros, é P_0 .

Na situação B, o setor externo é superavitário, significando que o saldo do balanço de pagamentos é positivo; está ocorrendo acumulação de reservas internacionais do Bacen.

Na parte superior do gráfico, as curvas de equilíbrio dos mercados do produto e monetário cortam-se no mesmo ponto A_0 , mostrando equilíbrio interno, com nível de produto em y_0 e taxa de juros r_0 . Esse ponto A_0 , de equilíbrio interno, está à esquerda da curva BP, mostrando que a economia encontra-se em uma área de superávit externo. Na parte inferior, está traçada a curva de demanda agregada da economia (DD), obtida apenas da interseção das curvas IS e LM. O nível de preços que define a posição das curvas, logo os valores de equilíbrio da renda e da taxa de juros, é P_0 .

Na situação C, o setor externo é deficitário, significando que o saldo do balanço de pagamentos é negativo; está ocorrendo queda no nível das reservas internacionais do Bacen.

Na parte superior do gráfico, as curvas de equilíbrio dos mercados do produto e monetário cortam-se no mesmo ponto A_0 , mostrando equilíbrio interno, com nível de produto em y_0 e taxa de juros r_0 . Esse ponto A_0 , de equilíbrio interno, está à direita da curva BP, mostrando que a economia encontra-se em uma área de déficit externo. Na parte inferior, está traçada a curva de demanda agregada da economia (DD), obtida apenas da interseção das curvas IS e LM. O nível de preços que define a posição de cada curva, logo os valores de equilíbrio da renda e da taxa de juros, é P_0 .

Variação de preços e equilíbrio econômico

Já se sabe que em cada um dos três mercados existe uma curva de equilíbrio para cada nível geral de preços. Convém analisar agora o que acontece nesses mercados quando ocorre uma alteração no ní-

vel geral de preços e como isso altera as situações de equilíbrio interno e externo.

Para isso, suponha-se que ocorra uma elevação dos preços, de P_0 , seu nível inicial, para P_1 . Usando um diagrama de quatro quadrantes para cada mercado (Gráfico 5.2), examinam-se os deslocamentos das curvas IS, LM e BP decorrentes dessa elevação dos preços.

No caso da IS, o aumento de P gera dois deslocamentos: o da curva IS^I , traçada no quadrante noroeste, de $IS^I(P_0)$ para a direita até $IS^I(P_1)$, devido à queda ocorrida nas exportações de bens e serviços não-fatores, e o da curva IS^S , traçada no quadrante sudeste, de $IS^S(P_0)$ para a esquerda até $IS^S(P_1)$, mostrando o aumento ocorrido nas importações de bens e serviços não-fatores. Ambos os deslocamentos são contracionistas no que se refere às conseqüências sobre o nível do produto do país e, por isso, forçam um deslocamento para a esquerda da curva IS, de $IS(P_0)$, sua posição original, para $IS(P_1)$.

No caso da LM, o aumento de P desloca a reta $(M^E+M^I)/P$, traçada no quadrante sudoeste, da sua posição original $(M^E+M^I)/P_0$ para a direita até $(M^E+M^I)/P_1$, devido à redução do valor real da oferta de moeda. Tratando-se de mudança com conseqüências contracionistas sobre o produto do país, ela causa o deslocamento para a esquerda da curva LM, de sua posição inicial $LM(P_0)$, até $LM(P_1)$.

No caso da BP, o aumento do índice geral de preços de P_0 para P_1 desloca a curva do saldo em conta corrente, traçada no quadrante sudeste, de $scc(P_0, P^*, TC, y, y^*, r^*, DE)$ para a esquerda até $scc(P_1, P^*, TC, y, y^*, r^*, DE)$, devido à queda ocorrida no valor das exportações e o aumento no das importações de bens e serviços não-fatores. Esse movimento contracionista para o produto do país causa o deslocamento para a esquerda da curva BP, de $BP(P_0)$, sua posição original, para $BP(P_1)$.

Então, o aumento no nível geral de preços causa deslocamentos para a esquerda das curvas de equilíbrio dos três mercados.

Com essa conclusão, pode-se examinar agora quais as conseqüências da elevação do nível geral de preços sobre o equilíbrio da economia (Gráfico 5.3). Partindo de uma situação de equilíbrio interno e externo, como a do ponto A_0 , onde se cruzam a curva de equilíbrio do mercado do produto $IS(P_0)$, a de equilíbrio do mercado monetário $LM(P_0)$ e a de equilíbrio do balanço de pagamentos $BP(P_0)$, suponha-se uma elevação do nível de preços de P_0 para P_1 .

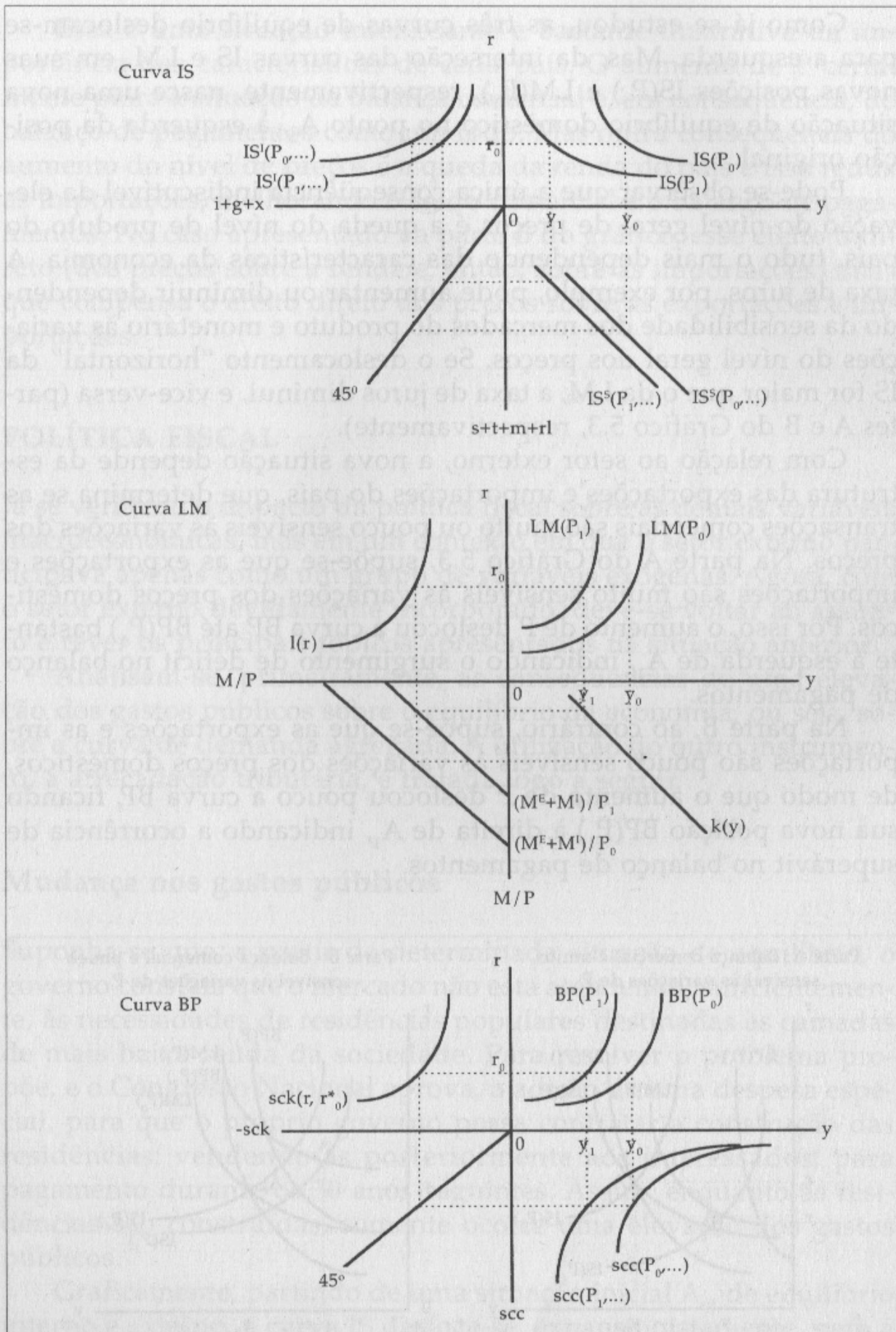


Gráfico 5.2. Elevação do nível geral de preços.

Como já se estudou, as três curvas de equilíbrio deslocam-se para a esquerda. Mas, da interseção das curvas IS e LM, em suas novas posições $IS(P_1)$ e $LM(P_1)$, respectivamente, nasce uma nova situação de equilíbrio doméstico no ponto A_1 , à esquerda da posição original.

Pode-se observar que a única conseqüência indiscutível da elevação do nível geral de preços é a queda do nível de produto do país, tudo o mais dependendo das características da economia. A taxa de juros, por exemplo, pode aumentar ou diminuir dependendo da sensibilidade dos mercados do produto e monetário às variações do nível geral dos preços. Se o deslocamento "horizontal" da IS for maior que o da LM, a taxa de juros diminui, e vice-versa (partes A e B do Gráfico 5.3, respectivamente).

Com relação ao setor externo, a nova situação depende da estrutura das exportações e importações do país, que determina se as transações comerciais são muito ou pouco sensíveis às variações dos preços. Na parte A do Gráfico 5.3, supõe-se que as exportações e importações são muito sensíveis às variações dos preços domésticos. Por isso, o aumento de P deslocou a curva BP até $BP(P_1)$ bastante à esquerda de A_1 , indicando o surgimento de déficit no balanço de pagamentos.

Na parte B, ao contrário, supõe-se que as exportações e as importações são pouco sensíveis às variações dos preços domésticos, de modo que o aumento de P deslocou pouco a curva BP, ficando sua nova posição $BP(P_1)$ à direita de A_1 , indicando a ocorrência de superávit no balanço de pagamentos.

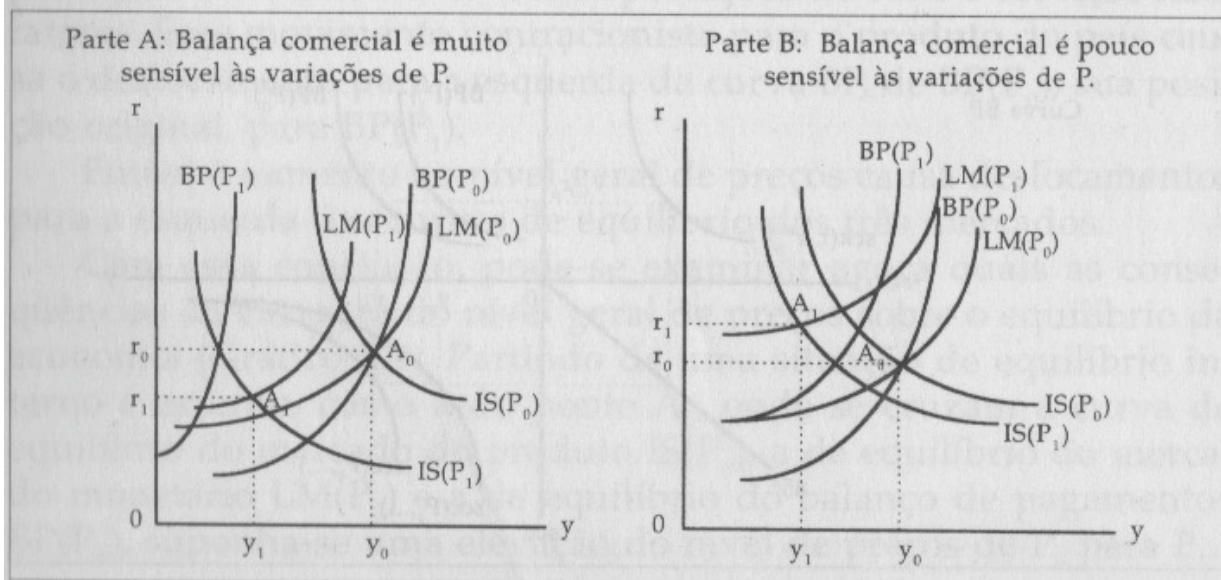


Gráfico 5.3. Elevação do nível de preços e equilíbrio econômico.

Essa é uma situação interessante e bastante ilustrativa da importância das características de cada país. O aumento de P certamente piora a situação da balança comercial e, em consequência, do balanço de pagamentos como um todo. Mas outra consequência do aumento do nível de preços é a queda da renda do país e isso reduz as importações, melhorando o saldo comercial e o balanço de pagamentos. No caso apresentado na parte B do gráfico, esse efeito indireto (dos preços sobre a renda e, então, sobre as importações) mais que compensa o efeito direto dos preços sobre as exportações e importações.

POLÍTICA FISCAL

Já se verificou o impacto da política fiscal sobre as demais variáveis macroeconômicas, mas em um contexto em que o setor externo participava apenas como um grupo de variáveis exógenas. Agora, com o setor externo devidamente incorporado, deve-se voltar ao assunto e rever os principais tópicos apresentados na situação anterior.

Analisam-se, primeiramente, as consequências de uma elevação dos gastos públicos sobre o equilíbrio da economia, ou seja, sobre a curva de demanda agregada. A utilização do outro instrumento, a arrecadação tributária, é tratada logo a seguir.

Mudança nos gastos públicos

Suponha-se que, a partir de determinada situação de equilíbrio, o governo constata que o mercado não está atendendo, suficientemente, às necessidades de residências populares destinadas às camadas de mais baixa renda da sociedade. Para resolver o problema propõe, e o Congresso Nacional aprova, a adição de uma despesa especial, para que o próprio governo possa contratar a construção das residências, vendendo-as posteriormente aos interessados, para pagamento durante os 30 anos seguintes. Assim, enquanto as residências são construídas, somente ocorre uma elevação dos gastos públicos.

Graficamente, partindo de uma situação inicial A_0 , de equilíbrio interno e externo, a curva IS desloca-se, expansionistamente, para a direita, de $IS_0(P_0)$ até $IS_1(P_0)$, estabelecendo uma nova situação de

equilíbrio interno no ponto A_1 , com níveis de produto (y_1) e de taxa de juros (r_1) mais elevados do que os originais (Gráfico 5.4).

Como não ocorreu, pelo menos até agora, qualquer variação do índice geral de preços e o produto de equilíbrio demandado elevou-se de y_0^D para y_1^D , pode-se afirmar que a curva de demanda agregada deslocou-se de sua posição inicial DD_0 para a direita até DD_1 .

Ou seja, ao contratar a construção das novas residências o governo gera empregos diretos — as pessoas diretamente envolvidas na construção — e aumentos de demanda em diversos mercados — como cimento, madeiras, material elétrico etc. —, cujo atendimento resulta na criação de novos empregos, ditos indiretos. Os novos empregos que são gerados, assim como os novos lucros, novos aluguéis etc., representam acréscimos de renda que, ao transformarem-se em consumo, causam acréscimos de demandas em novos mercados, que por sua vez resultam em novos empregos e assim por diante.

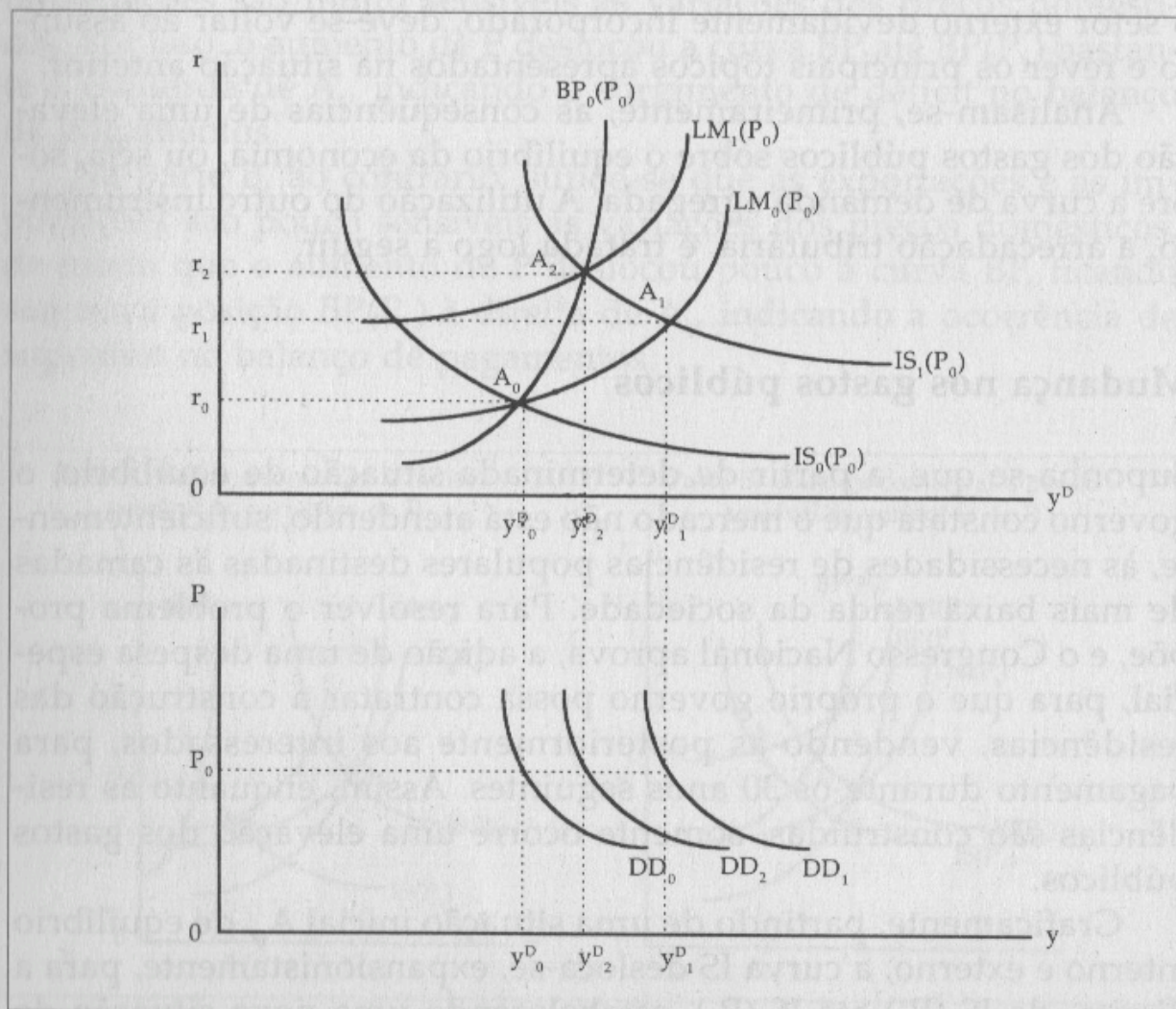


Gráfico 5.4. Aumento dos gastos públicos.

Trata-se da “materialização” do multiplicador econômico (keynesiano) já estudado no Capítulo 1.

São todas essas elevações da renda que deslocam o produto demandado de y^D_0 para y^D_1 .

Estabelecido o novo equilíbrio interno em A_1 , observa-se que se trata de uma situação de déficit do balanço de pagamentos, uma vez que A_1 está à direita da curva $BP_0(P_0)$, logo em área de déficit.

Ocorre que a elevação da renda da sociedade também aumenta o consumo, parte dele constituído de produto importado, piorando a situação da balança comercial, da conta corrente e do balanço de pagamentos. É verdade que, com o aumento da taxa doméstica de juros de r_0 para r_1 , o país consegue agora atrair um maior volume de capitais externos. Mas, como a curva BP é muito inclinada (o país ainda é visto como de elevado risco pelos investidores internacionais), esse influxo de capitais não é suficiente para compensar a redução do saldo comercial.

Como o balanço de pagamentos está inicialmente em equilíbrio, a piora da sua situação torna-o deficitário. O déficit do balanço de pagamentos significa que um maior volume de divisas está sendo remetido ao exterior do que recebido de fora, logo um maior volume de moeda doméstica é entregue ao Bacen pelos que demandam divisas do que dele é retirado pelos que oferecem divisas. Ou seja, ocorrem reduções tanto das reservas internacionais do país como da base monetária.

Se o Bacen nada fizer, a redução da base monetária vai resultar em contração dos meios de pagamento, deslocando a curva LM para a esquerda, da sua posição inicial $LM_0(P_0)$ até $LM_1(P_0)$, quando se encontra com as curvas IS e BP no ponto A_2 , desaparecendo o déficit externo. Com isso, perde-se uma parte do aumento do produto demandado causado pela elevação inicial dos gastos públicos, que se reduz de y^D_1 para y^D_2 e eleva-se ainda mais a taxa de juros, de r_1 para r_2 , reduzindo o investimento privado. Como continuou não ocorrendo qualquer variação do índice geral de preços e o produto de equilíbrio demandado reduziu-se de y^D_1 para y^D_2 , pode-se afirmar que a curva de demanda agregada deslocou-se, contracionistamente, de sua posição anterior DD_1 para a esquerda até DD_2 .

Mas essa situação de déficit externo não necessariamente exige rápido e radical enfrentamento, como no caso da postura do Bacen de não evitar a contração monetária, acima tratada. A decisão deve ser tomada considerando o tamanho do novo déficit e o volume das reservas internacionais disponíveis.

Muitas vezes, querendo manter os efeitos expansionistas do aumento dos gastos públicos, ou não desejando uma redução dos investimentos privados (que ocorre quando a taxa de juros aumenta), o Bacen *esteriliza* os efeitos da contração monetária derivada da redução das reservas internacionais. Pode fazer isso de diversas formas, como, por exemplo, comprando títulos do setor privado.

O fato é que, ao evitar a continuidade dos efeitos contracionistas sobre os meios de pagamentos causados pela queda das reservas internacionais, o Bacen não permite o deslocamento da curva LM de $LM_0(P_0)$ até $LM_1(P_0)$. A economia permanece em A_1 , posição a que chegou após o aumento dos gastos públicos, com déficit no balanço de pagamentos e perda de reservas.

Essa situação continua ocorrendo até que o Bacen abandone a política de *esterilizar* os efeitos contracionistas sobre a base monetária decorrentes da perda de reservas internacionais ou até que essas reservas acabem.

Mudança na tributação

Suponha-se que, a partir de determinada situação de equilíbrio, um governo recém-empossado decide, cumprindo promessa de campanha, promover um forte combate à sonegação, que resulta em significativa elevação da arrecadação tributária.

Graficamente, partindo de uma situação inicial A_0 , de equilíbrio interno e externo, a curva IS desloca-se, contracionistamente, de $IS_0(P_0)$ para a esquerda até $IS_1(P_0)$, o que estabelece uma nova situação de equilíbrio interno no ponto A_1 , com níveis de produto (y_1) e de taxa de juros (r_1) mais baixos do que os iniciais (Gráfico 5.5).

Como não ocorreu variação do índice geral de preços e o produto de equilíbrio demandado caiu de y_0^D para y_1^D , pode-se afirmar que a curva de demanda agregada deslocou-se de sua posição inicial DD_0 para a esquerda até DD_1 .

Ou seja, ao combater com sucesso a sonegação, o governo retira renda dos ex-sonegadores, que agora realizam menores despesas de consumo, gerando reduções de demanda em diversos mercados, que passam a empregar menos, reduzindo o montante de salários pagos na economia. A redução da folha nacional de salários (assim como a queda dos lucros, aluguéis etc.) representa queda de renda que, ao transformar-se em menor consumo, causa novas quedas de

demanda em novos mercados, que, por sua vez, resultam em menos empregos e assim por diante.

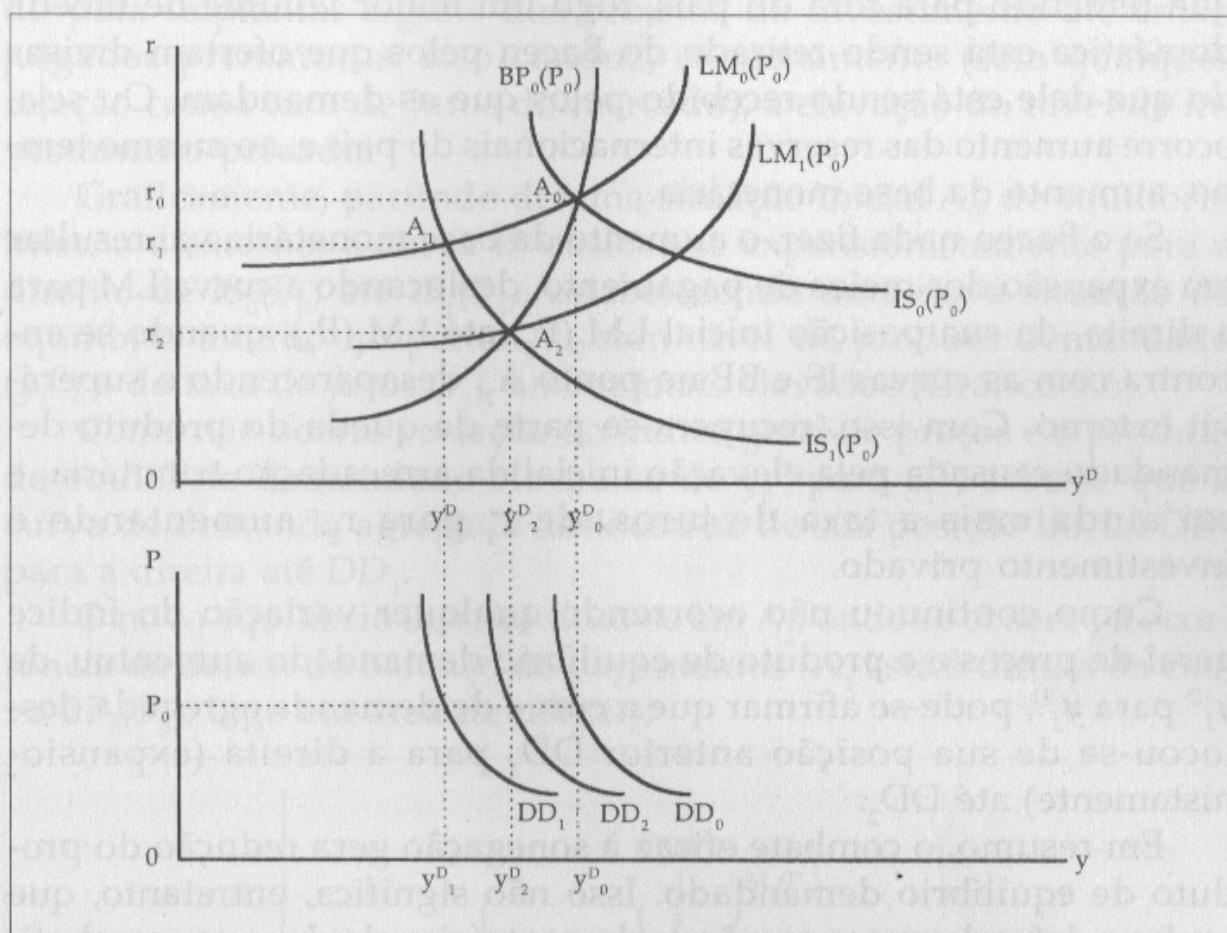


Gráfico 5.5. Aumento da arrecadação tributária.

Estabelecido o novo equilíbrio interno em A_1 , observa-se que se trata de uma situação de superávit do balanço de pagamentos, pois A_1 está à esquerda da curva $BP_0(P_0)$, logo em área de superávit. Ocorre que a queda da renda da sociedade resulta também na queda do consumo. Como parte desse consumo é constituída de produto importado, reduz-se o valor das importações, melhorando a situação da balança comercial, da conta corrente e do balanço de pagamentos.

É claro que a redução da taxa doméstica de juros, de r_0 para r_1 , torna o país menos atrativo aos capitais externos. Mas como a curva BP é bastante inclinada, já que, aos olhos dos investidores internacionais, as aplicações no país ainda apresentam risco elevado, os fluxos de capitais são pouco sensíveis às variações da taxa de juros, de modo que essa fuga de capitais não é suficiente para compensar a elevação do saldo comercial.

Como o balanço de pagamentos está inicialmente em equilíbrio, a melhora da sua situação torna-o superavitário. Com esse superávit, um maior volume de divisas está sendo recebido do exterior do que remetido para fora do país, logo um maior volume de moeda doméstica está sendo retirado do Bacen pelos que ofertam divisas do que dele está sendo recebido pelos que as demandam. Ou seja, ocorre aumento das reservas internacionais do país e, ao mesmo tempo, aumento da base monetária.

Se o Bacen nada fizer, o aumento da base monetária vai resultar em expansão dos meios de pagamento, deslocando a curva LM para a direita, da sua posição inicial $LM_0(P_0)$ até $LM_1(P_0)$, quando se encontra com as curvas IS e BP no ponto A_2 , desaparecendo o superávit externo. Com isso, recupera-se parte da queda do produto demandado causada pela elevação inicial da arrecadação tributária, e cai ainda mais a taxa de juros, de r_1 para r_2 , aumentando o investimento privado.

Como continuou não ocorrendo qualquer variação do índice geral de preços e o produto de equilíbrio demandado aumentou de y_1^D para y_2^D , pode-se afirmar que a curva de demanda agregada deslocou-se de sua posição anterior DD_1 para a direita (expansionistamente) até DD_2 .

Em resumo, o combate eficaz à sonegação gera redução do produto de equilíbrio demandado. Isso não significa, entretanto, que se deva defender a sonegação; pelo contrário, ela deve ser combatida permanentemente como forma de gerar equidade fiscal e, ao mesmo tempo, permitir ao governo um maior nível de gastos sociais. Estes, uma vez realizados, muito provavelmente mais do que compensariam a queda do produto causada pela redução da sonegação.

Variação exógena no lado real da economia

Nos dois casos anteriores, os deslocamentos da curva de demanda agregada da economia foram causados por deslocamentos da curva de equilíbrio do mercado de bens e serviços provocados pelo governo. Quando isso acontece, está-se diante de uma política fiscal expansionista (aumento dos gastos públicos ou redução de tributos) ou contracionista (redução dos gastos públicos ou aumento da arrecadação tributária).

Entretanto, nem sempre é assim. Podem acontecer movimentos autônomos, originados na sociedade, com conseqüências semelhan-

tes às estudadas acima. Suponha-se, por exemplo, que um clima de otimismo tomou conta do meio empresarial. Muito provavelmente diversos empresários concluem que se trata de momento apropriado para implantar alguns dos projetos de investimento até então julgados prematuros. Isso conduz, exogenamente (sem qualquer relação com a taxa de juros do mercado), à elevação do nível de investimento privado.

Graficamente, partindo de uma situação inicial A_0 de equilíbrio interno e externo, a curva IS desloca-se expansionistamente para a direita, de $IS_0(P_0)$ até $IS_1(P_0)$, estabelecendo uma nova situação de equilíbrio interno no ponto A_1 , com nível de produto demandado (y_1^D) e de taxa de juros (r_1), ambos mais elevados (Gráfico 5.6).

Como não ocorre variação do índice geral de preços e o produto de equilíbrio demandado elevou-se de y_0^D para y_1^D , sabe-se que a curva de demanda agregada deslocou-se de sua posição inicial DD_0 para a direita até DD_1 .

O novo equilíbrio interno situa-se em A_1 , onde se observa a ocorrência de déficit do balanço de pagamentos (A_1 está à direita da curva $BP_0(P_0)$, logo em área de déficit).

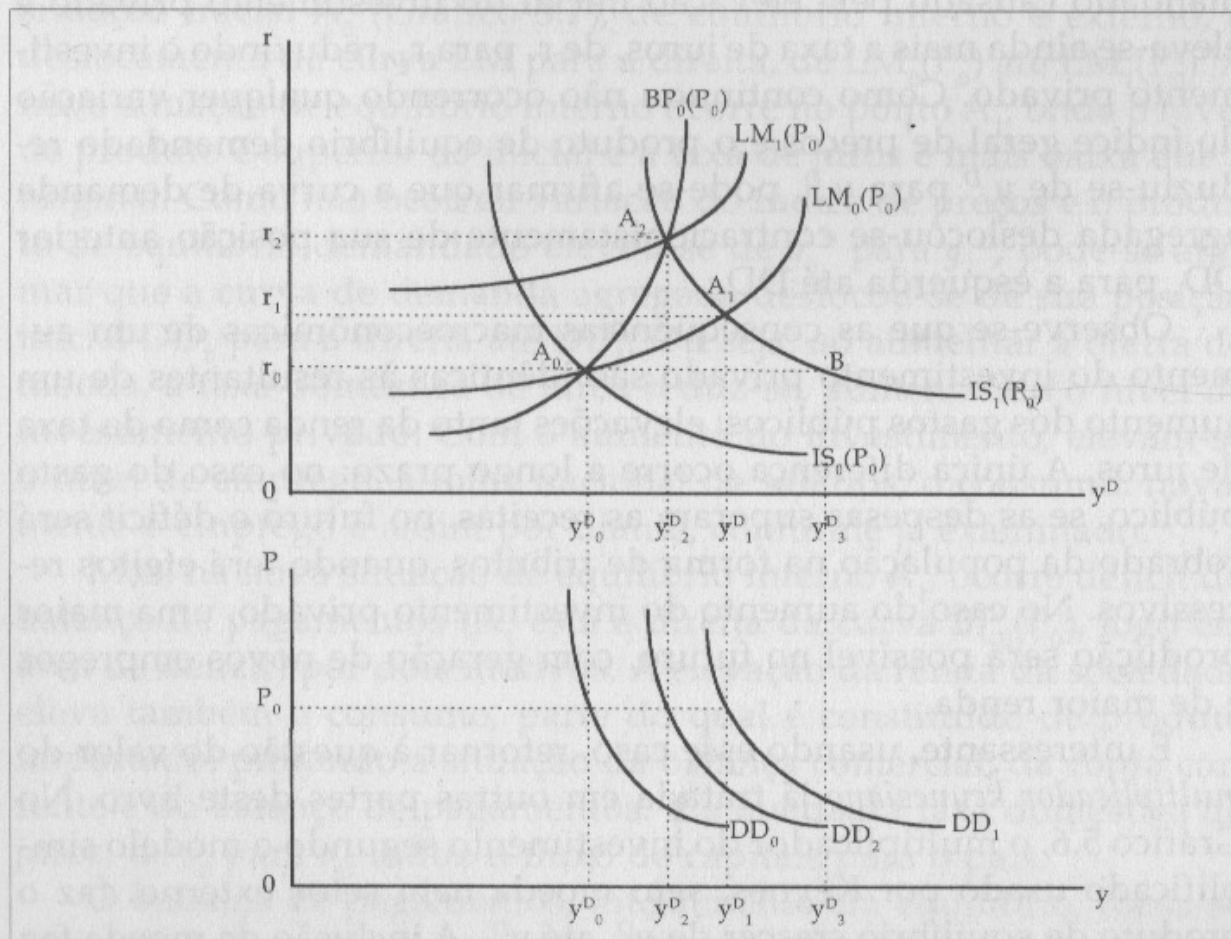


Gráfico 5.6. Aumento exógeno do investimento privado.

A elevação da renda da sociedade eleva também o consumo, parte do qual se constitui de produto importado, piorando a situação da balança comercial, da conta corrente e do balanço de pagamentos, movimento não compensado pelo maior ingresso de capitais externos devido à elevação da taxa de juros (a curva BP é muito inclinada).

Com o balanço de pagamentos inicialmente em equilíbrio, a piora da situação torna-o deficitário. O déficit do balanço de pagamentos significa que um maior volume de divisas está sendo remetido ao exterior do que recebido de fora, logo um maior volume de moeda doméstica está sendo entregue ao Bacen pelos que demandam divisas do que dele sendo retirado pelos que oferecem divisas. Ou seja, ocorre, ao mesmo tempo, redução das reservas internacionais do país e da base monetária.

Se o Bacen nada fizer, a redução da base monetária resulta em contração dos meios de pagamento, deslocando a curva LM para a esquerda, da sua posição inicial $LM_0(P_0)$ até $LM_1(P_0)$, quando se encontra com as curvas IS e BP no ponto A_2 , desaparecendo o déficit externo. Com isso, perde-se uma parte do aumento do produto demandado causado pela elevação inicial do investimento privado e eleva-se ainda mais a taxa de juros, de r_1 para r_2 , reduzindo o investimento privado. Como continuou não ocorrendo qualquer variação do índice geral de preços e o produto de equilíbrio demandado reduziu-se de y_1^D para y_2^D , pode-se afirmar que a curva de demanda agregada deslocou-se contracionistamente de sua posição anterior DD_1 para a esquerda até DD_2 .

Observe-se que as conseqüências macroeconômicas de um aumento do investimento privado são idênticas às resultantes de um aumento dos gastos públicos: elevações tanto da renda como da taxa de juros. A única diferença ocorre a longo prazo: no caso do gasto público, se as despesas superam as receitas, no futuro o déficit será cobrado da população na forma de tributos, quando terá efeitos recessivos. No caso do aumento do investimento privado, uma maior produção será possível no futuro, com geração de novos empregos e de maior renda.

É interessante, usando esse caso, retornar à questão do valor do *multiplicador keynesiano* já tratada em outras partes deste livro. No Gráfico 5.6, o multiplicador do investimento segundo o modelo simplificado usado por Keynes, sem moeda nem setor externo, faz o produto de equilíbrio crescer de y_0^D até y_3^D . A inclusão da moeda faz o produto crescer apenas até y_1^D . A inclusão adicional do setor ex-

terno reduz ainda mais o impacto de um aumento do investimento privado sobre o produto, que agora cresce somente até $y_2^D < y_1^D < y_3^D$. E vale lembrar que o modelo que se está desenvolvendo ainda permanece longe de completar-se.

POLÍTICA MONETÁRIA

Já se tratou da política monetária em um modelo em que o setor externo participava apenas como um conjunto de variáveis exógenas. Agora tem-se o setor externo totalmente desenvolvido e, por isso, é necessário rever os exercícios realizados na situação anterior.

Suponha-se que os economistas do Bacen diagnosticam um princípio de desaquecimento da economia, desnecessário tendo em vista que não há qualquer pressão inflacionista de preços e que é confortável a situação do balanço de pagamentos. Nesse caso, é desejável a realização de uma política monetária expansionista, como a redução da taxa de redesconto por parte do Bacen, por exemplo.

Graficamente, a execução dessa política causa, a partir de uma situação inicial A_0 (Gráfico 5.7), de equilíbrio interno e externo, o deslocamento da curva LM para a direita, de $LM_0(P_0)$ até $LM_1(P_0)$. A nova situação de equilíbrio interno ocorre no ponto A_1 , onde o nível de produto é superior ao inicial e a taxa de juros é mais baixa que a original. Como não ocorreu variação do índice de preços e o produto de equilíbrio demandado elevou-se de y_0^D para y_1^D , pode-se afirmar que a curva de demanda agregada deslocou-se de sua posição inicial DD_0 para a direita até DD_1 . Ou seja, ao aumentar a oferta de moeda, a taxa doméstica de juros reduz-se, aumentando o nível de investimento privado. Com o aumento do investimento, elevam-se o nível de emprego, a folha nacional de salários, o consumo, novamente o emprego e assim por diante, conforme já examinado.

Mas, na nova situação de equilíbrio interno A_1 , ocorre déficit do balanço de pagamentos (A_1 está à direita da curva $BP_0(P_0)$, logo em área de déficit) por dois motivos. A elevação da renda da sociedade eleva também o consumo, parte do qual é constituído de produto importado, piorando a situação da balança comercial, da conta corrente e do balanço de pagamentos. E a queda da taxa doméstica de juros, de r_0 para r_1 , reduz o fluxo de capitais para o país.

O balanço de pagamentos, inicialmente em equilíbrio, torna-se deficitário, passando a ocorrer, simultaneamente, redução das reservas internacionais do país e da base monetária. A redução da base

monetária contrai os meios de pagamento, deslocando a curva LM para a esquerda.

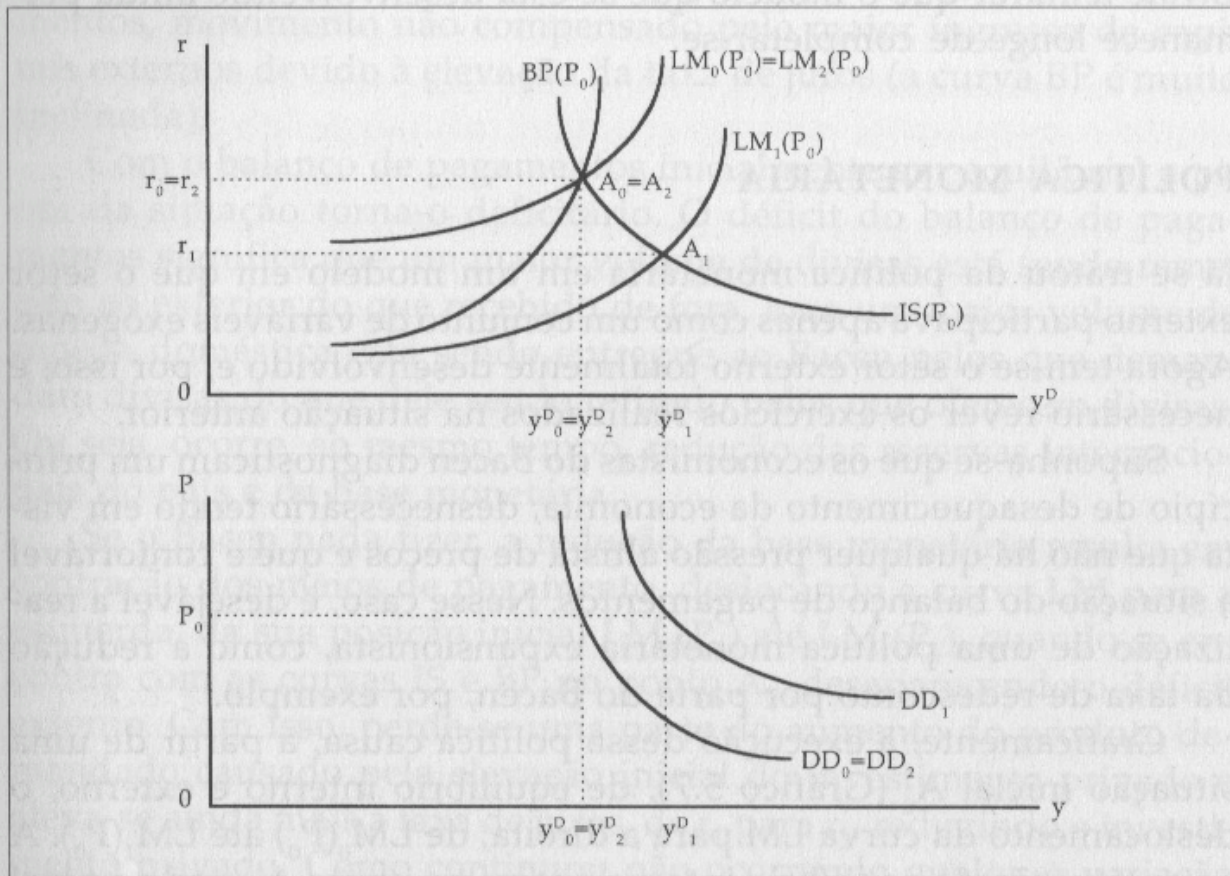


Gráfico 5.7. Expansão monetária.

Enquanto a curva LM desloca-se contracionistamente, o nível de produto está caindo e a taxa de juros aumentando, reduzindo o déficit do balanço de pagamentos, tanto na conta corrente como na de capital. Esse deslocamento da LM somente se encerra quando não mais se registra perda de reservas internacionais, isto é, quando o balanço de pagamentos está novamente em equilíbrio. Isso ocorre quando a curva LM atinge a posição $LM_2(P_0)$, que coincide exatamente com a posição inicial $LM_0(P_0)$, voltando a encontrar-se com as mesmas curvas IS e BP, no mesmo ponto inicial A_0 .

Em resumo, anularam-se totalmente os efeitos da elevação inicial da base monetária, razão pela qual é comum dizer-se que, fixada uma taxa de câmbio, a política monetária perde sua eficácia.

POLÍTICAS CAMBIAL E COMERCIAL

Alteração da taxa de câmbio

Neste capítulo, está-se examinando, até aqui sem uma referência explícita, o regime cambial de taxas fixas de câmbio, no qual o Bacen estabelece o valor da taxa de câmbio. À taxa de câmbio por ele estabelecida, o Bacen compra ou vende a quantidade de divisas que lhe é oferecida ou demandada.

Não se deve concluir que a taxa de câmbio, por ser "fixa", não pode variar. Muito pelo contrário, é nesse regime que se podem estudar as conseqüências da política cambial (das variações da taxa de câmbio patrocinadas pelo Bacen) sobre as demais variáveis macroeconômicas relevantes. Um nome melhor para esse regime cambial talvez fosse o de taxas de câmbio administradas (fixadas) pelo Bacen, já que o termo fixa tem, para muitas pessoas de língua portuguesa, a acepção de algo estável ou permanente.

Tratando-se, porém, de denominação universalmente aceita, é mantida neste texto.

Imagine-se que, a partir de uma situação inicial de equilíbrio interno e externo, o Bacen resolve realizar uma desvalorização da taxa de câmbio.²

Já se sabe que os agregados macroeconômicos que dependem diretamente da taxa de câmbio são as exportações e as importações de bens e serviços não-fatores, que participam tanto do mercado de produtos como do setor externo, cujas equações de equilíbrio, IS e BP, respectivamente, são a seguir reescritas:

² Pode parecer estranho o Bacen patrocinar uma desvalorização em uma situação de equilíbrio interno e externo, mas, muitas vezes, trata-se de uma política correta. Se o equilíbrio do balanço de pagamentos está sendo obtido através de elevado ingresso de capitais (obviamente com déficits em conta corrente da mesma magnitude), atraídos por uma alta taxa de juros praticada no país, é desejável que se faça uma desvalorização cambial, de modo a eliminar, ou pelo menos reduzir, o déficit corrente e, eventualmente, até mesmo, reduzir a taxa de juros. É claro que um país não pode depender eternamente de capitais externos para equilibrar seu balanço de pagamentos, sendo muito provável que, em algum momento, comecem a surgir desconfianças com relação a sua capacidade de honrar os compromissos externos. Nesse momento, a política começa a fracassar, inicialmente, tornando-se cada vez mais dispendiosa (elevação da taxa de juros para manter o fluxo de capitais para o país) e terminando por tornar-se inviável.

$$i(r) + g + x(P, P^*, TC, y^*) - m(P, P^*, TC, y) = s(yd) + t(y) + rl(r^*, DE)$$

ou

$$IS^I(r, g, P, P^*, TC, y^*) = IS^S(P, P^*, TC, y, t, r^*, DE); e$$

$$scc(P, P^*, TC, y, y^*, r^*, DE) = -sck(r, r^*) \quad (5.9).$$

Examinando as equações, conclui-se que a elevação da taxa de câmbio aumenta o valor das exportações e reduz o das importações, expandindo o mercado do produto e aumentando o saldo das contas externas.

Graficamente, as curvas IS e BP deslocam-se para a direita de suas posições iniciais para as novas localizações $IS_1(P_0)$ e $BP_1(P_0)$, respectivamente (Gráfico 5.8). Horizontalmente, esses deslocamentos devem ter a mesma magnitude, uma vez que a taxa de câmbio afeta igualmente as curvas IS e BP, significando que, na interseção das duas novas curvas, a taxa de juros é a mesma da situação original.

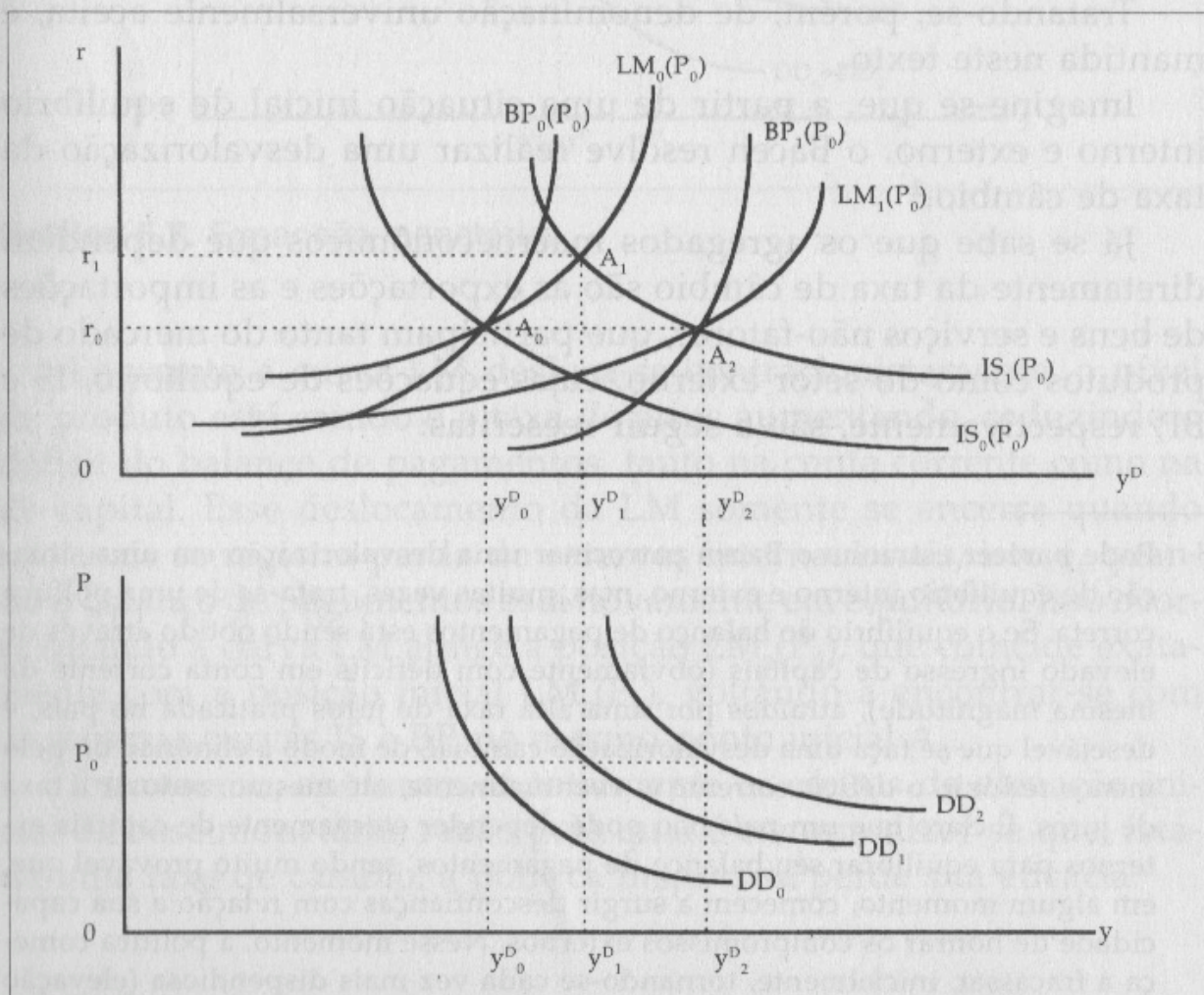


Gráfico 5.8. Elevação da taxa de câmbio.

A economia abandona a situação inicial de equilíbrio interno e externo representada pelo ponto A_0 , caminhando até uma nova situação de equilíbrio doméstico no ponto A_1 , onde ocorre superávit no balanço de pagamentos.

Como não ocorreu qualquer alteração do índice geral de preços, e o produto de equilíbrio demandado elevou-se de y_0^D para y_1^D , pode-se afirmar que a curva de demanda agregada deslocou-se de sua posição inicial DD_0 para a direita (expansionistamente) até DD_1 . Ou seja, ao desvalorizar a moeda, o governo torna a produção nacional mais competitiva do que antes, aumentando a demanda pelos produtos do país tanto no mercado doméstico como no externo.

Isso aumenta as exportações e reduz as importações de bens e serviços não-fatores, criando novos empregos diretos (as pessoas diretamente envolvidas na produção das novas exportações ou na substituição de importações). Inúmeros aumentos de demanda passam a ocorrer em diversos mercados, onde novos empregos (indiretos) são criados para atendê-la.

Esses novos empregos (assim como os novos lucros, aluguéis etc. que são gerados) representam acréscimos de renda que, ao se transformarem em consumo, causam acréscimos de demandas em novos mercados, que, por sua vez, resultam em novos empregos e assim por diante. São todas essas elevações da renda que explicam o aumento do produto demandado de y_0^D para y_1^D .

Estabelecida a nova situação de equilíbrio interno em A_1 , com superávit no balanço de pagamentos, duas são as posturas mais comumente assumidas pelo Bacen.

A primeira possibilidade é a de o Bacen praticar o que comumente se denomina política monetária passiva, isto é, não fazer nada.

Permitindo a expansão monetária decorrente do superávit do balanço de pagamentos, o Bacen aceita o deslocamento da curva LM da sua posição original $LM_0(P_0)$ mais para a direita até $LM_1(P_0)$, quando se encontra com as curvas IS e BP no ponto A_2 . O produto demandado cresce mais ainda, aumentando as importações, enquanto a queda da taxa de juros reduz o fluxo de capitais para o país, combinação de movimentos que faz desaparecer o superávit externo em uma nova situação de equilíbrio interno e externo.

Nesse caso, a desvalorização cambial não gera melhora global do balanço de pagamentos, mas causa uma reestruturação interna; aumenta o saldo da conta corrente e diminui o da conta de capital, tornando o país menos dependente dos capitais externos. Além disso, o nível do produto demandado eleva-se tanto diretamente, em

decorrência da desvalorização cambial, como indiretamente, devido à expansão monetária resultante do superávit externo.³

Uma segunda possibilidade é a de o Bacen desejar elevar as reservas internacionais, talvez para reduzir os riscos de alguma crise de confiança com relação às possibilidades de o país honrar seus compromissos externos, fato comum quando a economia registra continuados déficits em conta corrente. Com esse objetivo, ele deve impedir o deslocamento expansionista da curva LM, *esterilizando* os efeitos monetários do aumento das reservas internacionais decorrente do superávit externo. Pode-se fazer isso de diversas formas, como, por exemplo, vendendo títulos ao setor privado, em montante exatamente igual ao do aumento das reservas internacionais. A economia permanece em A_1 , posição a que chegou após a desvalorização cambial, com superávit no balanço de pagamentos e aumentos idênticos das reservas internacionais e da dívida pública.

Impostos e subsídios no comércio externo

Analisadas as políticas fiscal, monetária e cambial, resta estudar um tipo de atuação do governo comumente denominada como política de comércio exterior ou, simplesmente, política comercial, e que se materializa através da utilização de impostos ou subsídios (instrumentos de política fiscal) incidindo especificamente sobre os produtos de importação e de exportação do país.

A instituição de um subsídio às exportações ou de um imposto sobre as importações, embora resulte em acréscimo de despesa ou de receita do governo, não costuma ter qualquer objetivo de política fiscal. Seu impacto sobre as contas do setor público é geralmente pouco significativo, razão pela qual costuma ser tratado como um caso especial de política cambial, que gera algum impacto fiscal.

³ É importante aqui uma advertência: não se deve inferir, a partir do acima descrito, que a desvalorização cambial é um bom remédio para todos os males da economia. O fato de tornar o país mais competitivo e menos dependente de capitais externos, além de elevar o produto demandado, é apenas o aspecto desejável das conseqüências. Ainda é cedo para afirmar que essa ou aquela medida é aconselhável, pois o modelo macroeconômico que se está desenvolvendo ainda não está completo.

De fato, um subsídio às exportações equivale, tanto para os exportadores como para a economia, ao estabelecimento de uma taxa de câmbio mais elevada, específica para os produtos contemplados, exceto no que se refere ao acréscimo de despesa do governo. Por exemplo, se o governo credita ao exportador um valor igual a 10% do montante das suas vendas externas, para esse exportador isso significa o mesmo que um aumento da taxa de câmbio no mesmo percentual. Suas decisões são idênticas nos dois casos, logo afetam a economia da mesma maneira.

O mesmo ocorre com a imposição de uma tarifa sobre as importações. As decisões do importador são as mesmas tanto quando é criada uma tarifa sobre os produtos que importa como quando de uma elevação da taxa de câmbio.⁴

Os governos usam esses instrumentos (subsídios às exportações e tarifas sobre as importações) quando desejam discriminar a favor ou contra determinados produtos de exportação ou importação. Enquanto a alteração da taxa de câmbio é genérica no sentido da sua abrangência, os subsídios são concedidos às exportações que se pretende estimular e as tarifas incidem sobre as importações que se deseja conter ou, até mesmo, eliminar.

Também é comum, principalmente associada às desvalorizações da taxa de câmbio, a introdução de impostos sobre determinados produtos de exportações que não necessitam do estímulo cambial, pois já exportam no limite da sua capacidade, ou cuja exportação não interessa estimular, já que necessários ao abastecimento doméstico. Entretanto, esses são instrumentos condenados pelas instituições internacionais que regulam, ou pelo menos tentam regular, as relações internacionais de comércio.

Observe-se, então, o que acontece quando o governo resolve, por exemplo, instituir uma tarifa sobre todas as importações do país. Deve-se raciocinar como se o regime cambial passasse a ser de taxa de câmbio dupla, uma para as exportações (a taxa de câmbio oficial) e outra mais elevada (porque acrescida da tarifa) para as im-

⁴ Na verdade, se criados simultaneamente e com igual alíquota um subsídio para todas as exportações e uma tarifa sobre todas as importações e se isso resultar em equilíbrio comercial, então essas medidas têm impactos absolutamente idênticos aos de uma elevação da taxa de câmbio no mesmo percentual. Isso porque nem mesmo as contas públicas sofrem qualquer alteração, pois as despesas com os subsídios são exatamente cobertas pela receita da tarifa.

portações. As equações de equilíbrio dos três mercados (fiscal, monetário e externo) passam a ser descritas por:

$$i(r) + g + x(P, P^*, TC, y^*) - m(P, P^*, TC^m, y) = s(yd) + t(y) + rl(r^*, DE),$$

$$(M^E + M^I) / P = k(y) + l(r) \quad \text{e}$$

$$scc(P, P^*, TC, TC^m, y, y^*, r^*, DE) = -sck(r, r^*) \quad (5.10).$$

A taxa de câmbio específica para as importações (TC^m) é igual à original, que permanece relevante para as demais transações do balanço de pagamentos, acrescida da tarifa, ou seja:

$$TC^m = (1 + \alpha).TC \quad (5.11),$$

onde α é a alíquota da tarifa sobre as importações do país.

A introdução de uma tarifa sobre as importações, a partir de uma situação inicial de equilíbrio interno e externo A_0 , deve deslocar para a direita a curva IS, desde que o impacto positivo sobre o produto doméstico decorrente da queda das importações seja maior que o impacto negativo sobre o produto demandado derivado do aumento da arrecadação tributária. Também deve deslocar para a direita a curva de equilíbrio do balanço de pagamentos, existindo razões para acreditar-se que o deslocamento da BP é maior que o deslocamento da IS. A principal dessas razões já foi tratada, e refere-se ao aumento da arrecadação tributária, que reduz o deslocamento expansionista da IS. Das suas posições iniciais $IS_0(P_0)$ e $BP_0(P_0)$, as duas curvas deslocam-se até $IS_1(P_0)$ e $BP_1(P_0)$, respectivamente (Gráfico 5.9). Com o deslocamento da IS, o equilíbrio interno vai de A_0 para A_1 , deslocando a demanda agregada da economia de DD_0 para DD_1 .

No ponto A_1 , entretanto, passa a ocorrer superávit do balanço de pagamentos, já que ele está à esquerda da curva BP, fazendo o Bacen acumular reservas internacionais e emitir base monetária em igual valor. Essa emissão de moeda primária vai crescer através do mecanismo do multiplicador monetário, transformando-se em uma expansão dos meios de pagamento (oferta de moeda) e provocando o deslocamento para a direita da curva LM.

Se, por qualquer motivo, deseja elevar as reservas internacionais do país, o Bacen deve impedir esse deslocamento expansionista da curva LM. Assim, *esteriliza* os efeitos monetários do aumento das

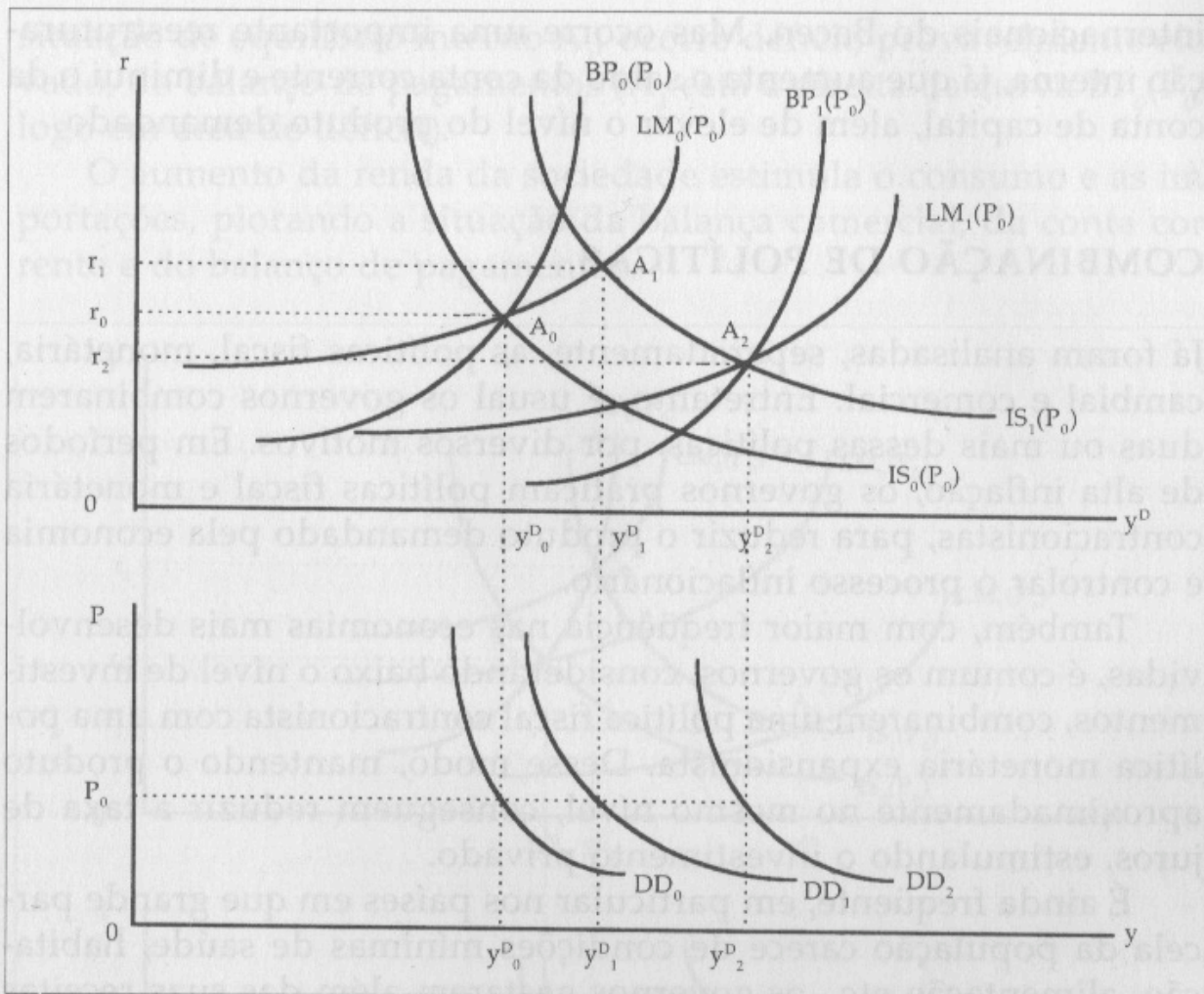


Gráfico 5.9. Tarifa sobre as importações.

reservas internacionais decorrente do superávit externo. Isso pode ser feito com a utilização contracionista de qualquer dos instrumentos de política monetária. Nesse caso, A_1 é a situação final, onde ocorre equilíbrio interno com superávit no balanço de pagamentos. Mas, se o Bacen permitir a expansão monetária decorrente do superávit do balanço de pagamentos, a curva LM desloca-se para a direita até $LM_1(P_0)$, deslocando também a curva de demanda agregada para a direita até DD_2 .

A nova curva LM encontra-se com as curvas IS e BP, no ponto A_2 , representativo de uma nova situação de equilíbrio interno e externo. Nela, o produto demandado é ainda maior, aumentando as importações, ao mesmo tempo que a queda da taxa de juros reduz o fluxo de capitais para o país, combinação de movimentos responsável pela eliminação do superávit externo. A política comercial (criação de tarifa sobre as importações) mantém, nesse caso, o balanço de pagamentos em equilíbrio, sem modificar o nível das reservas

internacionais do Bacen. Mas ocorre uma importante reestruturação interna, já que aumenta o saldo da conta corrente e diminui o da conta de capital, além de elevar o nível do produto demandado.

COMBINAÇÃO DE POLÍTICAS

Já foram analisadas, separadamente, as políticas fiscal, monetária, cambial e comercial. Entretanto, é usual os governos combinarem duas ou mais dessas políticas, por diversos motivos. Em períodos de alta inflação, os governos praticam políticas fiscal e monetária contracionistas, para reduzir o produto demandado pela economia e controlar o processo inflacionário.

Também, com maior freqüência nas economias mais desenvolvidas, é comum os governos, considerando baixo o nível de investimentos, combinarem uma política fiscal contracionista com uma política monetária expansionista. Desse modo, mantendo o produto aproximadamente no mesmo nível, conseguem reduzir a taxa de juros, estimulando o investimento privado.

É ainda freqüente, em particular nos países em que grande parcela da população carece de condições mínimas de saúde, habitação, alimentação etc., os governos gastarem além das suas receitas tributárias ($g > t$), tentando amenizar tais carências. Não possuindo o volume de recursos necessários, os governos emitem títulos públicos no valor do déficit incorrido e os entregam ao Bacen, em troca do financiamento de que necessitam. Esse caso é agora analisado como ilustração da utilização combinada de duas políticas (Gráfico 5.10).

Observe-se que tanto a política fiscal como a monetária são expansionistas. Devido ao aumento do gasto público, a curva IS desloca-se da sua posição original $IS_0(P_0)$ para a direita, até $IS_1(P_0)$. A emissão de base monetária patrocinada pelo Bacen para atender aos interesses do governo eleva a oferta nominal de moeda através do processo de multiplicação monetária, deslocando a curva LM também para a direita, de sua posição original $LM_0(P_0)$ para $LM_1(P_0)$. A combinação desses dois deslocamentos no mesmo sentido gera grande deslocamento expansionista da demanda agregada da economia.

O produto demandado eleva-se significativamente, mas nada se pode afirmar a respeito da taxa de juros, que pode aumentar ou diminuir, dependendo da eficácia das duas políticas. Porém, na nova

situação de equilíbrio interno A_1 , ocorre déficit, provavelmente elevado, do balanço de pagamentos (A_1 está à direita da curva $BP_0(P_0)$, logo em área de déficit).

O aumento da renda da sociedade estimula o consumo e as importações, piorando a situação da balança comercial, da conta corrente e do balanço de pagamentos.

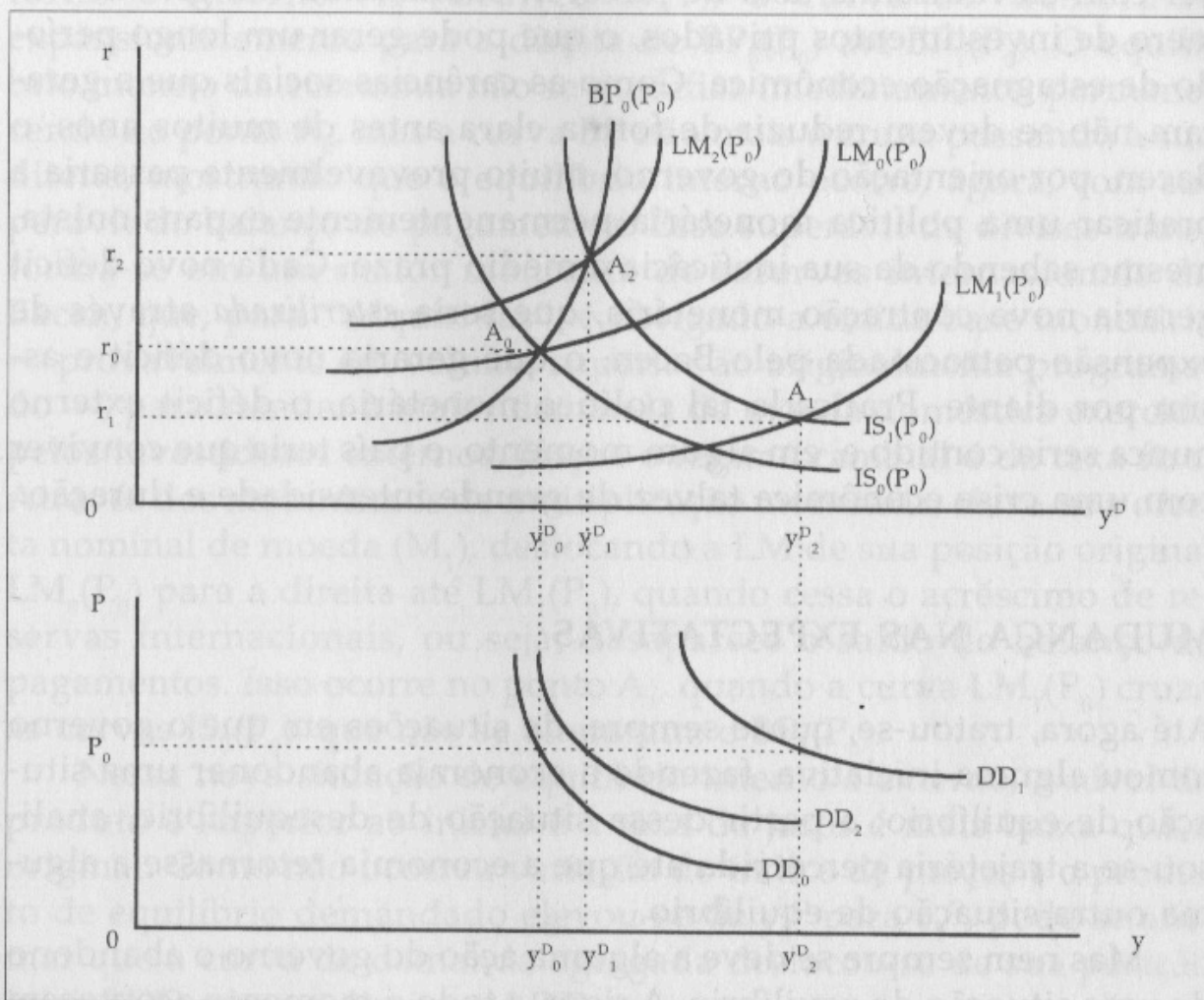


Gráfico 5.10. Aumento dos gastos públicos e expansão monetária.

Como, inicialmente, o balanço de pagamentos é equilibrado, a piora torna-o deficitário, provocando redução simultânea das reservas internacionais do país e da base monetária. Se nada mais for feito, a redução da base monetária vai resultar em contração dos meios de pagamento, deslocando a curva LM para a esquerda, de $LM_1(P_0)$ até uma nova posição $LM_2(P_0)$. Essa é a única posição da LM que permite sua interseção simultânea, no ponto A_2 , com a nova curva $IS_1(P_0)$ e com a curva $BP_0(P_0)$, que não se deslocou.

Em A_2 , onde todos os movimentos já cessaram e a economia voltou ao equilíbrio interno e externo, perdeu-se uma parcela do crescimento inicial do produto demandado (de y_1^D para y_2^D) e a taxa de juros elevou-se significativamente (de r_1 para r_2).

Caso essa combinação de políticas seja continuada, período após período, é razoável imaginar-se que essa economia terá que conviver com elevadíssima taxa de juros, inviabilizando um grande número de investimentos privados, o que pode gerar um longo período de estagnação econômica. Como as carências sociais que a geraram não se devem reduzir de forma clara antes de muitos anos, o Bacen, por orientação do governo, muito provavelmente passaria a praticar uma política monetária permanentemente expansionista, mesmo sabendo da sua ineficácia a médio prazo. Cada novo déficit geraria nova contração monetária, que seria *esterilizada* através de expansão patrocinada pelo Bacen, o que geraria novo déficit e assim por diante. Praticada tal política monetária, o déficit externo nunca seria contido e, em algum momento, o país teria que conviver com uma crise econômica talvez de grande intensidade e duração.

MUDANÇA NAS EXPECTATIVAS

Até agora, tratou-se, quase sempre, de situações em que o governo tomou alguma iniciativa, fazendo a economia abandonar uma situação de equilíbrio; a partir dessa situação de desequilíbrio, analisou-se a trajetória percorrida até que a economia retornasse a alguma outra situação de equilíbrio.

Mas nem sempre se deve a alguma ação do governo o abandono de uma situação de equilíbrio. A rigor, a todo o momento acontecem decisões de empresas ou de pessoas que tiram a economia de sua situação anterior, mas decisões de um indivíduo ou um pequeno grupo de agentes normalmente sequer são notadas, já que causam efeitos de magnitude imperceptível.

Já se fez referência ao fato de as variações das reservas internacionais serem fontes de variação da base monetária, muitas vezes fora do controle do Bacen, dando origem a deslocamentos da economia. Ou seja, o resultado do balanço de pagamentos produz impactos monetários que tiram a economia de situações de equilíbrio, sem que tenha havido qualquer ação deliberada do governo. Examina-se, a seguir, o caso de uma elevação exógena das reservas internacionais do país.

Suponha-se que, devido a repentino clima de otimismo com relação ao futuro da economia, os investidores internacionais aumentaram suas aplicações nas bolsas de valores. Partindo de uma situação inicial de equilíbrio interno e externo, esse ingresso de capitais resulta em superávit do balanço de pagamentos.

Graficamente, a partir de uma situação inicial de equilíbrio interno e externo A_0 (Gráfico 5.11), a curva BP desloca-se expansionistamente para a direita de $BP_0(P_0)$ até $BP_1(P_0)$. O equilíbrio interno da economia não se modifica imediatamente, permanecendo no ponto A_0 , mas a curva BP não mais o cruza passando à sua direita, mostrando que o equilíbrio interno ocorre, agora, com superávit do balanço de pagamentos. Esse superávit de divisas transforma-se em um maior montante de reservas internacionais do Bacen, que, para "adquiri-las", é obrigado a emitir base monetária — provavelmente em volume superior ao originalmente programado —, para atender à maior demanda de moeda doméstica exercida pelos investidores externos, já que o regime cambial é de taxa fixa. Através dos mecanismos de multiplicação monetária, eleva-se a oferta nominal de moeda (M_1), deslocando a LM de sua posição original $LM_0(P_0)$ para a direita até $LM_1(P_0)$, quando cessa o acréscimo de reservas internacionais, ou seja, desaparece o saldo do balanço de pagamentos. Isso ocorre no ponto A_1 , quando a curva $LM_1(P_0)$ cruza as curvas $IS_0(P_0)$, que não se alteraram, e $BP_1(P_0)$.

Nessa nova situação de equilíbrio interno e externo, o nível de produto é superior ao inicial e a taxa de juros é mais baixa que a original. Como não ocorreu variação do índice de preços e o produto de equilíbrio demandado elevou-se de y_0^D para y_1^D , pode-se afirmar que a curva de demanda agregada deslocou-se de sua posição inicial DD_0 para a direita até DD_1 .

O aumento da oferta de moeda reduz a taxa doméstica de juros, estimulando o investimento privado. Com o aumento do investimento, elevam-se o nível de emprego, a folha nacional de salários, o consumo, novamente o emprego e assim por diante, como já examinado, conduzindo a economia, ao longo da curva IS, de A_0 até A_1 .

Como já se alertou, a continuação do processo de ajustamento da economia às novas condições do balanço de pagamentos depende da atuação do Bacen. Nos parágrafos acima, admitiu-se que o Bacen permite a expansão monetária que acompanha o superávit externo no regime de taxa de câmbio fixa, aceitando o deslocamento da curva LM até $LM_1(P_0)$, que leva a economia até a algum ponto como $A_1(y_1^D, r_1)$, em uma nova situação de equilíbrio interno e exter-

no. Mas o Bacen pode preferir controlar o aquecimento da economia, colocando títulos no mercado em montante exatamente igual ao aumento das reservas internacionais, por exemplo, não permitindo — *esterilizando* — a expansão monetária decorrente do aumento das reservas internacionais, e assim mantendo a economia em $A_0(y_1^D, r_0)$. Enquanto isso ocorresse, haveria contínuo aumento das reservas internacionais e, em contrapartida, igual elevação da dívida pública em poder do setor privado da economia.

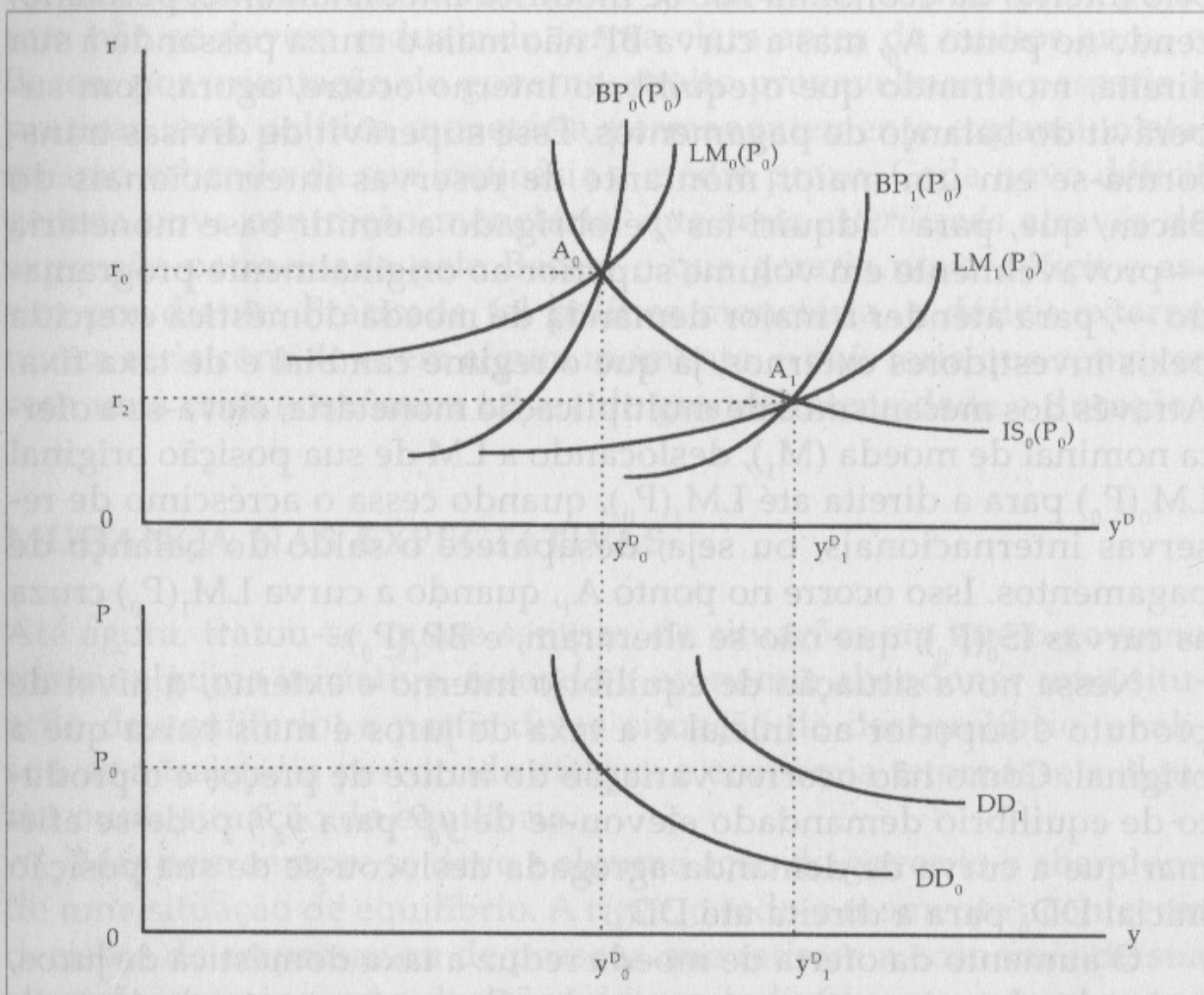


Gráfico 5.11. Melhora das expectativas.

EXERCÍCIOS REFERENCIAIS

Exercício 5.A: Equilíbrio interno e externo em regime de taxa fixa de câmbio

A partir das estatísticas básicas de determinado país e de informações sobre a economia mundial coletadas junto a instituições internacionais, obteve-se um conjunto de informações que, tratadas econometricamente, resultaram nas seguintes relações comportamentais:

- Consumo privado: $c = 12,5 + 0,75.yd$;
- Arrecadação tributária: $t = -25 + 0,2.y$;
- Investimento privado: $i = 180 - 400.r$;
- Exportações: $x = 10 - 5.P + 6.P^* + 10.TC + 15 \times 10^{-6}.y^*$;
- Importações: $m = 20 + 10.P - 7.P^* - 10.TC + 0,05.y$;
- Renda líquida enviada ao exterior: $rl = 5 + 200.r^*$;
- Demanda real de moeda: $m^D = 3 + 0,04.y - 100.r$; e
- Saldo da conta de capital: $sck = 25 + 100.(r - r^*)$,

onde yd é a renda disponível do setor privado e y é o produto do país, ambas medidas em US\$ bilhões; r e r^* são as taxas de juros doméstica e internacional, esta última atualmente estável no patamar de 5% ao ano; P e P^* são os índices de preços doméstico e externo, atualmente iguais a 1,2 e 1,0, respectivamente; TC é a taxa de câmbio, fixada pelo Banco Central em 1,5 unidade de moeda doméstica por US\$; e y^* é a renda mundial, estimada em US\$ 1.000 trilhões.

Sabe-se, ainda, que o gasto do setor público atinge anualmente a cifra de US\$ 150 bilhões e que a oferta de moeda encontra-se estabilizada em US\$ 36 bilhões.

Questões

1. Encontre as equações de equilíbrio dos mercados de bens e serviços e monetário.
2. Encontre as equações do saldo em conta corrente e do equilíbrio externo.

3. Quais os valores de equilíbrio da renda e da taxa de juros?
4. Quantifique os saldos comercial, da conta corrente e do balanço de pagamentos dessa economia.
5. Analise a situação das contas externas do país.
6. Represente graficamente as curvas IS, LM e BP.

Exercício 5.B: Política econômica em regime de taxa fixa de câmbio

Pesquisas econômicas indicam que valem as seguintes equações de equilíbrio dos mercados do produto e monetário:

- Curva IS: $1000.r = 482,4 - 0,88.y + 80 / P$; e
- Curva LM: $8.r = (-7,2 + 0,01.P.y) / (1 + P)$.

Para o balanço de pagamentos, obteve-se

- Curva BP: $100.r = 0,1.y + 5.P - 48$,

onde y é a renda, medida em US\$ bilhões, r é a taxa de juros e P é o índice geral de preços.

Questões

1. Encontre a curva de demanda agregada (DD) dessa economia.
2. Encontre os valores de y , r e P que equilibram, simultaneamente, os mercados do produto e monetário e o balanço de pagamentos.
3. Represente graficamente, em um diagrama rx_y , as curvas IS, LM e BP para o índice de preços encontrado como o de equilíbrio, e, em um diagrama Px_y , a curva de demanda agregada da economia.
4. Esboce graficamente e explique os deslocamentos ocorridos das curvas IS, LM e BP e da demanda agregada da economia (DD) nas seguintes situações, independentes uma da outra:
 - 4.1. O governo eleva seus gastos;
 - 4.2. Ocorre um fluxo de capitais do exterior para aplicações nas bolsas de valores desse país;
 - 4.3. O governo promove uma desvalorização cambial;
 - 4.4. Na negociação com os banqueiros internacionais, o país obtém uma grande redução no estoque da sua dívida externa;
 - 4.5. A economia mundial entra em fase de forte recessão.

LEITURA ADICIONAL

- Abel, Andrew B. e Ben S. Bernanke. *Macroeconomics*, 2ª edição, Addison-Wesley Publishing Company, 1995, cap. 14 (pp. 495-502 e 509-517).
- Argy, Victor. *International Macroeconomics: Theory and Policy*, Routledge, 1994, cap. 6 (pp. 53-66).
- Barro, Robert J. *Macroeconomics*, 4ª edição, John Wiley & Sons, Inc., 1993, cap. 16 (pp. 432-439).
- Branson, William H. *Macroeconomia, Teoria e Política*, tradução da 2ª edição em inglês, Fundação Calouste Gulbenkian, Lisboa, 1979, cap. 14 (pp. 457-466).
- Branson, William H. *Macroeconomic: Theory and Policy*, 3ª edição, Harper & Row, Publishers, 1989, cap. 17 (pp. 413-419).
- Branson, William H. e James M. Litvak. *Macroeconomia*, Editora Harper & Row do Brasil Ltda., 1978, cap. 16 (pp. 354-360).
- Burda, Michael e Charles Wyplosz. *Macroeconomics: A European Text*, Oxford University Press, 1993, cap. 12 (pp. 258-264).
- Caves, Richard E., Jeffrey A. Frankel e Ronald W. Jones. *World Trade and Payments: An Introduction*, 7ª edição, Harper Collins College Publishers, 1995, caps. 19 (pp. 391-409) e 23 (pp. 529-548).
- Dernburg, Thomas F. *Global Macroeconomics*, Harper & Row, Publishers, 1989, caps. 5 (pp. 112-117), 6 (pp. 122-149) e 10 (pp. 260-293).
- Dernburg, Thomas F. *Macroeconomics*, 7ª edição, McGraw-Hill Book Company, 1985, cap. 16 (pp. 379-393).
- Dornbusch, Rudiger e Stanley Fischer. *Macroeconomics*, 5ª edição, McGraw-Hill Publishing Company, 1990, cap. 20 (pp. 749-767).
- Dunn Jr., Robert M. e James C. Ingram. *International Economics*, 4ª edição, John Wiley & Sons, Inc., 1996, caps. 16 (pp. 357-381) e 17 (pp. 383-403).
- Ghatak, Subrata, Nigel M. Healey e Peter Jackson. *The Macroeconomic Environment*, Oxford University Press, 1995, cap. 14 (pp. 232-248).
- Hall, Robert E. e John B. Taylor. *Macroeconomia: Teoria, Desempenho e Política*, Editora Campus Ltda., 1989, caps. 9 (pp. 236-240) e 17 (pp. 445-465).
- Jha, Raghendra. *Macroeconomics for Developing Countries*, Routledge, 1994, cap. 6 (pp. 93-101).

- Krugman, Paul R. e Maurice Obstfeld. *International Economics: Theory and Policy*, 3ª edição, Harper Collins College Publishers, 1994, caps. 18 (pp. 479-508) e 19 (pp. 523-555).
- Leite, José Alfredo A. *Macroeconomia: Teoria, Modelos e Instrumentos de Política Econômica*, Editora Atlas S.A., 1994, cap. 9 (pp. 324-334).
- Mankiw, N. Gregory. *Macroeconomics* 2ª edição, Worth Publishers, 1994, cap. 13 (pp. 342-346 e 351-358).
- McKenna, C. J. e Ray Rees. *Economics: A Mathematical Introduction*, Oxford University Press, 1993, caps. 25 (pp. 372-374) e 26 (pp. 376-380).
- Morley, Samuel A. *Macroeconomics*, The Dryden Press, 1984, cap. 22 (pp. 533-544).
- Romer, David. "Advanced Macroeconomics", The McGraw-Hill Companies, Inc., 1996, cap. 5 (pp. 206-214).
- Sachs, Jeffrey D. e Felipe Larrain B. *Macroeconomia*, Makron Books do Brasil Ltda., 1995, caps. 10 (pp. 319-328 e 339-353) e 13 (pp. 444-458).
- Williamson, John. *A Economia Aberta e a Economia Mundial: Um texto de Economia Internacional*, Editora Campus Ltda., 1989, cap. 9 (pp. 173-174 e 177-178).

CAPÍTULO 6

REGIMES CAMBIAIS E POLÍTICA ECONÔMICA

No capítulo anterior, examinou-se o caso em que o Bacen estabelece o valor da taxa de câmbio. Isso significa que, à taxa de câmbio previamente estabelecida, o Bacen compra ou vende a quantidade de divisas que lhe é oferecida ou demandada.

Esse é o chamado regime de taxas fixas (ou administradas) de câmbio, que possui algumas características importantes. Somente nele o Bacen possui esse instrumento de determinação da competitividade do produto nacional em relação aos estrangeiros, que é a manipulação da taxa de câmbio. Alterando a taxa de câmbio, ele pode, por exemplo, tornar viáveis ou inviáveis um grande número de empreendimentos que dependem de exportações ou importações.

Outra característica desse regime cambial é que nele a utilização da política monetária fica prejudicada. Ocorrendo um forte aumento das importações, devido a um excessivo crescimento do nível de atividade econômica, por exemplo, o Bacen pode tentar controlá-la através de uma política monetária contracionista. Mas o aumento da taxa doméstica de juros decorrente dessa política monetária restritiva atrai capitais externos, gerando aumento das reservas internacionais e expansão monetária. Ou seja, uma das consequências da aplicação da política monetária contracionista no regime de taxa fixa de câmbio é, paradoxalmente, a expansão monetária, que pode até mesmo anular os efeitos da medida original.

Para evitar que isso aconteça, o Bacen pode, por exemplo, reduzir a taxa de câmbio. Assim, compensaria o aumento do saldo da

conta de capital (ingresso de capitais externos) com uma redução do saldo da conta corrente, eliminando a expansão monetária. Mas, na conta corrente, o que piora é o saldo da balança comercial, exatamente o que preocupava o Bacen, fazendo-o tentar o remédio da contração monetária.

Além disso, a velocidade de resposta das exportações e importações de mercadorias é muito menor que a dos fluxos financeiros, que é alta. Por muito tempo, não se compensariam os saldos das contas corrente e de capital, período em que a política monetária seria ineficaz.

Outro regime cambial é o de taxa de câmbio flutuante (ou flexível), cuja análise é o objetivo central deste capítulo. Nesse regime, o Bacen participa do mercado de divisas apenas como um comprador ou vendedor de moedas estrangeiras à taxa de câmbio vigente, sem determinar o seu valor. É o mercado, a cada momento, que estabelece o valor das moedas estrangeiras, logo da taxa de câmbio. O estudo do mercado de divisas é o primeiro tópico abordado no capítulo.

Logo a seguir, analisam-se os efeitos da política econômica sobre as principais variáveis macroeconômicas, ao tratar das políticas fiscal e monetária e de combinações de instrumentos dessas duas políticas, destinando uma sessão para o tratamento da política comercial, um instrumento muito importante no regime de taxa flutuante de câmbio.

Reservam-se os parágrafos finais para a comparação entre os regimes cambiais alternativos, procurando descrever as vantagens e desvantagens de cada caso, e para a descrição de alguns regimes cambiais intermediários e situações especiais dos dois regimes limites.

Como todos os capítulos, este se encerra com a apresentação de exercícios referenciais, de aplicação direta do conteúdo teórico estudado, visando consolidar conhecimentos.

MERCADO DE DIVISAS

A análise dos três mercados já estudados, o do produto, o monetário e o externo, permite que se conheçam, para cada nível geral de preços, as infinitas situações de equilíbrio em cada um deles isoladamente, dadas respectivamente pelas curvas IS, LM e BP.

A partir das curvas de equilíbrio dos três mercados, pode-se obter as situações de equilíbrio simultâneo real e monetário (pontos de interseção das curvas IS e LM), de onde se deriva a curva de demanda agregada da economia e de equilíbrio interno e externo (pontos de interseção das curvas IS, LM e BP). As três equações do modelo que se está desenvolvendo são a seguir reproduzidas:

$$IS: IS^I(r, g, P, P^*, TC, y^*) = IS^S(P, P^*, TC, y, t, r^*, DE);$$

$$LM: (M^E + M^I) / P = k(y) + l(r); \text{ e}$$

$$BP: scc(P, P^*, TC, y, y^*, r^*, DE) = -sck(r, r^*) \quad (6.1).$$

Qualquer que seja o regime cambial, essas equações representam o equilíbrio nos três mercados, em nada modificando a formulação do modelo que se está desenvolvendo. A taxa de câmbio, em qualquer regime cambial, exerce a mesma influência sobre os valores das exportações e importações de bens e serviços não-fatores e, por isso, como antes, continua aparecendo nos dois lados da curva IS e no lado esquerdo (do saldo em conta corrente) da curva BP.

A única diferença é que agora o Bacen não determina, exogenamente, a taxa de câmbio, não existindo mais, no seu sentido estrito, a política cambial. No regime de taxas flutuantes de câmbio, é o mercado de moedas estrangeiras que determina o valor da taxa de câmbio a cada momento. Dele participam:

- Como ofertantes de divisas, aqueles agentes econômicos que possuem moeda estrangeira e necessitam ou desejam trocá-la por moeda doméstica,
- Como demandantes de divisas, os que possuem a moeda do país e necessitam ou desejam trocá-la por moeda estrangeira.

Dentre os que participam do mercado de divisas está o Bacen, quase sempre um participante especial. Se possui elevado volume de reservas em divisas, detém poder monopolístico e lança mão delas sempre que deseja alterar a taxa de câmbio ou conter eventuais movimentos especulativos. Ao contrário, se possui pequeno volume de reservas, mas é um grande demandante de divisas, por conta de compromissos financeiros internacionais que deve honrar, o Bacen, inevitavelmente, torna-se refém dos interesses de outros grandes agentes.

O Gráfico 6.1 representa o mercado de divisas. No eixo das abcissas, mede-se a quantidade negociada de divisas nesse mercado, que se pode tratar como o volume de dólares norte-americanos negociados (US\$), enquanto no eixo das ordenadas mede-se a taxa de câmbio (TC), ou seja, o preço da divisa, no caso o preço em moeda doméstica de cada dólar americano.

É razoável supor que, quanto maior é a taxa de câmbio, mais estimulados estão os detentores de divisas (exportadores, em geral) a trocar sua moeda externa por moeda doméstica, ou seja, maior é a quantidade oferecida de divisas. Por outro lado, menos estimulados estão os agentes que desejam ou necessitam de divisas (importadores, em geral) a trocar sua moeda doméstica por moeda externa, ou seja, menor é a quantidade demandada de divisas.

Então, em um diagrama US\$ x TC, a curva de oferta de divisas ($S^{\$}$) tem declividade positiva e a de demanda ($D^{\$}$) declividade negativa.

O equilíbrio desse mercado ocorre no ponto A_0 , quando, ao nível TC_0 da taxa de câmbio, são negociados $\$_0$ dólares americanos.

Na parte A do gráfico, se a taxa de câmbio é superior à de equilíbrio, como TC_1 , por exemplo, a quantidade oferecida de divisas ($\S_1) é maior que a demandada ($\D_1). Nem todos os agentes que desejam se desfazer de moeda estrangeira encontram compradores para ela. Em geral iniciando por agentes que necessitam com mais urgência de moeda doméstica para realizar pagamentos no país, os ofertantes de divisas passam a aceitar taxas de câmbio cada vez menores, até que o equilíbrio se estabeleça no ponto $A_0(\$_0, TC_0)$.

O contrário acontece quando a taxa de câmbio é inferior à de equilíbrio, como TC_2 , por exemplo. Nesse caso, o excesso de demanda de dólares, dado pela diferença ($\$^D_2 - \S_2), faz os agentes com mais urgência de realizar pagamentos no exterior aceitarem pagar maiores taxas de câmbio, elevando-a até que o equilíbrio se estabeleça em $A_0(\$_0, TC_0)$. Ou seja, o ponto A_0 é o único que equilibra o mercado de divisas.

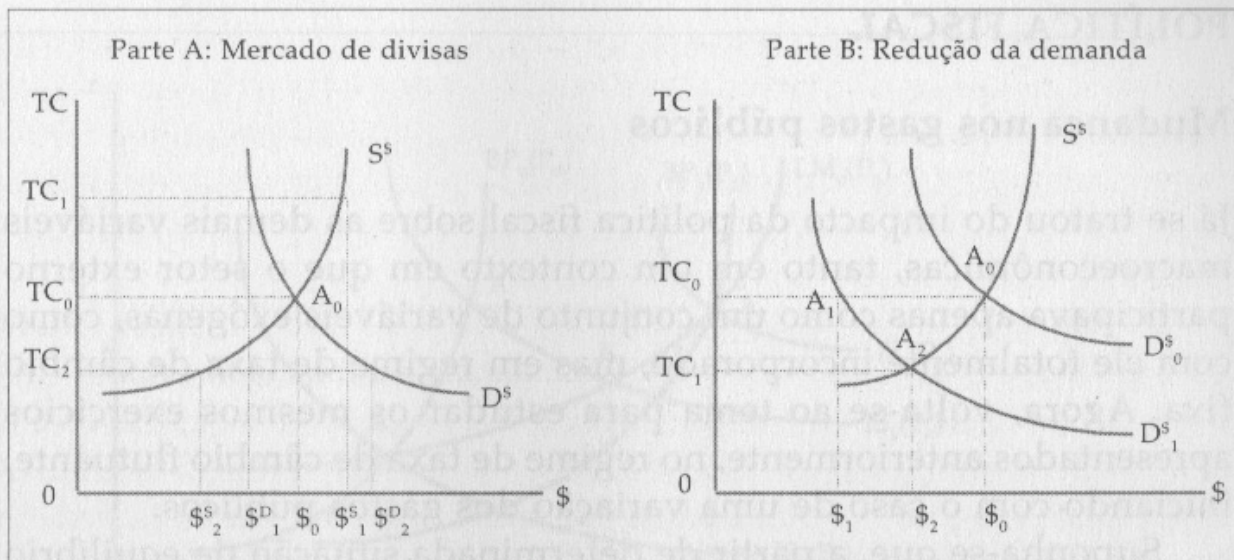


Gráfico 6.1. Mercado de divisas e suas alterações.

Imagine-se agora um país que pratica o regime de taxa fixa de câmbio e em que a taxa determinada pelo Bacen leva-o a acumular, mensalmente, um certo montante de reservas internacionais.

Seja TC_0 na parte B do Gráfico essa taxa de câmbio, de modo que a quantidade negociada de dólares americanos por mês seja $\$_0$. Suponha-se ainda que, desse montante total negociado, o Bacen tem adquirido mensalmente a significativa parcela de $(\$_0 - \$_1)$.

O que acontece se o país passa a adotar o regime de taxa flexível de câmbio, sem intervenção do Bacen, que, então, deixa de adquirir divisas?

A saída do mercado de um comprador importante, como é o Bacen, desloca a curva de demanda de dólares para a esquerda de sua posição inicial D^s_0 até uma nova posição D^s_1 .

À mesma taxa de câmbio anterior TC_0 , a quantidade demandada de dólares americanos a cada mês cai agora para $\$_1$, já que o Bacen deixou de adquirir mensalmente a quantidade $(\$_0 - \$_1)$. Ou seja, à taxa de câmbio TC_0 , passa a ocorrer um excesso de oferta de dólares. Esse excesso de oferta causa redução da taxa de câmbio, que agora varia livremente ao sabor do jogo do mercado. A taxa de câmbio diminui até TC_1 , quando a quantidade negociada de dólares aumenta para $\$_2$, fazendo de $A_2(\$_2, TC_1)$ o ponto de equilíbrio do mercado de divisas quando o país passa a adotar o regime de taxa flutuante de câmbio.¹

¹ Algo muito semelhante ocorreu no Brasil quando da implantação do Plano Real, em julho de 1994. O resultado, como não poderia deixar de ser, foi uma grande apreciação do real frente às demais moedas estrangeiras, fazendo a taxa de

POLÍTICA FISCAL

Mudança nos gastos públicos

Já se tratou do impacto da política fiscal sobre as demais variáveis macroeconômicas, tanto em um contexto em que o setor externo participava apenas como um conjunto de variáveis exógenas, como com ele totalmente incorporado, mas em regime de taxa de câmbio fixa. Agora, volta-se ao tema para estudar os mesmos exercícios apresentados anteriormente, no regime de taxa de câmbio flutuante, iniciando com o caso de uma variação dos gastos públicos.

Suponha-se que, a partir de determinada situação de equilíbrio interno e externo, o governo constata que o mercado não está atendendo, na quantidade suficiente, às necessidades de residências populares, por exemplo. Para resolver o problema, propõe, e o Congresso Nacional aprova, a adição de uma despesa especial, para que o próprio governo contrate a construção das residências, vendendo-as para pagamento em 30 anos.

Partindo da situação inicial identificada pelo ponto A_0 (Gráfico 6.2), onde se cruzam as curvas $IS_0(P_0)$, $LM_0(P_0)$ e $BP_0(P_0)$, revelando a ocorrência de equilíbrio interno e externo, a única variável que, diretamente, sofre variação é o montante do gasto público g , que se eleva do valor inicial g_0 para o novo valor g_1 . Esse aumento do gasto do governo leva a curva IS da sua posição inicial $IS_0(P_0)$ mais para a direita até $IS_1(P_0)$, deslocando o equilíbrio interno do ponto A_0 para A_1 , como analisou-se demoradamente no Capítulo 1. Em consequência dessa mudança do equilíbrio interno da economia, a curva de demanda agregada desloca-se de DD_0 para DD_1 .

câmbio, fixada em 1,00 nos meses que antecederam o plano, cair até 0,82 reais por dólar norte-americano, causando grande prejuízo às exportações do país e abrindo amplas possibilidades de substituição de produtos domésticos por importados. Naturalmente, as conseqüências sobre os resultados das exportações e importações não foram imediatas (contratos precisaram ser cumpridos, no caso das exportações, e firmados, no caso das importações), mas, em poucos meses, o país passou a conviver com crescentes déficits na balança comercial.

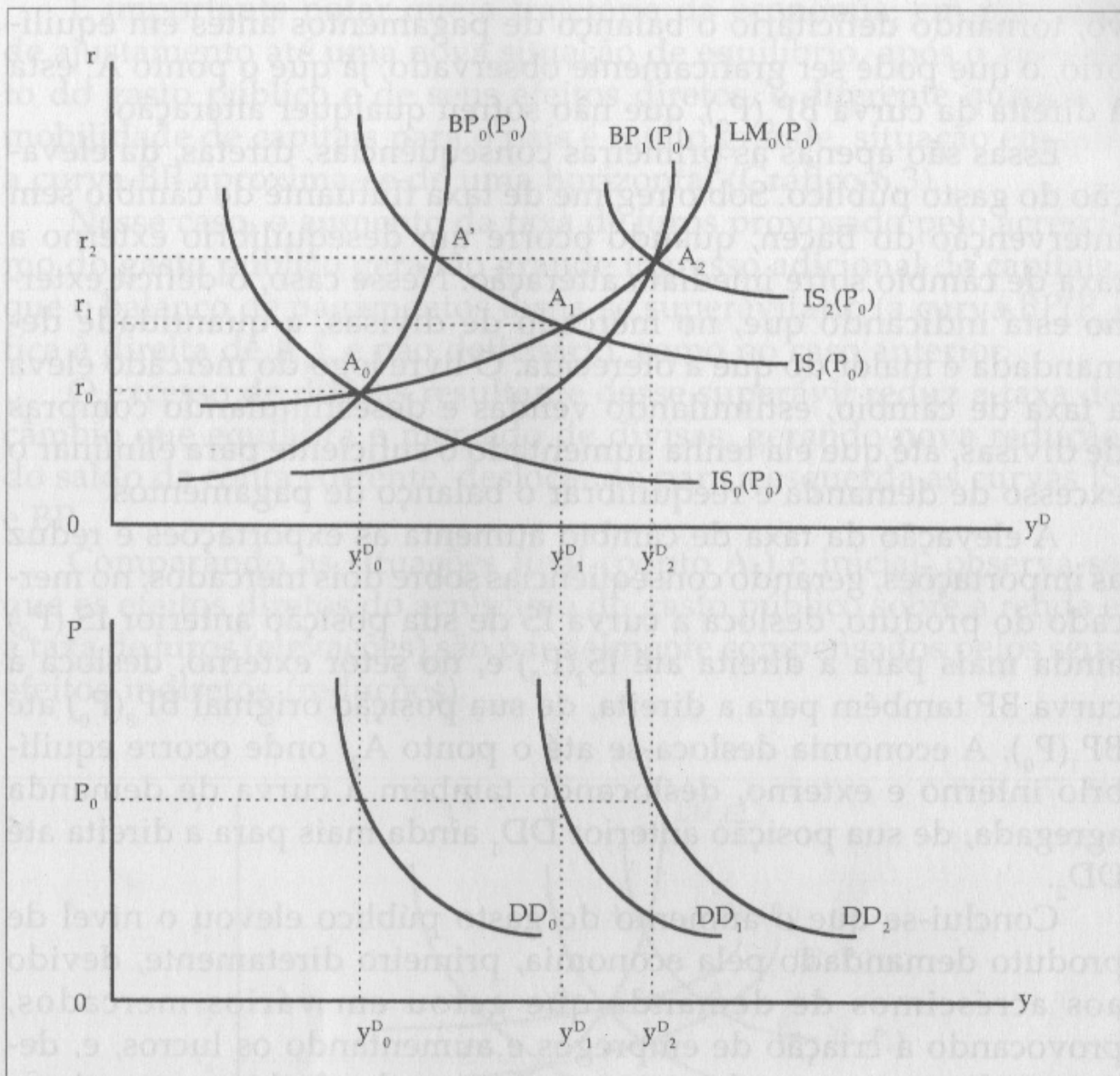


Gráfico 6.2. Aumento do gasto público.

Quando a economia desloca-se de A_0 para A_1 , elevam-se os valores do produto demandado e da taxa de juros doméstica, e o balanço de pagamentos torna-se deficitário.

O aumento dos gastos criou novos empregos diretos e indiretos, elevando a renda das famílias, da mesma forma que gerou novos negócios e maiores lucros, aumentando a renda das empresas.

Com o maior nível de renda, a quantidade demandada de moeda aumenta, o que, como a oferta de moeda não se alterou, também aumenta a taxa de juros.

O aumento da renda eleva as importações e, eventualmente, reduz as exportações, diminuindo o saldo da conta corrente do balanço de pagamentos, enquanto a elevação da taxa doméstica de juros aumenta o saldo da conta de capital. Mas o efeito líquido é negati-

vo, tornando deficitário o balanço de pagamentos antes em equilíbrio, o que pode ser graficamente observado, já que o ponto A_1 está à direita da curva $BP_0(P_0)$, que não sofreu qualquer alteração.

Essas são apenas as primeiras conseqüências, diretas, da elevação do gasto público. Sob o regime de taxa flutuante de câmbio sem intervenção do Bacen, quando ocorre um desequilíbrio externo a taxa de câmbio sofre imediata alteração. Nesse caso, o déficit externo está indicando que, no mercado de divisas, a quantidade demandada é maior do que a oferecida. O livre jogo do mercado eleva a taxa de câmbio, estimulando vendas e desestimulando compras de divisas, até que ela tenha aumentado o suficiente para eliminar o excesso de demanda e reequilibrar o balanço de pagamentos.

A elevação da taxa de câmbio aumenta as exportações e reduz as importações, gerando conseqüências sobre dois mercados: no mercado do produto, desloca a curva IS de sua posição anterior $IS_1(P_0)$ ainda mais para a direita até $IS_2(P_0)$ e, no setor externo, desloca a curva BP também para a direita, de sua posição original $BP_0(P_0)$ até $BP_1(P_0)$. A economia desloca-se até o ponto A_2 , onde ocorre equilíbrio interno e externo, deslocando também a curva de demanda agregada, de sua posição anterior DD_1 ainda mais para a direita até DD_2 .

Conclui-se que o aumento do gasto público elevou o nível de produto demandado pela economia, primeiro diretamente, devido aos acréscimos de demanda que gerou em vários mercados, provocando a criação de empregos e aumentando os lucros, e, depois, indiretamente, pelo aumento da taxa de câmbio, que estimulou as exportações e a substituição de importações por produto doméstico.

Mas isso não significa que se possa, sempre, defender o aumento do gasto público. Deve-se ter em mente que, comparada com a situação inicial de equilíbrio macroeconômico do ponto A_0 , na situação final A_2 a taxa de juros é maior, sugerindo a ocorrência de dois fatos importantes: o investimento doméstico está sendo desestimulado, podendo causar problemas no futuro, e o ingresso de capitais do exterior é maior.

Uma vez que em ambas situações o setor externo está equilibrado, isso mostra que o saldo da conta corrente e, em particular, da balança comercial, é menor. Embora o saldo comercial aumente com o aumento da taxa de câmbio, a elevação não é suficiente para compensar a redução inicial desse saldo decorrente do aumento da renda em resposta ao maior gasto público.

É importante notar que a trajetória da economia, em processo de ajustamento até uma nova situação de equilíbrio, após o aumento do gasto público e de seus efeitos diretos, é diferente quando a mobilidade de capitais para o país é muito grande, situação em que a curva BP aproxima-se de uma horizontal (Gráfico 6.3).

Nesse caso, o aumento da taxa de juros provocado pelo acréscimo do gasto público gera tão grande ingresso adicional de capitais, que o balanço de pagamentos torna-se superavitário (a curva $BP(P_0)$ fica à direita de A_1), e não deficitário, como no caso anterior.

O excesso de divisas resultante desse superávit reduz a taxa de câmbio que equilibra o mercado de divisas, gerando nova redução do saldo da conta corrente, deslocando para a esquerda as curvas IS e BP.

Comparando as situações final (ponto A_2) e inicial, observa-se que os efeitos diretos do acréscimo do gasto público sobre a renda e a taxa de juros (elevações) são parcialmente compensados pelos seus efeitos indiretos (reduções).

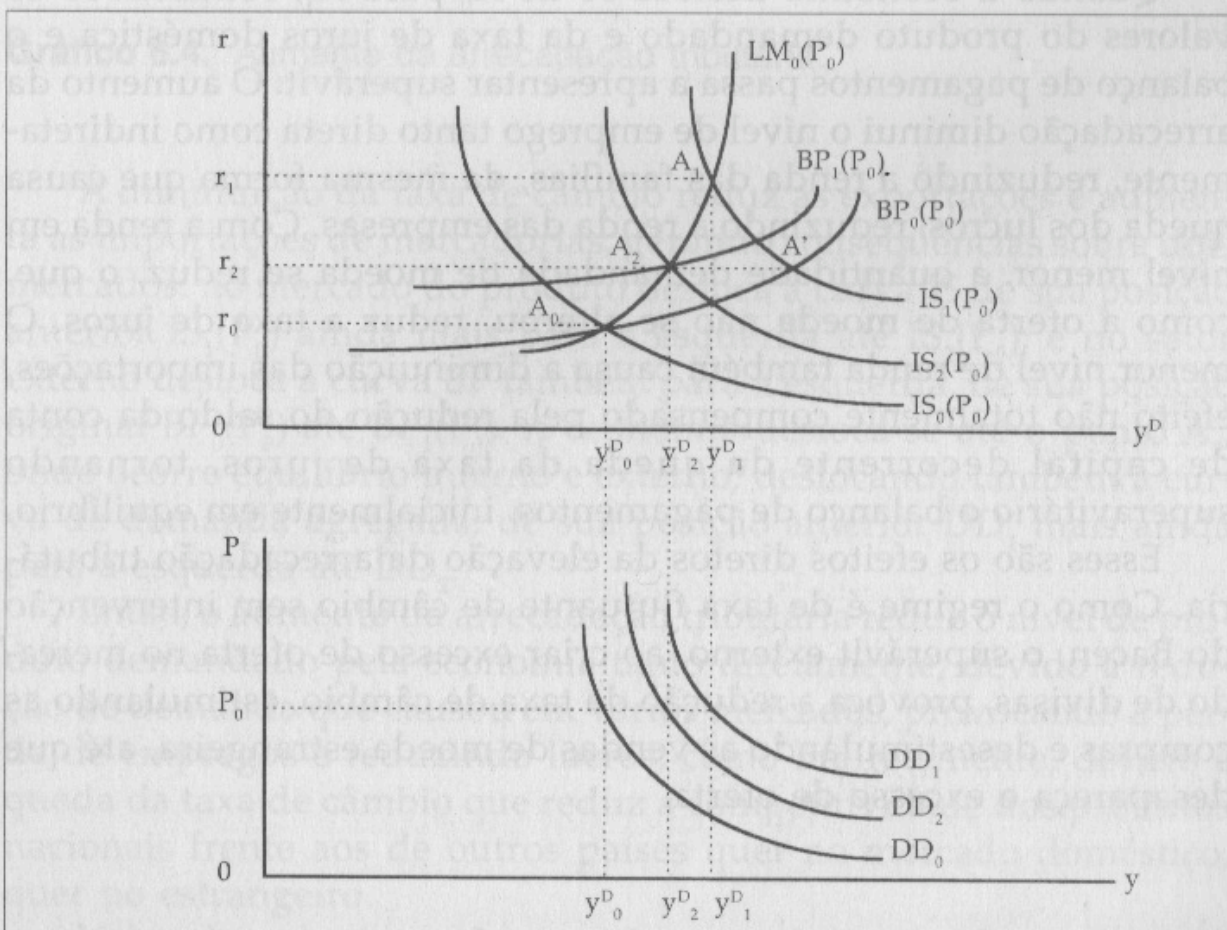


Gráfico 6.3. Aumento do gasto público em ambiente de grande mobilidade de capitais.

Coerentemente, a curva de demanda agregada também sofre um deslocamento bem menor que no caso anterior.

Mudança na tributação

Suponha que, a partir de uma determinada situação de equilíbrio interno e externo dada pelo ponto A_0 (Gráfico 6.4), um governo recém-empossado decide iniciar um forte combate à sonegação, com o objetivo de aumentar a arrecadação tributária, obtendo sucesso. A única variável macroeconômica que diretamente sofre variação é o montante da arrecadação tributária $t(y)$, que se eleva de seu valor inicial $t_0(y)$ para o novo valor $t_1(y)$, deslocando a curva IS de sua posição inicial $IS_0(P_0)$ para a esquerda até $IS_1(P_0)$ e, conseqüentemente, levando o equilíbrio interno do ponto A_0 para A_1 . Em decorrência da mudança do equilíbrio interno, a curva de demanda agregada desloca-se para a esquerda, contracionistamente, de DD_0 para DD_1 .

Quando a economia desloca-se de A_0 para A_1 , reduzem-se os valores do produto demandado e da taxa de juros doméstica e o balanço de pagamentos passa a apresentar superávit. O aumento da arrecadação diminui o nível de emprego tanto direta como indiretamente, reduzindo a renda das famílias, da mesma forma que causa queda dos lucros, reduzindo a renda das empresas. Com a renda em nível menor, a quantidade demandada de moeda se reduz, o que, como a oferta de moeda não se alterou, reduz a taxa de juros. O menor nível de renda também causa a diminuição das importações, efeito não totalmente compensado pela redução do saldo da conta de capital decorrente da queda da taxa de juros, tornando superavitário o balanço de pagamentos, inicialmente em equilíbrio.

Esses são os efeitos diretos da elevação da arrecadação tributária. Como o regime é de taxa flutuante de câmbio sem intervenção do Bacen, o superávit externo, ao criar excesso de oferta no mercado de divisas, provoca a redução da taxa de câmbio, estimulando as compras e desestimulando as vendas de moeda estrangeira, até que desapareça o excesso de oferta.

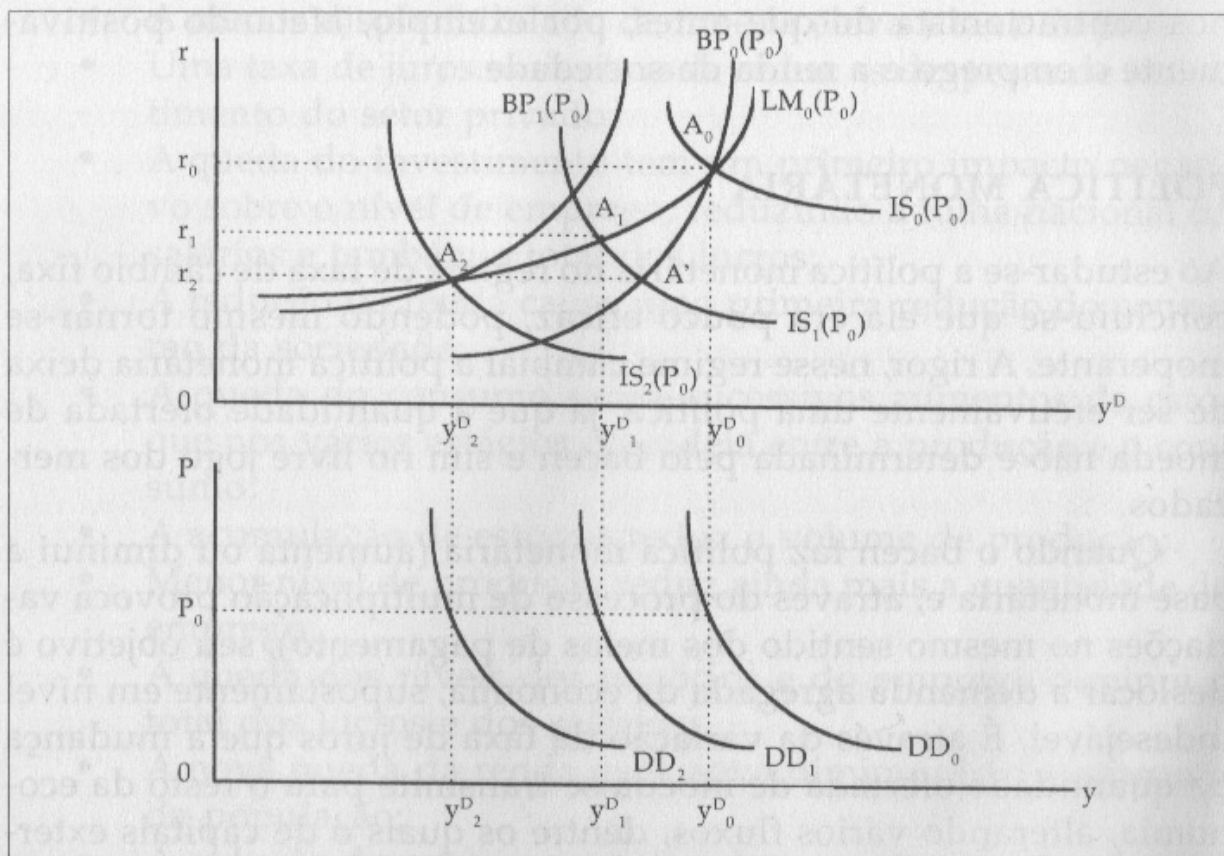


Gráfico 6.4. Aumento da arrecadação tributária.

A diminuição da taxa de câmbio reduz as exportações e aumenta as importações de mercadorias, gerando conseqüências sobre dois mercados: no mercado do produto desloca a curva IS de sua posição anterior $IS_1(P_0)$ ainda mais para a esquerda até $IS_2(P_0)$; e no setor externo desloca a curva BP também para a esquerda, de sua posição original $BP_0(P_0)$ até $BP_1(P_0)$. A economia desloca-se até o ponto A_2 , onde ocorre equilíbrio interno e externo, deslocando também a curva de demanda agregada, de sua posição anterior DD_1 mais ainda para a esquerda até DD_2 .

Então, o aumento da arrecadação tributária reduz o nível de produto demandado pela economia tanto diretamente, devido à redução de demanda que causou em vários mercados, provocando a perda de empregos e reduzindo lucros, como indiretamente, devido à queda da taxa de câmbio que reduz a competitividade dos produtos nacionais frente aos de outros países quer no mercado doméstico, quer no estrangeiro.

Naturalmente, isso não é razão para deixar-se de combater a sonegação de tributos. Com mais recursos à disposição, o governo poderá realizar uma política de gastos mais expansionista ou me-

nos contracionista do que antes, por exemplo, afetando positivamente o emprego e a renda da sociedade.

POLÍTICA MONETÁRIA

Ao estudar-se a política monetária no regime de taxa de câmbio fixa, concluiu-se que ela era pouco eficaz, podendo mesmo tornar-se inoperante. A rigor, nesse regime cambial a política monetária deixa de ser efetivamente uma política, já que a quantidade ofertada de moeda não é determinada pelo Bacen e sim no livre jogo dos mercados.

Quando o Bacen faz política monetária (aumenta ou diminui a base monetária e, através do processo de multiplicação provoca variações no mesmo sentido dos meios de pagamento), seu objetivo é deslocar a demanda agregada da economia, supostamente em nível indesejável. É através da variação da taxa de juros que a mudança da quantidade ofertada de moeda se transmite para o resto da economia, alterando vários fluxos, dentre os quais o de capitais externos. Ao reduzir M_1 , por exemplo, a conseqüente elevação da taxa de juros atrai um maior montante de capitais externos para o país, aumentando as reservas internacionais do Bacen, a base monetária e os meios de pagamento, eventualmente anulando toda a política inicial de contração monetária. As reservas internacionais do país assumem papel de variável de ajuste, absorvendo os choques monetários, não permitindo a contração ou a expansão dos meios de pagamento, mesmo quando se trata de uma política deliberada do Bacen.

Em regime de taxa flutuante de câmbio, isso não acontece. Surgindo maior demanda ou oferta de divisas, as forças de mercado fazem a taxa de câmbio ajustar-se à nova realidade, transformando-a na variável de ajuste, sem alterar o nível das reservas internacionais. Assim, quando o Bacen faz política monetária e, devido à variação da taxa de juros, isso altera o fluxo de capitais, é a taxa de câmbio (um preço) que se ajusta e não o montante das reservas internacionais (uma quantidade).

Suponha-se que, preocupado com o demasiado aquecimento do nível de atividade econômica, o Bacen resolve reduzir a oferta nominal de moeda, vendendo títulos públicos de seu ativo ao setor privado da economia. Trata-se de um caso de política monetária restritiva, através da qual o Bacen espera desaquecer a economia de acordo com as seguintes relações de causa e efeito:

- A menor disponibilidade de moeda eleva a taxa de juros;
- Uma taxa de juros mais elevada reduz as despesas de investimento do setor privado;
- A queda do investimento tem um primeiro impacto negativo sobre o nível de emprego, reduzindo a folha nacional de salários e também o total dos lucros;
- A redução da renda causa uma primeira redução do consumo da sociedade;
- A queda do consumo causa sucessivos aumentos de estoque nos vários estágios da cadeia entre a produção e o consumo;
- A acumulação de estoque reduz o volume de produção;
- Menor nível de produção reduz ainda mais a quantidade de emprego;
- A queda dos níveis dos negócios e do emprego diminui o total dos lucros e dos salários;
- A nova queda da renda gera nova diminuição do consumo da população;
- A redução do consumo causa o desaquecimento do nível de atividade econômica.

Obviamente todos esses estágios entre a implantação da restrição monetária e a consecução do objetivo de desaquecer a economia não ocorrem sem que as outras variáveis macroeconômicas relevantes sejam afetadas.

Partindo de uma situação inicial de equilíbrio interno e externo, a redução da oferta nominal de moeda (através da venda de títulos públicos no *open market*) gera, graficamente, um deslocamento da curva LM de sua posição inicial $LM_0(P_0)$ para uma nova posição mais à esquerda $LM_1(P_0)$. O equilíbrio da economia deixa de situar-se em A_0 , deslocando-se para A_1 , onde ocorre superávit do balanço de pagamentos (o ponto A_1 está à esquerda da curva BP), não se tratando, portanto, de uma situação de equilíbrio interno e externo como é a situação A_0 (Gráfico 6.5).

Com superávit no balanço de pagamentos,² o mercado de divisas passa a conviver com uma situação de excesso de oferta de mo-

² Em regime de taxa flutuante de câmbio, o balanço de pagamentos está, a rigor, sempre em equilíbrio. Por menor que seja o déficit ou superávit ocorrido nas contas externas, ele é imediatamente sentido no mercado de divisas, ajustando a taxa de câmbio à nova realidade. Ou seja, desaparece imediatamente qual-

eda estrangeira. Provavelmente começando a partir de decisões dos agentes que necessitam de moeda doméstica para realizar pagamentos no país, a taxa de câmbio começa a cair, parando apenas quando se igualam as quantidades oferecida e demandada de divisas.

A queda da taxa de câmbio desestimula as exportações e estimula as importações, na medida em que torna o produto nacional menos competitivo frente aos de outros países, tanto no mercado doméstico como nos estrangeiros. Por isso, as curvas IS e BP deslocam-se contracionistamente das posições originais $IS_0(P_0)$ e $BP_0(P_0)$ para a esquerda até $IS_1(P_0)$ e $BP_1(P_0)$, respectivamente.

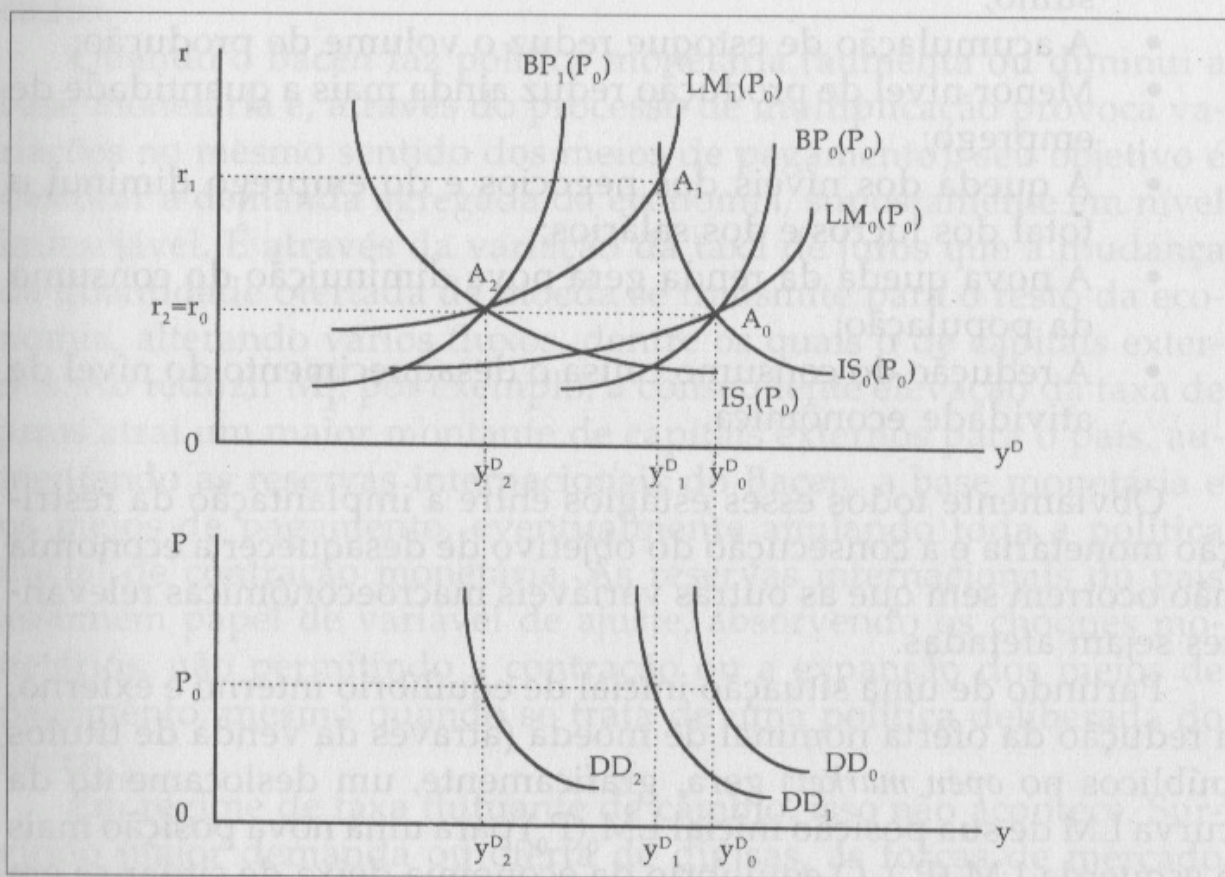


Gráfico 6.5. Redução da oferta de moeda.

Nas novas posições, as curvas de equilíbrio dos três mercados obrigatoriamente encontram-se em um mesmo ponto, já que o ajustamento da economia cessa somente quando se obtém, novamente, uma situação de equilíbrio interno e externo.

quer resultado positivo ou negativo do balanço de pagamentos. Apenas com finalidades didáticas faz-se a curva BP deslocar-se quando ocorre alguma variação no fluxo de capitais entre o país e o resto do mundo.

Nessa nova situação de equilíbrio macroeconômico (ponto A_2 , no gráfico superior), o produto demandado pela economia é menor do que na situação inicial por dois motivos: devido à queda do investimento, segundo relações de causa e efeito já descritas, e em decorrência da perda de competitividade da produção nacional, com a queda da taxa de câmbio.

Com relação à taxa de juros, ela deve ser a mesma da situação inicial A_0 , já que os deslocamentos das curvas IS e BP provocados pela redução da taxa de câmbio — de $IS_0(P_0)$ até $IS_1(P_0)$ e de $BP_0(P_0)$ até $BP_1(P_0)$, respectivamente — devem ser de igual magnitude.

Isso não significa, entretanto, que a política monetária é inoperante, como acontece no caso do regime de taxa de câmbio fixa.

Embora seu efeito inicial sobre a taxa de juros seja totalmente anulado, agora a política monetária deixa como resultado perene a queda do nível de produto da economia.

COMBINAÇÕES DE POLÍTICAS FISCAL E MONETÁRIA

Como já se fez referência, é comum os governos combinarem instrumentos de política fiscal e monetária.

Na maior parte das vezes, elas são usadas no mesmo sentido (ambas expansionistas ou contracionistas), com o objetivo de magnificar os resultados desejados. Mas também pode ocorrer a adoção de políticas com sentidos contrários (uma expansionista e outra contracionista), na tentativa de que uma compense, pelo menos parcialmente, os resultados perversos da outra.

Políticas fiscal e monetária contracionistas

Suponha-se que, devido ao surgimento entre a população do país de um clima de otimismo com relação ao futuro da economia, após um bem-sucedido plano de estabilização, por exemplo, ocorre uma fase de expansão exagerada do consumo e, em decorrência, do nível de produção.

Em situações como essa, os governos, temendo as conseqüências do inevitável crescimento das importações, costumam praticar políticas fiscal e monetária contracionistas. Provocando um rápido

e forte desaquecimento do nível de atividade econômica, conseguem conter o aumento das importações, resolvendo o problema.

Graficamente, partindo de uma situação inicial de equilíbrio interno e externo A_0 (Gráfico 6.6), as políticas fiscal e monetária contracionistas deslocam as curvas IS e LM de suas posições originais $IS_0(P_0)$ e $LM_0(P_0)$ mais para a esquerda até $IS_1(P_0)$ e $LM_1(P_0)$, respectivamente, estabelecendo uma nova situação de equilíbrio interno no ponto A_1 , o que também desloca a curva de demanda agregada da economia para a esquerda, da posição inicial DD_0 até DD_1 .

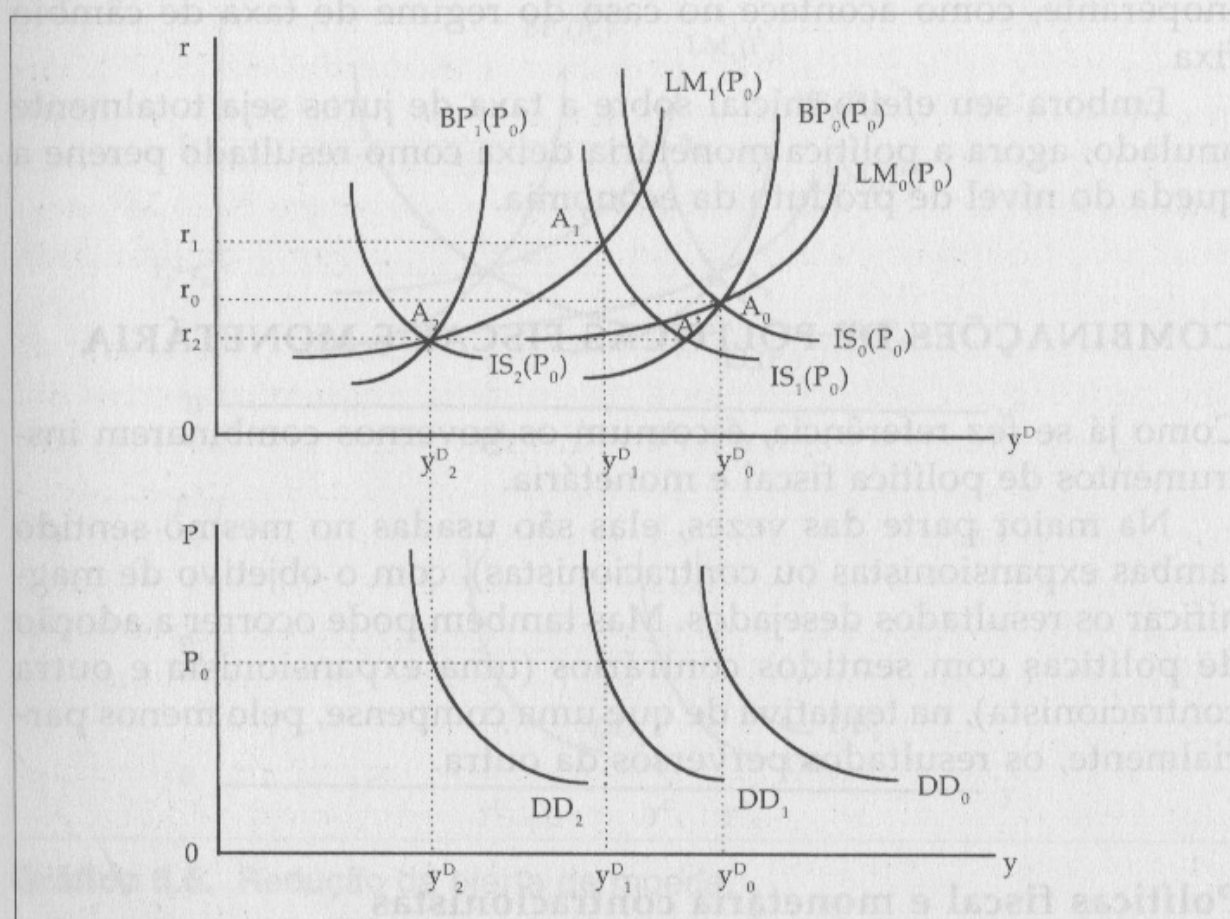


Gráfico 6.6. Contração fiscal e monetária.

Nessa nova situação, o nível do produto demandado (y_1^D) é bastante inferior ao original y_0^D , devido às quedas causadas pelas contrações tanto fiscal como monetária.

Com relação à taxa de juros, entretanto, nada se pode afirmar a partir da comparação entre as situações A_0 e A_1 . Se a contração monetária for maior do que a fiscal, como quase sempre ocorre, a taxa de

juros deve aumentar, o contrário ocorrendo se o aperto fiscal superar o monetário.

Embora na situação descrita pelo ponto A_1 a economia esteja em equilíbrio interno, o balanço de pagamentos é superavitário, pois a curva $BP_0(P_0)$ está à direita de A_1 . Sob o regime de taxas de câmbio flexíveis, no mercado de divisas a quantidade oferecida de moeda estrangeira passa a ser maior do que a quantidade demandada, forçando a queda da taxa de câmbio até que esse mercado reencontre o equilíbrio.

Com a queda da taxa de câmbio, o produto nacional perde competitividade nos mercados doméstico e estrangeiro, reduzindo as exportações e aumentando as importações. A curva IS desloca-se de sua posição $IS_1(P_0)$ ainda mais para a esquerda até $IS_2(P_0)$, enquanto a curva BP desloca-se da sua posição original $BP_0(P_0)$ também para a esquerda até $BP_1(P_0)$. O deslocamento da curva IS modifica o equilíbrio interno da economia (interseção entre IS e LM), deslocando ainda mais para a esquerda, até DD_2 , a curva de demanda agregada.

As novas curvas de equilíbrio dos três mercados encontram-se obrigatoriamente em um mesmo ponto, pois, enquanto a economia não atingir uma nova situação de equilíbrio interno e externo, não cessa o seu processo de ajustamento. Nessa nova situação de equilíbrio macroeconômico, dada pelo ponto A_2 , o produto demandado pela economia é bem menor do que inicialmente, por dois motivos: devido à queda causada pela utilização simultânea de políticas fiscal e monetária contracionista, e pela perda de competitividade da produção nacional derivada da queda da taxa de câmbio.

Com relação à taxa de juros, pode-se afirmar que seu valor final é inferior ao inicial. Isso acontece porque a redução do saldo da balança comercial motivada pela queda da taxa de câmbio deve ser suficientemente grande para garantir um novo equilíbrio do balanço de pagamentos.

A redução da quantidade demandada de moeda, causada pela diminuição da renda em consequência da queda das exportações e aumento das importações, compensa o impacto da redução inicial da oferta de moeda. Assim, resta apenas a redução da quantidade demandada de moeda causada pela queda dos gastos públicos, resultando em diminuição da taxa de juros.

Graficamente é fácil perceber esse resultado. Como a queda da taxa de câmbio desloca as curvas IS e BP para a esquerda na mesma magnitude — distância horizontal — a taxa de juros final é a mesma

do ponto de interseção anterior das duas curvas (A'), quando a curva IS já havia sofrido o primeiro deslocamento para a esquerda (antes da queda da taxa de câmbio), de $IS_0(P_0)$ para $IS_1(P_0)$. E a taxa de juro em A' é necessariamente menor que em A_0 .

Após todos os ajustamentos macroeconômicos, a queda do produto da economia é sensível, mas o objetivo foi atingido, pois as importações do país diminuíram. O aumento das importações decorrente da queda da taxa de câmbio é menor que a queda derivada da redução do nível de atividade econômica. Isso fica claro quando se percebe que, nas situações inicial e final dadas pelos pontos A_0 e A_2 , respectivamente, o balanço de pagamentos está em equilíbrio. Se em A_2 a taxa de juros é menor do que em A_0 , o fluxo de capitais para o país também é menor em A_2 , logo o saldo da conta corrente e da balança comercial é maior depois do que antes da adoção das medidas.

Políticas fiscal expansionista e monetária contracionista

Também pode ocorrer a combinação de uma política fiscal expansionista, para atender às demandas da sociedade por mais empregos, e uma política monetária contracionista, para evitar as conseqüências da expansão demasiada do nível de atividade econômica, por exemplo. Nesse caso, o impacto da expansão fiscal é, necessariamente, maior que o da contração monetária, única hipótese compatível com o objetivo do governo. A contração monetária é utilizada como um instrumento de controle, para não permitir um eventual *aquecimento* exagerado da economia.

Partindo de uma situação inicial de equilíbrio interno e externo A_0 (Gráfico 6.7), a política fiscal expansionista desloca a curva IS de sua posição inicial $IS_0(P_0)$ para a direita até $IS_1(P_0)$, enquanto a política monetária contracionista desloca a curva LM para a esquerda, de $LM_0(P_0)$ até $LM_1(P_0)$, estabelecendo uma nova situação de equilíbrio interno no ponto A_1 .

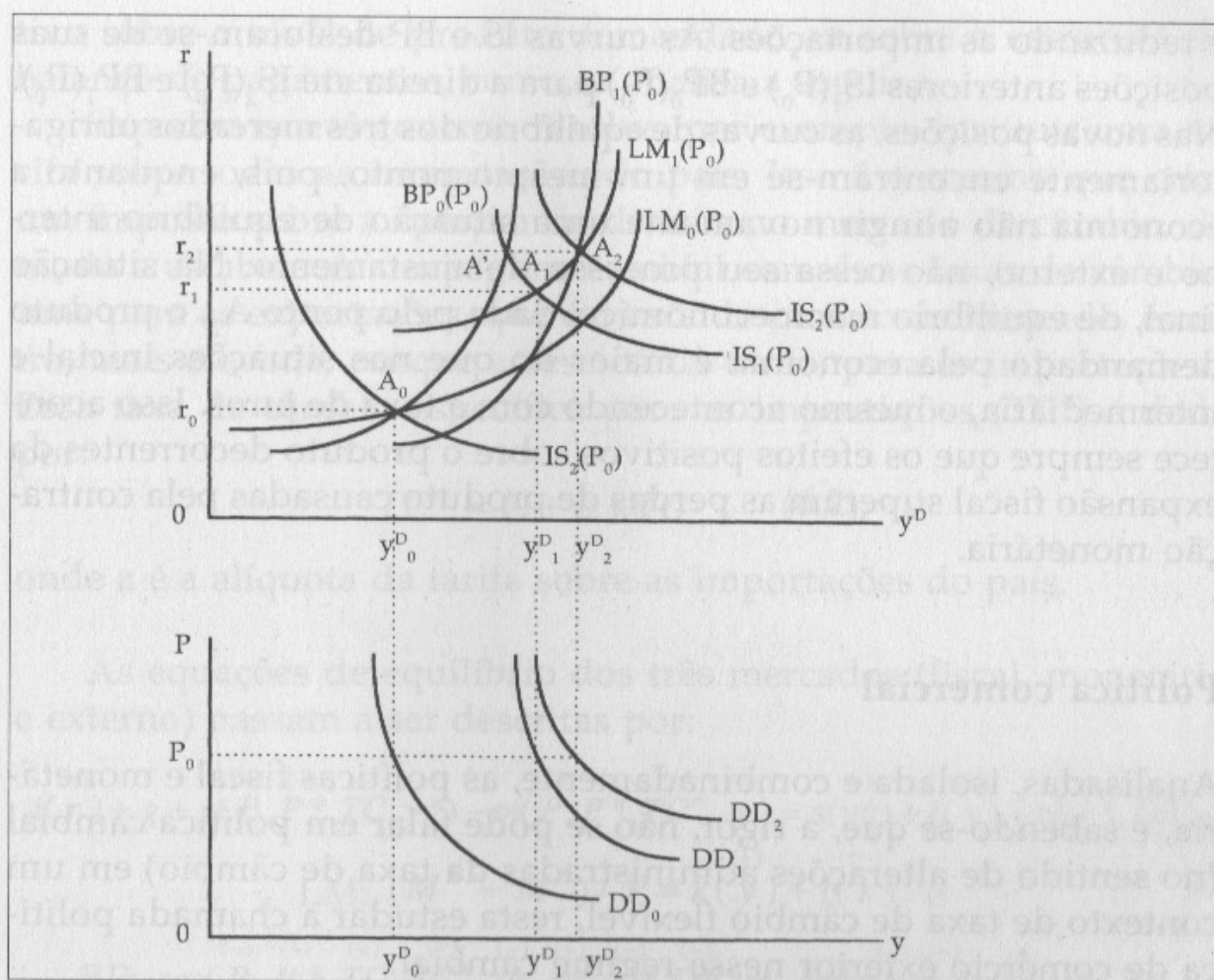


Gráfico 6.7. Expansão fiscal e contração monetária.

Nessa situação intermediária dada pelo ponto A_1 , a taxa de juros é superior à inicial ($r_1 > r_0$), o mesmo acontecendo com o nível do produto demandado, uma vez respeitada a hipótese básica de que os efeitos expansionistas do aumento dos gastos superam os efeitos contracionistas da redução da oferta de moeda.

Desde que a mobilidade de capitais não seja muito grande — que a curva BP não se aproxime de uma reta horizontal —, o balanço de pagamentos do país torna-se deficitário, ou seja, a curva $BP_0(P_0)$ fica à esquerda de A_1 . No contexto do regime de taxas de câmbio flexíveis, isso indica a ocorrência de excesso de demanda por moeda estrangeira no mercado de divisas. Como em qualquer mercado, o excesso de demanda provoca o aumento do preço, no caso a taxa de câmbio, até que voltem a igualar-se as quantidades oferecida e demandada de moeda estrangeira.

A maior taxa de câmbio eleva a competitividade do produto nacional, tanto no país como no exterior, aumentando as exportações

e reduzindo as importações. As curvas IS e BP deslocam-se de suas posições anteriores $IS_1(P_0)$ e $BP_0(P_0)$ para a direita até $IS_2(P_0)$ e $BP_1(P_0)$. Nas novas posições, as curvas de equilíbrio dos três mercados obrigatoriamente encontram-se em um mesmo ponto, pois, enquanto a economia não atingir novamente uma situação de equilíbrio interno e externo, não cessa seu processo de ajustamento. Na situação final, de equilíbrio macroeconômico, dada pelo ponto A_2 , o produto demandado pela economia é maior do que nas situações inicial e intermediária, o mesmo acontecendo com a taxa de juros. Isso acontece sempre que os efeitos positivos sobre o produto decorrentes da expansão fiscal superam as perdas de produto causadas pela contração monetária.

Política comercial

Analisadas, isolada e combinadamente, as políticas fiscal e monetária, e sabendo-se que, a rigor, não se pode falar em política cambial (no sentido de alterações administradas da taxa de câmbio) em um contexto de taxa de câmbio flexível, resta estudar a chamada política de comércio exterior nesse regime cambial.

Como se sabe, política comercial é a utilização de instrumentos típicos de política fiscal, como subsídio às exportações e impostos (tarifas) sobre as importações, sem objetivos fiscais — orçamentários —, ainda que resulte em acréscimo, normalmente pouco significativo, da despesa ou da receita do governo.

Ao criar-se um subsídio aos produtos exportados ou a parte deles, tanto para os exportadores como para a economia os resultados são semelhantes aos de uma elevação da taxa de câmbio, exceto no que se refere ao acréscimo de despesa do governo.

Por exemplo, se o governo credita ao exportador um valor igual a 10% do montante das suas vendas externas, para esse exportador isso significa o mesmo que um aumento da taxa de câmbio de mercado no mesmo percentual. Suas decisões são idênticas nos dois casos, logo, afetam a economia da mesma maneira.

O mesmo ocorre com a imposição de uma tarifa sobre as importações. As decisões do importador são as mesmas tanto quando é criada uma tarifa sobre os produtos que importa como quando ocorre elevação da taxa de câmbio.

Mas, ao contrário do que se concluiu no caso da adoção do regime de taxa fixa de câmbio, em geral não causam impacto significa-

tivo sobre o nível de produto demandado ou sobre a estrutura do balanço de pagamentos, como se analisa a seguir.

Suponha que o governo resolve, por exemplo, instituir uma tarifa sobre todas as importações do país. Isso é o mesmo que criar um imposto sobre a compra de divisas no mercado de câmbio, de modo a estabelecer um regime cambial com duas taxas de câmbio: uma para as exportações, que é a taxa de câmbio de mercado, e outra, mais elevada, porque acrescida da tarifa, para as importações. Essa taxa de câmbio específica para as importações (TC^m) é dada por:

$$TC^m = (1 + \alpha).TC \quad (6.2),$$

onde α é a alíquota da tarifa sobre as importações do país.

As equações de equilíbrio dos três mercados (fiscal, monetário e externo) passam a ser descritas por:

$$\begin{aligned} i(r) + g + x(P, P^*, TC, y^*) - m(P, P^*, TC^m, y) &= s(yd) + t(y) + rl(r^*, DE), \\ \text{LM: } (M^E + M^I) / P &= k(y) + l(r) \quad e \\ \text{BP: } scc(P, P^*, TC, TC^m, y, y^*, r^*, DE) &= -sck(r, r^*) \quad (6.3). \end{aligned}$$

A introdução da tarifa aumenta a taxa de câmbio relevante para as importações do país, reduzindo-as, e com isso aumentando os saldos comercial, da conta corrente e do balanço de pagamentos.

A partir de uma situação inicial de equilíbrio interno e externo dada pelo ponto A_0 (Gráfico 6.8), as curvas IS e BP deslocam-se para a direita, de $IS_0(P_0)$ e $BP_0(P_0)$, até $IS_1(P_0)$ e $BP_1(P_0)$, respectivamente. Admitindo que, como ocorre na maioria dos casos, o impacto negativo sobre o produto demandado, devido do aumento da arrecadação tributária, seja insignificante, podendo ser desprezado, a magnitude (horizontal) desses deslocamentos das curvas IS e BP é a mesma.

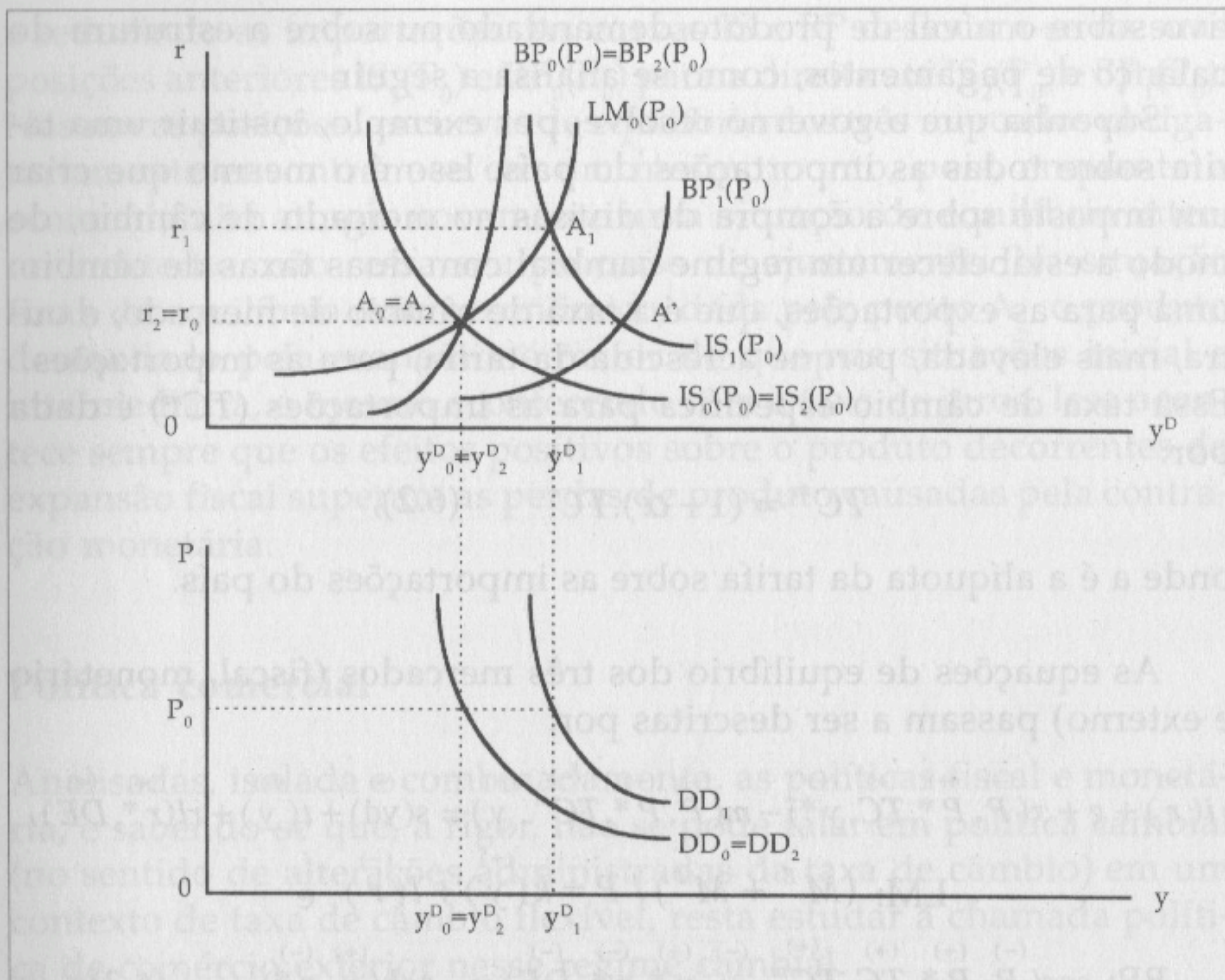


Gráfico 6.8. Tarifa sobre as importações.

Devido ao deslocamento da curva IS, o equilíbrio interno — o ponto de interseção entre a nova IS e a LM original, que não se alterou — vai de A_0 para A_1 , fazendo a curva de demanda agregada da economia deslocar-se de DD_0 para DD_1 .

Em A_1 , a economia está em equilíbrio interno, mas, no mercado de divisas, passa a ocorrer excesso de oferta de moeda estrangeira (a BP está à direita de A_1), o que provoca a redução da taxa de câmbio, até que as quantidades oferecida e demandada de divisas voltem a igualar-se.

A queda da taxa de câmbio reduz a competitividade do produto nacional tanto nos mercados do país como nos do exterior, fazendo cair as exportações e aumentar as importações de mercadorias. Conseqüentemente, as curvas IS e BP deslocam-se para a esquerda, até estabelecerem uma situação de equilíbrio interno e externo, quando, tendo desaparecido o excesso de oferta no mercado de divisas, cessa o processo de ajustamento, isto é, até que novamente encontrem-se em um só ponto as curvas IS, LM e BP.

Mais uma vez, os deslocamentos das curvas IS e BP são de igual magnitude, já que o impacto da queda da taxa de câmbio sobre a produção doméstica de bens e serviços e sobre as contas externas é o mesmo: o que se deixa de exportar não é produzido e o que se passa a importar deixa de ser produzido domesticamente. Então, esses deslocamentos representam “o caminho de volta” das curvas IS e BP para as suas posições originais.

Se abandonada a hipótese de que a receita tributária adicional pode ser desprezada, não ocorre o retorno exatamente ao mesmo ponto de equilíbrio inicial. Mas, a situação final de equilíbrio interno e externo não é muito diferente da anterior à criação da tarifa sobre as importações. Como já se observou, o ganho fiscal derivado da implantação da tarifa não resulta em um aumento significativo da arrecadação tributária.

Não se deve esquecer que, embora os resultados macroeconômicos de curto prazo não justifiquem a adoção de tarifas sobre as importações (e o mesmo vale para os subsídios às exportações), ocorrem modificações setoriais importantes.

Na situação final, o equilíbrio do balanço de pagamentos se estabelece com idêntico fluxo de capitais, uma vez que a taxa de juros não se alterou, logo com o mesmo saldo em transações correntes. Mas os valores das exportações (TC diminuiu) e importações (TC^m aumentou) sofreram redução, mostrando que a economia torna-se mais “fechada” ao exterior.

Além disso, é possível que um programa de proteção bem concebido e implantado para um determinado segmento produtivo possa resultar em conseqüências macroeconômicas bastante positivas no futuro.

Em particular, é reconhecida como uma boa política a manutenção temporária de tarifas de proteção às indústrias que se instalam no país, tratadas na literatura econômica como *indústrias nascentes*, desde que elas possuam condições de, em um período pre-determinado, concorrer livremente com os similares importados.³

³ O governo brasileiro elevou as tarifas de importação de automóveis para 75% no início de 1995, usando o argumento de que as importações do setor eram as maiores responsáveis pelos déficits comerciais que a economia começou a gerar após o Plano Real, quando se passou a adotar o regime de taxa flexível de câmbio. Essa medida não foi bem recebida nos meios econômicos e financeiros internacionais, em primeiro lugar por ter sido tomada apenas alguns meses após uma rodada de redução tarifária que incluiu o setor automobilístico e, em segundo lugar, porque ninguém acreditou no argumento oficial, pois o setor

MUDANÇA NAS EXPECTATIVAS

Muitas vezes, movimentos autônomos originados na sociedade resultam em conseqüências semelhantes às estudadas até agora. Em particular, são comuns as modificações que sofrem as economias em resposta a alterações do clima das expectativas. A seguir analisam-se dois casos de mudanças das expectativas, um partindo de alteração ocorrida no mercado de bens e serviços e outro no monetário.

Mudança exógena no lado real da economia

Suponha-se que um clima de otimismo tomou conta do meio empresarial. Assim, diversos empresários concluem tratar-se do momento apropriado para implantar alguns dos projetos de investimento até então julgados prematuros. Desse modo, exogenamente (sem qualquer relação com a taxa de juros do mercado), o nível de investimento privado aumenta.

Partindo de uma situação de equilíbrio interno e externo, o aumento autônomo do investimento gera um deslocamento para a direita da curva IS, exatamente como ocorre quando, fazendo política fiscal expansionista, o governo aumenta seus gastos. Por isso, cabem aqui os mesmos comentários feitos quando da análise do aumento dos gastos e é idêntica a representação gráfica (Gráfico 6.2), mostrando os deslocamentos que ocorrem entre as situações inicial e final.

Também são comuns os deslocamentos da curva de equilíbrio do mercado do produto causados por mudanças na economia internacional. Assim, se a renda externa (y^*), os preços internacionais (P^*) ou a taxa de juros do mercado financeiro internacional (r^*) mudarem de valor, isso desloca a curva IS, gerando deslocamento no mesmo sentido da curva de demanda agregada da economia. Nessas três situações, entretanto, também se desloca a curva de equilíbrio do balanço de pagamentos (BP), o que não acontece nos casos de mudança no gasto público ou no investimento privado.

automobilístico foi responsável por um pequena parcela do déficit comercial daqueles meses. Naturalmente, o objetivo do governo foi proteger a indústria automobilística nacional da concorrência externa, concedendo-lhe tempo para ajustar-se aos padrões internacionais de qualidade e preço. Mas, tratando-se de um setor instalado no país há quase meio século, esse é um argumento difícil de ser aceito pelos parceiros comerciais.

Então, a integração da economia de um país na economia internacional torna esse país um sócio do sucesso ou do fracasso econômico mundial: se a economia mundial vai bem, a economia doméstica vai bem e vice-versa. Com o avanço tecnológico nas áreas das comunicações e dos meios de transporte, essa é uma afirmação cada vez mais verdadeira. Hoje, mais do que no passado, se, por exemplo, o país passa por uma fase recessiva, mas a economia mundial entra em fase de crescimento, as exportações do país tendem a se elevar, aumentando a produção doméstica e, eventualmente, reolocando a economia na rota do crescimento.⁴

Alteração exógena do fluxo de capitais

Imagine-se que ocorre um aumento no ingresso de capitais para as bolsas de valores do país, motivado por um clima de otimismo que se instalou entre os investidores internacionais com relação ao futuro da economia.

No regime de taxas fixas de câmbio, concluiu-se que o maior ingresso de capitais, ao melhorar o saldo do balanço de pagamentos, eleva as reservas internacionais do Bacen, fazendo-o emitir base monetária em volume superior ao programado, gerando expansão da oferta monetária.

Com taxa de câmbio flutuante, o maior ingresso de capitais, ao gerar superávit no balanço de pagamentos, cria excesso de oferta no mercado de divisas, diminuindo a taxa de câmbio sem que ocorra qualquer alteração da oferta de moeda.

⁴ É interessante observar que, quanto maior o nível de integração da economia mundial, maior é a *alavancagem* em fases de prosperidade ou de recessão. O crescimento mundial faz os países importarem mais. Como o comércio internacional é um "jogo de soma zero", já que o total das exportações é sempre igual ao total das importações, todos podem, também, exportar mais, elevando seus níveis de produção e renda. Com a renda aumentada, os países passam a importar ainda mais, novamente elevando as exportações e assim por diante. Lamentavelmente, essa "alavancagem" também ocorre nos casos de recessão da economia mundial, a partir da redução das importações que decorre da diminuição dos níveis de produção e renda. Esse fato recebe o nome de efeito-repercussão e tem sido o principal argumento em favor da adoção de políticas macroeconômicas conjuntamente estabelecidas, em especial as principais economias do planeta e no âmbito dos mercados comuns, como o Mercosul.

Partindo de uma situação inicial de equilíbrio interno e externo A_0 , o ingresso adicional de capitais desloca a curva de equilíbrio do balanço de pagamento (Gráfico 6.9) de sua posição original $BP_0(P_0)$ para a direita, até $BP_1(P_0)$. O ponto A_0 torna-se uma situação de equilíbrio apenas interno, já que nele o balanço de pagamentos passa a registrar superávit (a BP está à direita de A_0). É importante observar mais uma vez que o ingresso adicional de capitais e o conseqüente deslocamento da curva BP não geram qualquer alteração da curva de demanda agregada da economia.

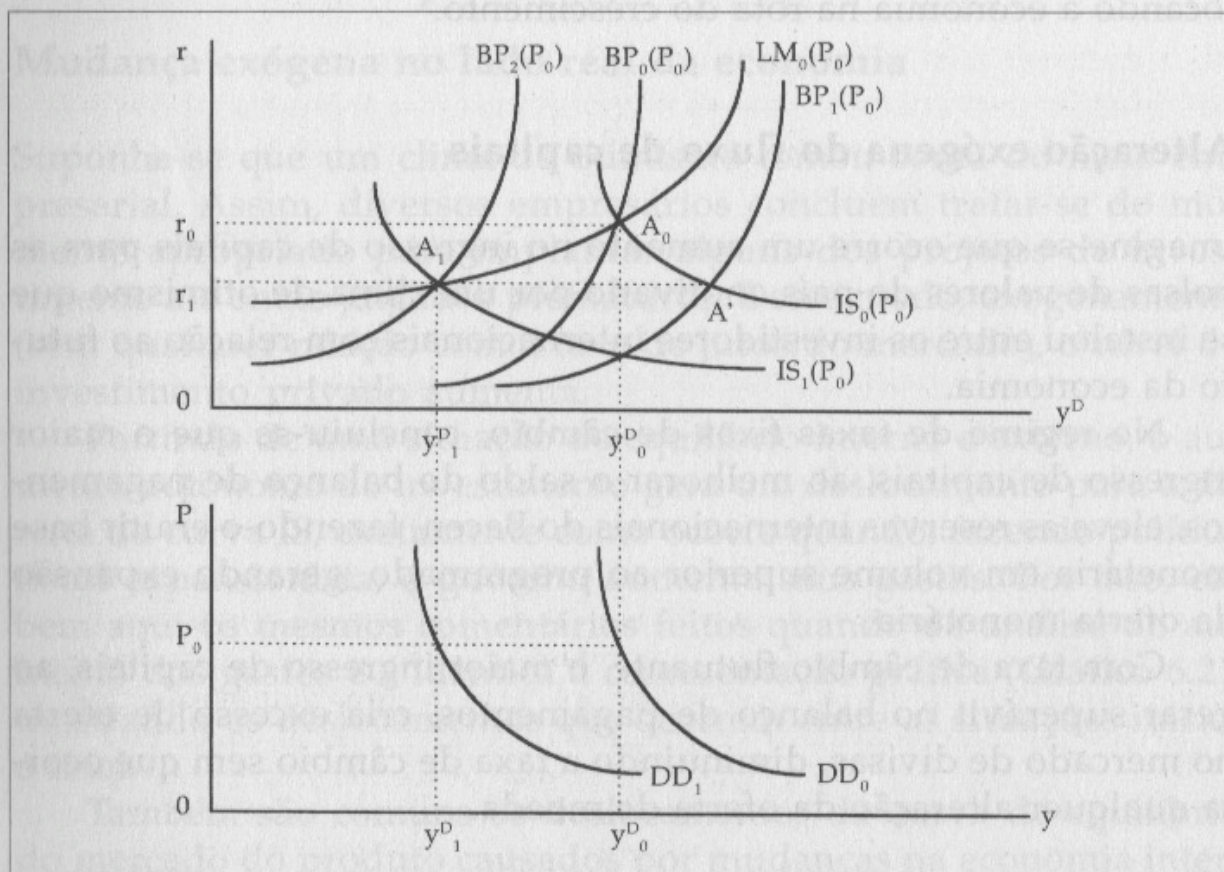


Gráfico 6.9. Aumento exógeno do ingresso de capitais.

O superávit no balanço de pagamentos revela que, no mercado de divisas, passa a ocorrer excesso de oferta de moeda estrangeira, exatamente no mesmo montante do ingresso de capitais. Esse excesso de oferta de divisas faz cair o seu preço, a taxa de câmbio, até igualar as quantidades demandada e oferecida de divisas. A queda da taxa de câmbio reduz as exportações e aumenta as importações de mercadorias, gerando conseqüências sobre dois mercados: no mercado do produto desloca a curva IS de sua posição inicial $IS_0(P_0)$ mais para a esquerda até $IS_1(P_0)$; e no setor externo desloca a curva

BP também para a esquerda, de sua posição anterior $BP_1(P_0)$ até $BP_2(P_0)$.

A economia desloca-se de sua situação inicial de equilíbrio interno e externo A_0 até uma nova situação, também de equilíbrio interno e externo, dada pelo ponto A_1 , deslocando também a curva de demanda agregada, de sua posição inicial DD_0 para a esquerda até DD_1 .

Conclui-se que o aumento do ingresso de capitais em um regime de taxa flutuante de câmbio reduz o nível de produto demandado pela economia, um resultado pelo menos curioso. Ocorre que a queda da taxa de câmbio, ao reduzir a competitividade dos produtos do país frente aos de outros países, tanto no mercado interno como no externo, prejudica a produção doméstica, diminuindo níveis de emprego e renda.

Outra conclusão importante é que o balanço de pagamentos, embora volte a se equilibrar, sofre modificação estrutural: se a taxa de câmbio cai, e isso prejudica as exportações e beneficia as importações, o saldo da balança comercial diminui; logo o equilíbrio do balanço de pagamentos dá-se com maior ingresso de capitais e menor saldo da conta corrente.⁵

⁵ É necessário fazer aqui uma advertência. Sempre que se pensa em uma reestruturação do balanço de pagamentos entre as duas grandes contas que o compõem, deve-se ter em mente uma importante questão. A conta de capital reage de forma bastante rápida às variações das taxas de juros doméstica e externa, devido à grande agilidade do sistema financeiro internacional, enquanto a conta corrente e, em particular, a balança comercial, responde lentamente às variações da taxa de câmbio, dos preços e das rendas do país e do exterior. Os fluxos financeiros são quase sempre determinados por computador, telefone ou fax; uma vez decididos, ocorrem quase imediatamente. Os negócios com mercadorias quase sempre dependem de negociações, contratos etc. para que sejam produzidas e embarcadas. Essas diferentes velocidades de reação dos fluxos reais e financeiros causam problemas muitas vezes sérios. Por exemplo, quando o Bacen eleva a taxa de juros (prática uma política monetária contracionista), quase imediatamente passa a ocorrer um maior ingresso de capitais, causando a queda da taxa de câmbio. Mas somente após vários meses começam a ocorrer quedas das exportações e aumento das importações. É comum que a deterioração do saldo comercial após alguns meses afete a confiança dos investidores externos no país. Isso pode obrigar o Bacen a elevar novamente a taxa de juros para garantir a permanência dos capitais internacionais no país, já que passou a depender fortemente deles. A simples reversão da política original, com a redução da taxa de juros, muitas vezes não é mais possível, pois pode causar uma fuga em massa dos capitais e seus efeitos sobre a balança comercial são lentos.

REGIMES CAMBIAIS INTERMEDIÁRIOS

Já foram analisados os regimes de taxas de câmbio fixas e flutuantes e as conseqüências das medidas de política econômica nos dois casos.

Como inicialmente se chamou a atenção, o regime de taxa de câmbio fixa deveria ser interpretado como aquele em que a taxa é fixada pelo Bacen, que pode alterá-la a seu critério, razão pela qual se sugeriu que uma denominação melhor para esse regime poderia ser a de taxa de câmbio administrada. A rigor, se a preocupação teórica fosse o aspecto prevalecente neste livro, essa não teria sido a definição do regime de taxa fixa de câmbio. Teoricamente, ele teria que ser entendido como aquele em que a taxa de câmbio efetivamente não sofre variação, algo desinteressante do ponto de vista prático. Mesmo durante o período entre o final da Segunda Guerra Mundial e 1971, quando quase todos os países adotaram o regime de taxa fixa de câmbio, aceitavam-se pequenas flutuações das taxas.

Da mesma forma, não se radicalizou a idéia de taxas flutuantes de câmbio. Teoricamente, nesse regime o Bacen sequer deveria participar do mercado de divisas que, por si só, determinaria a taxa de câmbio a cada momento, de acordo com as quantidades demandada e oferecida de moeda estrangeira. Ao longo do texto, sempre que necessário, procurou-se fazer referência à "não intervenção do Bacen" como uma forma de alertar que a sua participação no mercado de divisas deve ser entendida como natural. Enfim, procurou-se, nos dois casos, manter um certo afastamento das situações limites, de modo a dar à discussão um pouco de realismo. Por isso, muitos dos regimes cambiais alternativos, da forma como normalmente se encontra na literatura sobre o assunto, já foram tratados no bojo dos dois regimes estudados.

Mas existem dois casos especiais que devem ser mencionados: o da política de minidesvalorizações cambiais e o das "bandas" de variação da taxa de câmbio.⁶

A política das minidesvalorizações cambiais tem o objetivo de manter estável uma certa taxa "real" de câmbio, supostamente jul-

⁶ Esses dois casos já adotados no Brasil: a política de minidesvalorizações cambiais foi usada por muitos anos na década de 80 e as "bandas" de variação da taxa de câmbio foram adotadas a partir de 1995, alguns meses após a implantação do Plano Real.

gada correta pelos administradores da política econômica. A maior prova disso é que os períodos entre dois reajustes é determinado pela velocidade da elevação dos preços, ou seja, pela magnitude da taxa de inflação.

O principal argumento em favor da adoção da política das minidesvalorizações cambiais é que ela permite a "normalidade" dos negócios externos, independente de qual seja a taxa de inflação doméstica. Isso ocorre porque concede aos exportadores e importadores a garantia de receber ou pagar, em moeda doméstica, pelos seus negócios internacionais, um valor imune à erosão inflacionária.

Com relação ao regime de "bandas" de flutuação da taxa de câmbio, trata-se do tipo de política que "funciona bem enquanto funciona".

A idéia é simples: a partir de uma certa taxa de câmbio (TC_0) que, ao menos supostamente, é a que equilibra o mercado de divisas, o Bacen determina que somente participará do mercado se e quando a taxa de câmbio do momento (TC) ameaçar reduzir-se aquém de $TC_1 = (1-\infty).TC_0$, ou elevar-se além de $TC_2 = (1+\infty).TC_0$, onde ∞ é um percentual em geral pequeno (2%, por exemplo). No primeiro caso, quando ocorre a ameaça de $TC < TC_1$, o Bacen compra divisas, não permitindo a queda maior da taxa de câmbio e, no segundo, quando surge a tendência de $TC > TC_2$, o Bacen vende divisas de suas reservas, para não permitir a elevação exagerada da taxa. Os valores das taxas de câmbio TC_1 e TC_2 são chamados, muito apropriadamente, *taxas de intervenção*.

Simplificadamente, pode-se entender esse regime cambial como uma mistura dos de taxa de câmbio fixa e flutuante: enquanto o mercado de divisas estabelece a taxa de câmbio dentro do intervalo $[TC_1; TC_2]$, adota-se o regime de taxa flexível de câmbio, mas se e quando atingido um dos extremos desse intervalo, o regime cambial passa a ser o de taxa fixa de câmbio.

Tudo funciona bem enquanto o mercado de divisas estabelece, a cada momento, a taxa de câmbio dentro do intervalo determinado pelo Bacen. Mas, criando-se situações de intervenção em pequenos intervalos de tempo, esse regime pode tornar-se pouco confiável aos olhos dos agentes econômicos, eventualmente provocando movimentos especulativos.

EXERCÍCIOS REFERENCIAIS

Exercício 6.A: Equilíbrio interno e externo em regime de taxa de câmbio flexível

Pesquisas econômicas revelaram que, para uma determinada economia, valem as seguintes relações de comportamento:

- Consumo privado: $c = 52 + 0,6.yd$;
- Arrecadação tributária: $t = 0,15.y$;
- Investimento privado: $i = 112 - 100.r$;
- Exportação de bens e serviços: $x = 40 - 10.P + 20.TC$;
- Importação de bens e serviços: $m = 32 + 0,05.y + 4.P - 12.TC$;
- Demanda real de moeda: $m^D = 80 + 0,1.y - 1000.r$;
- Renda líquida enviada ao exterior: $rl = 200.r^*$; e
- Saldo da conta de capital: $sck = 150.r - 120.r^*$,

onde y e $yd = y - t - rl$ são os valores, em R\$ bilhões, da renda e da renda disponível, r é a taxa doméstica de juros, P é o índice nacional de preços atualmente igual a 2, TC é a taxa flutuante de câmbio, medida em R\$/US\$, e r^* é a taxa internacional de juros, presentemente estável em torno de 5% ao ano.

Sabe-se, ainda, que o gasto público (g) é estimado em R\$ 150 bilhões para o exercício corrente e que a oferta nominal de moeda atinge R\$ 40 bilhões.

Questões

1. Obtenha as equações de equilíbrio dos mercados de bens e serviços (IS), monetário (LM) e de divisas (BP).
2. Encontre os valores de equilíbrio da renda, da taxa doméstica de juros e da taxa de câmbio.
3. Obtenha a equação da demanda agregada da economia para a taxa de câmbio de equilíbrio.
4. Represente graficamente, em um diagrama rx , as curvas IS, LM e BP obtidas na questão 1 e, em um diagrama Pxy , a curva de demanda agregada da economia obtida na Questão 3.

5. Suponha que expectativas mais otimistas em relação ao futuro do país gerem um ingresso adicional de capitais equivalente a R\$ 5 bilhões, elevando o saldo da conta de capital (sck) do balanço de pagamento nesse montante.

Repita, para a nova situação, as Questões de 1 a 4 acima enunciadas.

Exercício 6.B: Política econômica em regime de taxa de câmbio flexível

Estudos econométricos, realizados a partir das estatísticas de determinado país e de informações sobre o país e a economia mundial obtidas junto a instituições nacionais e internacionais, resultaram nas seguintes equações de equilíbrio dos mercados de bens e serviços e monetário e do balanço de pagamentos:

$$IS: y = 95 + 20.(g - t) - 10.(P - P^*) + 50.TC + 10^{-4} . y^* - 2.000.(r - r^*)$$

$$LM: y = 220 + 4.000.r - 100.P$$

$$BP: y = 530 + 100.TC - 200.(P - P^*) + 10^{-4} . y^* + 2.000.(r - r^*)$$

onde y e y^* são os valores dos produtos do país e mundial, medidos em bilhões de US\$; $g-t$ é o déficit do setor público do país em análise, também medido em bilhões de US\$; P e P^* são os índices de preços do país e mundial; r e r^* são os valores das taxas de juros no país e internacional, respectivamente; e TC é a taxa de câmbio, medida em unidades de moeda doméstica por US\$.

Consultadas as estatísticas recentes, observou-se que os índices de preços do país e mundial são atualmente iguais a 2,0 e 1,0, respectivamente, o déficit público é previsto em US\$ 40 bilhões, a renda mundial é estimada em US\$ 1.000 trilhões e a taxa internacional de juros é de 8% ao ano.

Questões

1. Calcule os valores de equilíbrio da renda, da taxa doméstica de juros e da taxa de câmbio.

2. Obtenha a curva de demanda agregada da economia para a taxa de câmbio de equilíbrio.
3. Represente graficamente as curvas IS, LM, BP e DD.
4. Calcule os valores de equilíbrio da renda, da taxa doméstica de juros e da taxa de câmbio para o caso de o governo conseguir reduzir em 20% o déficit previsto, como insiste em afirmar o Ministro do Planejamento.
5. Calcule os valores de equilíbrio da renda, da taxa doméstica de juros e da taxa de câmbio para o caso de o déficit efetivo superar o previsto em 20%, como acreditam alguns economistas de oposição.
6. Encontre as curvas de demanda agregada da economia nas duas situações anteriores, considerando as novas taxas de câmbio de equilíbrio, e as represente graficamente em um diagrama Pxy, juntamente com a obtida na Questão 2.

LEITURA ADICIONAL

- Abel, Andrew B. e Ben S. Bernanke. *Macroeconomics*, 2ª edição, Addison-Wesley Publishing Company, 1995, cap. 14 (pp. 502-509).
- Argy, Victor. *International Macroeconomics: Theory and Policy*, Routledge, 1994, cap. 6 (pp. 53-66).
- Barro, Robert J. *Macroeconomics*, 4ª edição, John Wiley & Sons, Inc., 1993, cap. 16 (pp. 439-449).
- Branson, William H. *Macroeconomia, Teoria e Política*, tradução da 2ª edição em inglês, Fundação Calouste Gulbenkian, Lisboa, 1979, cap. 14 (pp. 466-476).
- Branson, William H. *Macroeconomic: Theory and Policy*, 3ª edição, Harper & Row, Publishers, 1989, cap. 17 (pp. 419-426).
- Branson, William H. e James M. Litvak. *Macroeconomia*, Editora Harper & Row do Brasil Ltda., 1978, cap. 16 (pp. 360-362).
- Burda, Michael e Charles Wyplosz. *Macroeconomics: A European Text*, Oxford University Press, 1993, cap. 12 (pp. 264-271).
- Caves, Richard E., Jeffrey A. Frankel e Ronald W. Jones. *World Trade and Payments: An Introduction*, 7ª edição, Harper Collins College Publishers, 1995, cap. 24 (pp. 551-569).
- Dernburg, Thomas F. *Global Macroeconomics*, Harper & Row, Publishers, 1989, caps. 5 (pp. 117-120), 6 (pp. 122-149) e 11 (pp. 295-314).

- Dernburg, Thomas F. *Macroeconomics*, 7ª edição, McGraw-Hill Book Company, 1985, cap. 16 (pp. 379-393).
- Dornbusch, Rudiger e Stanley Fischer. *Macroeconomics*, 5ª edição, McGraw-Hill Publishing Company, 1990, cap. 20 (pp. 767-794).
- Dunn Jr., Robert M. e James C. Ingram. *International Economics*, 4ª edição, John Wiley & Sons, Inc., 1996, cap. 18 (pp. 405-428).
- Hall, Robert E. e John B. Taylor. *Macroeconomia: Teoria, Desempenho e Política*, Editora Campus Ltda., 1989, cap. 17 (pp. 465-471).
- Krugman, Paul R. e Maurice Obstfeld. *International Economics: Theory and Policy*, 3ª edição, Harper Collins College Publishers, 1994, cap. 20 (pp. 558-594).
- Mankiw, N. Gregory. *Macroeconomics*, 2ª edição, Worth Publishers, 1994, cap. 13 (pp. 346-350).
- McKenna, C. J. e Ray Rees. *Economics: A Mathematical Introduction* Oxford University Press, 1993, cap. 26 (pp. 380-386).
- Morley, Samuel A. *Macroeconomics*, The Dryden Press, 1984, cap. 22 (pp. 544-557).
- Sachs, Jeffrey D. e Felipe Larrain B. *Macroeconomia*, Makron Books do Brasil Ltda., 1995, caps. 10 (pp. 328-339 e 353-355) e 14 (pp. 467-492).
- Williamson, John. *A Economia Aberta e a Economia Mundial: Um texto de Economia Internacional*, Editora Campus Ltda., 1989, cap. 10 (pp. 205-212 e 223-228).

CAPÍTULO 7

MODELO DE ANÁLISE CONJUNTURAL

Ainda não se tem um modelo macroeconômico completo, no sentido de que todos os macromercados relevantes estejam presentes. Já foram analisados os mercados de bens e serviços, monetário e de divisas (setor externo), mas nada se estudou sobre a produção da economia e o mercado de trabalho. Esses serão os assuntos dos próximos capítulos, após a inclusão de alguns tópicos especiais sobre a demanda agregada da economia.

Entretanto, com o que já se elaborou, mais um pequeno acréscimo para incorporar a oferta agregada da economia, tem-se o que pode ser chamado de um modelo de análise conjuntural, por ser um referencial para a maioria dos profissionais que tratam rotineiramente de assuntos macroeconômicos.

Inicia-se o capítulo apresentando uma versão simplificada da oferta agregada da economia, tópico a ser tratado mais cuidadosamente em outro capítulo, sem a qual não se teria uma versão simplificada do modelo completo.

A seguir, examinam-se os efeitos das políticas monetária e fiscal nesse modelo e as trajetórias percorridas pela economia em busca de novas situações de equilíbrio interno e externo, tanto no regime de taxa fixa de câmbio como no de flexibilidade cambial.

Prossegue-se analisando as políticas de comércio exterior, representadas pela manipulação da taxa de câmbio, obviamente no regime de taxa fixa — administrada — pelo Bacen. Também são tratadas as políticas comerciais, propriamente ditas, representadas pela

concessão de subsídios às exportações e pelo estabelecimento de tarifas sobre as importações, medidas de proteção à produção nacional.

Discutem-se, a seguir, as conseqüências de *choques externos* e o ajustamento macroeconômico nos dois regimes cambiais estudados. Encerrando o capítulo, da mesma forma como em todos os demais, propõem-se exercícios referenciais, com a finalidade de reforçar os conceitos e relações apresentados.

OFERTA AGREGADA DA ECONOMIA NO MODELO DE ANÁLISE CONJUNTURAL

Os modelos de análise conjuntural enfatizam o *lado* da demanda da economia ou, eventualmente, apenas uma parte dele. Provavelmente é assim porque o *lado* da demanda reúne os mercados onde ocorrem as primeiras conseqüências das políticas fiscal, monetária e cambial e de grande parte dos distúrbios macroeconômicos.

Além disso, os economistas sabem que, no curto prazo, aumentos significativos de produção são acompanhados por elevações dos custos unitários, logo, dos preços. Em outras palavras, é possível aumentar rapidamente a quantidade oferecida de bens e serviços, mas os preços sofrerão elevação. Desse modo, a relação entre a quantidade oferecida de produto e o índice geral de preços é positiva, significando que a curva de oferta agregada da economia tem declividade positiva.

Mas existem duas situações especiais. A primeira delas ocorre quando a economia passa por uma fase de forte recessão, e, então, existe capacidade ociosa nos mercados de todos os bens e serviços ou, pelo menos, nos mais importantes. Nesse caso, é provável que aumentos de produção, logo, de quantidade ofertada, possam ser obtidos sem elevação significativa de preços, de modo que a curva de oferta agregada aproxima-se de uma reta horizontal.

A segunda situação especial ocorre quando a economia encontra-se próxima do "pleno-emprego", e, então, a falta de capacidade ociosa impede um aumento rápido de produção, exigindo-se, antes, investimentos em elevação da capacidade produtiva, geralmente com grande prazo de maturação. Nesses casos, um eventual aumento da quantidade demandada não é, em sua maior parcela, atendido por aumento de produção, e sim por elevação de preços, de modo que a curva de oferta agregada aproxima-se de uma reta vertical.

Graficamente, pode-se dizer que o trecho da oferta agregada até A é de forte recessão, entre A e B é de normalidade, e além de B é de pleno emprego (Gráfico 7.1).

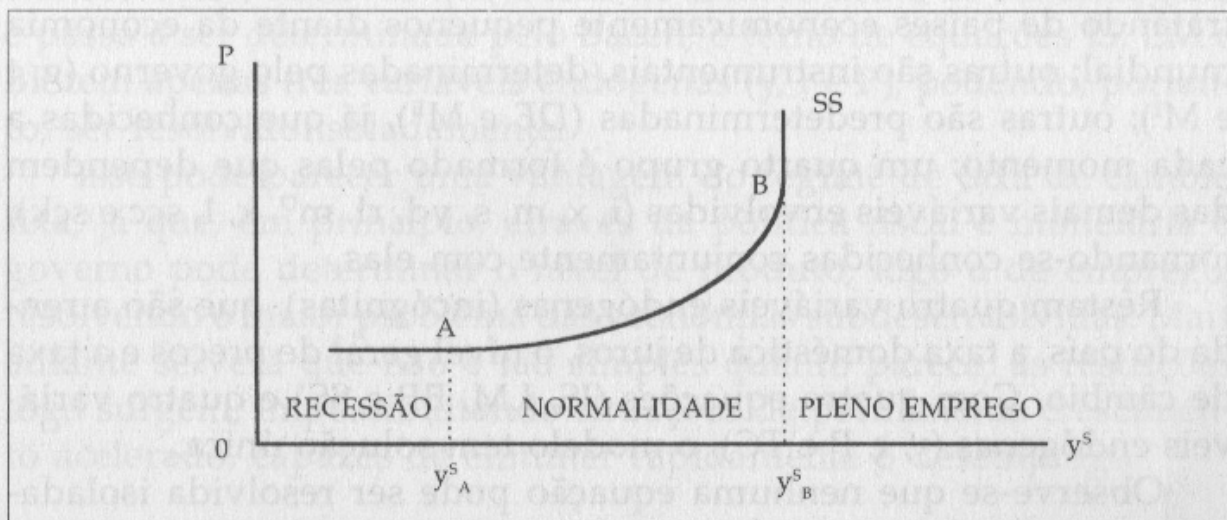


Gráfico 7.1. Oferta agregada da economia.

Na realidade econômica, as situações especiais antes descritas são raras, podendo-se aceitar a existência de uma relação direta entre quantidade oferecida de produto e nível geral de preços.

Por essas razões, o “lado da oferta” pode ser simplificado, resumindo-se à curva de oferta agregada da economia (SS), dada por:

$$y^s = y^s(P)^{(+)} \quad (7.1).$$

Em capítulo adiante, estuda-se mais detalhadamente essa relação, derivando-a a partir das condições do mercado de trabalho e da produção da economia. Apenas neste capítulo, na formulação de um modelo de análise conjuntural, que não pode ser muito sofisticado sob pena de tornar-se inútil como instrumento de uso cotidiano, o lado da oferta é resumido à oferta agregada da economia.

Adicionando essa nova equação ao modelo até aqui desenvolvido, tem-se o modelo de análise conjuntural, dado por:

$$IS: i(r)^{(-)} + g + x(P, TC, y^*, P^*)^{(-)(+)(+)(+)} - m(P, TC, y, P^*)^{(+)(-)(+)(-)} = s(yd)^{(+)} + t(y)^{(+)} + rl(r^*, DE)^{(+)(+)}$$

$$LM: (M^E + M^I) / P = m^D(y, r)^{(+)(-)} = k(y)^{(+)} + l(r)^{(-)}$$

$$\text{BP: } scc(y, P, TC, y^*, P^*, r^*, DE) = -sck(r, r^*), \text{ e}$$

$$\text{SS: } y^s = y^s(P) \quad (7.2).$$

Dentre as variáveis que participam do modelo, existem algumas externas à economia do país (y^* , P^* e r^*), logo, exógenas em se tratando de países economicamente pequenos diante da economia mundial; outras são instrumentais, determinadas pelo governo (g , t e M^I); outras são predeterminadas (DE e M^E), já que conhecidas a cada momento; um quarto grupo é formado pelas que dependem das demais variáveis envolvidas (i , x , m , s , y_d , rl , m^D , k , l , scc e sck), tornando-se conhecidas conjuntamente com elas.

Restam quatro variáveis endógenas (incógnitas), que são a renda do país, a taxa doméstica de juros, o nível geral de preços e a taxa de câmbio. Com quatro equações (IS, LM, BP e SS) e quatro variáveis endógenas (y , r , P e TC), o modelo tem solução única.

Observe-se que nenhuma equação pode ser resolvida isoladamente, pois todas possuem mais do que uma variável endógena:

- o IS possui y , r , P e TC ;
- o LM possui y , r e P ;
- o BP possui y , r , P e TC ; e
- o SS possui y e P .

Da mesma forma, nenhum par de equações, entre as quatro que formam o modelo, pode ser resolvido isoladamente, uma vez que todos possuem mais do que duas variáveis endógenas:

- o par IS e LM possui y , r , P e TC ;
- o par IS e BP possui y , r , P e TC ;
- o par IS e SS possui y , r , P e TC ;
- o par LM e BP possui y , r , P e TC ;
- o par LM e SS possui y , r e P ; e
- o par BP e SS possui y , r , P e TC .

Também, todos os possíveis ternos de equações — IS, LM e BP; IS, LM e SS; IS, BP e SS; e LM, BP e SS — possuem as quatro variáveis endógenas — y , r , P e TC —, nenhum deles podendo, portanto, ser resolvido isoladamente.

Conclui-se, então, que esse é um modelo que somente pode ser resolvido simultaneamente.

Mas existe uma importante exceção. Em uma situação, o modelo pode ser resolvido sem a presença simultânea de todas as suas quatro equações, que é o caso do regime cambial de taxa fixa de câmbio. Nele, uma vez que a taxa de câmbio deixa de ser endógena e passa a ser determinada pelo Bacen, o terno de equações IS, LM e BP tem apenas três variáveis endógenas (y , r e P), podendo, portanto, ser resolvido isoladamente.

Isso pode parecer uma vantagem do regime de taxa de câmbio fixa, já que, em princípio, através da política fiscal e monetária o governo pode determinar o nível de produto, logo o de emprego, resolvendo o maior problema das economias subdesenvolvidas. Mais adiante se verá que não é tão simples quanto parece; as restrições logo surgem, impossibilitando situações de permanente crescimento acelerado, capazes de eliminar rapidamente o desemprego.

POLÍTICA FISCAL NO MODELO DE ANÁLISE CONJUNTURAL

A título de exemplo, estuda-se o caso de uma política fiscal expansionista, analisando-se os caminhos que a economia percorre no retorno a uma nova situação de equilíbrio interno e externo, nos regimes de taxa de câmbio fixa e flexível.

A partir de uma situação inicial de equilíbrio mostrada pelos pontos $A_0(y_0^D, r_0)$ no diagrama $rx y$ e $B_0(y_0, P_0)$ no diagrama Pxy (Gráfico 7.2), imagine-se um aumento dos gastos públicos, devido, por exemplo, à implantação de um amplo programa de construção de creches nas regiões onde reside a população de baixa renda. Trata-se de política fiscal expansionista, certamente meritória devido ao seu grande conteúdo social, mas nem por isso deixa de gerar conseqüências, algumas indesejáveis. O aumento do gasto público cria demandas adicionais por diversos tipos de bens e serviços, retirando o mercado do produto do seu equilíbrio inicial, logo deslocando a curva IS da posição original $IS_0(P_0)$ para a direita, até $IS_1(P_0)$.

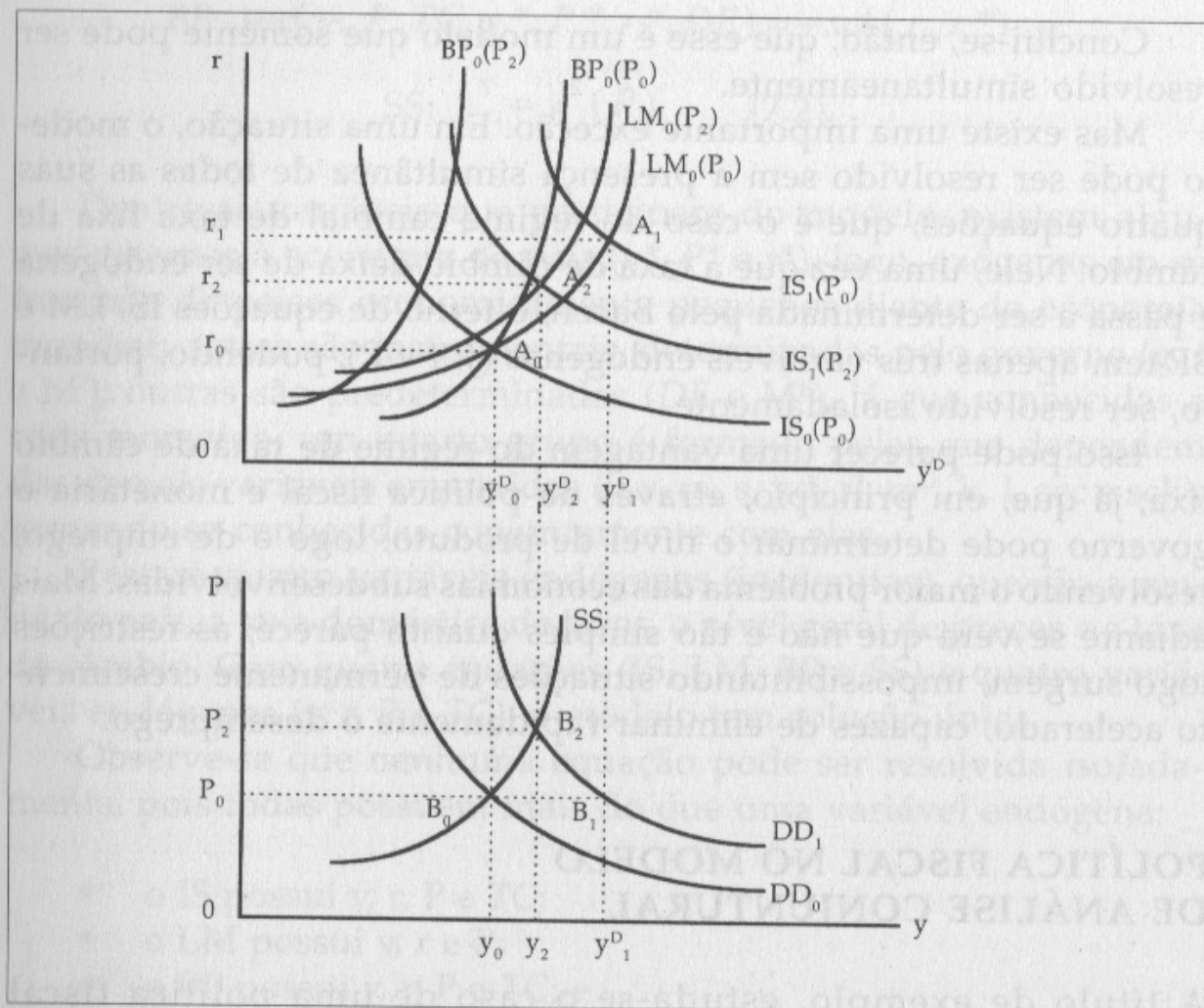


Gráfico 7.2. Política fiscal expansionista.

Com o deslocamento da curva IS, o equilíbrio doméstico deixa de estar em $A_0(y_0^D, r_0)$, passando para $A_1(y_1^D, r_1)$, onde os novos valores tanto do produto demandado y_1^D como da taxa de juros (r_1) são superiores aos originais. Como não ocorreu até agora qualquer alteração do nível geral dos preços (que permanece P_0), o aumento da quantidade demandada de bens e serviços mostra que também a curva da demanda agregada da economia desloca-se para a direita, de DD_0 até DD_1 , passando necessariamente pelo ponto $B_1(y_1^D, P_0)$.

O deslocamento da curva de demanda agregada da economia para a direita mostra que, ao nível de preços inicial P_0 , passa a ocorrer excesso de demanda, de magnitude igual à diferença entre o novo nível demandado de produto e o nível inicial de equilíbrio ($y_1^D - y_0$).

No exemplo que se está examinando, esse excesso de demanda surge nos mercados dos produtos diretamente favorecidos pelas compras do governo para o seu programa de construção de creches,

mas, devido ao efeito multiplicador analisado no Capítulo 1, espalha-se por muitos outros mercados. Devido ao excesso de demanda, os preços tendem a elevar-se até que ele desapareça, em um ponto como $B_2(y_2, P_2)$, onde, com o novo nível de preços, voltam a igualar-se as quantidades demandada e oferecida de produto.

Porém, essa elevação do nível geral de preços de P_0 para P_2 gera alterações em todos os mercados: no mercado do produto, o aumento dos preços provoca o deslocamento para a esquerda da curva IS, de $IS_1(P_0)$ para $IS_1(P_2)$, devido à redução das exportações e ao aumento das importações de bens e serviços não-fatores; no mercado monetário, a curva LM desloca-se para a esquerda de $LM_0(P_0)$ até $LM_0(P_2)$, devido à redução do valor real da oferta de moeda; e, no setor externo, a curva BP desloca-se para a esquerda de $BP_0(P_0)$ até $BP_0(P_2)$, devido à queda do valor das exportações e ao aumento das importações, reduzindo os saldos da balança comercial e da conta corrente.

Após todos esses deslocamentos, a economia atinge o ponto $A_2(y_2^b, r_2)$ no diagrama rxy. Os mercados do produto e monetário estão novamente em equilíbrio, de modo que a economia reencontra uma situação de equilíbrio doméstico.

Mas o setor externo está desequilibrado. O balanço de pagamentos registra déficit, já que a redução do saldo em conta corrente, devido à queda das exportações decorrente do aumento dos preços e ao aumento das importações causado pelos aumentos dos preços e da renda é, em valor absoluto, maior que o aumento do saldo da conta de capital devido ao ingresso de recursos externos atraídos pela maior taxa doméstica de juros. Isso fica claro ao observar-se que a curva BP deslocou-se até $BP_0(P_2)$, localizando-se à esquerda do ponto de equilíbrio doméstico A_2 . Em outras palavras, A_2 está em área de déficit do balanço de pagamentos.

Reequilíbrio externo em regime de taxa fixa de câmbio

Como resultado do aumento dos gastos públicos, aumentou o produto da economia, assim como os níveis de preços e de taxa de juros. A economia retornou a uma situação de equilíbrio nos mercados de bens e serviços e monetário, mas no mercado de divisas passou a ocorrer excesso de demanda, já que agora o montante de moeda estrangeira que a sociedade deseja remeter para o exterior é

maior do que o recebido do resto do mundo. Essa é uma situação típica de equilíbrio interno com desequilíbrio externo, que somente não é breve quando o déficit do balanço de pagamentos é insignificante em relação ao volume das reservas internacionais do país. Caso contrário, algum ajustamento até uma nova situação de equilíbrio interno e externo necessariamente ocorre. A forma como se dá esse ajustamento depende do regime cambial que o país adota, como se analisa mais adiante.

No regime de taxa fixa de câmbio, no qual o Bacen compra e vende o montante de divisas que o mercado deseja ao valor que previamente determinou, o ajustamento da economia até uma nova situação de equilíbrio interno e externo ocorre através do mercado monetário. No caso em estudo, de déficit no balanço de pagamentos, logo, de excesso de demanda de divisas, o Bacen completa o mercado, vendendo moeda estrangeira de suas reservas exatamente no montante necessário para reequilibrar o mercado, conseqüentemente recolhendo moeda nacional.

Graficamente, partindo da situação na qual a economia encontra-se em equilíbrio doméstico com déficit externo (Gráfico 7.3), em pontos como $A_2(y_2^D, r_2)$ no diagrama $rx y$ e $B_2(y_2, P_2)$ no diagrama Pxy , a curva LM desloca-se de $LM_0(P_2)$ até $LM_1(P_2)$, contractionistamente, devido à redução da base monetária causada pela venda de divisas, que se propaga devido ao efeito da multiplicação monetária, causando queda ainda maior da oferta de moeda.

Com o deslocamento da curva LM, o equilíbrio doméstico deixa de estar em $A_2(y_2^D, r_2)$, passando para $A_3(y_3^D, r_3)$. Como não ocorre qualquer alteração do nível geral dos preços, a redução da quantidade demandada de bens e serviços mostra que também a curva da demanda agregada da economia desloca-se para a esquerda, de DD_1 até DD_2 , de modo que, ao nível de preços P_2 , passe a ocorrer excesso de oferta de produto.

Devido ao excesso de oferta, os preços tendem a cair até que ele desapareça, em um ponto como $B_4(y_4, P_4)$, onde, com o novo nível de preços, voltam a igualar-se as quantidades demandada e oferecida de produto. Essa queda do nível geral de preços de P_2 para P_4 gera alterações em todos os mercados, deslocando as curvas de equilíbrio IS, LM e BP para a direita até encontrarem-se, após

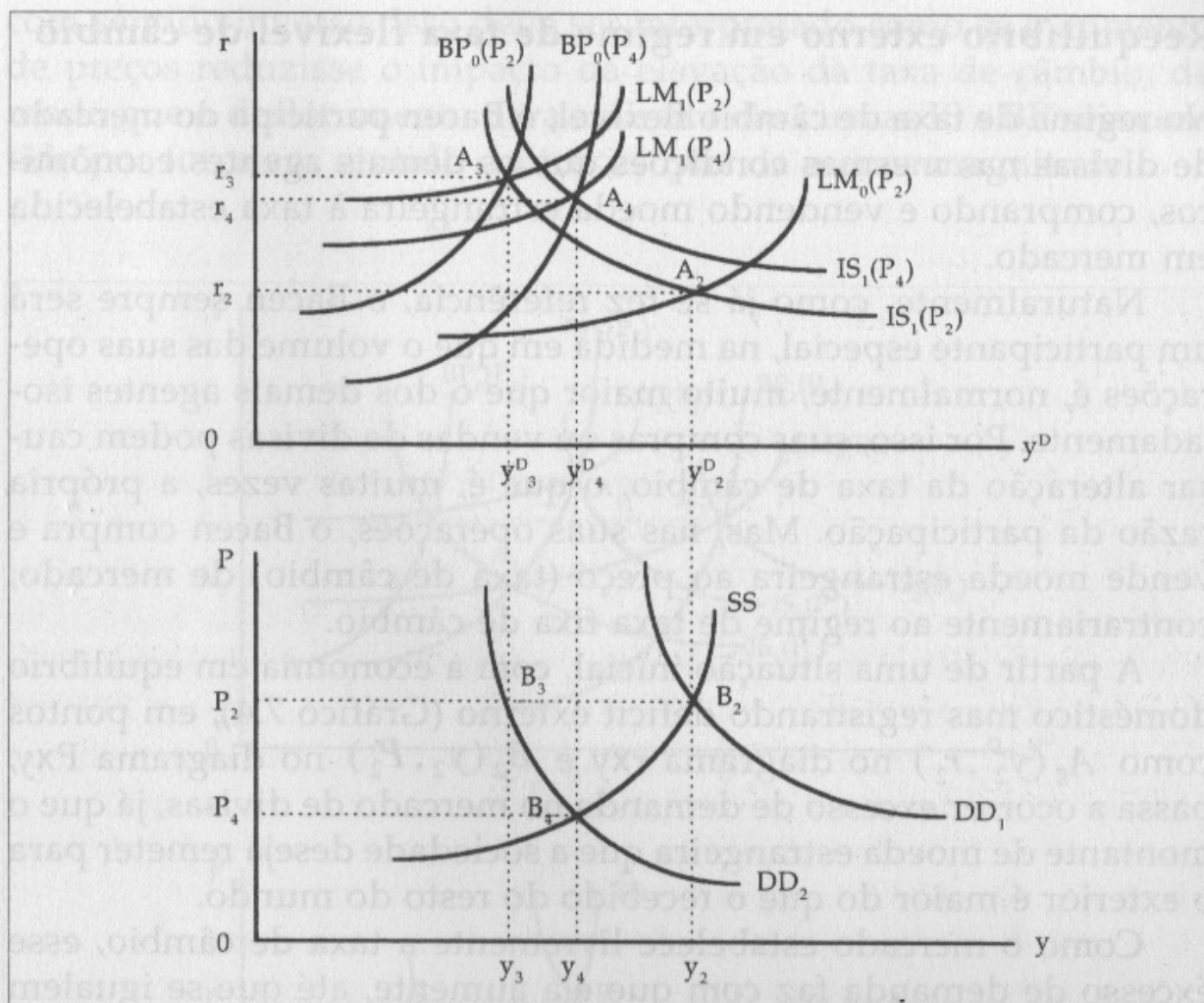


Gráfico 7.3. Retorno ao equilíbrio em regime de taxa fixa de câmbio.

sucessivas etapas de aproximação, em algum ponto como $A_4(y_4^D, r_4)$.¹

Resumindo, após todos os deslocamentos, quando a economia atinge pontos como $A_4(y_4^D, r_4)$ no diagrama rxy e $B_4(y_4, P_4)$ no diagrama Pxy, todos os mercados estão novamente em equilíbrio, em nenhum deles ocorrendo excesso de demanda ou de oferta, de modo que a economia reencontra uma situação de equilíbrio interno e externo.

¹ Rigorosamente de acordo com o modelo desse capítulo, os deslocamentos das curvas IS, LM e BP, devido à alteração do nível de preços, deveriam ser "horizontalmente" idênticos, igualando os valores da taxa de juros ($r_3=r_4$). Mas, como todo modelo, esse também representa uma simplificação da realidade. Neste caso, ele omite o fato de que alterações de preços afetam todas as variáveis econômicas (i, g, t etc.) e em magnitude variada, o que faz da igualdade $r_3=r_4$ apenas um refinamento teórico. Como em todas as demais etapas deste livro, entre a precisão do modelo teórico e a realidade econômica, preferiu-se a segunda.

Reequilíbrio externo em regime de taxa flexível de câmbio

No regime de taxa de câmbio flexível, o Bacen participa do mercado de divisas nas mesmas condições que os demais agentes econômicos, comprando e vendendo moeda estrangeira à taxa estabelecida em mercado.

Naturalmente, como já se fez referência, o Bacen sempre será um participante especial, na medida em que o volume das suas operações é, normalmente, muito maior que o dos demais agentes isoladamente. Por isso, suas compras ou vendas de divisas podem causar alteração da taxa de câmbio, o que é, muitas vezes, a própria razão da participação. Mas, nas suas operações, o Bacen compra e vende moeda estrangeira ao preço (taxa de câmbio) de mercado, contrariamente ao regime de taxa fixa de câmbio.

A partir de uma situação inicial, com a economia em equilíbrio doméstico mas registrando déficit externo (Gráfico 7.4), em pontos como $A_2(y_2^D, r_2)$ no diagrama rx y e $B_2(y_2, P_2)$ no diagrama Pxy , passa a ocorrer excesso de demanda no mercado de divisas, já que o montante de moeda estrangeira que a sociedade deseja remeter para o exterior é maior do que o recebido do resto do mundo.

Como o mercado estabelece livremente a taxa de câmbio, esse excesso de demanda faz com que ela aumente, até que se igualem novamente as quantidades oferecidas e demandadas de divisas. O aumento da taxa de câmbio desloca as curvas IS e BP para a direita, de $IS_1(P_2)$ e $BP_0(P_2)$ até $IS_2(P_2)$ e $BP_1(P_2)$, devido ao aumento das exportações e à redução das importações resultantes do ganho de competitividade obtido pelo produto nacional a partir da depreciação do valor da moeda do país frente às dos demais países do mundo. O deslocamento para a direita da curva IS retira a economia do equilíbrio doméstico, para algum ponto à direita de A_2 , causando deslocamento também para a direita da curva de demanda agregada da economia de DD_1 para DD_2 , dando origem a uma nova situação de excesso de demanda e conseqüente tendência a aumento dos preços. Quando os preços aumentam até P_4 , desaparece o excesso de demanda e, ao mesmo tempo, as curvas IS, LM e BP deslocam-se para a esquerda.

A rigor, no momento mesmo em que surge o déficit externo, a taxa de câmbio se eleva, deslocando o equilíbrio doméstico para a direita, gerando excesso de demanda de bens e serviços e aumento de preços. As elevações simultâneas da taxa de câmbio e do nível de preços atuam sobre as exportações e importações de bens e serviços

com sentido inverso. Isso deve ser interpretado como se o aumento de preços reduzisse o impacto da elevação da taxa de câmbio, de modo que o deslocamento para a direita das curvas IS e BP seja contido por força em sentido contrário, mas de menor magnitude.

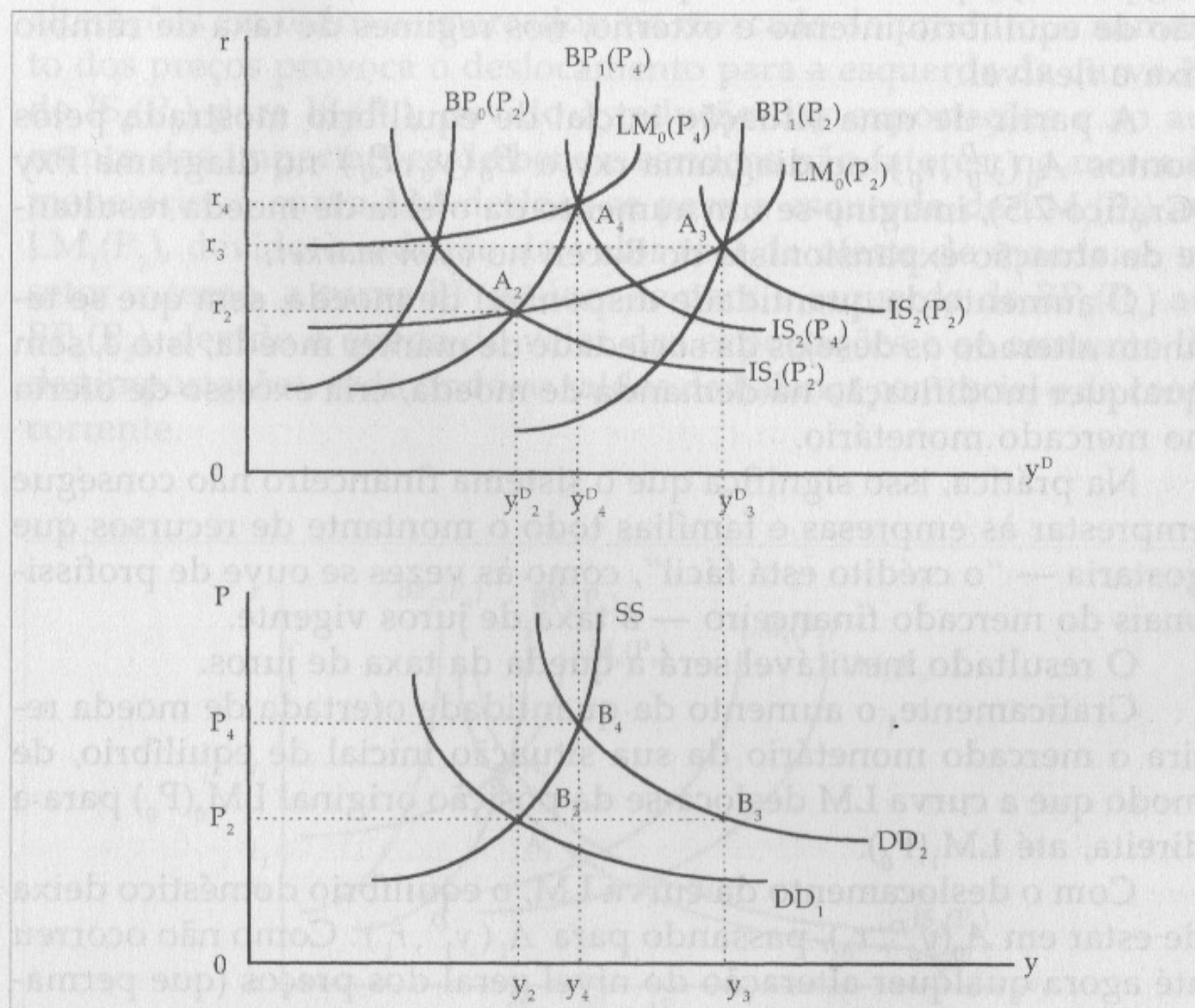


Gráfico 7.4. Retorno ao equilíbrio em regime de taxa flexível de câmbio.

Após um processo de aproximações sucessivas, essas três curvas ocupam posições como $IS_2(P_4)$, $LM_0(P_4)$ e $BP_1(P_4)$, mostradas no gráfico. Os pontos A_4 e B_4 de encontro das curvas IS, LM e BP e SS e DD, respectivamente, mostram a nova situação de equilíbrio interno e externo.

Política monetária no modelo de análise conjuntural

Como exemplo de política monetária no modelo de análise conjuntural, analisa-se o caso da atuação do Bacen no *open market*,

comprando títulos que estavam em mãos do setor privado da economia, logo expandindo a base monetária e, em conseqüência, a quantidade ofertada de moeda.

Trata-se, portanto, de um "distúrbio" causado pela execução de uma política monetária expansionista, através da qual analisam-se os caminhos que a economia percorre no retorno a uma nova situação de equilíbrio interno e externo, nos regimes de taxa de câmbio fixa e flexível.

A partir de uma situação inicial de equilíbrio mostrada pelos pontos $A_0(y_0^D, r_0)$ no diagrama $rx y$ e $B_0(y_0, P_0)$ no diagrama Pxy (Gráfico 7.5), imagine-se um aumento da oferta de moeda resultante da atuação expansionista do Bacen no *open market*.

O aumento da quantidade disponível de moeda, sem que se tenham alterado os desejos da sociedade de manter moeda, isto é, sem qualquer modificação na demanda de moeda, cria excesso de oferta no mercado monetário.

Na prática, isso significa que o sistema financeiro não consegue emprestar às empresas e famílias todo o montante de recursos que gostaria — "o crédito está fácil", como às vezes se ouve de profissionais do mercado financeiro — à taxa de juros vigente.

O resultado inevitável será a queda da taxa de juros.

Graficamente, o aumento da quantidade ofertada de moeda retira o mercado monetário da sua situação inicial de equilíbrio, de modo que a curva LM desloca-se da posição original $LM_0(P_0)$ para a direita, até $LM_1(P_0)$.

Com o deslocamento da curva LM, o equilíbrio doméstico deixa de estar em $A_0(y_0^D, r_0)$, passando para $A_1(y_1^D, r_1)$. Como não ocorreu até agora qualquer alteração do nível geral dos preços (que permanece P_0), o aumento da quantidade demandada de bens e serviços mostra que também a curva da demanda agregada da economia desloca-se para a direita, de DD_0 até DD_1 , passando, necessariamente, pelo ponto $B_1(y_1^D, P_0)$.

O deslocamento da curva de demanda agregada da economia para a direita mostra que, ao nível de preços inicial P_0 , passa a ocorrer excesso de demanda, de magnitude igual à diferença entre o novo nível demandado de produto e o nível inicial de equilíbrio ($y_1^D - y_0$).

Nesse exercício, o excesso de demanda surge da redução da taxa de juros de r_0 para r_1 , que eleva o nível dos investimentos e das vendas a prazo. Pelo efeito multiplicador, esse excesso de demanda espalha-se por muitos outros mercados, causando o aumento do produto demandado de y_0^D até y_1^D .

Também devido ao excesso de demanda, os preços começam a elevar-se, somente voltando a estabilizar-se quando desaparecer esse excesso de demanda, em um ponto como $B_2(y_2, P_2)$, onde, ao novo nível de preços P_2 , voltam a igualar-se as quantidades demandada e oferecida de produto.

Porém, essa elevação do nível geral de preços de P_0 para P_2 gera alterações em todos os mercados: no mercado do produto, o aumento dos preços provoca o deslocamento para a esquerda da curva IS, de $IS_0(P_0)$ para $IS_0(P_2)$, devido à redução das exportações e ao aumento das importações de bens e serviços não-fatores; no mercado monetário, a curva LM desloca-se para a esquerda de $LM_1(P_0)$ até $LM_1(P_2)$, devido à redução do valor real da oferta de moeda; e, no setor externo, a curva BP desloca-se para a esquerda de $BP_0(P_0)$ até $BP_0(P_2)$, devido à queda do valor das exportações e ao aumento das importações, reduzindo os saldos da balança comercial e da conta corrente.

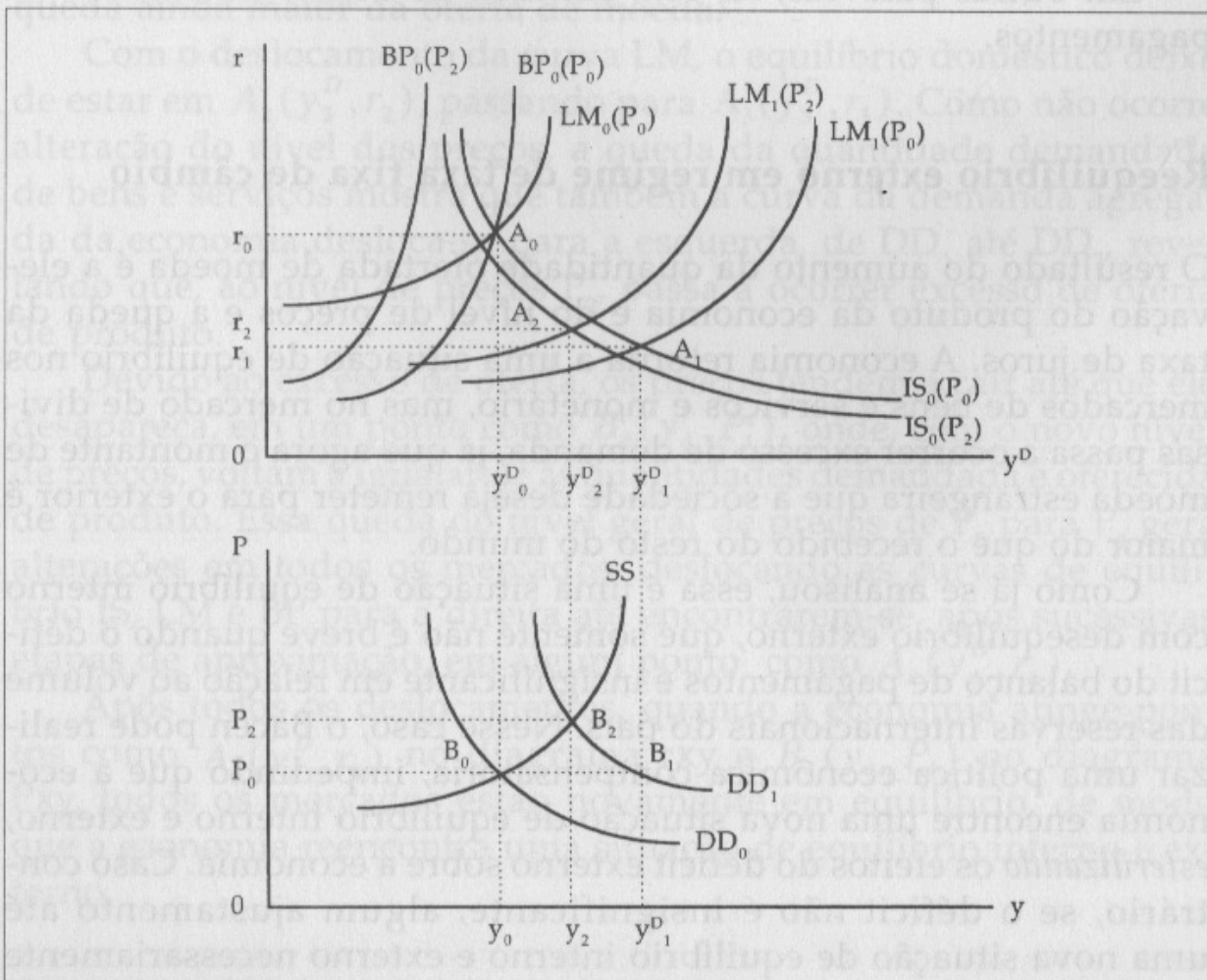


Gráfico 7.5. Política monetária expansionista.

Após todos esses deslocamentos, as curva IS e LM cruzam-se no ponto $A_2(y_2^D, r_2)$ no diagrama rx_y . Nessa situação, os mercados do produto e monetário estão novamente em equilíbrio, pois A_2 é um ponto tanto da IS como da LM, logo em nenhum deles ocorrendo excesso de demanda ou de oferta. Então, no ponto A_2 a economia reencontra uma nova situação de equilíbrio doméstico, razão pela qual as curvas de oferta e demanda agregada encontram-se no ponto $B_2(y_2, P_2)$ no diagrama Pxy .

Mas o setor externo não está em equilíbrio.

O balanço de pagamentos passa a registrar déficit, já que à redução do saldo em conta corrente, devido à queda das exportações motivada pelo aumento dos preços e ao aumento das importações causado pelos aumentos dos preços e da renda, soma-se a redução do saldo da conta de capital, devido à saída de recursos externos, diante da queda da taxa doméstica de juros. Isso fica claro ao observar-se que a curva BP deslocou-se até $BP_0(P_2)$, localizando-se à esquerda do ponto de equilíbrio doméstico A_2 .

Em outras palavras, A_2 está em área de déficit do balanço de pagamentos.

Reequilíbrio externo em regime de taxa fixa de câmbio

O resultado do aumento da quantidade ofertada de moeda é a elevação do produto da economia e do nível de preços e a queda da taxa de juros. A economia retorna a uma situação de equilíbrio nos mercados de bens e serviços e monetário, mas no mercado de divisas passa a ocorrer excesso de demanda, já que agora o montante de moeda estrangeira que a sociedade deseja remeter para o exterior é maior do que o recebido do resto do mundo.

Como já se analisou, essa é uma situação de equilíbrio interno com desequilíbrio externo, que somente não é breve quando o déficit do balanço de pagamentos é insignificante em relação ao volume das reservas internacionais do país. Nesse caso, o Bacen pode realizar uma política econômica compensatória, impedindo que a economia encontre uma nova situação de equilíbrio interno e externo, *esterilizando* os efeitos do déficit externo sobre a economia. Caso contrário, se o déficit não é insignificante, algum ajustamento até uma nova situação de equilíbrio interno e externo necessariamente ocorre.

A forma como se dá esse ajustamento depende do regime cambial que o país adota, como se analisa mais adiante.

No regime de taxa fixa de câmbio, no qual o Bacen compra e vende o montante de divisas que o mercado deseja ao valor previamente determinado, o ajustamento da economia até uma nova situação de equilíbrio interno e externo ocorre através do mercado monetário. No caso em estudo, de déficit no balanço de pagamentos, logo de excesso de demanda de divisas, o Bacen completa o mercado, vendendo moeda estrangeira de suas reservas exatamente no montante necessário para reequilibrar o mercado, conseqüentemente recolhendo moeda nacional.

Graficamente, partindo de uma situação de equilíbrio doméstico com déficit externo, em pontos como $A_2(y_2^D, r_2)$ no diagrama rxy e $B_2(y_2, P_2)$ no diagrama Pxy (Gráfico 7.6), a curva LM desloca-se de $LM_1(P_2)$ até $LM_2(P_2)$, contracionistamente. Isso ocorre devido à redução da base monetária causada pela venda de divisas, que, devido ao efeito da multiplicação monetária, propaga-se causando queda ainda maior da oferta de moeda.

Com o deslocamento da curva LM, o equilíbrio doméstico deixa de estar em $A_2(y_2^D, r_2)$, passando para $A_3(y_3^D, r_3)$. Como não ocorre alteração do nível dos preços, a queda da quantidade demandada de bens e serviços mostra que também a curva da demanda agregada da economia desloca-se para a esquerda, de DD_1 até DD_2 , revelando que, ao nível de preços P_2 , passa a ocorrer excesso de oferta de produto.

Devido ao excesso de oferta, os preços tendem a cair até que ele desapareça, em um ponto como $B_4(y_4, P_4)$, onde, com o novo nível de preços, voltam a igualar-se as quantidades demandada e oferecida de produto. Essa queda do nível geral de preços de P_2 para P_4 gera alterações em todos os mercados, deslocando as curvas de equilíbrio IS, LM e BP para a direita até encontrarem-se, após sucessivas etapas de aproximação, em algum ponto como $A_4(y_4^D, r_4)$.

Após todos os deslocamentos, quando a economia atinge pontos como $A_4(y_4^D, r_4)$ no diagrama rxy e $B_4(y_4, P_4)$ no diagrama Pxy, todos os mercados estão novamente em equilíbrio, de modo que a economia reencontra uma situação de equilíbrio interno e externo.

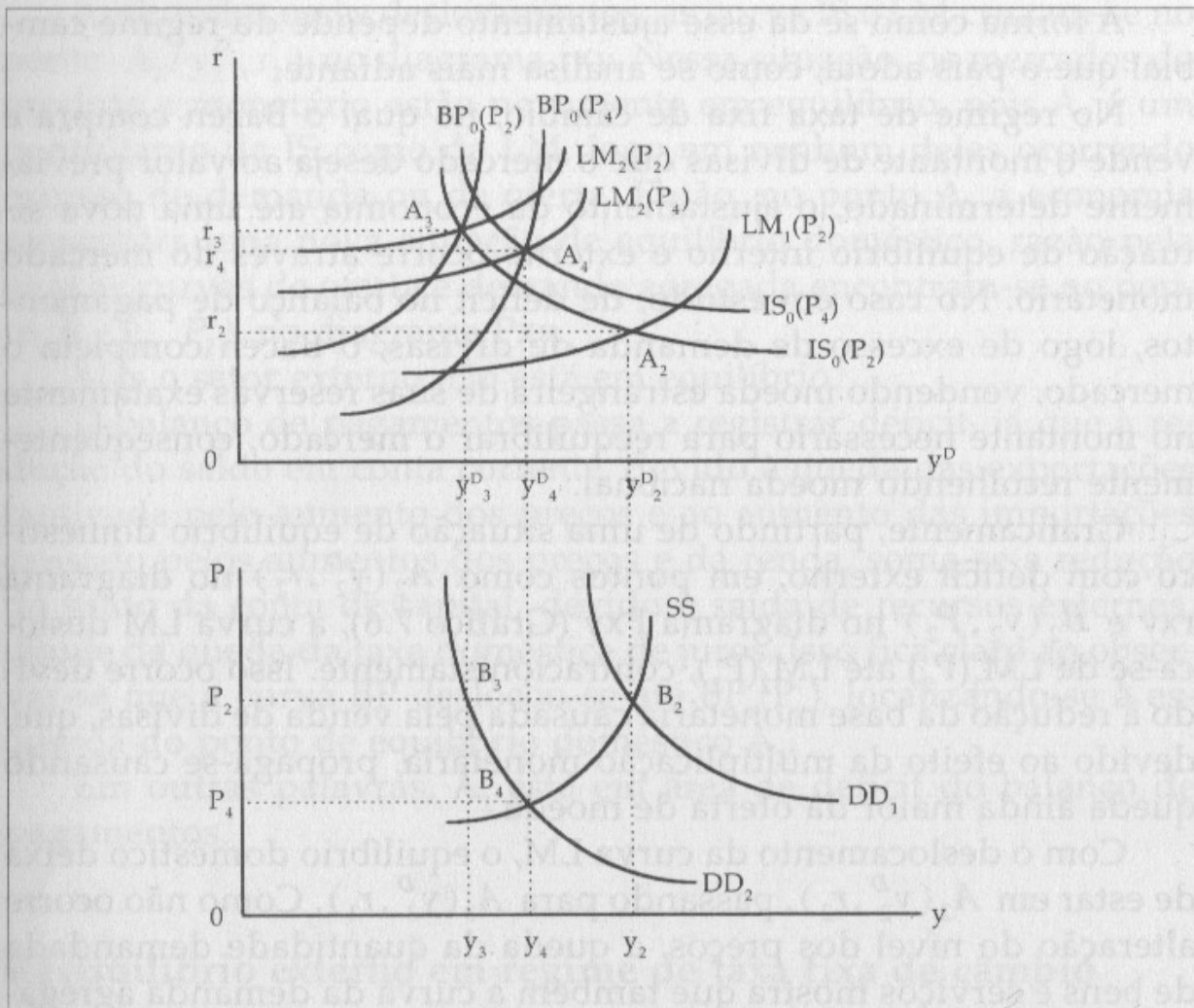


Gráfico 7.6. Retorno ao equilíbrio em regime de taxa fixa de câmbio.

É importante observar que, nesse caso particular, a situação final da economia é idêntica à situação inicial, antes da atuação do Bacen no *open market*. A conclusão é que a política monetária é ineficaz no regime de taxa fixa de câmbio, exigindo do Bacen a utilização permanente do instrumento monetário para garantir a concretização do seu objetivo. Nesse caso, se o objetivo do Bacen é, por exemplo, reduzir a taxa de juros, terá que “continuamente” atuar no *open market* comprando títulos.

Reequilíbrio externo em regime de taxa flexível de câmbio

Como já se fez referência, com taxa de câmbio flexível o Bacen participa do mercado de divisas como qualquer outro agente econômico, comprando e vendendo moeda estrangeira à taxa de mercado,

contrariamente ao regime de taxa fixa de câmbio, no qual o próprio Bacen estabelece o seu valor.

Na situação que a economia atingiu após a expansão monetária, equilíbrio doméstico com déficit externo, em pontos como $A_2(y_2^D, r_2)$ no diagrama rxy e $B_2(y_2, P_2)$ no diagrama Pxy (Gráfico 7.7), passa a ocorrer excesso de demanda no mercado de divisas, já que o montante de moeda estrangeira que a sociedade deseja remeter para o exterior é maior do que o recebido do resto do mundo.

Como o mercado estabelece livremente a taxa de câmbio, esse excesso de demanda faz com que ela aumente, até que se igualem novamente as quantidades oferecida e demandada de divisas. O aumento da taxa de câmbio desloca as curvas IS e BP para a direita, de $IS_0(P_2)$ e $BP_0(P_2)$ até $IS_1(P_2)$ e $BP_1(P_2)$, respectivamente, devido ao aumento das exportações e à redução das importações resultante do ganho de competitividade obtido pelo produto nacional a partir

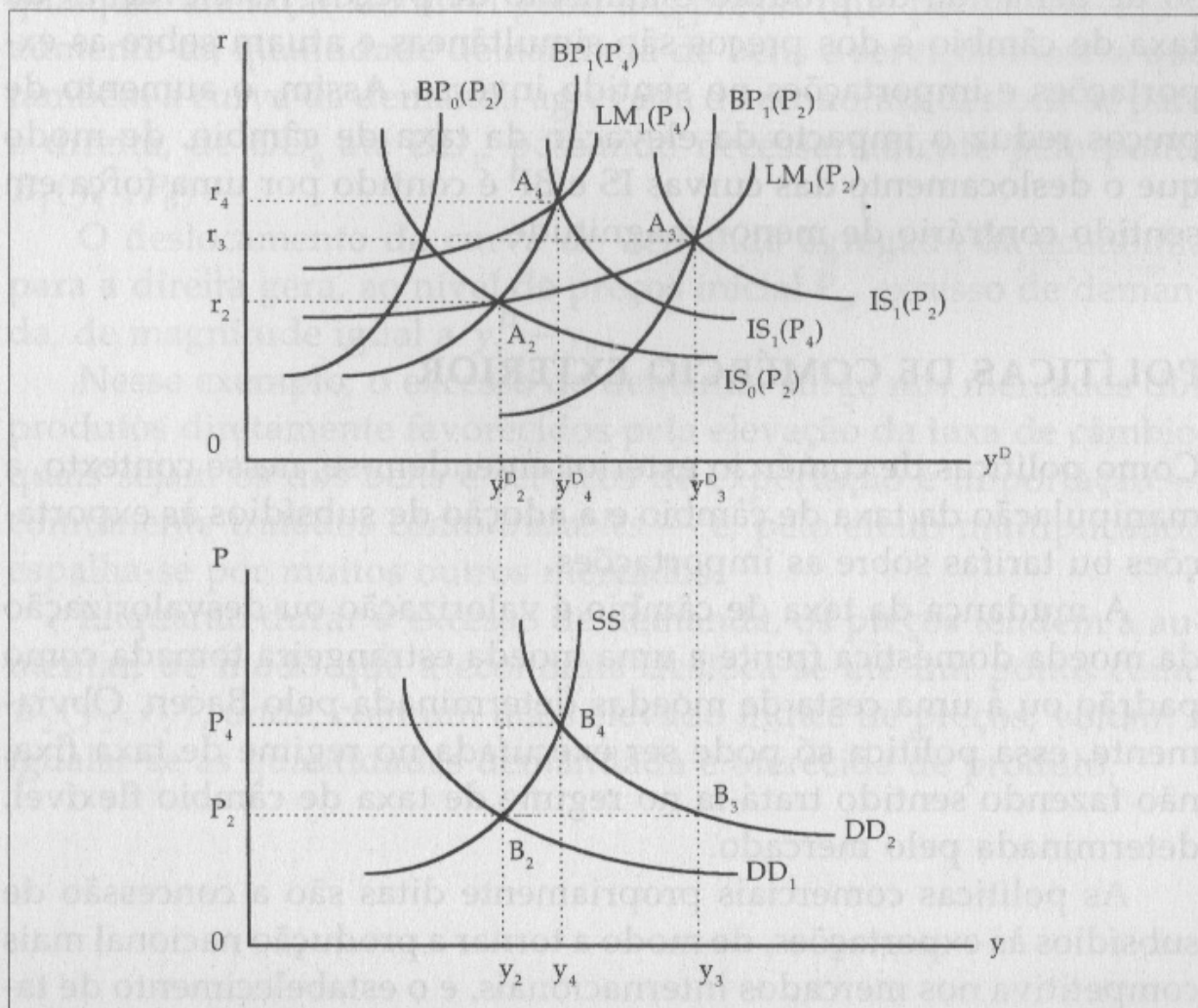


Gráfico 7.7. Retorno ao equilíbrio em regime de taxa flexível de câmbio.

da depreciação do valor da moeda do país frente às dos demais países do mundo.

O deslocamento para a direita da curva IS retira a economia do equilíbrio doméstico, para algum ponto à direita de A_2 , deslocando a curva de demanda agregada também para a direita, de DD_1 para DD_2 , criando excesso de demanda e tendência a aumento dos preços. Enquanto o índice de preços aumenta em direção até P_4 , desaparece o excesso de demanda e as curvas IS, LM e BP deslocam-se para a esquerda.

Após um processo de aproximações sucessivas, essas três curvas ocupam posições como $IS_1(P_4)$, $LM_1(P_4)$ e $BP_1(P_4)$, mostradas no Gráfico. Os pontos A_4 e B_4 de encontro das curvas IS, LM e BP e SS e DD, respectivamente, mostram a nova situação de equilíbrio interno e externo.

A rigor, no momento em que surge o déficit externo, a taxa de câmbio se eleva, deslocando o equilíbrio doméstico, gerando excesso de demanda de produto e aumento de preços. As elevações da taxa de câmbio e dos preços são simultâneas e atuam sobre as exportações e importações no sentido inverso. Assim, o aumento de preços reduz o impacto da elevação da taxa de câmbio, de modo que o deslocamento das curvas IS e BP é contido por uma força em sentido contrário de menor magnitude.

POLÍTICAS DE COMÉRCIO EXTERIOR

Como políticas de comércio exterior entendem-se, nesse contexto, a manipulação da taxa de câmbio e a adoção de subsídios às exportações ou tarifas sobre as importações.

A mudança da taxa de câmbio é valorização ou desvalorização da moeda doméstica frente a uma moeda estrangeira tomada como padrão ou a uma cesta de moedas determinada pelo Bacen. Obviamente, essa política só pode ser executada no regime de taxa fixa, não fazendo sentido tratá-la no regime de taxa de câmbio flexível, determinada pelo mercado.

As políticas comerciais propriamente ditas são a concessão de subsídios às exportações, de modo a tornar a produção nacional mais competitiva nos mercados internacionais, e o estabelecimento de ta-

rifas sobre as importações, medida de proteção ao produto nacional no mercado doméstico.

Política cambial

Suponha que a partir de uma situação inicial de equilíbrio interno e externo, mostrada pelos pontos A_0 e B_0 (Gráfico 7.8), o Bacen resolve desvalorizar a moeda nacional.

Ao estimular as exportações e inibir as importações, a elevação da taxa de câmbio desloca as curvas IS e BP das suas posições originais $IS_0(P_0)$ e $BP_0(P_0)$, para a direita, até $IS_1(P_0)$ e $BP_1(P_0)$.

Com o deslocamento da curva IS, o equilíbrio doméstico — interseção das curvas IS e LM — passa de $A_0(y_0^D, r_0)$ para $A_1(y_1^D, r_1)$, onde os novos valores do produto demandado (y_1^D) e da taxa de juros (r_1) são superiores aos originais. Como não ocorreu até agora qualquer alteração do nível geral dos preços (que permanece P_0), o aumento da quantidade demandada de bens e serviços mostra que também a curva da demanda agregada da economia desloca-se para a direita, de DD_0 até DD_1 , passando necessariamente pelo ponto $B_1(y_1^D, P_0)$.

O deslocamento da curva de demanda agregada da economia para a direita gera, ao nível de preços inicial P_0 , excesso de demanda, de magnitude igual a $y_1^D - y_0$.

Nesse exemplo, o excesso de demanda surge nos mercados dos produtos diretamente favorecidos pela elevação da taxa de câmbio, quais sejam os dos bens e serviços de exportação e importação — comumente tratados como *tradables* — e, pelo efeito multiplicador, espalha-se por muitos outros mercados.

Enquanto durar o excesso de demanda, os preços tendem a aumentar, de modo que a economia desloca-se até um ponto como $B_2(y_2, P_2)$, onde, com um mais elevado índice de preços, voltam a igualar-se as quantidades demandada e oferecida de produto.

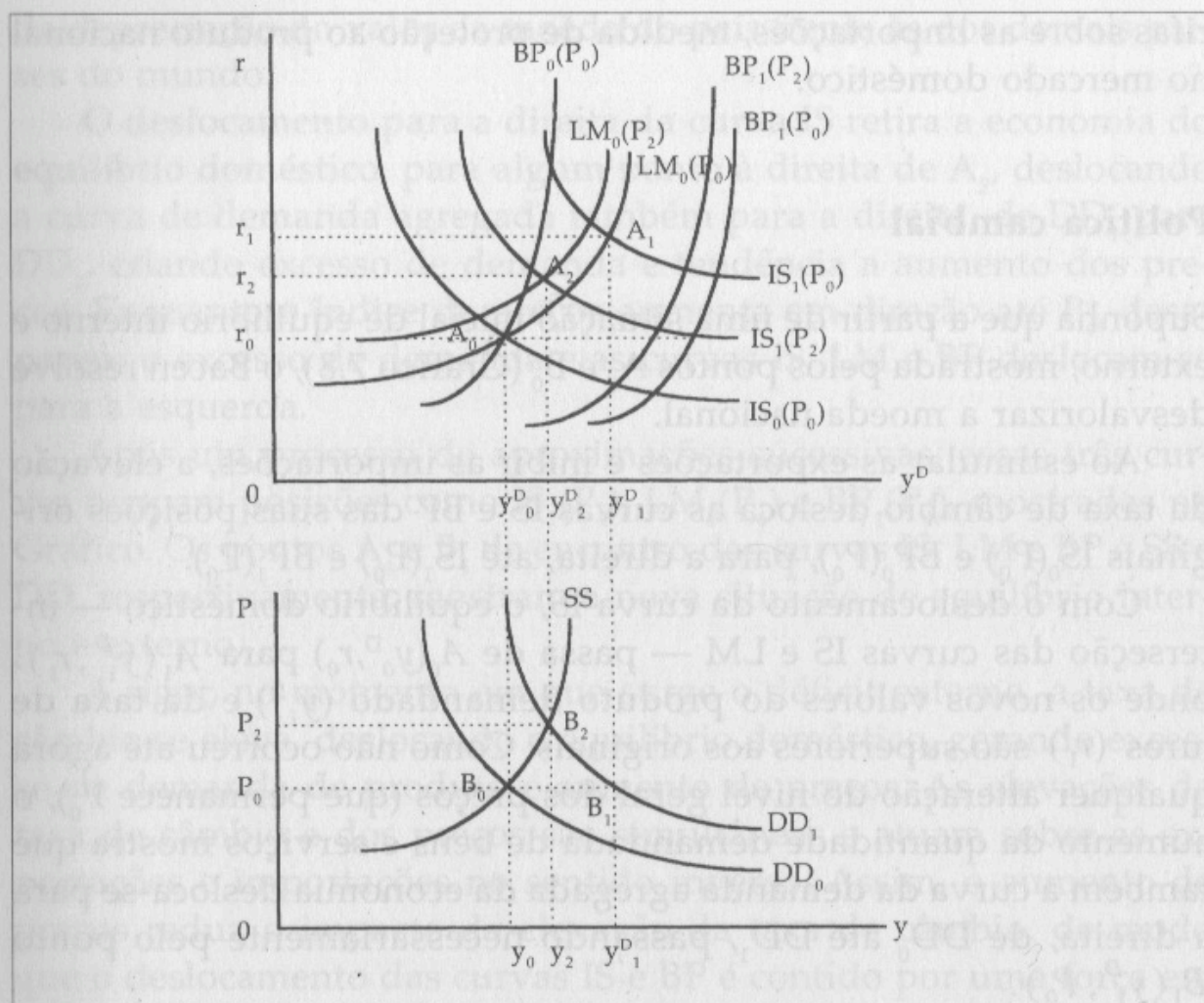


Gráfico 7.8. Desvalorização cambial.

Essa elevação do nível geral de preços de P_0 para P_2 gera alterações em todos os mercados: no mercado do produto, o aumento dos preços provoca o deslocamento para a esquerda da curva IS, de $IS_1(P_0)$ para $IS_1(P_2)$, devido à redução das exportações e ao aumento das importações de bens e serviços não-fatores; no mercado monetário, a curva LM desloca-se para a esquerda de $LM_0(P_0)$ até $LM_0(P_2)$, devido à redução do valor real da oferta de moeda; e, no setor externo, a curva BP desloca-se para a esquerda de $BP_1(P_0)$ até $BP_1(P_2)$, devido à queda do valor das exportações e ao aumento das importações, reduzindo os saldos da balança comercial e da conta corrente.

Após todos esses deslocamentos, a economia atinge pontos como $A_2(y_2^D, r_2)$ no diagrama rxy e $B_2(y_2, P_2)$ no diagrama Pxy, onde reencontra uma situação de equilíbrio doméstico.

Mas o setor externo está desequilibrado.

O balanço de pagamentos apresenta superávit, já que a situação inicial é de equilíbrio e a elevação da taxa de câmbio causa aumento

das exportações e queda das importações, o que não é totalmente compensado pelo resultado inverso gerado pela elevação dos preços domésticos. O superávit no balanço de pagamentos gera excesso de oferta de divisas, que o Bacen adquire à taxa de câmbio que determinou, aumentando suas reservas internacionais.

Graficamente, partindo da situação na qual a economia encontra-se em equilíbrio doméstico com superávit externo (Gráfico 7.9), em pontos como $A_2(y_2^D, r_2)$ no diagrama $rx y$ e $B_2(y_2, P_2)$ no diagrama Pxy , a curva LM desloca-se de $LM_0(P_2)$ para a direita até $LM_1(P_2)$, devido ao aumento da base monetária causada pela compra de divisas, que se propaga devido ao efeito da multiplicação monetária, causando elevação ainda maior da oferta de moeda.

Com o deslocamento da curva LM, o equilíbrio doméstico deixa de estar em $A_2(y_2^D, r_2)$, passando para $A_3(y_3^D, r_3)$. Como não ocorre

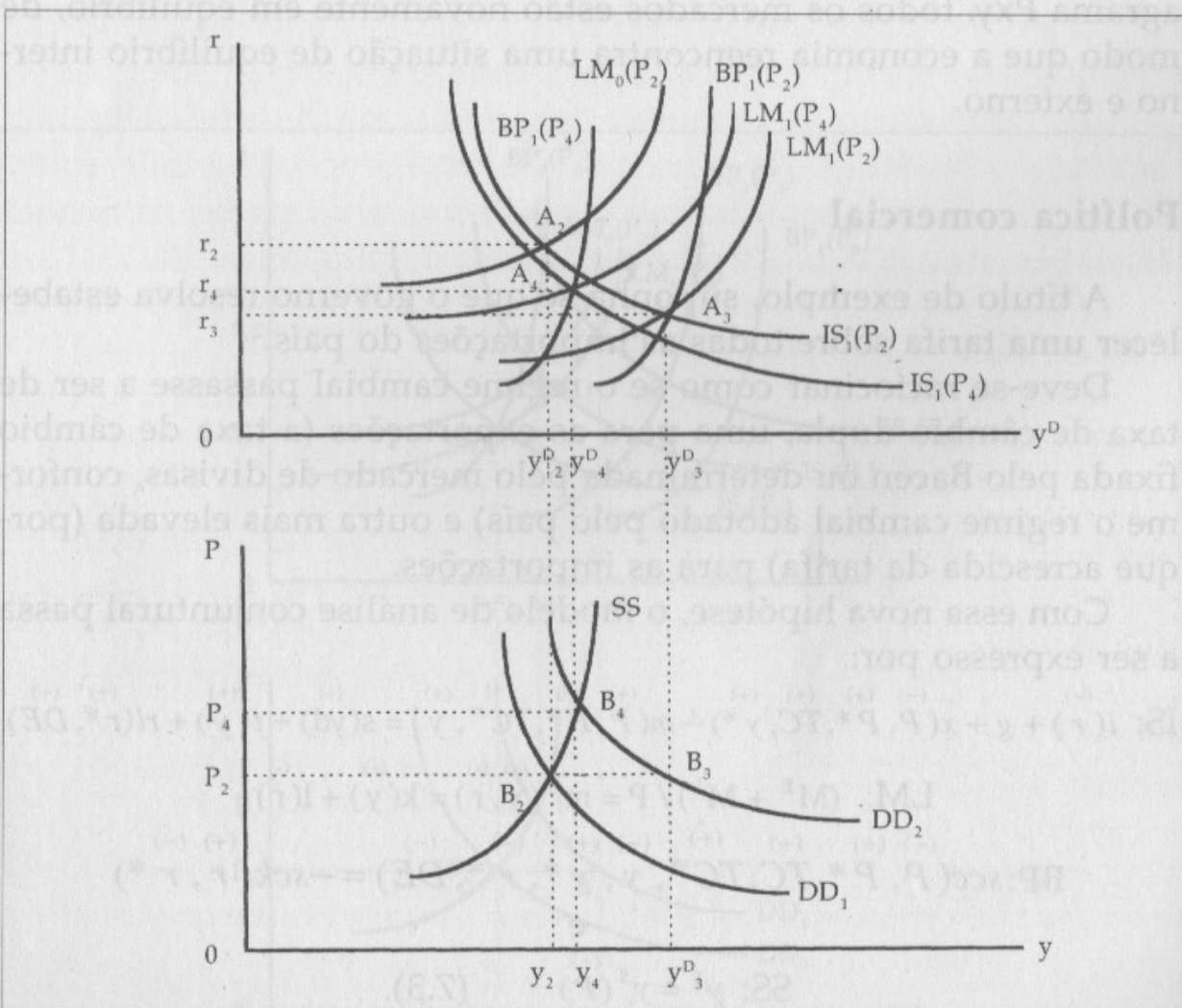


Gráfico 7.9. Retorno ao equilíbrio interno e externo após uma desvalorização cambial.

qualquer alteração do nível geral dos preços, o aumento da quantidade demandada de bens e serviços mostra que também a curva da demanda agregada da economia desloca-se para a direita, de DD_1 até DD_2 , de modo que, ao nível de preços P_2 , passa a ocorrer excesso de demanda de produto.

Devido ao excesso de demanda, os preços tendem a aumentar até que ele desapareça, em um ponto como $B_4(y_4, P_4)$, onde, com o novo nível de preços, voltam a igualar-se as quantidades demandada e oferecida de produto.

Essa elevação do nível geral de preços de P_2 para P_4 gera alterações em todos os mercados, deslocando as curva de equilíbrio IS, LM e BP para a esquerda até encontrarem-se, após sucessivas etapas de aproximação, em algum ponto como $A_4(y_4^D, r_4)$.

Resumindo, após todos os deslocamentos, quando a economia atinge pontos como $A_4(y_4^D, r_4)$ no diagrama xy e $B_4(y_4, P_4)$ no diagrama Pxy , todos os mercados estão novamente em equilíbrio, de modo que a economia reencontra uma situação de equilíbrio interno e externo.

Política comercial

A título de exemplo, suponha-se que o governo resolva estabelecer uma tarifa sobre todas as importações do país.²

Deve-se raciocinar como se o regime cambial passasse a ser de taxa de câmbio dupla, uma para as exportações (a taxa de câmbio fixada pelo Bacen ou determinada pelo mercado de divisas, conforme o regime cambial adotado pelo país) e outra mais elevada (porque acrescida da tarifa) para as importações.

Com essa nova hipótese, o modelo de análise conjuntural passa a ser expresso por:

$$\text{IS: } i(r) + g + x(P, P^*, TC, y^*) \stackrel{(-)}{=} m(P, P^*, TC^m, y) \stackrel{(+)}{=} s(yd) + t(y) + rl(r^*, DE) \stackrel{(+)}{=} \stackrel{(+)}{=} \stackrel{(+)}{=} \stackrel{(+)}{=} \stackrel{(+)}{=} \stackrel{(+)}{=} \stackrel{(+)}{=} \stackrel{(+)}{=}$$

$$\text{LM: } (M^E + M^I) / P = m^D(y, r) \stackrel{(+)}{=} k(y) + l(r) \stackrel{(-)}{=}$$

$$\text{BP: } scc(P, P^*, TC, TC^m, y, y^*, r^*, DE) \stackrel{(-)}{=} -sck(r, r^*) \stackrel{(+)}{=} \stackrel{(-)}{=} \stackrel{(-)}{=} \stackrel{(+)}{=} \stackrel{(-)}{=}$$

$$\text{SS: } y^S = y^S(P) \quad (7.3).$$

² Não é necessário que a tarifa incida sobre todas as importações do país, nem é isso que ocorre normalmente. Essa é apenas uma hipótese de trabalho, que simplifica o assunto, sem sacrifício das conclusões mais importantes.

A taxa de câmbio específica para as importações (TC^m) é igual à original, que permanece relevante para as demais transações do balanço de pagamentos, acrescida da tarifa. Assim, $TC^m = (1 + \alpha).TC$, onde α é a alíquota da tarifa sobre as importações do país.

A introdução da tarifa sobre as importações, a partir de uma situação inicial de equilíbrio interno e externo A_0 , gera dois efeitos: desestimula as importações, o que desloca as curvas IS e BP para a direita; e aumenta a arrecadação tributária, o que desloca a curva IS para a esquerda.

Aceitando que o impacto positivo sobre o produto doméstico decorrente da queda das importações seja maior que o impacto negativo derivado do aumento da arrecadação tributária, o resultado líquido é o deslocamento das duas curvas para a direita, das suas posições originais $IS_0(P_0)$ e $BP_0(P_0)$, até $IS_1(P_0)$ e $BP_1(P_0)$, com o deslocamento *horizontal* da BP maior que o da IS (Gráfico 7.10).

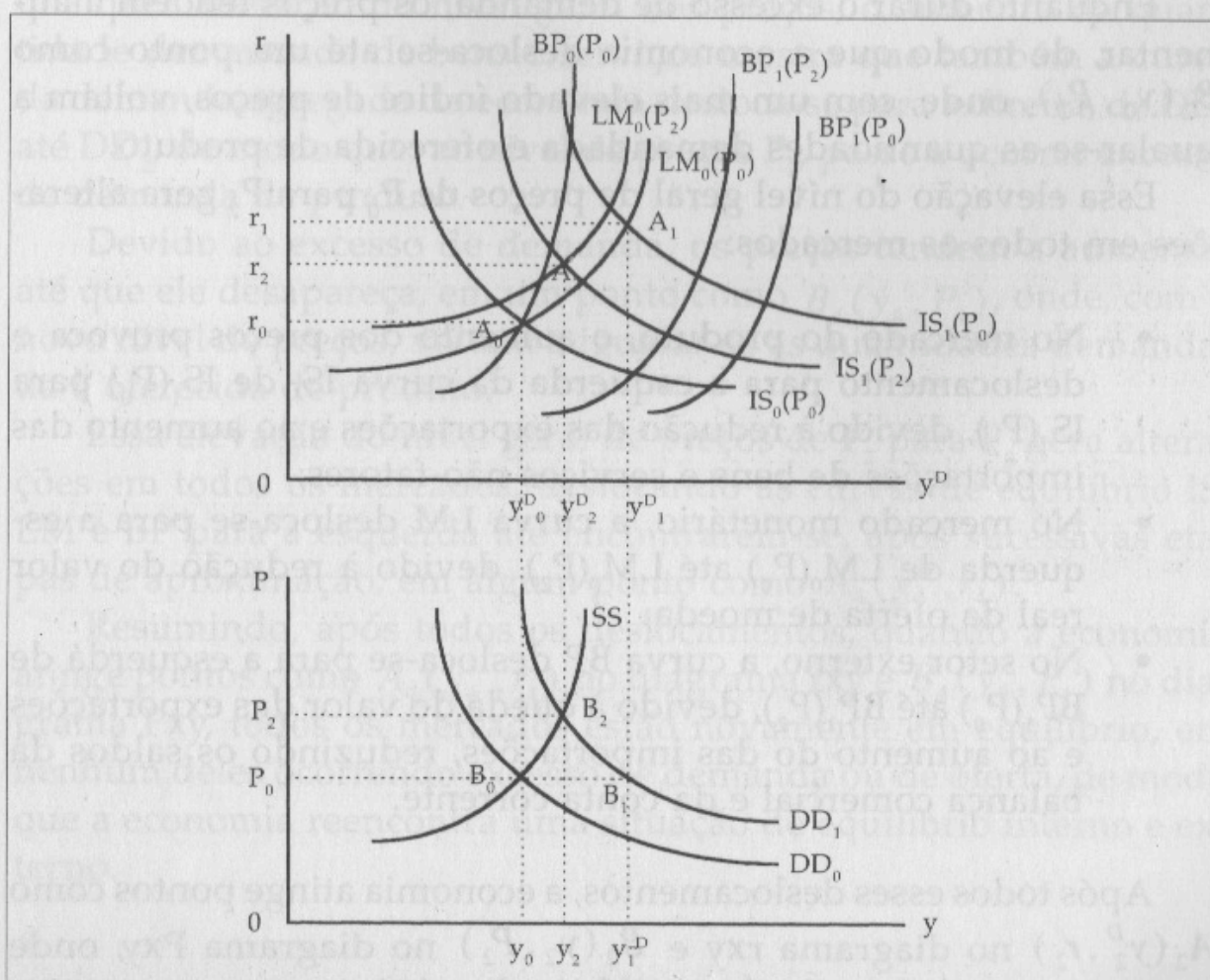


Gráfico 7.10. Tarifa sobre as importações.

Com o deslocamento da curva IS, o equilíbrio doméstico — interseção das curvas IS e LM — passa de $A_1(y_0^D, r_0)$ para $A_1(y_1^D, r_1)$ e, como não ocorreu qualquer alteração do nível geral dos preços (que permanece P_0), o aumento da quantidade demandada de bens e serviços mostra que também a curva da demanda agregada da economia desloca-se para a direita, de DD_0 até DD_1 , passando necessariamente pelo ponto $B_1(y_1^D, P_0)$.

O deslocamento da curva de demanda agregada da economia para a direita gera, ao nível de preços inicial P_0 , excesso de demanda, de magnitude igual a $y_1^D - y_0$.

Nesse caso, o excesso de demanda surge nos mercados dos produtos diretamente favorecidos pela tarifa, quais sejam os dos bens e serviços produzidos domesticamente, em concorrência com as importações. Essas sofreram elevação de preço no mercado doméstico como consequência do novo tributo, deslocando demanda para a produção doméstica. Pelo efeito multiplicador, esse excesso inicial de demanda espalha-se por muitos outros mercados.

Enquanto durar o excesso de demanda, os preços tendem a aumentar, de modo que a economia desloca-se até um ponto como $B_2(y_2, P_2)$, onde, com um mais elevado índice de preços, voltam a igualar-se as quantidades demandada e oferecida de produto.

Essa elevação do nível geral de preços de P_0 para P_2 gera alterações em todos os mercados:

- No mercado do produto, o aumento dos preços provoca o deslocamento para a esquerda da curva IS, de $IS_1(P_0)$ para $IS_1(P_2)$, devido à redução das exportações e ao aumento das importações de bens e serviços não-fatores;
- No mercado monetário, a curva LM desloca-se para a esquerda de $LM_0(P_0)$ até $LM_0(P_2)$, devido à redução do valor real da oferta de moeda;
- No setor externo, a curva BP desloca-se para a esquerda de $BP_1(P_0)$ até $BP_1(P_2)$, devido à queda do valor das exportações e ao aumento das importações, reduzindo os saldos da balança comercial e da conta corrente.

Após todos esses deslocamentos, a economia atinge pontos como $A_2(y_2^D, r_2)$ no diagrama rx_y e $B_2(y_2, P_2)$ no diagrama Pxy , onde reencontra uma situação de equilíbrio doméstico.

Mas o setor externo está desequilibrado.

O balanço de pagamentos apresenta superávit, já que a situação inicial é de equilíbrio e o estabelecimento da tarifa causa redução das importações, que não é totalmente compensado pelo resultado inverso gerado pela elevação dos preços domésticos.

No caso do regime de taxa fixa de câmbio, o superávit no balanço de pagamentos gera excesso de oferta de divisas, que o Bacen adquire à taxa de câmbio que determinou, aumentando suas reservas internacionais.

Graficamente, partindo da situação na qual a economia encontra-se em equilíbrio doméstico com superávit externo (Gráfico 7.11), em pontos como $A_2(y_2^D, r_2)$ no diagrama $rx y$ e $B_2(y_2, P_2)$ no diagrama Pxy , a curva LM desloca-se de $LM_0(P_2)$ para a direita até $LM_1(P_2)$, devido ao aumento da base monetária causada pela compra de divisas, que se propaga em razão da multiplicação monetária, provocando elevação ainda maior da oferta de moeda.

Com o deslocamento da curva LM, o equilíbrio doméstico deixa de estar em $A_2(y_2^D, r_2)$, passando para $A_3(y_3^D, r_3)$. Como não ocorre qualquer alteração do nível geral dos preços, o aumento da quantidade demandada de bens e serviços mostra que também a curva da demanda agregada da economia desloca-se para a direita, de DD_1 até DD_2 , de modo que, ao nível de preços P_2 , passe a ocorrer excesso de demanda de produto.

Devido ao excesso de demanda, os preços tendem a aumentar até que ele desapareça, em um ponto como $B_4(y_4, P_4)$, onde, com o novo nível de preços, voltam a igualar-se as quantidades demandada e oferecida de produto.

Essa elevação do nível geral de preços de P_2 para P_4 gera alterações em todos os mercados, deslocando as curvas de equilíbrio IS, LM e BP para a esquerda até encontrarem-se, após sucessivas etapas de aproximação, em algum ponto como $A_4(y_4^D, r_4)$.

Resumindo, após todos os deslocamentos, quando a economia atinge pontos como $A_4(y_4^D, r_4)$ no diagrama $rx y$ e $B_4(y_4, P_4)$ no diagrama Pxy , todos os mercados estão novamente em equilíbrio, em nenhum deles ocorrendo excesso de demanda ou de oferta, de modo que a economia reencontra uma situação de equilíbrio interno e externo.

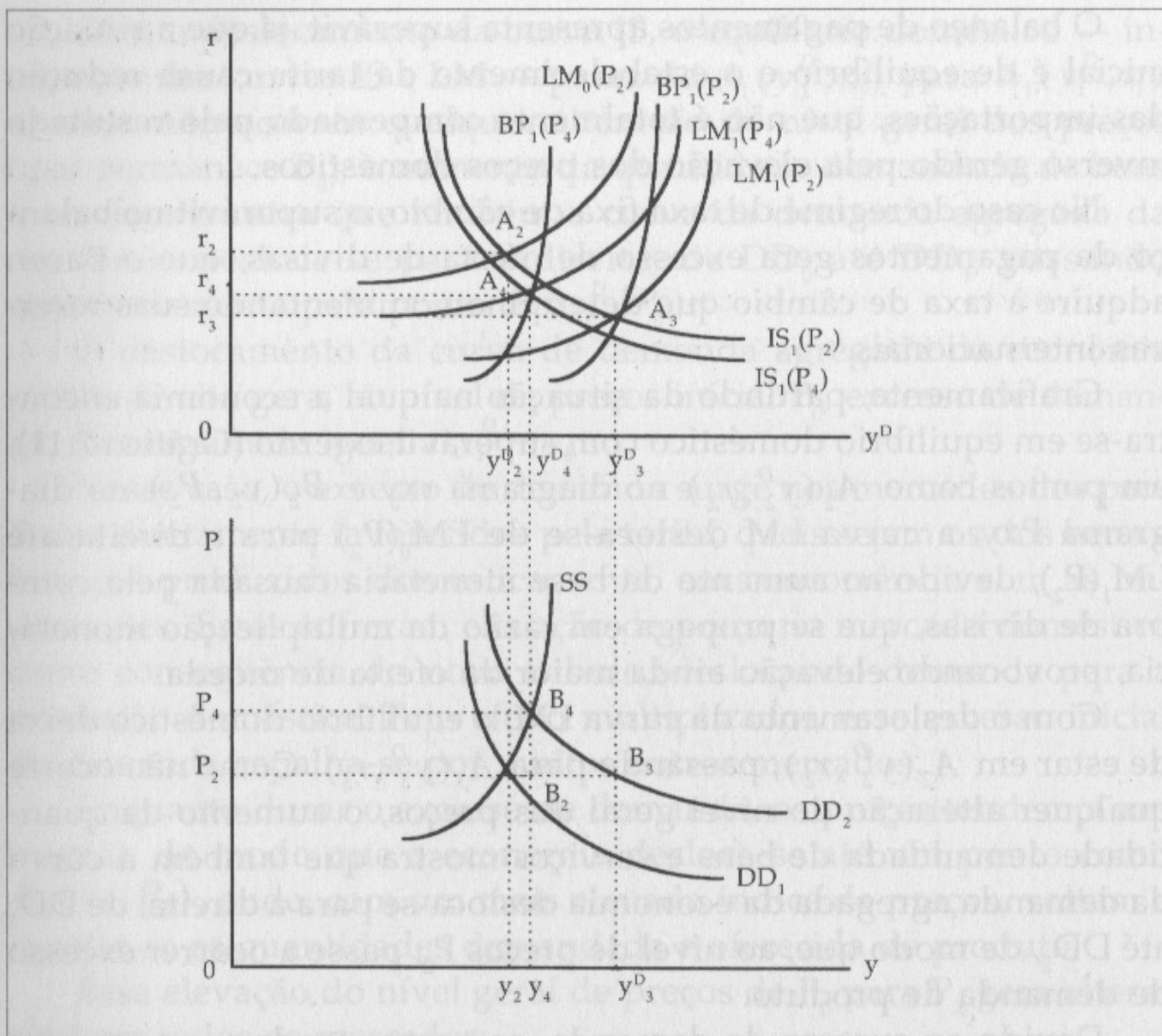


Gráfico 7.11. Retorno ao equilíbrio interno e externo com taxa fixa de câmbio.

Caso o regime cambial seja de taxa flexível de câmbio, partindo de uma situação inicial com a economia em equilíbrio doméstico, mas registrando superávit externo (Gráfico 7.12), em pontos como $A_2(y_2^D, r_2)$ no diagrama $rx y$ e $B_2(y_2, P_2)$ no diagrama Pxy , passa a ocorrer excesso de oferta no mercado de divisas, já que o montante de moeda estrangeira recebido do resto do mundo é maior do que o que a sociedade deseja remeter para o exterior.

Como o mercado estabelece livremente a taxa de câmbio, esse excesso de oferta faz com que ela diminua, até que se igualem novamente as quantidades oferecida e demandada de divisas.

A redução da taxa de câmbio desloca as curvas IS e BP para a esquerda, devido à queda das exportações e à elevação das importações.

O deslocamento da curva IS retira a economia do equilíbrio doméstico, para algum ponto à esquerda de A_2 , causando deslocamento também para a esquerda da curva de demanda agregada da economia de DD_1 para DD_2 , dando origem a uma situação de excesso de oferta de bens e serviços e, conseqüentemente, de tendência à queda dos preços.

Quando os preços caem até P_4 desaparece o excesso de oferta e, ao mesmo tempo, as curvas IS, LM e BP deslocam-se para a direita.

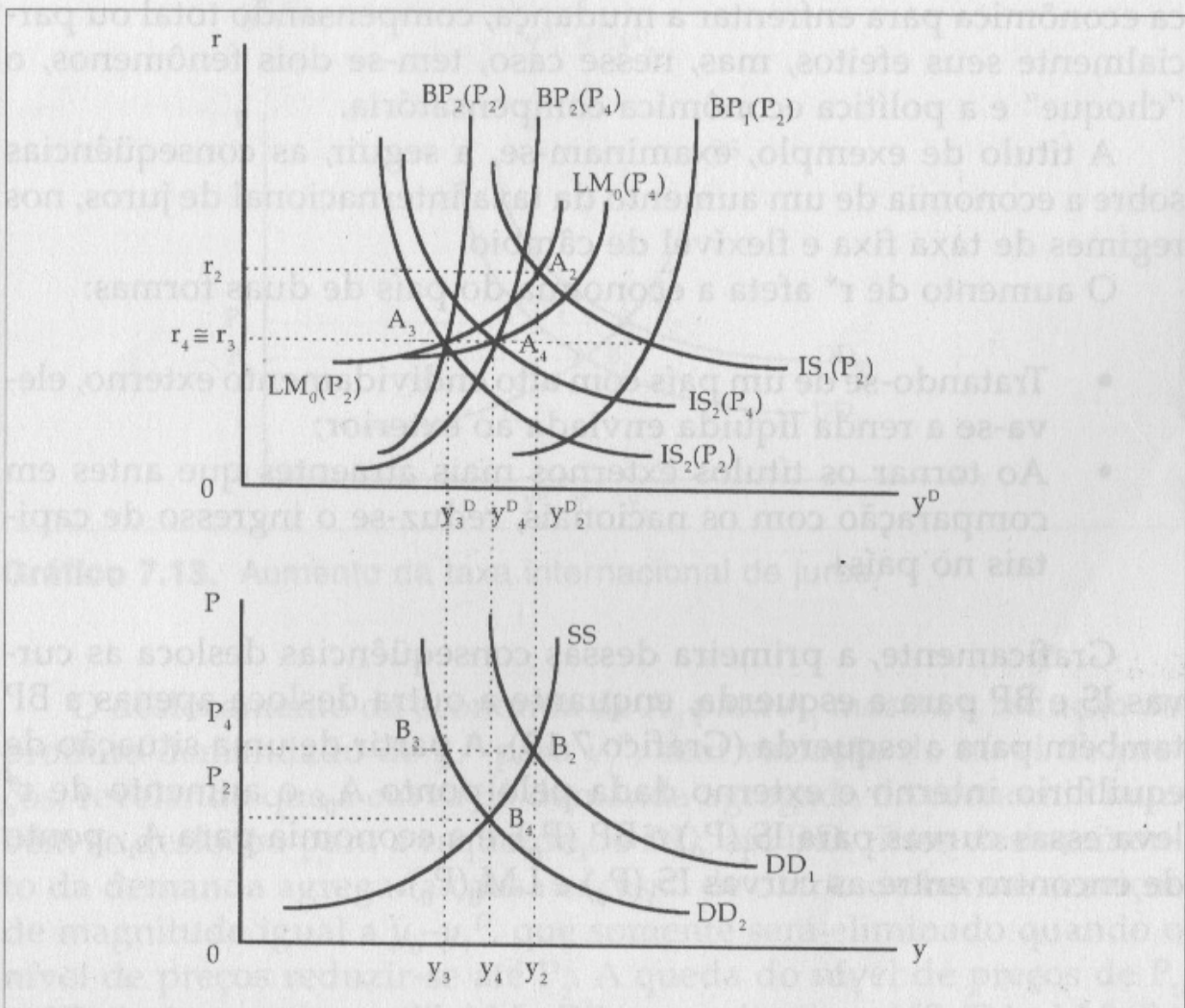


Gráfico 7.12. Retorno ao equilíbrio interno e externo em regime de taxa flexível de câmbio.

Após um processo de aproximações sucessivas, essas três curvas ocupam posições como $IS_2(P_4)$, $LM_0(P_4)$ e $BP_1(P_4)$. Os pontos A_4 e B_4 de encontro das curvas IS, LM e BP e SS e DD, respectivamente, mostram a nova situação de equilíbrio interno e externo.

CHOQUE EXTERNO

Até aqui, concentrou-se a atenção nas conseqüências da política econômica, isto é, nos resultados das ações deliberadas do Tesouro Nacional ou do Banco Central, através da manipulação dos instrumentos das políticas fiscal, monetária e de setor externo. Agora, estudam-se as conseqüências daquilo que comumente se trata como um "choque externo", uma mudança das condições econômicas ocorrida à revelia do governo. Eventualmente, o governo pode ajustar a política econômica para enfrentar a mudança, compensando total ou parcialmente seus efeitos, mas, nesse caso, tem-se dois fenômenos, o "choque" e a política econômica compensatória.

A título de exemplo, examinam-se, a seguir, as conseqüências sobre a economia de um aumento da taxa internacional de juros, nos regimes de taxa fixa e flexível de câmbio.

O aumento de r^* afeta a economia do país de duas formas:

- Tratando-se de um país com alto endividamento externo, eleva-se a renda líquida enviada ao exterior;
- Ao tornar os títulos externos mais atraentes que antes em comparação com os nacionais, reduz-se o ingresso de capitais no país.

Graficamente, a primeira dessas conseqüências desloca as curvas IS e BP para a esquerda, enquanto a outra desloca apenas a BP também para a esquerda (Gráfico 7.13). A partir de uma situação de equilíbrio interno e externo dada pelo ponto A_0 , o aumento de r^* leva essas curvas para $IS_1(P_0)$ e $BP_1(P_0)$, e a economia para A_1 , ponto de encontro entre as curvas $IS_1(P_0)$ e $LM_0(P_0)$.

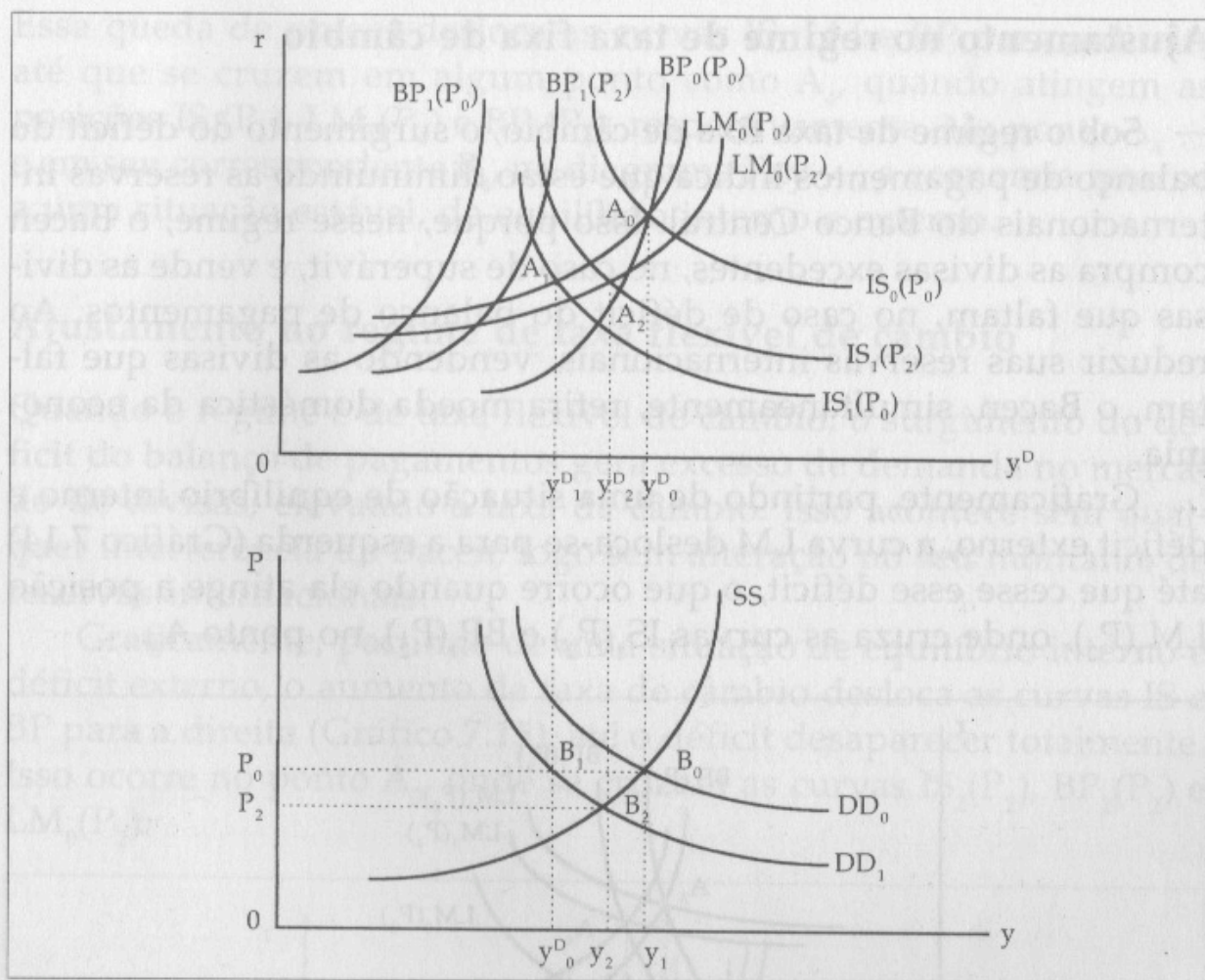


Gráfico 7.13. Aumento da taxa internacional de juros.

O deslocamento da economia de A_0 para A_1 mostra a redução do produto demandado de y_0^D para y_1^D , sem variação do nível de preços, revelando que a curva de demanda agregada da economia também se deslocou para a esquerda de DD_0 até DD_1 . Esse deslocamento da demanda agregada causa excesso de oferta de bens e serviços de magnitude igual a $y_0 - y_1^D$, que somente será eliminado quando o nível de preços reduzir-se até P_2 . A queda do nível de preços de P_0 até P_2 desloca as curvas IS, LM e BP para a direita até $IS_1(P_2)$ e $LM_0(P_2)$ e $BP_1(P_2)$, respectivamente, e a economia para o ponto A_2 .

Com a economia em A_2 , observa-se que a curva BP está à esquerda desse ponto, mostrando que o balanço de pagamentos do país ficou deficitário. Para analisar as trajetórias possíveis da economia nessas condições, é necessário saber qual o regime cambial que o país adota.

Ajustamento no regime de taxa fixa de câmbio

Sob o regime de taxa fixa de câmbio, o surgimento do déficit do balanço de pagamentos indica que estão diminuindo as reservas internacionais do Banco Central. Isso porque, nesse regime, o Bacen compra as divisas excedentes, no caso de superávit, e vende as divisas que faltam, no caso de déficit do balanço de pagamentos. Ao reduzir suas reservas internacionais, vendendo as divisas que faltam, o Bacen, simultaneamente, retira moeda doméstica da economia.

Graficamente, partindo de uma situação de equilíbrio interno e déficit externo, a curva LM desloca-se para a esquerda (Gráfico 7.14) até que cesse esse déficit, o que ocorre quando ela atinge a posição $LM_1(P_2)$, onde cruza as curvas $IS_1(P_2)$ e $BP_1(P_2)$, no ponto A_3 .

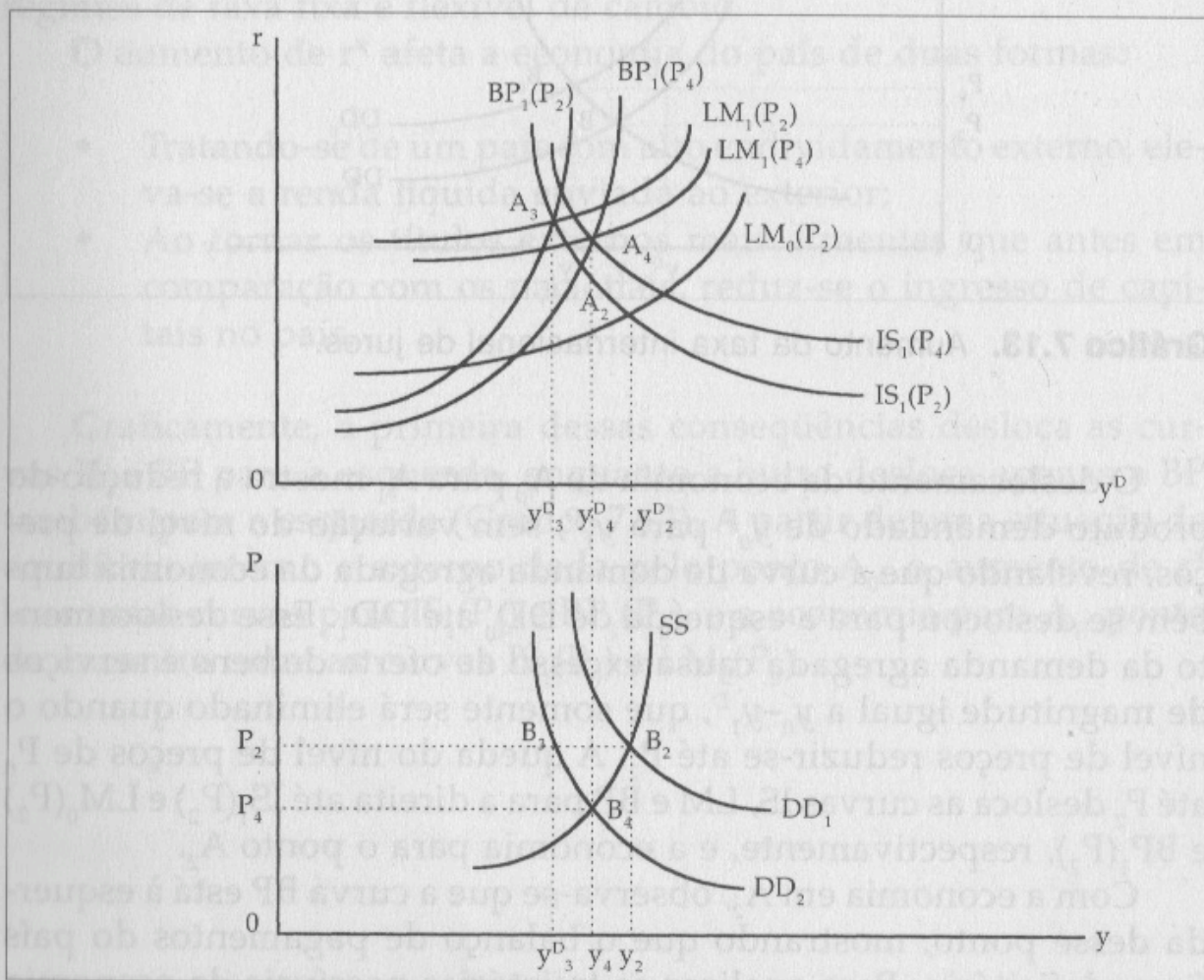


Gráfico 7.14. Retorno ao equilíbrio em regime de taxa fixa de câmbio.

Mas, ao nível de preços P_2 , surge excesso de oferta, igual a $y_2 - y_3^D$, causando redução de preços, até que desapareça tal excedente, o que ocorre quando o preço cai até P_4 .

Essa queda de preços desloca as curvas IS, LM e BP para a direita até que se cruzem em algum ponto como A_4 , quando atingem as posições $IS_1(P_4)$, $LM_1(P_4)$ e $BP_1(P_4)$, respectivamente. No ponto A_4 — e em seu correspondente B_4 no diagrama Pxy —, a economia retorna a uma situação estável, de equilíbrio interno e externo.

Ajustamento no regime de taxa flexível de câmbio

Quando o regime é de taxa flexível de câmbio, o surgimento do déficit do balanço de pagamentos gera excesso de demanda no mercado de divisas, elevando a taxa de câmbio. Isso acontece sem qualquer interferência do Bacen, logo sem alteração no seu montante de reservas internacionais.

Graficamente, partindo de uma situação de equilíbrio interno e déficit externo, o aumento da taxa de câmbio desloca as curvas IS e BP para a direita (Gráfico 7.15), até o déficit desaparecer totalmente. Isso ocorre no ponto A_3 , onde se cruzam as curvas $IS_2(P_2)$, $BP_2(P_2)$ e $LM_0(P_2)$.

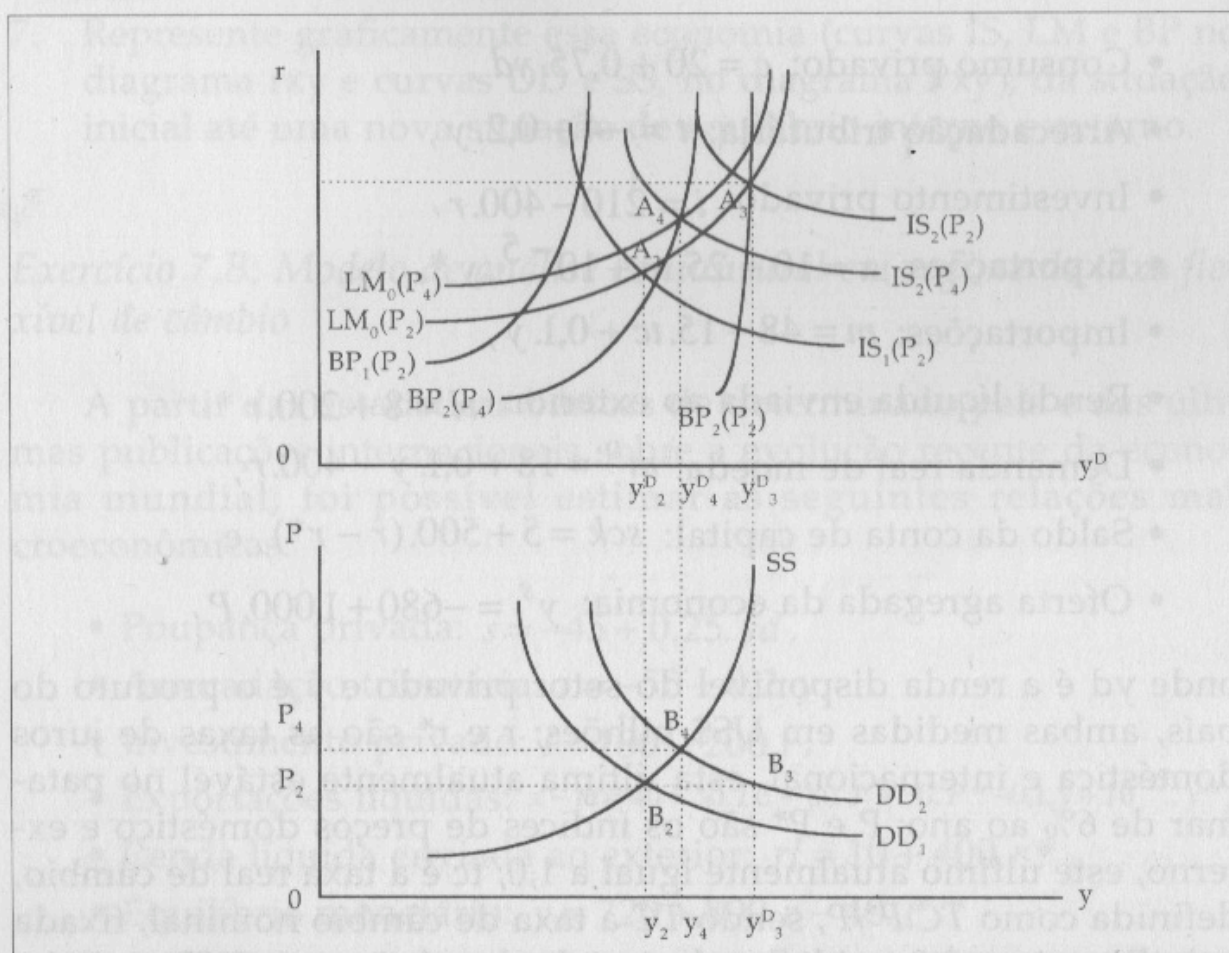


Gráfico 7.15. Retorno ao equilíbrio em regime de taxa flexível de câmbio.

Mas, ao nível de preços P_2 , surge excesso de demanda, igual a $y_3^D - y_2$, gerando aumento de preços, até que desapareça tal excedente, o que ocorre quando o preço se eleva até P_4 . Esse aumento de preços desloca as curvas IS, LM e BP para a esquerda até que se cruzem em algum ponto como A_4 , quando atingem as posições $IS_2(P_4)$, $LM_0(P_4)$ e $BP_2(P_4)$, respectivamente. No ponto A_4 – e em seu correspondente B_4 , no diagrama Pxy –, a economia retorna a uma situação estável, de equilíbrio interno e externo.

EXERCÍCIOS REFERENCIAIS

Exercício 7.A: Modelo de análise conjuntural em regime de taxa fixa de câmbio

Consultadas as estatísticas básicas de determinado país e as últimas publicações internacionais sobre a conjuntura econômica mundial, obteve-se um conjunto de informações que, tratadas econometricamente, resultaram nas seguintes relações macroeconômicas:

- Consumo privado: $c = 20 + 0,75 \cdot yd$,
- Arrecadação tributária: $t = -4 + 0,2 \cdot y$,
- Investimento privado: $i = 210 - 400 \cdot r$,
- Exportações: $x = 10 + 25 \cdot tc + 10^{-5} \cdot y^*$,
- Importações: $m = 48 - 15 \cdot tc + 0,1 \cdot y$,
- Renda líquida enviada ao exterior: $rl = 8 + 200 \cdot r^*$,
- Demanda real de moeda: $m^D = 18 + 0,1 \cdot y - 400 \cdot r$,
- Saldo da conta de capital: $sck = 5 + 500 \cdot (r - r^*)$, e
- Oferta agregada da economia: $y^S = -680 + 1.000 \cdot P$,

onde yd é a renda disponível do setor privado e y é o produto do país, ambas medidas em US\$ bilhões; r e r^* são as taxas de juros doméstica e internacional, esta última atualmente estável no patamar de 6% ao ano; P e P^* são os índices de preços doméstico e externo, este último atualmente igual a 1,0; tc é a taxa real de câmbio, definida como $TC \cdot P^*/P$, sendo TC a taxa de câmbio nominal, fixada pelo Bacen em 3,0 unidades de moeda doméstica por US\$; e y^* é a renda mundial, estimada em US\$ 1.000 trilhões.

Sabe-se, ainda, que o gasto do setor público atinge anualmente a cifra de US\$ 200 bilhões e que a oferta nominal de moeda encontra-se estabilizada em US\$ 60 bilhões.

Questões

1. Encontre as equações de equilíbrio dos mercados do produto e monetário e da curva de demanda agregada da economia.
2. Encontre as equações do saldo em conta corrente e do equilíbrio externo.
3. Quais os valores de equilíbrio da renda e da taxa de juros e do índice geral de preços?
4. Encontre os saldos da conta corrente e do balanço de pagamentos dessa economia.
5. Repita as quatro questões anteriores para o caso de o Banco Central elevar a taxa de câmbio (desvalorizar a moeda) em 20%.
6. Analise a situação do país antes e após a desvalorização cambial.
7. Represente graficamente essa economia (curvas IS, LM e BP no diagrama rx e curvas DD e SS, no diagrama Pxy), da situação inicial até uma nova situação de equilíbrio interno e externo.

Exercício 7.B: Modelo de análise conjuntural em regime de taxa flexível de câmbio

A partir das estatísticas básicas de determinado país e das últimas publicações internacionais sobre a evolução recente da economia mundial, foi possível estimar as seguintes relações macroeconômicas:

- Poupança privada: $s = -45 + 0,25 \cdot y_d$,
- Arrecadação tributária: $t = -50 + 0,2 \cdot y$,
- Investimento privado: $i = 180 - 200 \cdot r$,
- Exportações líquidas: $x - m = 40 + 30 \cdot TC - 80 \cdot P + 30 \cdot P^* - 0,1 \cdot y + 10^{-5} \cdot y^*$,
- Renda líquida enviada ao exterior: $rl = 10 + 400 \cdot r^*$,
- Equilíbrio monetário: $y = 720 + 800 \cdot r - 40 \cdot P$,
- Saldo da conta de capital: $sck = 10 + 100 \cdot (r - r^*)$, e
- Oferta agregada da economia: $y^s = 500 + 300 \cdot P$,

onde y_d é a renda disponível do setor privado e y é a renda do país, ambas medidas em US\$ bilhões; r e r^* são as taxas de juros doméstica e internacional, esta última atualmente no patamar de 5% ao ano; P e P^* são os índices de preços doméstico e externo, este último igual a 1,0; TC é a taxa de câmbio nominal; e y^* é a renda mundial, estimada em US\$ 10^6 bilhões. Finalmente, o gasto do setor público está fixado em US\$ 100 bilhões.

Questões

1. Encontre as equações de equilíbrio dos mercados do produto (IS) e externo (BP) e a da demanda agregada da economia (DD).
2. Calcule os valores do produto demandado, da taxa de juros e do índice de preços para os seguintes valores da taxa de câmbio: $TC_1 = 2,0$; $TC_2 = 2,5$; $TC_3 = 3,0$; $TC_4 = 3,5$; e $TC_5 = 4,0$.
3. Dentre as cinco situações acima, qual a que você indicaria como a de equilíbrio interno e externo? Justifique.
4. Usando os diagramas rx_y e Pxy , represente graficamente essa economia na situação de equilíbrio interno e externo.

LEITURA ADICIONAL

- Argy, Victor. *International Macroeconomics: Theory and Policy*, Routledge, 1994, caps. 8 (pp. 85-105) e 11 (pp. 130-141).
- Barro, Robert J. *Macroeconomics*, 4ª edição, John Wiley & Sons, Inc., 1993, cap. 20 (pp. 558-567).
- Branson, William H. *Macroeconomia, Teoria e Política*, tradução da 2ª edição em inglês, Fundação Calouste Gulbenkian, Lisboa, 1979, caps. 7 (pp. 173-201) e 9 (pp. 229-252).
- Branson, William H. *Macroeconomic: Theory and Policy*, 3ª edição, Harper & Row, Publishers, 1989, caps. 8 (pp. 145-163) e 9 (pp. 165-185).
- Branson, William H. e James M. Litvak. *Macroeconomia*, Editora Harper & Row do Brasil Ltda., 1978, caps. 9 (pp. 167-176) e 16 (pp. 341-362).
- Dernburg, Thomas F. *Global Macroeconomics*, Harper & Row, Publishers, 1989, cap. 7 (151-157).

- Diulio, Eugene A. *Macroeconomia*, Editora McGraw-Hill do Brasil, Ltda., 1977, caps. 19 (pp. 233-238) e 20 (pp. 245-251).
- Dornbusch, Rudiger e Stanley Fischer. *Macroeconomics*, 5ª edição, McGraw-Hill Publishing Company, 1990, cap. 7 (pp. 219-256) e 12 (pp. 429-466).
- Ghatak, Subrata, Nigel M. Healey e Peter Jackson. *The Macroeconomic Environment*, Oxford University Press, 1995, cap. 5 (pp. 76-98).
- Hall, Robert E. e John B. Taylor. *Macroeconomia: Teoria, Desempenho e Política*, Editora Campus Ltda., 1989, cap. 6 (pp. 122-151).
- Iorio de Souza, Ubiratan Jorge, *Macroeconomia e Política Macroeconômica*, IBMEC, 1984, cap. 9 (pp. 151-160).
- Jha, Raghendra. *Macroeconomics for Developing Countries*, Routledge, 1994, caps. 3 (pp. 30-40) e 4 (pp. 46-74).
- Sachs, Jeffrey D. e Felipe Larrain B. *Macroeconomia*, Makron Books do Brasil Ltda., 1995, caps. 3 (pp. 73-81) e 6 (pp. 166-199).
- Williamson, John. *A Economia Aberta e a Economia Mundial: Um texto de Economia Internacional*, Editora Campus Ltda., 1989, caps. 8 (pp. 161-164) e 9 (pp. 173-174 e 177-178).