



TEORIA MACROECONÔMICA II

ECO1217

Professores: Marcio Garcia e
Marcio Janot

**Tema: Sustentabilidade dos Déficits em
Conta Corrente**



Motivação

- Quais as causas dos déficits em CC?
- Os déficits em CC são bons ou ruins?
- Como mensurar a solvência externa de um país? Existe um teto para o endividamento externo?
- Grandes déficits em CC são sustentáveis? Quais os principais fatores determinantes da vulnerabilidade externa de um país?



O que causa um déficit em CC?

$$CC_t = S_t^{privada} + S_t^{pública} - I_t$$

- 1) Um aumento no investimento doméstico;
- 2) Uma diminuição na poupança pública (praticamente equivalente a um aumento no déficit público);
- 3) Uma queda na poupança privada.



1. Aumento no investimento doméstico

- Se os projetos de investimento forem lucrativos e a poupança nacional insuficiente, recorrer a um déficit em CC é positivo, pois a taxa de crescimento da economia irá aumentar, elevando as exportações e gerando os superávits em CC necessários para o repagamento das dívidas e dos juros no futuro.



1. Aumento no investimento doméstico

- No entanto, mesmo os déficits em CC sendo uma decisão ótima, eles podem ser preocupantes se forem causados por:
 1. Investimentos excessivos direcionados para os setores não-comerciáveis (ex: Construção civil).
 2. Investimentos excessivos que se tornaram não lucrativos. (inclusive nos setores comerciáveis)

Ex: Garantias governamentais implícitas ao regime de câmbio fixo na crise da Ásia => Bancos tomaram empréstimos excessivos no exterior e repassaram às firmas domésticas a baixas taxas de juros, estimulando o investimento com baixo retorno relativo ao risco.



2. Aumento do déficit público (ou queda da poupança pública)

- Déficits gêmeos (público e em CC) são perigosos, pois o déficit público é difícil de ser reduzido.
 - Ex: Países em desenvolvimento com grandes déficits fiscais nos anos 1970 => Crise da dívida em 1982.



3. Queda na poupança privada

- Preocupante, mas é menos perigoso que uma queda na poupança pública.
- Pode ser transitória e ocorrer quando as expectativas de um maior crescimento do PIB no futuro resultar em um aumento do consumo corrente acima da renda corrente.
 - Ex: Alunos de graduação que não trabalham. ($Y=0$; $C>0 \Rightarrow S<0$ e déficit em CC).
 - Contra-exemplo: Crise da Ásia de 1997 (expectativas super otimistas e relaxamento das restrições de liquidez sobre o consumo em virtude da liberalização dos mercados de crédito domésticos).



Doutrina Lawson: déficits são bons ou ruins?

- Doutrina Lawson: Déficits em CC não são preocupantes se há equilíbrio fiscal e a poupança doméstica não está caindo.
 - Foi abandonada com a crise da dívida externa de 1982, pois países atingidos tinham taxas crescentes de investimento como Brasil, México e Chile (que também tinha equilíbrio fiscal e déficits em CC de 14% do PIB).



Doutrina Lawson: déficits são bons ou ruins?

- Antes da crise do México de 1994, a doutrina de Lawson ressurgiu para justificar os déficits em CC gerados pelos grandes influxos de capital. Em 1993, o Banco do México escreveu:
“...the current account deficit has been determined exclusively by the private sector’s decisions...Because of the solid position of public finances, the current account deficit should clearly not be a cause for undue concern”.
- Foi criticada novamente após a crise do México, evidenciando que grandes déficits em CC são perigosos mesmo com equilíbrio fiscal e poupança alta e crescente.



Sustentabilidade de dívida externa: Condição de Solvência

- Da Restrição Orçamentária Intertemporal com horizonte infinito:

$$-(1+r)B_t = \sum_{s=t}^{\infty} \left(\frac{1}{1+r} \right)^{s-t} [Y_s - C_s - I_s - G_s]$$

Onde B é o estoque de ativos externos líquidos do país.

Solvência: geração de superávits futuros na balança comercial cujo valor presente iguale o nível atual de dívida externa.



Derivando a Condição de Solvência

$$CA_t = B_{t+1} - B_t = Y_t + rB_t - C_t - G_t - I_t \quad (1)$$

Rearranjando os termos:

$$(1+r)B_t = C_t + G_t + I_t - Y_t + B_{t+1} \quad (2)$$

Adiantando essa identidade em 1 período e dividindo por $(1+r)$, temos:

$$B_{t+1} = \frac{C_{t+1} + G_{t+1} + I_{t+1} - Y_{t+1}}{1+r} + \frac{B_{t+2}}{1+r}$$

Que nós usamos em (2) para eliminar o termo B_{t+1} :

$$(1+r)B_t = C_t + G_t + I_t - Y_t + \frac{C_{t+1} + G_{t+1} + I_{t+1} - Y_{t+1}}{1+r} + \frac{B_{t+2}}{1+r}$$



Podemos repetir o processo para eliminar agora $B_{t+2}/(1+r)$:

$$\frac{B_{t+2}}{1+r} = \frac{C_{t+2} + G_{t+2} + I_{t+2} - Y_{t+2}}{(1+r)^2} + \frac{B_{t+3}}{(1+r)^2}$$

Repetindo sucessivamente para eliminar B_{t+3} , B_{t+4} etc, encontramos:

$$\sum_{s=t}^{t+T} \left(\frac{1}{1+r} \right)^{s-t} (C_s + I_s) + \left(\frac{1}{1+r} \right)^T B_{t+T+1} = (1+r)B_t + \sum_{s=t}^{t+T} \left(\frac{1}{1+r} \right)^{s-t} (Y_s - G_s)$$

Chegamos a condição de solvência tomando o limite $T \rightarrow \infty$ e assumindo que:

$$\lim_{T \rightarrow \infty} \left(\frac{1}{1+r} \right)^T B_{t+T+1} = 0$$



Sustentabilidade de dívida externa: Condição de Solvência

- Na prática, essa restrição é pouco útil como guia para testar a sustentabilidade externa do país.

- Limitações:
 1. Considera apenas a capacidade de pagamento, não considerando o desejo de pagar.
 2. Assume-se que há disponibilidade de fundos externos. Se isso não ocorrer, apenas a condição de solvência pode não ser suficiente.
 3. Requer um “turning point” de déficits para superávits, mas não fala nada sobre o “timing” da mudança.



Sustentabilidade do Déficit em Conta Corrente

- Uma política é sustentável se sua continuação no futuro indefinido não viola a condição de solvência.
 - Essa definição é mais útil para analisar política fiscal, como veremos mais à frente.
 - No caso do déficit em CC, definimos como sustentável se o “turning point” puder ocorrer sem ruptura na atividade econômica.



Análise Prática de Sustentabilidade Externa

$$Y_{s+1} = (1 + g) \tilde{Y}_s \Rightarrow B_{s+1} = (1 + g) \tilde{B}_s \Rightarrow B_{s+1} - B_s = gB_s = rB_s + BCS_s$$

- Impor que a razão Dívida Externa/PIB não cresça sem limites como proxy para sustentabilidade.
- Uma condição suficiente para manter a razão B/Y constante é construída da seguinte forma:

$$\Rightarrow \frac{BCS_s}{Y_s} = - \frac{(1 + g) \tilde{B}_s}{Y_s}$$

- Esse tipo de análise apenas indica o tamanho do ajustamento necessário para evitar que a razão dívida/PIB cresça sem limites, não qual o nível de dívida que é sustentável.



“The Current Resource Gap”

- É a diferença entre o saldo da balança comercial que estabiliza a razão dívida/PIB e o saldo atual.
- Quanto maior o diferencial ($r-g$) ou a razão dívida externa/PIB inicial, maior o superávit comercial requerido e, portanto, maior o hiato de recursos corrente e a probabilidade da dívida não ser paga.



“The Permanent Resource Gap”

- Se r , g e TB diferirem substancialmente de seus prováveis valores de médio e longo prazo, a análise de sustentabilidade deveria ser baseada no hiato de recursos permanente e não corrente.

Ex: Se uma recessão temporariamente aumenta o déficit fiscal primário de um país e diminui a taxa de crescimento real, faz mais sentido olhar para os déficits ciclicamente ajustados e taxas de crescimento médias na análise de sustentabilidade externa de longo prazo.



Outros fatores macroeconômicos que influenciam a sustentabilidade de déficits em CC

1. Taxa de crescimento da economia
2. Composição do déficit em CC
3. O grau de abertura da economia
4. O tamanho do déficit em CC (como proporção do PIB)
5. Composição e montante dos influxos de capital
6. Reservas internacionais e carga de juros
7. Fragilidade do sistema financeiro
8. Instabilidade política e incerteza macroeconômica



Taxa de crescimento da economia

- Quanto maior a taxa de crescimento da economia, menor a razão dívida externa/PIB;
- Maior crescimento pode levar a uma maior renda esperada no futuro e a um declínio transitório na poupança privada.
 - Contra-exemplo: Chile 1979-81; México 1977-81 e Ásia em 1997. Taxas de crescimento médias acima de 7% => expectativas de que esse crescimento seria de longo prazo => boom de investimento e consumo => déficit em CC insustentável.



Composição do déficit em CC

- Um déficit em CC gerado por um déficit comercial é menos sustentável que um déficit gerado por rendas líquidas enviadas ao exterior.
- Grandes déficits comerciais podem indicar problemas estruturais de competitividade.
- Elevados pagamentos de rendas líquidas ao exterior pode ser resultante de um acúmulo de dívida externa no passado.



Grau de abertura (Exportações/PIB)

- A capacidade do país de honrar o serviço da dívida externa no futuro depende da capacidade de gerar receitas em moeda estrangeira.
- Quanto maior o grau de abertura, maior a sustentabilidade de um determinado déficit em CC.



Tamanho do déficit em CC (% do PIB)

- Quanto maior o déficit em CC, maior o acúmulo de passivos externos, requerendo um esforço maior de geração de receitas em moeda estrangeira no futuro.
- Lawrence Summers: “atenção redobrada deve ser dada a déficits em CC superiores a 5% do PIB, particularmente se ele for financiado de tal forma que possa levar a uma rápida reversão”.



Composição e montante dos influxos de capital

- Influxos de curto prazo e de dívida são mais perigosos que influxos de longo prazo e direcionados para ações.
 - Investimento Externo Direto (“FDI”) x “Hot money”
 - Empréstimos bancários x Investimentos em carteira
- A composição em moeda dos passivos externos
- Excesso de influxo em relação ao déficit em CC causa um acúmulo de investimentos em carteira “reversíveis” e pode levar a uma apreciação cambial que impeça o país de estancar o crescimento do déficit em CC.



Reservas Internacionais e Carga de Juros

- Quanto maiores as reservas internacionais e menor a carga de juros mais fácil é sustentar um déficit em CC.
- O prêmio de risco país é um indicador da avaliação do mercado sobre a capacidade do país sustentar o déficit em CC.



Fragilidade do Sistema Financeiro

- Em grande parte, os influxos de capital requerem intermediação dos bancos domésticos, já que muitas empresas não tem acesso direto ao mercado de crédito internacional.
- Logo, uma crise bancária pode levar a uma crise de balanço de pagamentos ao reduzir o influxo de capitais, como na Coreia, Indonésia e Tailândia em 1997-98.



Instabilidade Política e Incerteza Macroeconômica

- Uma deterioração das expectativas sobre o ambiente político e financeiro podem contribuir para uma crise cambial e de balanço de pagamentos, especialmente quando os fundamentos econômicos forem ruins.
- Expectativas de mudanças de regras ou de regimes são os exemplos mais comuns que podem levar rapidamente a um “sudden stop”.