



TEORIA MACROECONÔMICA II

ECO1217

Tema:

Sustentabilidade dos Déficits
em Conta Corrente

Prof: Márcio Garcia
Marcio Janot

Aula 18
28/05/09 e 02/06/09



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 (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:

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

Solvência: geração de superávits futuros em conta corrente cujo valor presente iguale o nível atual de dívida externa.



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

$$Y_{s+1} = (1 + g)Y_s \Rightarrow B_{s+1} = (1 + g)B_s \Rightarrow B_{s+1} - B_s = gB_s = rB_s + BCS_s$$

- 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:

$$\Rightarrow \frac{BCS_s}{Y_s} = -\frac{(r - g)B_s}{Y_s}$$

- 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 em conta corrente que estabiliza a razão dívida/PIB e o saldo efetivo em conta corrente (*actual current account balance*).
- Quanto maior o diferencial ($r-g$) ou a razão dívida externa/PIB inicial, maior o superávit em conta corrente 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.



Estudo de Caso

Sustentabilidade dos Déficits em Conta Corrente dos EUA



Referências Principais

- Roubini, N. e Setser, B. (Nov 2004), "The US as a Net Debtor: The Sustainability of the US External Imbalances" (www.rgemonitor.com)
- Roubini, N. (Jan 2007), "Why China Should Abandon Its Dollar Peg" (www.rgemonitor.com)
- Obstfeld, M. e Rogoff, K. (março 2000), "Perspectives on OECD Economic Integration: Implications for U.S. Current Account Adjustment", Federal Reserve Bank of Kansas City, *Global Economic Integration: Opportunities and Challenges*.
- Obstfeld, M. e Rogoff, K. (nov 2005), "The Unsustainable US Current Account Position Revisited".



Motivação

- Os déficits em CC dos EUA são sustentáveis?
- Quais as possíveis consequências para a economia mundial de uma reversão do déficit em CC dos EUA?
- Os EUA deveriam se preocupar com a possibilidade da China parar de comprar ativos em US\$? Quais seriam as consequências?
- Quais políticas são recomendadas para minimizar os custos de uma reversão do déficit em CC dos EUA e de uma apreciação da taxa de câmbio chinesa?



Histórico da CC nos EUA

- Nos anos 90, observamos um crescimento do déficit em CC nos EUA refletindo um boom de investimentos e financiado principalmente por IED e investimento em ações.
- Desde 2001, os déficits em CC tem sido causados por crescente consumo e grandes déficits fiscais (que passaram de um superávit de 2,5% do PIB em 2000 para um déficit de 4% em 2003).
- No ano fiscal de 2008, o déficit fiscal igual a US\$ 454,81 bi foi recorde, após um déficit de US\$ 161,53 bi no ano fiscal de 2007.



Histórico da CC nos EUA (2)

- Em 2006, o déficit em CC atingiu US\$ 811.483 milhões (aproximadamente 6,2% do PIB). No 1º. Semestre de 2008, o déficit caiu para 5% do PIB, devido ao menor crescimento dos EUA vis-à-vis seus parceiros comerciais e a depreciação sustentada do dólar desde 2002.
- A taxa de câmbio real dos EUA estava em julho de 2008 no seu menor nível em décadas (equilíbrio de médio prazo).
- O Saldo Líquido de Investimentos Internacionais (NIIP) somava US\$ 2.441 bi em 2007. Dez anos antes, em 1997, era apenas 5% do PIB e em 2003 chegou a 24% do PIB.

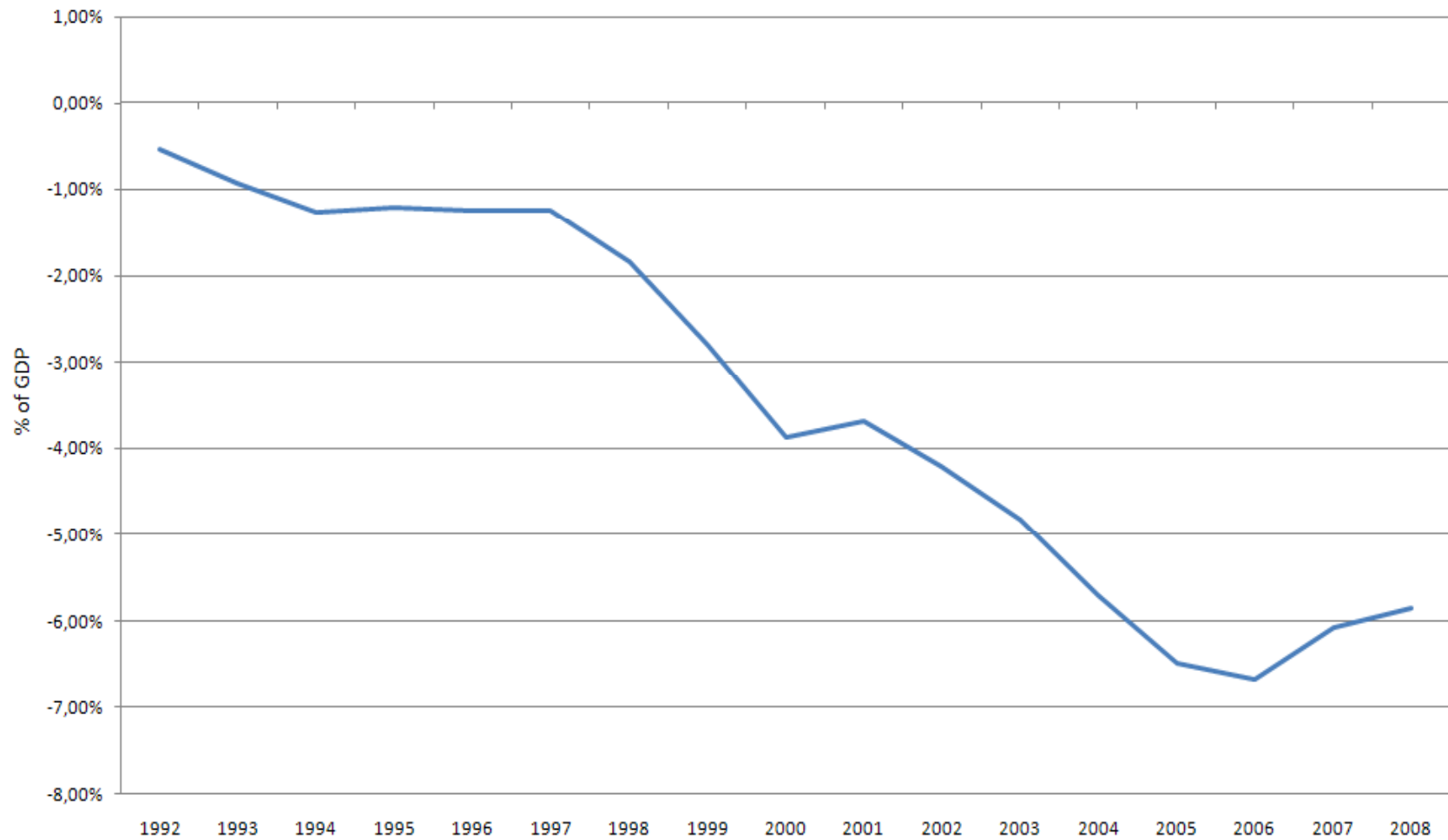


Economia grande x Economia Pequena

- Os EUA podem sustentar elevados níveis de endividamento externo como os da Austrália e Canadá?
 - Fonte do desequilíbrio: Balança comercial x Pagamentos de juros
 - Tamanho absoluto do déficit em CC (os EUA necessitam de aproximadamente 2/3 da poupança mundial)
 - Indicadores de sustentabilidade (grau de abertura):
 - Dívida Externa/Exportação
 - Exportação/PIB



Trade Balance: Goods and Services - % of GDP

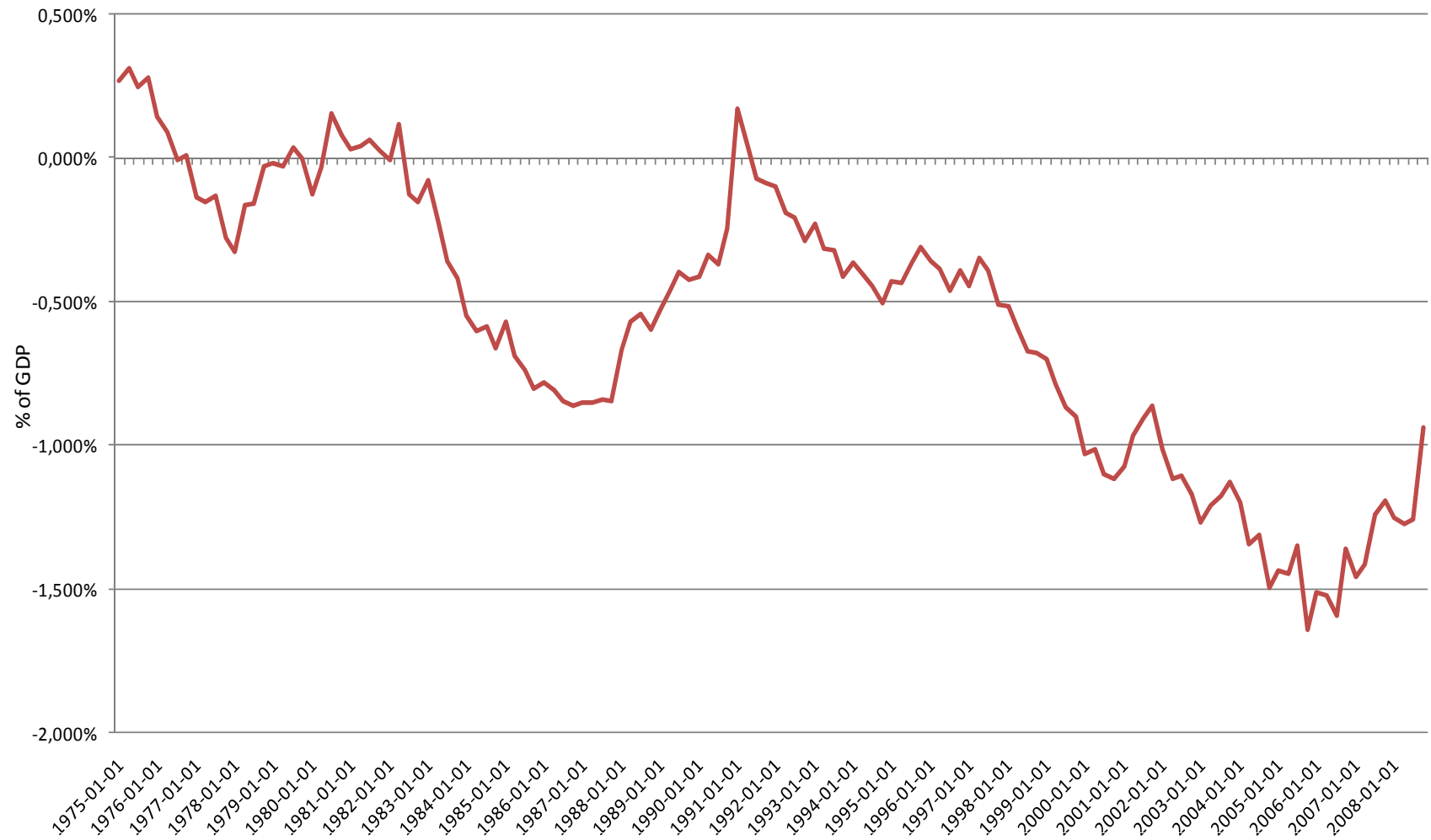


Fonte: FRED

— Trade Balance: Goods and Services - % of GDP

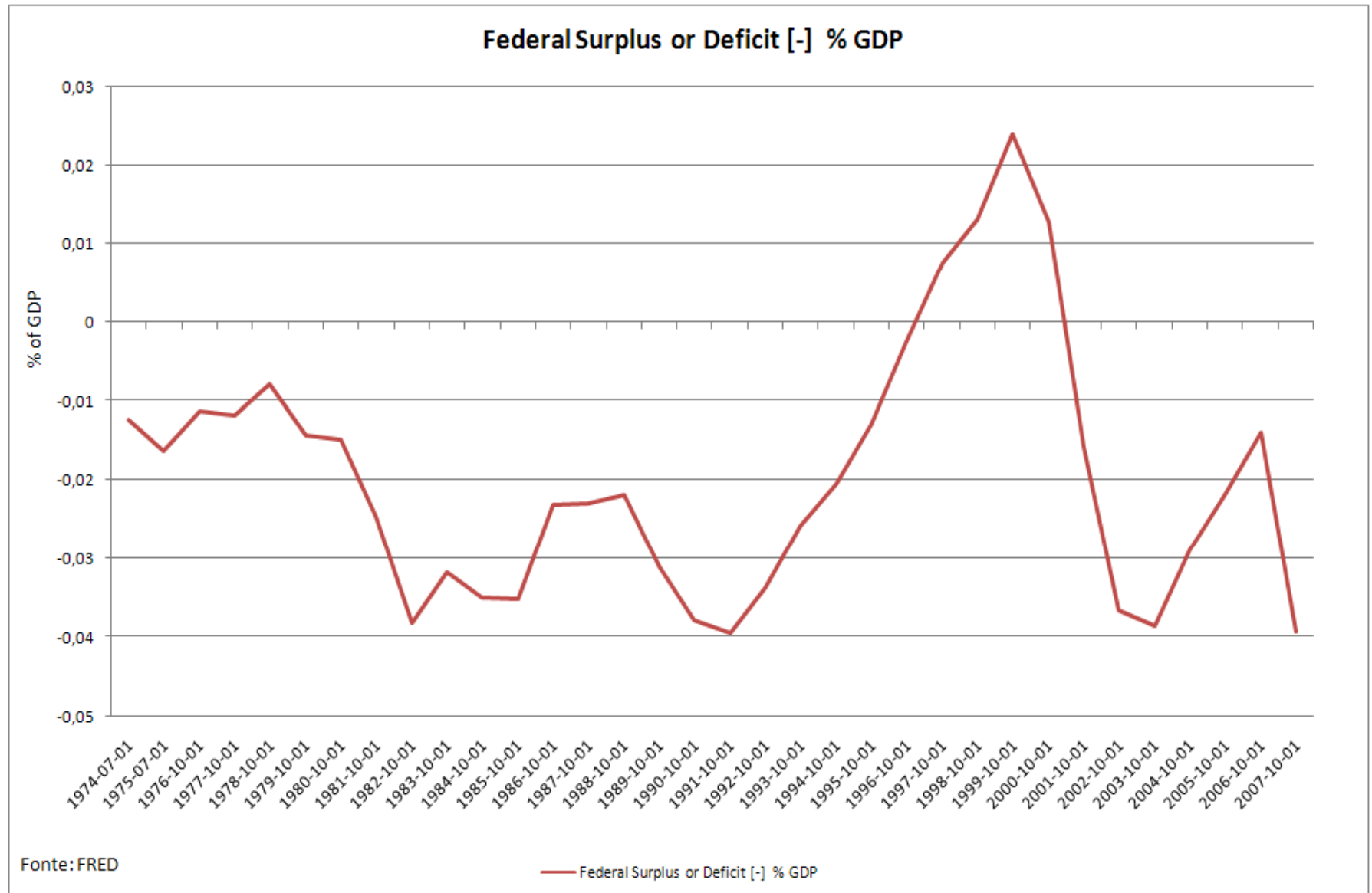


Balance on Current Account - % of GDP



Fonte: FRED

— Balance on Current Account - % of GDP





Sustentabilidade externa dos EUA

- Duas formas alternativas de analisar:
 1. Projetar cada item da conta corrente sob diferentes cenários para o crescimento das exportações, importações, PIB, taxa de retorno dos ativos e passivos externos dos EUA e analisar a sensibilidade da trajetória dos saldos em CC sob estes cenários.
 2. Usar a análise de “resource gap” para determinar o tamanho do ajuste necessário para que a dívida externa/PIB se estabilizasse. Esta análise requer apenas uma estimativa da razão dívida/PIB, da taxa de crescimento da economia e da taxa de juros real que incide sobre as dívidas.



“Current Resource Gap” dos EUA

1. Hiato de recursos corrente em 2003

$B/Y = -24,1\%$; $TB/Y = -4,52\%$; $TU/Y = -0,61\%$;
 $Rendas/Y = 0,3\% \Rightarrow$ déficit em CC = $4,83\%$ do PIB.

Note que a renda é positiva, mesmo o país sendo um devedor líquido \Rightarrow taxa nominal de juros (i) = $-1,5\%$.

Com inflação (p) perto de $1\% \Rightarrow r = i - p = -1,5 - 1 = -2,5\%$. Taxa de crescimento real do PIB (g) = 3% .

$-(r-g)B/Y = -(-0.025-0.03) * (-24,1) = -1,33\% \Rightarrow$ hiato de recursos corrente = $3,8\%$ do PIB ($-1,33\% - (-5,13\%)$).



“Current Resource Gap” dos EUA

- Mantendo os níveis de 2003, a dívida/PIB crescerá 3,8% a.a.
- Esse rápido crescimento do endividamento externo vai exigir, em algum momento, que as taxas de juros dos EUA subam para atrair financiamento externo, reduzindo investimento e o ritmo da atividade econômica.



“Permanent Resource Gap” dos EUA

- $g=3,5\%$;
- Três cenários para a taxa de juros real de longo prazo: 1,5% (bom), 3,5% (médio) e 5,5% (ruim).
- TB requerido: -0,5%, 0% e 0,5% nos três cenários de juros, respectivamente.



“Permanent Resource Gap” dos EUA

- Esta análise mostra que o hiato de recursos é pouco sensível ao diferencial (r-g): um choque de 4% em (r-g) eleva o hiato em apenas 1% do PIB.
- Se os EUA mantiverem o déficit em CC atual de 5% e $r-g=0 \Rightarrow$ dívida/PIB em 2010 = 58%. Implicações:
 1. Aumenta o diferencial r-g
 2. Aumenta o custo do ajustamento para qualquer diferencial r-g.
- Conclusão: Quanto mais tarde o ajuste, mais custoso será!



Financiamento do Déficit em CC nos EUA

- Os déficits em CC precisam ser financiados por influxos de capital: empréstimos, IED, vendas de títulos ou ações.
- Desde 2000, os EUA estão tendo que tomar empréstimos no exterior para financiar não apenas o déficit em CC, mas também os IED e as compras líquidas de ações no exterior.
- A variação do Saldo Líquido Internacional de Investimento (NIIP) tem sido menor que o déficit em CC devido ao efeito valorização ("valuation") dos ativos e passivos: as taxas de retorno dos ativos externos dos EUA tem superado às dos passivos.



O que explica os grandes ganhos de valuation?

- A principal fonte de ganho tem sido gerado pela depreciação do dólar em relação as principais moedas européias: euro, libra e franco suíço.
- A tabela abaixo mostra o percentual de ativos dos EUA aplicados na Europa e a participação no destino de bens:

IED	54%
Investimento em ações	56%
Comércio Internacional	22%



O que explica os grandes ganhos de valuation?

- Um ajuste do dólar em relação ao euro provoca um ganho de valuation expressivo e um ganho mais modesto na conta corrente.
- Um ajuste comparável em relação às moedas asiáticas não geraria o mesmo ganho de valuation, mas geraria um maior ganho na CC.
- Aprox. 55% dos ativos dos EUA são denominados em moeda estrangeira e 100% dos passivos em dólares.



EUA x Países Emergentes

- A composição em moeda dos ativos e passivos dos EUA é a oposta do típico devedor internacional, em que as dívidas são denominadas em moeda estrangeira e aumentam com a depreciação da moeda doméstica.
- Além disso, os países emergentes pagam um prêmio significativo para atrair capital, enquanto que uma grande parcela de seus ativos estão aplicadas em reservas internacionais de baixo retorno. Logo, mesmo que os ativos externos sejam da mesma magnitude dos passivos externos, há um custo a ser pago.



Puzzle do financiamento da CC dos EUA

- Nos últimos anos, o financiamento dos crescentes déficits em CC dos EUA através da venda de treasuries de baixo retorno tem sido feito com facilidade.
- Porque os estrangeiros compraram ativos de baixo retorno em dólares?



Puzzle do financiamento da CC dos EUA

- A acumulação de reservas pelos bancos centrais na Ásia está financiando a maior parte do déficit em CC dos EUA a um baixo custo e não os investidores privados.
- A China, a Malásia e Hong Kong explicitamente fixam o câmbio em relação ao dólar e outros países asiáticos intervêm para evitar uma apreciação cambial em relação ao dólar (e ao yuan).



Puzzle do financiamento da CC dos EUA

- A acumulação de reservas pelos bancos centrais na Ásia está financiando a maior parte do déficit em CC dos EUA a um baixo custo e não os investidores privados.
- A China, a Malásia e Hong Kong explicitamente fixam o câmbio em relação ao dólar e outros países asiáticos intervêm para evitar uma apreciação cambial em relação ao dólar (e ao yuan).



Puzzle do financiamento da CC dos EUA

- Essa política cambial provê um enorme estímulo as economias asiáticas, que têm tido grandes superávits em CC com os EUA.
- Portanto, os EUA tem conseguido repassar os principais riscos financeiros para os seus credores (depreciação do dólar e alta das taxas de juros).



Sustentabilidade dos déficits em C/C dos EUA

- Os EUA deveriam se preocupar com a possibilidade da China parar de comprar ativos em US\$? Quais seriam as conseqüências?

Duas possíveis respostas:

- a) Preocupante. O consumo dos EUA deveria ser reduzido drasticamente para eliminar o déficit em C/C, o que levaria os EUA e o mundo para uma desaceleração profunda.
 - Esta resposta pressupõe que a explosão do déficit dos EUA foi causada por um súbito aumento do desejo de consumo dos americanos, que só foi possível devido ao efeito riqueza provocado pelo aumento dos preços das ações e dos imóveis.



Os EUA deveriam se preocupar com a possibilidade da China parar de comprar ativos em US\$?

- b) Não preocupante. Esta é a visão de que os déficits em C/C dos EUA existem devido a necessidade da China e de outros países de investirem suas reservas crescentes.
- o A China teria apenas quatro opções se quisesse continuar com a política de geração de superávits comerciais:
 1. Financiaria diretamente o déficit em C/C americano através da compra de ativos em dólares.



Os EUA deveriam se preocupar com a possibilidade da China parar de comprar ativos em US\$?

2. Financiaría indiretamente o déficit em C/C americano através da compra de euros e yens. Os investidores europeus e japoneses (provavelmente seus bancos centrais) comprariam dólares.



Os EUA deveriam se preocupar com a possibilidade da China parar de comprar ativos em US\$?

3. China compra euros e yens e os europeus e japoneses não compensam comprando dólares. Neste caso, o déficit em C/C dos EUA seria reduzido rapidamente e seria substituído por um déficit na Europa e Japão.
 - A questão relevante neste caso é se a Europa e o Japão poderiam absorver o déficit em C/C necessário ou não.
4. China para de comprar ativos externos. Neste caso, seu superávit em C/C desapareceria. Logo, essa não seria uma opção válida.



Solução para o Déficit em CC nos EUA

- Reduzir o déficit dos EUA vai requerer que a renda cresça mais rápido que o consumo e a despesa doméstica. Isso requer uma mudança de um crescimento baseado no consumo para um baseado nas exportações líquidas.
- Para que isso ocorra, os papéis atuais precisam ser revertidos. As economias asiáticas teriam que gerar um excesso de demanda que ajude a manter o crescimento americano.
- A queda recente do preço do petróleo também irá contribuir para a redução do déficit em C/C dos EUA.



Política recomendada para minimizar os custos de ajustamento da CC

1. Ajuste fiscal dos EUA
 - Se a Ásia reduzir a acumulação de reservas em US\$, a taxa de juros dos EUA terá que subir, reduzindo investimentos.
2. Ajuste cambial em relação às moedas asiáticas, principalmente a China.
 - O resto da Ásia não vai ajustar se a China não ajustar.
- Estudos baseados no efeito Balassa-Samuelson apontam que o yuan deveria apreciar 50% para que a taxa de câmbio real seja comparável com a média dos países com níveis de renda similares.



Porque o dólar se valorizou durante a crise recente?

- Tomando por base uma cesta ponderada de moedas, o dólar se valorizou mais de 20% desde julho de 2008.
- A economia americana se fortaleceu neste período? Muito pelo contrário. O epicentro da crise foi o próprio EUA.
- Na realidade, o que tem acontecido é um processo de desalavancagem – investidores vendem ativos e compram dólares para pagar suas dívidas.
- Assim, a medida que a crise se intensifica, o dólar se fortalece. A única exceção é o yen, que costuma se valorizar ainda mais que o dólar com o aumento da aversão ao risco.
- Mais recentemente, com a queda da volatilidade em mercados internacionais e a volta de algum apetite para tomar risco, o dólar voltou a se enfraquecer.



Evolução do Dólar frente à outras moedas:

