



## TEORIA MACROECONÔMICA II ECO1217

Tema:

Sustentabilidade dos Déficits  
em Conta Corrente

Aula 19  
20/05/07



# 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.
- 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 as 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 de Lawson: déficits são bons ou ruins?

- Doutrina de 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).
  - 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:

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

### **ACHO QUE O SINAL DE MENOS ESTÁ ERRADO**

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

- 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 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 fiscal de longo prazo.



# “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 ( $\pi$ ) perto de  $1\% \Rightarrow r = i - \pi = -1,5 - 1 = -2,5\%$ . 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 ( $-1,33\% - (-5,13\%)$ ).

- Mantendo os níveis de 2003, a dívida/PIB crescerá  $3,8\%$  a.a.
- Esse rápido crescimento do endividamento externo deve 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.
- 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 da Posição Líquida 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 europeias: 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%

- 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.



## Paradoxo do financiamento da CC dos EUA

- Até o momento, os EUA não têm tido dificuldades em financiar os crescentes déficits em CC através da venda de U.S. *treasuries* de baixo retorno.
- Porque os estrangeiros querem comprar ativos de baixo retorno em dólares quando o déficit em CC e o crescente estoque de dívida externa líquida implicam que o dólar provavelmente irá se depreciar no futuro?



## Déficit em CC nos EUA

- O Sudeste Asiático tem tido grandes superávits em CC com os EUA. 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 renminbi).
- Criação de um novo regime de Bretton Woods de taxas de câmbio fixas: dolar-renminbi.
- A acumulação de reservas pelos bancos centrais na Ásia está financiando a maior parte do déficit em CC dos EUA a um baixo custo, que por sua vez, provê um enorme estímulo as economias asiáticas.
- Portanto, os EUA tem conseguido repassar os principais riscos financeiros para os seus credores (depreciação do dólar e alta das taxas de juros).



## 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”
  - Investimentos em carteira x Empréstimos bancários
- 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”.