

ANÁLISE DE BALANÇO DOS PAGAMENTOS

*Antony P. Mueller**)
antonymueller@gmail.com

THE CONTINENTAL ECONOMICS INSTITUTE STUDY PAPERS SERIES 2011/1
www.continentaleconomics.com

I. Balanço dos Pagamentos - Estrutura da Contabilidade

Balança de pagamentos de contabilidade é baseada no princípio de dupla entrada com cada item contabilizado como crédito e débito. Portanto, o resultado final estará em equilíbrio e a equação para o balanço de pagamentos será zero. Déficits e superávits só podem aparecer nos sub-saldos, como na balança de comércio, serviços, transferências unilaterais e na conta capital e financeira.

O registro de um déficit em conta corrente significa essencialmente que o país gasta mais do que produz em um determinado período. A diferença entre a absorção em casa e a produção doméstica constitui a acumulação da dívida ou a venda de ativos domésticos para não-residentes. Embora seja evidente que em termos contabilísticos da balança de pagamentos devem estar em equilíbrio, o facto de gastos domésticos excessivos implica a acumulação de dívida e a perda da propriedade. Estes, no entanto, não são directamente registradas nas estatísticas da balança de pagamentos. Eles aparecem apenas indirectamente e de forma significativa apenas mais tarde, na conta chamada investimento de renda (investment income) em que os pagamentos de juros, dividendos e rendas com estrangeiros será contabilizados.

Um saldo negativo na conta corrente exige um capital positivo na conta financeira e este diz que a exploração de ativos domésticos por estrangeiros deve aumentar. A regra simples é: quando os habitantes de um país (indivíduos, empresas e governo) vendem ativos (incluindo instrumentos de dívida) para estrangeiros (residentes fora do país), a conta capital e financeira será positiva. É exactamente esse superávit na conta capital e financeira que está usado para comprar bens e serviços adicionais do exterior, que são

registrados como débito na conta corrente.

Deixando de lado os problemas estatísticos (que são lançados no balanço de pagamentos como saldo na seção de "discrepância estatística"), os fundamentos do balanço de pagamentos podem ser simplificados num conjunto de equações.

Um Balanço de Pagamentos (BP) contém três grandes sub-contas: a conta corrente (CA), a conta capital e financeira (CF) e à mudança de conta de reservas (ΔR). Todos os itens são registrados como fluxos ou como uma variação do estoque com as reservas. A conta de reservas é visto como uma forma de financiamento compensatórias e, como tal, um aumento líquido das reservas cambiais recebe um sinal negativo, porque implicitamente representa as exportações de capital.

Assim um balanço de pagamentos em forma da equação é dada por

$$(I) \text{ BP} = \text{CA} + \text{CF} + \Delta \text{IR} = 0$$

Trazendo a mudança de reservas (ΔR) para o lado direito, tem-se

$$(II) \text{ BP} = \text{CA} + \text{CF} - \Delta \text{IR}$$

Dessa forma, a equação demonstra que quando a conta corrente do país (CA) e sua conta capital e financeira (CF), se não estão iguais, esta diferença vai aparecer como uma alteração da posição externa do país como mudança das reservas internacionais (ΔIR). Se as reservas de um país estão esgotadas ($\text{IR} = 0$) ou se um certo nível de reservas cambiais devem ser mantidos ($\Delta \text{IR} = 0$) um déficit em conta corrente deve ser inteiramente compensados por uma entrada líquida de capital estrangeiro. Se o país não pode continuar a obter financiamento externo, o ônus da adaptação cai no comércio exterior, especificamente no caso de uma crise financeira internacional sobre a redução das importações. Por outro lado, um país vai acumular reservas cambiais, quando a soma da conta corrente (CA) e a conta capital e financeira (CF) são positivos.

O fim de obter uma compreensão dos mecanismos básicos e suas implicações económicas, um olhar atento para os grandes sub balanços será necessária. Todos os três

principais contas do balanço de pagamentos - a conta corrente, a conta financeira e de capital e as reservas internacionais - não só são ligadas em termos de procedimentos contabilísticos, mas também quanto ao seu conteúdo econômico.

O saldo em conta corrente (CA) contém três itens principais: o resultado líquido do comércio exterior de bens (NXG), as exportações líquidas de serviços (NXS), receita líquida de investimentos estrangeiros (NFI), e as transferências unilaterais líquidas (NTR). Qualquer uma dessas sub-contas pode ter um superávit ou um déficit assim como a conta corrente como um todo.

$$(III) \quad CA = NXG + NXS + NFI + NTR$$

A conta capital e financeira (CF) registra os fluxos de capital, com um fluxo de crédito positivo a entrada, e como um débito a saída de capital financeiro. Assim, o aumento dos ativos detidos no exterior por residentes será contabilizado como débito, enquanto o aumento das responsabilidades contra estrangeiros representa um crédito. O aumento do passivo aos estrangeiros constitui importações de capital (CIM) e o aumento dos ativos líquidos contra estrangeiros significa uma exportação de capital (CEX). A equação de equilíbrio para a conta capital e financeira (CF) então é:

$$(IV) \quad CF = CIM - CEX$$

Quando a conta corrente está em equilíbrio ($CA = 0$), a conta capital automaticamente está em equilíbrio também dado o nível de reservas internacionais não mudo ($\Delta R = 0$). No entanto, quando a conta corrente é deficitária ($CA < 0$), um positivo na conta financeira é necessária ($CF > 0$) como compensação. Em ordem para pagar o excesso de absorção doméstica como registrado pela conta corrente negativa, deve ocorrer uma venda líquida de activos ou, em outras palavras, a propriedade estrangeira de activos domésticos deve aumentar, ou seja, não-residentes devem mostrar-se que emprestam dinheiro ou comprar ativos financeiros ou ativos físicos. Portanto, uma conta capital positiva como contrapartida de uma conta corrente negativa implica que este país está se endividando ou perde em seu estoque de ativos.

Pode-se simplificar a conta corrente, deixando as transferências unilaterais (assumindo

que eles são iguais a zero). Como todos os itens de exportação nesta conta são registrados como crédito (+) e os itens de importação são registrados como débito (-), a conta corrente pode ser reduzido para uma conta chamada exportações líquidas (NX).

$$(V) \text{ NX} = \text{EX} - \text{IM}$$

O equilíbrio da equação de pagamentos torna-se então

$$(VI) \text{ BP} = (\text{EX} - \text{IM}) + (\text{CIM} - \text{CEX})$$

o equilíbrio geral da equação de pagamentos pode ser reduzida a

$$(VII) \text{ BP} = \text{NX} + \text{CF}$$

Sob a restrição de que um certo nível de reservas cambiais devem ser mantidos ($\Delta R = 0$) o equilíbrio torna-se

$$(VIII) \text{ NX} + \text{CF} = 0$$

Assim, o negativo das exportações líquidas ($\text{NX} < 0$) requer um fluxo positivo de capital ($\text{CF} > 0$) e vice-versa.

$$(IX) \quad -\text{NX} \leftrightarrow +\text{CF}$$

$$(X) \quad +\text{NX} \leftrightarrow -\text{CF}$$

Quando um país tem um déficit em conta corrente, algum outro país ou grupo de países devem ter um excedente. Se os países que têm um superávit em conta corrente financiar o déficit por país exportador de capital, não haverá problema da balança de pagamentos no curto prazo. Pode parecer como se um país pode continuar para sempre importar mais bens e serviços do que exporta. Não parece haver nenhuma razão para preocupação, e geralmente isso é que uma análise convencional iria parar, provavelmente, só acrescentando que as taxas de câmbio flexíveis fará o ato de equilíbrio. Mas, enquanto na realidade, o jogo pode continuar por um longo tempo, os limites irão aparecer mais cedo ou mais tarde. Esses limites serão exibidos na posição

de investimento líquido.

No âmbito da contabilidade macroeconômica, a despesa total é composto de consumo privado (C), Investimento Privado (IPR), as despesas do governo (G) e exportações líquidas (EX - IM). Em termos de utilização do rendimento, os componentes são o consumo privado (C), a poupança privada (SPR) e pagamentos de impostos (TA).

Com

$$(XI) Y = C + IPR + G + EX - IM$$

e

$$(XII) Y = C + SPR + TA$$

estas duas equações rendem

$$(XIII) \quad C + IPR + C + EX - IM = C + SPR + TA$$

Então:

$$(XIV) \quad (EX - IM) = (SPR - IPR) + (TA - G)$$

A poupança pública é dada por (TA - G), de modo do excedente ou do déficit público, e juntamente com o saldo da poupança privada (SPR), constituem a poupança nacional (SNAT)

$$(XV) \quad SPR + (TA - G) = SNAT$$

Com base na equação com $EX - IM = NX$ e $S = SNAT$

tem-se

$$(XVI) \quad NX + I = S$$

$$(XVII) \quad NX = S - I$$

Neste quadro, o saldo em conta corrente (ignorando as transferências unilaterais) reflete o equilíbrio interno entre investimento e poupança interna. Desta forma, um país que gera maior poupança nacional do que ele usa para financiar o investimento vai mostrar

um superávit comercial.

$$(XVIII) \quad S > I \leftrightarrow NX > 0$$

Tendo em conta que

$$/NX/ = /CF/$$

o país com superávit comercial vai ser um exportador líquido de capital e o país com carência de poupança e um déficit da balança comercial será um importador líquido de capital.

II. Aspectos Macroeconômicos

Existem três áreas de problemas que muitas vezes são negligenciadas nas abordagens convencionais de análises pagamentos. Em primeiro lugar, teremos de considerar os efeitos de longo prazo dos desequilíbrios de pagamentos internacionais; em segundo lugar, a atenção deve ser dada à questão de como a expansão do crédito internacional afeta a oferta de moeda global; em terceiro lugar, devemos perguntar também sobre as implicações para a estrutura de capital das economias envolvidas.

O pagamento de juros aos estrangeiros obtém um sinal negativo na conta corrente. Se este não for acompanhado por exportações de algum outro item na conta corrente, o resultado líquido com outras coisas sendo iguais será que a conta corrente fica negativo e a forma de pagar por isso será a venda de activos, incluindo instrumentos de dívida.

Uma das consequências a longo prazo do déficit em conta corrente será que os activos doméstica vão entrar cada vez mais em propriedade estrangeira. Cada venda de ativos implica a perda da propriedade nacional, e no longo prazo a consequência será que o país está perdendo sua autonomia. Mas enquanto a preocupação popular é desenhado para criticar a venda de ativos visível - como alguns marcos nacionais ou uma empresa com um pedigree de destaque nacional – o que realmente importa é a dívida em especial

quando esta dívida é acumulada pelo governo.

As importações de capital visíveis, tais como o investimento direto estrangeiro, normalmente entram para ficar, e eles também são na maioria bastante baixo quando comparado com o fluxo de instrumentos de dívida. No longo prazo isso faz uma diferença decisiva se a conta de capital será financiado principalmente pelo investimento direto estrangeiro ou por meio da acumulação de dívidas e mais ainda se for títulos do governo que conta para a quota esmagadora das operações. A venda de títulos pelo governo não é apenas uma mudança na propriedade privada: ela implica que a liquidez adicional está sendo criado e que o estoque da dívida pública está aumentando. Esse caso implica a emergência de um problema da dívida externa e, quando o país devedor é também aquele que emite a moeda de reserva principal do mundo, um problema de proporções globais está em ascensão.

A conta corrente inclui o pagamento de juros sobre a dívida, e os dividendos e os juros que serão pagos aos detentores estrangeiros fica reservado na sub-conta chamada renda de investimento (investment income). Uma conta de capital persistentemente positiva aumenta automaticamente o déficit na conta corrente além do comércio de bens por causa de pagamentos de juros sobre a dívida externa. Embora o déficit em conta corrente pode crescer lentamente no início de um ciclo prolongado de dívida e, principalmente, na primeira subida devido à importação de mercadorias estrangeiras. Mas com o tempo a acumulação vai crescer cada vez mais rápido e praticamente explodir mais tarde, devido ao pagamento dos rendimentos de investimento na forma de juros. Em seguida, o déficit em conta corrente aumentará não por causa da importação de mercadorias - que até agora tem tido um efeito simulado em ambos o devedor e das economias do credor -, mas porque o déficit em conta corrente aumentará devido a obrigações financeiras. O resultado final será a diminuição de importações e outros serviços para além do rendimento do investimento.

Antes que isso iria acontecer em grande escala, os credores provavelmente vai perceber o que está acontecendo. Mas diferente de uma pequena economia, que podem ser forçadas a seguir o padrão ou ser mantidos sob FMI regra, o país que detém o privilégio de criar reservas internacionais, como hoje em dia o caso com o dólar dos Estados Unidos, pode prolongar este ciclo e na realidade ser bem-vinda porque a sua expansão

da dívida fornece a base para um crescimento global. A expansão da dívida pelo emitente das reservas internacionais médio do estoque da expansão de liquidez internacional e do aumento das reservas funciona como um crescimento da oferta de moeda global.

O país que emite a moeda de reserva internacional não enfrenta uma restrição de divisas, assim não haverá um limite imediato para que este processo vá aos seus extremos. Além disso, a expansão deste tipo não deve ser acompanhado por uma inflação de preços de imediato. Os preços dos bens comercializáveis podem permanecer baixos por um período considerável de tempo e, em vez da inflação dos preços a bolha surge nos mercados de ativos. Afinal, é a transação na conta de capitais do balanço de pagamentos - a compra e venda de instrumentos de dívida - que está no cerne do processo e é aqui que a música toca, em termos da bolha.

Bolhas financeiras, no entanto, vão acabar porque elas são construídas de forma insustentável. No âmbito do ciclo de dívida internacional o fator insustentável envolve o pagamento de juros e isso tem consequências para o comércio internacional.

Na sua forma geral, um ciclo de endividamento será diferente para o emitente do meio de reserva internacional, principalmente na medida que o potencial grau e duração do processo pode ser muito maior e mais longo. O estoque de reservas em dólar para os Estados Unidos é ilimitado. O que é finalmente em jogo para os EUA não é a sua posição de reserva mas, sim, o seu papel como o emissor da moeda de reserva mundial.

Uma vez que a expectativa toma conta de que os Estados Unidos usarão ligação adicional e as vendas de outros ativos, principalmente para fins de serviço da dívida e menos e menos para financiar a importação de mercadorias, os países credores são confrontados com a perda da vantagem que eles querem desfrutar. A estratégia dos países credores da manutenção de moedas subvalorizadas pela compra de ativos dos EUA no fim de obter vantagens para a sua indústria de exportação não faz mais sentido quando a maioria da dívida dos EUA recém-criado, simplesmente vai para o serviço da dívida. Perante o colapso iminente das suas posições de ativos em dólares dos EUA, os credores lutam para que os restos mortais. O resultado inevitável será o colapso do mercado de ativos em conjunto com um craque do dólar.

A pior parte desse processo viria, quando a crise financeira se torne uma crise econômica e a crise econômica se transforma em uma crise social e política. O ciclo mais longo da dívida continuou e foi mais pronunciada, o mais profundamente as estruturas de capital, tanto o devedor e credor do país foram transformados. Pode ser tão difícil para os países credores para voltar a adaptar suas indústrias à nova constelação como será para o devedor. Enquanto os países credores será confrontado com a repartição de sua principal mercado de exportação, o devedor vai ser confrontado com uma situação que já não há um número suficiente de fornecedores nacionais para substituir a contração das importações. Será neste momento em que a inflação dos preços vai começar com força.

*) Professor de economia, Universidade Federal de Sergipe (UFS), doutor pela Universidade Erlangen-Nürnberg, Alemanha