

ELEMENTOS DE ECONOMIA
GERENCIAL PARA QUESTÕES DE
GLOBALIZAÇÃO, FINANÇAS,
EMPRESAS MULTINACIONAIS,
CRIAÇÃO DE VALOR NO
COMÉRCIO INTERNACIONAL,
BALANÇO DE PAGAMENTOS,
CÂMBIO, POLÍTICA CAMBIAL,
POLÍTICA MONETÁRIA E
POLÍTICA FISCAL

FINANÇAS INTERNACIONAIS, CÂMBIO E POLÍTICAS MACROECONÔMICAS

Introdução para teorias,
políticas e aplicações

Pedro Carvalho de Mello



Strong
Business School

ELEMENTOS DE ECONOMIA
GERENCIAL PARA QUESTÕES DE
GLOBALIZAÇÃO, FINANÇAS,
EMPRESAS MULTINACIONAIS,
CRIAÇÃO DE VALOR NO
COMÉRCIO INTERNACIONAL,
BALANÇO DE PAGAMENTOS,
CÂMBIO, POLÍTICA CAMBIAL,
POLÍTICA MONETÁRIA E
POLÍTICA FISCAL

FINANÇAS INTERNACIONAIS, CÂMBIO E POLÍTICAS MACROECONÔMICAS

Introdução para teorias,
políticas e aplicações

Pedro Carvalho de Mello

2020



Strong
Business School

Revisão

Centro de Ensino Superior Strong

Projeto Gráfico

Studio Vibrare

Dados Internacionais de Catalogação na Publicação (CIP)
(Câmara Brasileira do Livro, SP, Brasil)

Mello, Pedro Carvalho de
Finanças internacionais, câmbio e políticas
macroeconômicas: introdução para teorias, políticas e aplicações
[livro eletrônico] / Pedro Carvalho de
Mello. -- 1. ed. -- Santo André, SP : CESS, 2020.
7 Mb ; PDF

Bibliografia
ISBN 978-65-87242-00-2

1. Administração de empresas 2. Comércio
internacional 3. Economia 4. Finanças 5.
Macroeconomia 6. Política cambial 7. Política
econômica I. Título.

20-36131

CDD-339

Índices para catálogo sistemático:

1. Macroeconomia internacional 339
Maria Alice Ferreira - Bibliotecária - CRB-8/7964

Todos os direitos reservados à Centro de Ensino Superior STRONG.
Nenhuma parte deste livro pode ser reproduzida ou usada de qualquer forma ou por qualquer meio,
eletrônico ou mecânico, inclusive fotocópias, gravações ou sistema de armazenamento em banco de dados,
sem permissão ou autorização por escrito da Editora.

2020

CENTRO DE ENSINO SUPERIOR STRONG

Av. Industrial, 1.455
09080-510 | Santo André | SP | Brasil
Fone: 11 4433-6166
www.strong.com.br
www.esags.edu.br

DEDICATÓRIA

Dedico esse livro, em primeiro lugar, para minha família. Em especial, minha esposa Dorothy. Foram muito pacientes comigo durante os anos em que usei vários meses para coordenar programas internacionais de MBA no exterior.

Ademais, sempre me proporcionaram o ambiente de ordem e afeto, sem os quais não teria sido possível me concentrar na árdua atividade de escrever um livro.

Agradeço ao meu filho Gui, e a Lakshmi e meus netos Avi e Maya, em cuja casa em Sandy Springs, Georgia pude ter a tranquilidade e concentração necessários para escrever esse livro. Agradeço também ao meu filho André, em São Paulo, e a Denise e meus netos Andrea, Fernando e Luiza.

Dedico também esse livro para os participantes dos diversos Módulos internacionais da FGV IDE que coordenei nos Estados Unidos, Portugal, Espanha, Itália, Alemanha e China.

Finalmente, queria agradecer a ESAGS, sobretudo aos diretores Sergio Tadeu e Eduardo Becker, onde sou professor de economia, pelo apoio às minhas atividades de ensino e pesquisa. Em especial, muito me honra a publicação do presente livro, e queria agradecer o grande auxílio do Prof. Alexandre Almeida na sua edição.

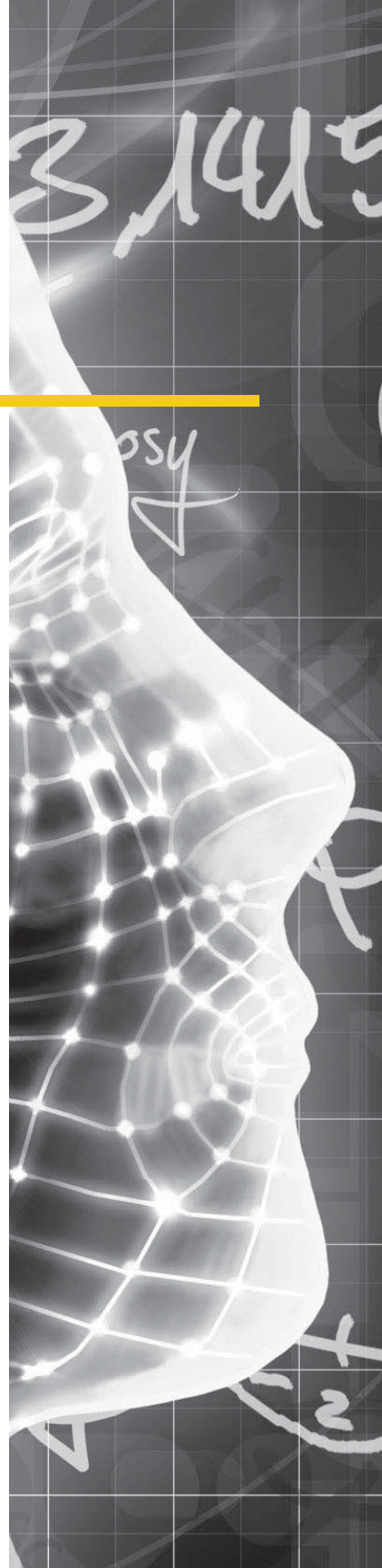


Thanks!

PREFÁCIO

Em 1752 o grande pensador inglês David Hume publicou os *Essays, Moral, Political and Literary*. Na Parte II desse livro, que cobre assuntos de comércio, moeda e finanças, ele escreveu:

“A maior parte da humanidade pode ser dividida em duas classes: aquela dos pensadores *superficiais*, que ficam aquém da verdade; e aquela dos pensadores *abstrusos*, que vão além dela. A segunda classe é de longe a mais rara: e, posso acrescentar, é de longe a mais útil e valiosa. Eles sugerem problemas, ao menos, e dão início a dificuldades que almejam ter habilidade para superar; as quais podem resultar em refinadas descobertas, nas mãos de homens com um modo adequado de pensar. Na pior das hipóteses, o que eles dizem é incomum; e, se custar algum esforço compreendê-los, ao menos se tem o prazer de ouvir algo novo. Um autor que só nos diz o que podemos ouvir em qualquer conversa de café não tem muito valor. (p. 399)”.



Hume foi o pioneiro dos estudos que chamamos hoje em dia de finanças internacionais e políticas macroeconômicas. Sua contribuição foi fundamental para a Grã-Bretanha entender e adotar o conceito do “*price flow mechanism*”. Foi um importante passo para esse país adotar as práticas modernizadoras de comércio internacional, moeda e finanças, e para adotar políticas macroeconômicas mais sustentáveis.

Com isso iniciou-se uma tradição, que perdura até hoje, de como analisar os problemas discutidos neste livro. Desse modo, no que segue, pretendemos, tal como Hume, ir além de uma “conversa de café”.

O livro **Finanças Internacionais, Câmbio e Políticas Macroeconômicas** visa o público formado por profissionais das áreas Administração de empresas e de políticas públicas, e os que cursam programas profissionais, principalmente cursos MBA voltados para finanças, economia e comércio internacional.

O livro foi escrito com base nos conceitos básicos da economia, mas permeados por ensinamentos da prática de negócios. Faz parte do que se chama atualmente de *managerial economics*; a medida que o mercado de trabalho busca mais pessoas qualificadas, e valoriza mais certificações de competências do que apenas diplomas acadêmicos, espero que esse livro se encaixe nessa moderna tendência.

SUMÁRIO

1. Introdução	09
2. O Contexto da Globalização	11
3. Finanças Internacionais num Contexto Macroeconômico	21
4. Economia dos Mercados Financeiros	29
5. O Cenário Internacional das Finanças	43
6. Finanças Internacionais	49
7. Movimentações Internacionais de Capitais	59
8. Gestão Financeira Internacional	65
9. Finanças de Empresas Multinacionais	77
10. Gestão Financeira das Empresas Multinacionais	83
11. Comércio Exterior e Criação de Valor	89
12. Balanço de Pagamentos do Brasil (Banco Central do Brasil – BACEN)	99
13. Estrutura Analítica do Balanço de Pagamentos do Brasil (Banco Central do Brasil – Bacen)	105
14. Análise e Interpretação Econômica do Balanço de Pagamentos	115
15. Câmbio, Políticas Cambiais e Mercados Financeiros	119
16. Regimes de Câmbio	133
17. Macroeconomia das Economias Abertas: Teoria e Modelos	141
18. Modelos IS-LM e M-F (Mundell Fleming) no contexto das economias abertas	145
19. Políticas Macroeconômicas e Capitais Internacionais	151
20. Políticas Econômicas e Estabilidade da Taxa de Câmbio	157
21. Coordenação Internacional das Políticas Macroeconômicas	169
Fontes	177

1

INTRODUÇÃO

O mundo atual vive um período disruptivo. A PWC, em estudo de 2018 sobre megatendências, aponta os seguintes desenvolvimentos da economia mundial:

- Revolução tecnológica.
- Mudanças climáticas e escassez de recursos.
- Urbanização acelerada.
- Deslocamento dos centros de poder econômico.
- Mudanças demográficas.

Essas megatendências já estão afetando as diversas atividades e os mais variados setores da economia. O estudo da PWC, assim como outros publicados por diversos *think tanks*, apontam para as grandes mudanças esperadas.

É com base nesse pano de fundo que apresentaremos os assuntos contidos nesse livro, que trata das finanças internacionais e das políticas macroeconômicas.

Esses assuntos estão organizados em cinco blocos temáticos:

- i - A Globalização e Finanças Internacionais, que discute o contexto da inter-



nacionalização; as finanças internacionais em um contexto macroeconômico, a economia dos mercados financeiros e o cenário internacional das finanças;

- ii - Finanças Internacionais, que cobrem os temas da gestão financeira internacional, das movimentações internacionais de capitais, das finanças de empresas multinacionais, e a gestão financeira das empresas multinacionais;
- iii - Comércio Exterior e Criação de Valor, com capítulos sobre o Balanço de Pagamentos do Brasil (Banco Central do Brasil – BACEN), a estrutura analítica do Balanço de Pagamentos do Brasil (Banco Central do Brasil – Bacen), bem como a análise e interpretação econômica do Balanço de Pagamentos;
- iv - Câmbio, Políticas Cambiais e Mercados Financeiros, que examinam os regimes de câmbio, a macroeconomia das economias abertas e os modelos IS-LM e M-F (Mundell Fleming) no contexto das economias abertas;
- v - Políticas Macroeconômicas e Capitais Internacionais, que analisam os tópicos das políticas econômicas e estabilidade da taxa de câmbio e a coordenação internacional das políticas macroeconômicas.

2

O CONTEXTO DA GLOBALIZAÇÃO

INTRODUÇÃO

A globalização pode ser entendida como um fenômeno recente na economia internacional, refletido em uma crescente competição entre empresas multinacionais e empresas exportadoras, e entre mercados internacionais de bens, serviços e capitais.

Com a crescente globalização, o destino econômico dos países está atrelado a seu grau de envolvimento na economia internacional. Isso ocorre, principalmente, no que diz respeito à transferência de tecnologia e à inserção em cadeias de produção que vão além das fronteiras (como se está delineando na indústria automobilística, via *global sourcing*).

Diversas tendências estão afetando o atual processo de globalização, visto que representam ameaças para países como o Brasil. No entanto, por outro lado, podem nos oferecer grandes oportunidades.

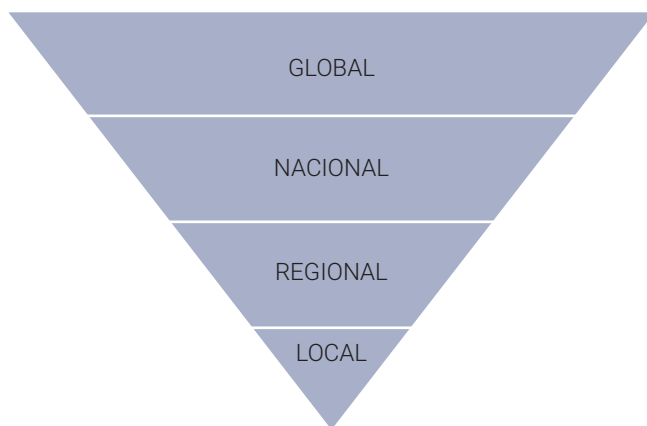


GLOBALIZAÇÃO E INTERNACIONALIZAÇÃO

Neste livro, estamos usando essas duas palavras como sinônimo.

Cabe comentar, no entanto, que alguns autores estabelecem diferenças entre essas duas palavras, inclusive optando por uma ou pela outra.

Com efeito, uma das maneiras de se classificar as operações de uma economia é segundo esferas espaciais de mercado:



Nesse sentido, globalização (economia global) se refere ao nível de atuação de articulação de mercados. As nações, nesse contexto, perdem muito de sua relevância como protagonista, e assuntos mais gerais ganham proeminência.

Para os efeitos práticos, no entanto, muitas vezes o importante é analisar as situações em que os mercados extrapolam as fronteiras do país, mas se retém à relevância de atuação de nações individuais.

Devido a isso, conforme comentado, alguns autores preferem chamar de “processo de internacionalização”, ao invés de “processo de globalização”.

Finalmente, na discussão de estratégias de negócio, já se emprega uma nova palavra: “glocal”.

Pensar global, atuar local!

TENDÊNCIAS ATUAIS DA GLOBALIZAÇÃO

Diversas tendências, ao fim da segunda década do século 21, estão afetando o atual processo de globalização. Para países como o Brasil, posto que representam ameaças. Por outro lado, oferecem grandes oportunidades. Vamos ressaltar a seguir algumas dessas tendências que afetam mais diretamente as finanças internacionais.

A oferta mundial de água doce potável está insuficiente para atender a atual demanda. Isso cria uma divisão entre países com oferta maior que demanda (superavitários) e outros com demanda maior que oferta (deficitários). Esse quadro irá se agravar bastante nas próximas décadas, pois a população global deve passar de 7 bilhões em 2000 para cerca de 9 bilhões em 2050.

Duas considerações podem ser feitas. Primeiro, o impacto geopolítico. A água tende a ser a *commodity* mais importante desse século, com grande impacto militar e econômico. Sendo um recurso renovável, mas com fracos direitos de propriedade, fica em grande parte fora da atuação das forças de mercado. É possível que gere delicados conflitos internacionais, inclusive entre nações com poder nuclear (por exemplo, disputa entre China, Índia e Paquistão pelas águas do Himalaya). Ademais, os países superavitários que reúnam condições propícias para a produção de alimentos (por exemplo o Brasil, com cerca de 12% das reservas internacionais de água doce) poderão se aproveitar de vantagens competitivas (exportando “água virtual” incorporada na produção de produtos agrícolas e pecuários).

A população mundial, além de crescer em alguns países (em especial, na África), em outros mostra estagnação (inclusive o Brasil) ou declínio (vários países europeus). Isso deve colocar fortes pressões para aumento de produtividade nesses últimos, e criar oportunidades de mercado para novos serviços e produtos que atendam às populações que forem envelhecendo.

Outra tendência que cria preocupações está relacionada com a estagnação do consumo nos países mais ricos, e com o descolamento entre o PIB que cresce e o emprego de qualidade que não aumenta no mesmo ritmo. Tal quadro se agrava na medida em que a inovação tecnológica não está tendo um macro impacto na criação de novos empregos. Inclusive, o uso crescente da inteligência artificial e da robótica nos processos industriais e de serviços agravam esse quadro.

No que tange mais especificamente ao mercado financeiro internacional, podemos destacar duas tendências. Primeiro, o aumento na desigualdade de renda e riqueza das famílias, inclusive nos países mais ricos. As pessoas que estão no patamar de 10%, ou 1% de maior renda estão concentrando uma parcela cada vez maior do PIB. Como esses grupos populacionais têm maiores condições de poupar e adquirir imóveis e ativos financeiros, a relação entre riqueza e PIB está aumentando. Em meados do século 20 estava entre 4 e 6 vezes, e atualmente está em cerca de oito vezes.

A segunda tendência diz respeito ao impacto na taxa de juros. O aumento da riqueza acaba provocando um excesso de oferta de capitais, pressionando para baixo as taxas de juros. Assim, estamos observando em alguns países taxas negativas de juros (inclusive nominais), e um achatamento das *yield curves* (com as taxas de juros de longo prazo ficando pouco acima – ao invés de bastante acima – das taxas de juro de curto prazo),

Finalmente, cabe destacar que após várias décadas em que o comércio internacional crescia mais do que o PIB mundial (cerca do dobro), essa tendência está arrefecendo. Por outro lado, aumentou a importância do comércio entre elos de cadeia de produção e valor, incluindo crescentes trocas de bens intermediários, ao invés de trocas dos produtos acabados de consumo entre países.

DESLOCAMENTO DOS CENTROS DE PODER ECONÔMICO

Segundo a PWC, (Relatório MegaTrends 2018) as economias emergentes irão dominar a lista das 10 maiores economias e possuir mais de 50% de participação no PIB até 2050.

A lista das 10 maiores economias, em 2050, vai ser:

- 1°. China
- 2°. Índia
- 3°. USA
- 4°. Indonésia
- 5°. Brasil**
- 6°. Rússia
- 7°. México
- 8°. Japão
- 9°. Alemanha
- 10°. UK

FINANÇAS INTERNACIONAIS E DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO

As finanças internacionais e o comércio internacional afetam o crescimento e o desenvolvimento econômico, assim como a geografia da pobreza e a desigualdade de renda no mundo.

Hoje muito se questiona a respeito do fato de alguns países serem ricos, enquanto outros são pobres. Esse é um questionamento fundamental e de resposta muito difícil.

Em 1776 Adam Smith publicou *A riqueza das nações*, e desde então o tema da geração e distribuição de riqueza é exaustivamente debatido. Muitas teorias foram escritas e muitos modelos de organização econômica foram alvo de tentativas (va-

riando de planejamento central a economias de mercado), sem que se chegasse a uma conclusão definitiva.

Alguns fatores podem explicar o crescimento econômico de um país, tais como:

- **saúde;**
- **educação;**
- **tecnologia;**
- **abertura comercial;**
- **empreendedorismo;**
- **formação de capital social;**
- **trajetória histórica do país;**
- **disponibilidade de fatores de produção (capital, mão de obra e recursos naturais);**
- **adequação e funcionalidade das instituições (direito de propriedade e estabilidade política).**

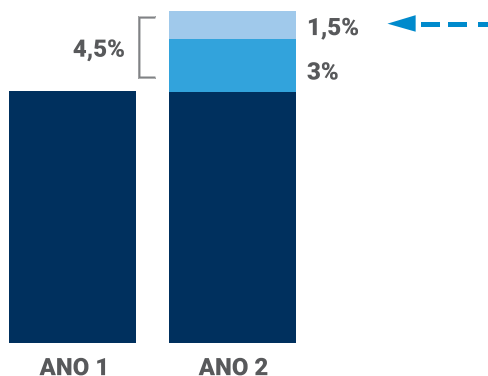
Na prática, o que caracteriza o progresso econômico é o aumento constante, ou mesmo crescente, da produtividade total dos fatores de produção (PTF).

Os principais fatores de produção são o capital, a mão de obra e os recursos naturais. A esses três fatores devemos acrescentar o empreendedorismo e a gestão dos negócios.

A PTF é definida como sendo o componente residual da taxa de crescimento do PIB que resta após o cálculo do somatório da contribuição individual de cada fator de produção. Trata-se de uma sinergia resultante da atuação combinada desses fatores no processo de produção de bens e serviços, permitindo, dessa forma, que a produção de bens cresça a um ritmo maior do que o da simples oferta de fatores de produção.

Suponhamos, por exemplo, que o PIB do país A tenha crescido 4,5% em relação ao ano anterior, e que a soma das contribuições dos fatores de produção seja igual a 3%. A PTF, neste caso, explica o componente restante de 1,5% da taxa de crescimento do PIB, o que representa 1/3.

A melhor educação é o principal fator explicativo do crescimento da PTF.



PADRÕES INTERNACIONAIS DE PRODUÇÃO E FINANÇAS

Os anos seguintes à segunda Guerra Mundial assistiram ao surgimento ou renovação de diversas instituições internacionais, merecendo destaque o World Bank (Banco Mundial), Fundo Monetário Internacional (FMI), Organização das Nações Unidas (ONU), e Banco Interamericano de Desenvolvimento (BID). O desenvolvimento econômico dos países virou foco de teorias, doutrinas e políticas.

Inicialmente, os países foram classificados como “subdesenvolvidos” e “desenvolvidos”. Essa classificação, na década de 50, passou a ser feita entre “países desenvolvidos” e “países em desenvolvimento”, para apresentar uma mensagem mais positiva. Como esse dinamismo não aconteceu, pois a desigualdade de crescimento inclusive aumentou, chegou-se a atual modalidade de classificação.

O Banco Mundial, atualmente, adota a seguinte classificação para seus 189 países membros, considerada mais objetiva e neutra. Assim, os países são classificados segundo quatro grupos de renda per capita:

- Países de Alta Renda (acima de US\$ 12.476, abrangendo 32% dos países).
- Países de Renda Média Superior (entre US\$ 4.126 e US\$ 12.745, abrangendo 26% dos países).
- Países de Renda Média Inferior (entre US\$ 1.046 e US\$ 4.125, abrangendo 25% dos países).
- Países de Baixa Renda (US\$ 1.045 ou menos, abrangendo 17% dos países).

Outra importante mudança foi desenvolver *rankings*, com o objetivo de avaliar comparativamente os países, e ao mesmo tempo proporcionar um “roteiro de progresso” via exposição às “melhores práticas”. Dentre esses *rankings*, cabe destacar o Índice de Desenvolvimento Humano (IDH), o “*Doing Business Ranking*” e as “Metas do Milênio”.

DESIGUALDADE DE RENDA ENTRE PAÍSES

O perene debate sobre as melhores políticas para o crescimento econômico também está voltado para questões ligadas ao relacionamento econômico e político dos países no âmbito internacional, e para as questões de desigualdade de renda entre esses países.

A população mundial, com cerca de 7 bilhões de pessoas, deve chegar a 9,1 bilhões em 2050 e a 10,7 bilhões em 2100.

O PIB mundial, em 2017, ficou em cerca de 76 trilhões de dólares, e o PIB *per capita*, em pouco mais de US\$ 10.000,00. As projeções indicam que, em 2050 (em dólares PPP de 2002), o PIB deverá estar em torno de 220 trilhões.

Alguns fatores nos auxiliam a delinear o cenário de desigualdade de renda entre países.

Primeiramente, por volta de 2050, mais de 50% da população, provavelmente, terá uma renda *per capita* abaixo do nível de pobreza (cerca de dois dólares por dia nos valores de hoje).

O *fosso* entre países ricos e pobres, inclusive, pode estar aumentando, sem contar com as grandes tensões políticas no cenário internacional, devido às migrações clandestinas.

COMBATE À DESIGUALDADE GLOBAL

Existe muito descontentamento e muita insegurança em várias regiões do globo. Com o nível de comunicação instantânea e de integração global, as grandes desigualdades que persistem no mundo ficam mais visíveis.

Com base em uma análise realista dos recursos possíveis de serem mobilizados, as instituições financeiras multilaterais listaram os seguintes objetivos econômicos para combater a pobreza:

- alcançar as metas de desenvolvimento do milênio até 2015;
- acabar com a pobreza extrema em 2025;
- assegurar que, bem antes de 2025, todos os países pobres do mundo possam ter um progresso considerável em sua trajetória para o desenvolvimento econômico;
- alcançar esses objetivos com apenas uma modesta ajuda financeira dos países ricos – maior do que é oferecida no momento, mas dentro dos limites que esses mesmos países estão prometendo.

INSTITUIÇÕES E PROGRESSO TECNOLÓGICO

A literatura contemporânea identifica a qualidade e o alcance das instituições existentes no país como a causa fundamental de seu crescimento econômico no longo prazo.

As instituições são definidas como o conjunto das regras sociais e legais que governam os sistemas econômicos. Dessa forma, em última instância, incorporam a estrutura de incentivos que contribuem, em maior ou menor grau, com a condução do país à uma trajetória de crescimento sustentável.

Existe uma forte ligação entre as instituições de um país, as finanças internacionais, as políticas macroeconômicas adotadas, e os incentivos para a poupança e o investimento. Em particular, as expectativas que movem os fluxos de capital em nível internacional são, significativamente, afetadas pelas percepções e expectativas de seus principais *players* quanto à situação institucional do país contemplado eventualmente.

O progresso tecnológico (incluindo transportes e comunicações) e o crescimento do comércio internacional são duas das mais importantes tendências atuais da economia moderna, contribuindo para um desenvolvimento expressivo da globalização e das finanças internacionais.

GOVERNANÇA GLOBAL

O crescimento dos mercados globais requer uma melhoria dos processos políticos no conjunto das nações.

De certa maneira, pela primeira vez na história, podemos falar de uma governança no nível global, o que vai exigir a discussão das seguintes demandas:

- **representatividade maior dos países pobres;**
- **ênfase na transparência das informações;**
- **melhoria nos procedimentos de respeito da propriedade;**
- **consolidação de princípios de democracia liberal;**
- **maior cooperação legal e regulatória entre as nações.**

Acima de tudo, é necessário que se desenvolva um senso de que o mundo moderno possa oferecer oportunidades a todos, e que a cooperação e o comércio entre as nações possam ser mutuamente benéficos. Os países mais pobres, os *less developed countries* (LDCs), no entanto, permanecem com reduzida presença nesses mercados globais.

RISCOS POLÍTICOS

O intenso processo econômico de globalização transformou o panorama político internacional.

Os riscos políticos estão assumindo uma nova dimensão, cujos contornos não estão ainda plenamente delimitados. Por outro lado, ocorrem maiores trocas de experiência entre os países, e é visível um esforço coletivo para melhorar os padrões de convivência e harmonia entre os povos.

A globalização trouxe novos riscos, além de ter agravado antigas formas de dependência econômica e política entre países.

Em troca dos riscos das dependências agravadas, a globalização trouxe uma extensa gama de novas oportunidades. A difusão do comércio e da tecnologia pode melhorar a situação, mas serão necessários maiores esforços e proatividade por parte das nações mais ricas.

Existem forças que buscam a *global governance*, lutam por uma melhor distribuição de renda e riqueza no mundo e, além disso, empenham-se por um desenvolvimento sustentável e harmônico para com o meio ambiente.

GEOGRAFIA DO GLOBAL TRADE

A geografia do comércio internacional muda em resposta aos seguintes fatores:

- inovações em transportes, comunicações e tecnologia da manufatura;
- mudanças na política global, tais como a integração da Europa, e o fim da União Soviética e do bloco de países socialistas;
- crescente internacionalização e flexibilidade das cadeias de produção industriais e do agronegócio;
- *efeito China*, devido ao explosivo crescimento das exportações, e a conquista de crescentes e substanciais *market shares* nos itens de exportação do mercado internacional.

GLOBAL TRADE E IMPORTÂNCIA DAS FINANÇAS INTERNACIONAIS

Em função das mudanças no cenário internacional, as questões monetárias e financeiras adquiriram grande relevância no contexto do *global trade*.

Desse modo, observamos importantes desenvolvimentos nos quadros político, institucional e econômico financeiro, dentre os quais podemos ressaltar os listados a seguir:

- aumento dos vínculos que conectam os setores real e financeiro da economia, em nível local e global;
- crescimento bem mais robusto das transações internacionais com ativos financeiros, em contraste com serviços não financeiros e mercadorias;
- grande crescimento dos investimentos diretos estrangeiros nos países BRICS (Brasil, Rússia, Índia, China e África do Sul) ;
- notável evolução das operações do mercado de capitais entre países
- mudanças significativas na arquitetura financeira internacional, e um quadro de intensa discussão em favor de novas reformas;
- crescente interdependência estrutural dos países no atual quadro de globalização, tendo, como consequência, um significativo aumento de *externalidades* (o principal exemplo seria o das crises financeiras em determinado país, que contagiam outros países negativamente);
- aumento da cooperação internacional de políticas fiscais e monetárias, com o objetivo de mitigar os efeitos negativos que possam contagiar determinados países e *internalizar* possíveis externalidades.

3

FINANÇAS INTERNACIONAIS NO CONTEXTO MACROECONÔMICO

INTRODUÇÃO

No que tange principalmente aos conceitos de poupança, investimento e sistemas financeiros, podemos iniciar assinalando que existe importante distinção entre macroeconomia e microeconomia.

A Economia é uma ciência social, que tem por objeto de estudo o consumo, a produção e a distribuição de bens e serviços.

Por razões didáticas e de especialização de conhecimento, costuma-se dividir a ciência econômica em duas grandes áreas, a microeconomia e a macroeconomia. É importante acentuar que essa divisão não adota barreiras rígidas, pois a moderna macroeconomia aberta utiliza, em profundidade, os conceitos da microeconomia.



Microeconomia

Tem como focos principais o estudo dos comportamentos individuais, e das tomadas de decisão das empresas e das famílias.

Macroeconomia

Estuda o resultado agregado desses comportamentos individuais e decisórios, transportando-os para a esfera nacional (e internacional), a fim de poder estudar os fenômenos que afetam a economia como um todo.

MACROECONOMIA DO MERCADO FINANCEIRO

É possível desenvolver um quadro analítico que estabeleça a ligação entre os fluxos internacionais de bens e capitais, e o comportamento da economia doméstica.

Tal quadro consiste em um conjunto básico de identidades contábeis macroeconômicas, unindo a renda e os gastos do país, além de examinar o comportamento da poupança, do consumo e do investimento, com foco no impacto sobre as balanças de transações correntes e de capitais. Em outros capítulos desse livro, vamos desenvolver os temas contidos neste quadro analítico.

Fazendo uso de tais equações, podemos identificar, como exemplo, a natureza dos vínculos entre a economia brasileira e a economia mundial, bem como avaliar os efeitos das políticas econômicas internacionais (e vice-versa) sobre a economia brasileira.

IDENTIDADES CONTÁBEIS BÁSICAS

A) PRODUÇÃO E RENDA

Dois conceitos nos auxiliam a calcular a produção do país:

PIB (Produto Interno Bruto)

Representa o total da produção gerada em um país, independentemente da nacionalidade do produtor.

PNB (Produto Nacional Bruto)

Representa o total da produção gerada por produtores nacionais, ou seja, independentemente do país em que ocorreu a produção.

O PIB do país (medido em uma base anual) é um conceito de fluxo que mede o que foi produzido de bens finais dentro da sua área geográfica, durante o ano. O PIB pode ser decomposto nos seguintes componentes:

- consumo (C);
- exportações (X) e importações (M) de mercadorias e serviços;
- gastos do governo (G);
- receitas do governo (T);
- poupança (S);
- investimento (I).

O PIB de um país pode ser calculado de três maneiras, considerando as óticas:

1. da despesa (renda);
2. da produção (oferta);
3. do rendimento.

Sob a ótica da despesa, o PIB visa à demanda agregada. Na ótica de produção, o PIB visa a demanda agregada. Sob a ótica do rendimento, busca-se analisar as fontes de renda em termos de pagamentos aos fatores de produção.

ECONOMIA SIMPLES E FECHADA

Em uma economia simples, sem setor externo e sem governo, o PIB pode ser visto sob a ótica da produção ou da renda. Nesse caso, calcularíamos da seguinte maneira:

Produção

$$\text{PIB} = C + I$$

Renda

$$\text{PIB} = C + S$$

Tudo que não é consumido no ano foi poupado. Visto *ex post*, o que foi poupado foi investido, ou seja: $S = I$.

B) POUPANÇA DOMÉSTICA, INVESTIMENTO E CONTA DE CAPITAL

No que se refere à poupança doméstica, investimento e conta de capital, podemos estabelecer algumas equações. Podemos partir das contas nacionais estabelecendo algumas relações.

Vejam os:

$$\text{RENDA NACIONAL} = \text{CONSUMO} + \text{POUPANÇA (1)}$$

Nesse caso, parte da renda nacional (produto nacional) é gasta em consumo, e o restante é destinado à poupança. De maneira similar, as despesas nacionais (o total que o país gasta em bens e serviços) podem ser divididas da seguinte forma:

$$\text{GASTOS NACIONAIS} = \text{CONSUMO} + \text{INVESTIMENTOS (2)}$$

Esse investimento real se refere à construção de fábricas, à compra de equipamentos, aos gastos em pesquisa e desenvolvimento (P&D), e a outras iniciativas destinadas a aumentar a capacidade produtiva do país.

Juntando as equações **(1)** e **(2)**, obtemos uma nova identidade:

$$\text{RENDA NACIONAL} - \text{GASTOS NACIONAIS} = \text{POUPANÇA} - \text{INVESTIMENTOS (3)}$$

Essa identidade mostra que, se a renda do país excede seus gastos, a poupança vai exceder o investimento doméstico, criando um excedente de capital que pode ser investido no exterior. Desse modo, temos:

$$\text{POUPANÇA} = \text{INVESTIMENTO DOMÉSTICO} + \text{INVESTIMENTO ESTRANGEIRO LÍQUIDO (4)}$$

Por outro lado, se os gastos são maiores do que a renda do país, o investimento vai exceder a poupança doméstica, atraindo poupanças do exterior. Dessa forma, chegamos a:

$$\text{INVESTIMENTO} = \text{POUPANÇA DOMÉSTICA} + \text{POUPANÇA EXTERNA (5)}$$

VÍNCULO ENTRE CONTAS DE TRANSAÇÕES CORRENTES E CONTA DE CAPITAL

Em se tratando de vínculo entre contas de transações correntes e conta de capital, partimos das seguintes equações:

$$\begin{aligned} \text{RENDA NACIONAL} &= \text{GASTOS DOMÉSTICOS} + \text{EXPORTAÇÕES (6)} \\ \text{GASTOS NACIONAIS} &= \text{GASTOS DOMÉSTICOS} + \text{IMPORTAÇÕES (7)} \end{aligned}$$

Em seguida, obtemos a seguinte:

$$\text{RENDA NACIONAL} - \text{GASTOS NACIONAIS} = \text{EXPORTAÇÕES} - \text{IMPORTAÇÕES (8)}$$

A equação **(8)** mostra que o superávit de transações correntes surge quando a renda nacional excede os gastos nacionais.

De maneira similar, um déficit de transações correntes deve-se ao fato de os gastos nacionais excederem a renda nacional.

Caso combinemos a equação **(3)** com a equação **(8)**, temos:

$$\text{RENDA NACIONAL} - \text{GASTOS NACIONAIS} = \text{POUPANÇA} - \text{INVESTIMENTOS (3)}$$

Rearranjando os termos da equação **(8)**, temos:

$$\text{RENDA NACIONAL} - \text{GASTOS NACIONAIS} = \text{EXPORTAÇÕES} - \text{IMPORTAÇÕES (8A)}$$

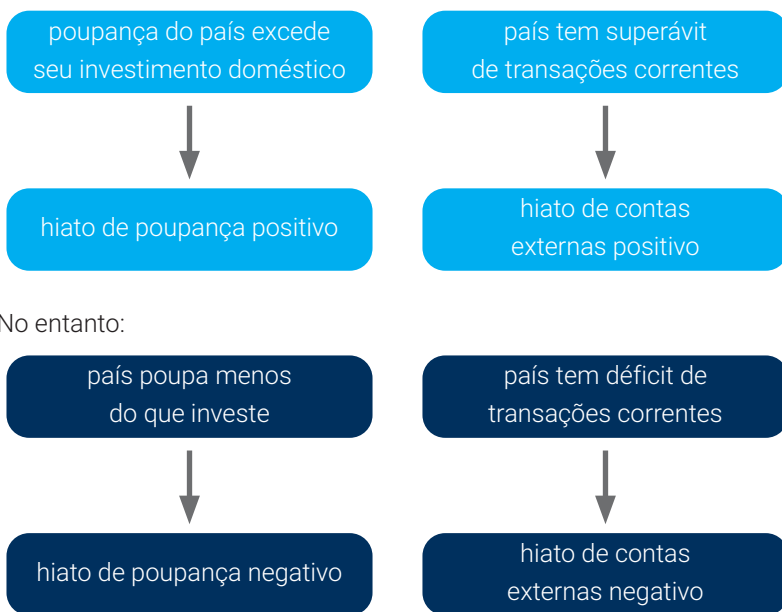
Obtemos, então, a equação **(9)**:

$$\text{POUPANÇA} - \text{INVESTIMENTOS} = \text{EXPORTAÇÕES} - \text{IMPORTAÇÕES (9)}$$

De acordo com a equação **(9)**, existem dois hiatos:

1. hiato de poupança, ou seja, poupança *menos* investimentos;
2. hiato de contas externas, ou seja, exportações *menos* importações.

Avaliamos os hiatos da seguinte forma:



VISÃO DE HIATOS

A visão de hiatos gerou uma importante literatura sobre desenvolvimento econômico e ajuda externa, bem como um chamado *modelo dos hiatos – two gap model*.

De acordo com essa visão, um país em desenvolvimento é propenso a ter um *hiato de contas externas negativo* e, para zerá-lo, necessita receber subsídios, sob a forma de fluxos de capitais de países ricos, incluindo ajuda externa.

Finalmente, podemos estabelecer a equação **(10)**, segundo a qual a balança de transações correntes equivale à saída líquida de capital:

$$\text{INVESTIMENTO ESTRANGEIRO LÍQUIDO} = \text{EXPORTAÇÕES} - \text{IMPORTAÇÕES} \quad (10)$$

Visto de outro modo, qualquer divisa estrangeira obtida pela exportação pode ser usada para importação ou usada para créditos contra estrangeiros.

INVESTIMENTO ESTRANGEIRO E FLUXO LÍQUIDO DE CAPITAL

O investimento estrangeiro líquido equivale ao fluxo líquido de capital público e privado acrescido o aumento das reservas oficiais.

Se o fluxo for positivo, os fluxos líquidos de capital público e privado equivalem ao déficit da conta de capital. Se o fluxo for negativo, há um superávit na conta de capital.

O aumento líquido nas reservas oficiais equivale ao saldo apurado na conta das reservas oficiais entre os dois tempos.

TAXAS FLUTUANTES DE CÂMBIO

Em um sistema de taxas flutuantes de câmbio sem intervenção governamental e transações oficiais de reservas, o excesso de poupança é igual ao déficit da conta de capital.

Alternativamente, um déficit da poupança nacional é igual ao superávit da conta de capital. Esse empréstimo financia o excesso de gastos nacionais sobre a renda nacional. Portanto, concluímos que um país que produz mais do que gasta poupa mais do que investe na economia doméstica e tem uma saída líquida de capital.

Essa saída de capital aparece como alguma combinação de déficit da conta de capital e aumento nas reservas oficiais.

No entanto, quando um país gasta mais do que produz, ele investe, domesticamente, mais do que poupa e experimenta uma entrada líquida de capital.

Essa entrada líquida de capital aparece como alguma combinação de superávit na conta de capital e redução nas reservas oficiais.

ENDIVIDAMENTO

Quando o perfil de endividamento é avaliado pelos investidores como elevado, em função dos fundamentos da economia do país, sem dúvida alguma, há algum tipo de pressão.

Entretanto, essa pressão pode ser benéfica, pois esses investidores, comprometidos com os futuros fluxos de caixa gerados pelo país, servem como um grupo informal de auditores externos.

Além disso, diferentemente dos investidores diretos, os investidores em títulos dispõem de forte mercado secundário, no qual são comprados e vendidos os títulos, que podem ser passados a outras mãos.

POUPANÇA DOMÉSTICA

Aparentemente, não há, em curto prazo, uma grande razão de preocupação com a existência de déficits em transações correntes e superávits na conta de capitais. Em longo prazo, todavia, a situação pode complicar.

Um país, dificilmente, terá crescimento econômico sustentável no longo prazo caso tenha contínuos déficits de transações correntes.

Para superar esse problema, um país como o Brasil vai ter de, necessariamente, estimular mecanismos institucionais e de mercado para aumentar, significativamente, sua poupança doméstica.

Se houvesse uma situação inversa, superávit comercial e déficit de capitais, também não poderíamos concluir que seria a melhor opção para o país em termos de crescimento econômico sustentável. Afinal, somos um país em desenvolvimento, necessitando de investimentos domésticos e de capitais próprios, etc.

Comentário – Poupança doméstica

Quando falamos em poupança doméstica, não podemos concluir que superávit comercial e déficit de capitais sejam as melhores opções para o país. Podemos observar o caso de um país desenvolvido, como o Japão, que, embora esteja nessa condição, padece há mais de dez anos com a estagnação econômica. No caso de um país em desenvolvimento, como o Brasil, superávit na balança comercial e déficit na balança de capitais significariam que estaríamos exportando nossa poupança doméstica para o exterior.

EQUIDADE

Embora o comércio internacional contribua para aumentar o valor agregado de consumo do país (pois os consumidores ganham ao importarem bens mais valiosos e ao exportarem bens de menor valor), isso não significa que todos os habitantes ganhem igualmente.

Alguns grupos podem ganhar, mas outros podem perder. O reflexo desses ganhos e perdas se dá em regiões, indústrias e ocupações.

Por exemplo, a exportação de sapatos pode beneficiar a indústria de couros e derivados, beneficiando alguns municípios de São Paulo e do Rio Grande do Sul, assim como os operários especializados, os industriais e os exportadores dessa cadeia produtiva.

Por outro lado, caso o Brasil, por hipótese, comece a importar mais trigo e a desestimular a produção doméstica, o agronegócio dessa *commodity* será afetado negativamente, no país.

A contabilidade do balanço de pagamentos não registra, em suas contas, essas transferências de renda e bem-estar dentro do país.

4

ECONOMIA DOS MERCADOS FINANCEIROS

INTRODUÇÃO

No que tange ao mercado financeiro, as seguintes perguntas podem ser propostas:

Para que servem os mercados financeiros?

Qual o seu papel no sistema econômico de produção e consumo?

TEORIA DOS FUNDOS EMPRESTÁVEIS

Para responder essas perguntas e entendermos a estrutura básica do mercado financeiro e do papel do sistema financeiro, seria útil uma visão bem geral da determinação da taxa de juros e do volume de capital desejado pela sociedade.

Para isso, vamos utilizar um modelo bastante básico sobre o funcionamento do mercado financeiro.

Os pressupostos desse modelo são os seguintes:



- a economia opera um só mercado financeiro, chamado mercado de fundos emprestáveis;
- todos os poupadores utilizam esse mercado e nele depositam suas poupanças;
- todos os tomadores de empréstimos utilizam esse mercado e nele obtêm seus empréstimos;
- a expressão “fundos emprestáveis” se refere ao total da renda que as entidades econômicas – famílias, empresas e governo – escolhem poupar e depois emprestar, ao invés de a utilizar para fins de consumo;
- o mercado, em equilíbrio, determina uma única taxa de juros;
- essa taxa de juros representa o ganho financeiro, para os poupadores, e o custo, para os tomadores de empréstimo – os investidores;
- os fundos emprestáveis são a fonte de recursos a ser utilizada para fins de investimento.

Nessa visão geral, não existe determinada a figura do poupador ou do investidor. O poupador pode optar por ser investidor, ou vice-versa, dependendo da situação existente. Trata-se, puramente, de uma questão de oportunidade e de circunstância.

OFERTADORES E TOMADORES DE RECURSOS EMPRESTÁVEIS

As empresas, as famílias e o governo podem ser, circunstancialmente, ofertadores ou tomadores de recursos emprestáveis do mercado.

Estamos considerando tal situação em termos líquidos, pois nada impede que a mesma família, empresa ou governo seja, ao mesmo tempo, ofertador e tomador de recursos.

O tomador de fundos pode usá-los para fins de consumo ou de investimento. Para facilitar o raciocínio, estamos assumindo que esses tomadores utilizam os fundos para fins de investimento.

A regra básica é calcular como, em uma visão que olha para o futuro, essas entidades planejam suas decisões de poupar e investir – são decisões *ex ante*.

Exemplo

Suponhamos que a empresa TTT, ao planejar o ano de 2020, preveja um resultado de R\$ 10 milhões em lucros.

Seus planos de investimento para o ano são de R\$ 8 milhões.

Portanto, planeja “poupar” R\$ 10 milhões e “gastar” R\$ 8 milhões, “sobrando”, assim, R\$ 2 milhões.

Nesse caso, essa empresa será uma ofertadora de fundos emprestáveis – de R\$ 2 milhões.

Suponhamos também que a família Silva tenha condições de poupar R\$ 200 mil em 2020.

No entanto, a mesma família pretende comprar, à vista, um terreno no valor de R\$ 300 mil.

Essa família será uma tomadora de fundos emprestáveis – de R\$ 100 mil. Desse modo, o somatório das decisões individuais das empresas, das famílias e do governo determina as forças de demanda e oferta de fundos emprestáveis.

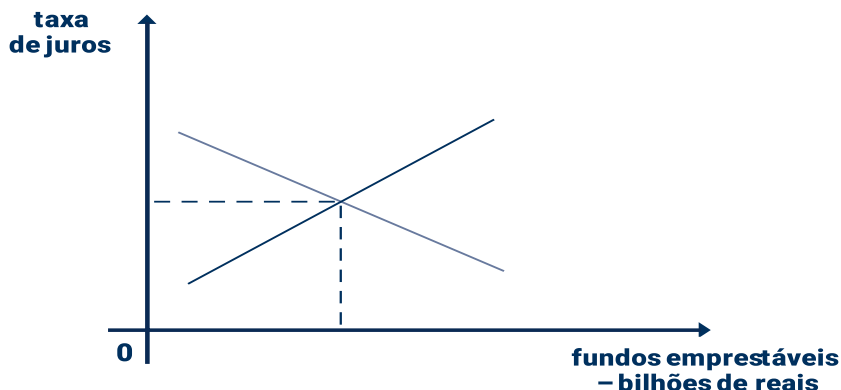
TAXA DE JUROS E VOLUME DE FUNDOS EMPRESTÁVEIS

Evidentemente, tanto a função de oferta quanto a função de demanda de fundos emprestáveis são sensíveis às taxas de juros.

Na demanda, isso ocorre negativamente. Quanto maior a taxa de juros, menor o interesse por tomar recursos de empréstimo. Na oferta, positivamente. Quanto maior a taxa de juros, mais agentes econômicos vão querer oferecer recursos para empréstimos.

O ponto de equilíbrio entre as duas curvas determina tanto a taxa de juros do mercado (J_0) quanto o volume de fundos emprestáveis (V_0) mobilizado nesse mercado.

A figura a seguir mostra, graficamente, a determinação da taxa de juros e o volume de fundos emprestáveis...



MEDIDAS DE POLÍTICA ECONÔMICA

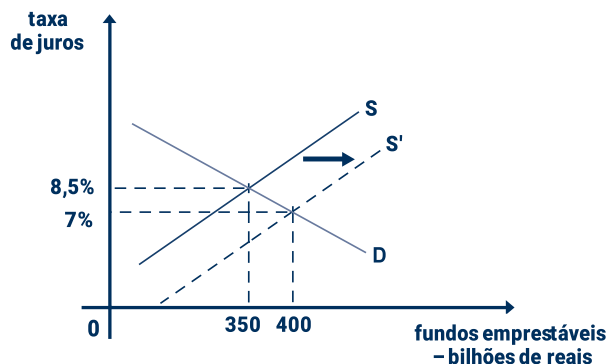
O modelo sobre o funcionamento do mercado financeiro pode ser expandido para incorporar, por exemplo, medidas de política econômica.

A seguir, vamos mostrar, graficamente, três exemplos...

QUEDA DA TAXA DE JUROS

O governo, preocupado com a baixa proporção da poupança no PIB – que é o caso do Brasil –, cria incentivos para a poupança.

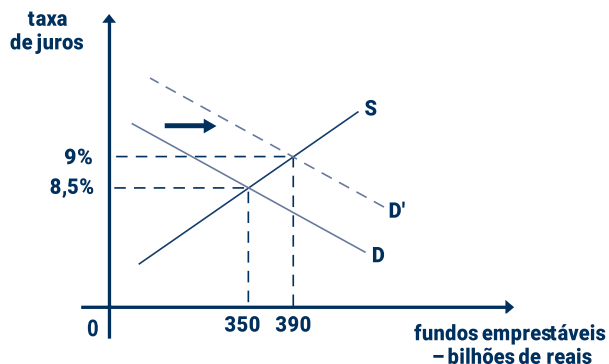
Nesse caso, a curva de oferta – de fundos emprestáveis – é deslocada para a direita, e os juros caem, como mostrado a seguir...



AUMENTO DA TAXA DE JUROS

O governo dinamiza os investimentos, criando, para isso, diversos pacotes de estímulos.

Nesse caso, a demanda – por fundos emprestáveis – desloca-se para cima – direita – e pressiona por um aumento na taxa de juros, como mostrado a seguir...



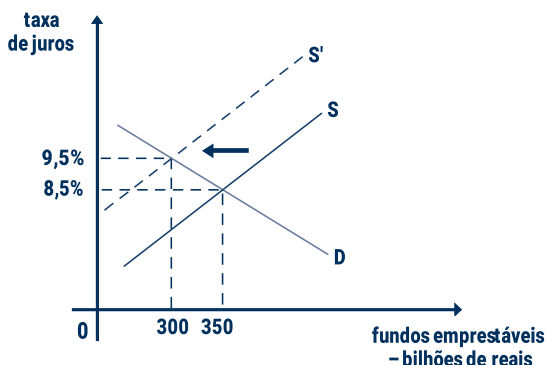
RETRAÇÃO DA CURVA DE OFERTA E AUMENTO DA TAXA DE JUROS

O governo gasta acima das receitas e cria um déficit fiscal. Suponhamos que, até então, o governo estivesse fora desse mercado. Agora, o governo vai participar.

Para financiar o déficit, o governo entra no mercado demandando recursos. Isso causa dois efeitos:

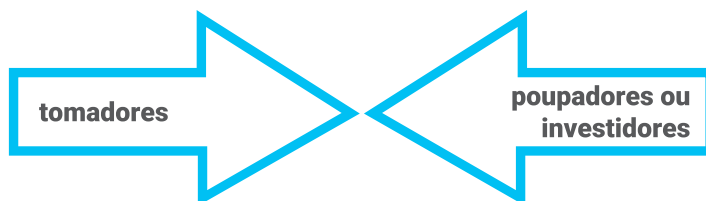
Primeiro, causa um *crowding out* dos investimentos do setor privado. Isso é mostrado pela retração da curva de oferta de fundos emprestáveis para o setor privado – S retrai para S'.

Segundo, provoca um aumento na taxa de juros – no exemplo, de 8,5% para 9,5%. Esse último efeito é mostrado no gráfico a seguir...



MERCADOS FINANCEIROS

Os mercados financeiros levantam capital e realizam o encontro entre os tomadores (aqueles que desejam recursos) e os poupadores ou investidores (aqueles que oferecem esses recursos).



O preço que equilibra os fluxos entre tomadores e poupadores é a taxa de juros.



Atenção! Existe um complexo sistema institucional no mercado financeiro, com diferentes tipos de empresas e regulamentos, além de um número muito grande de instrumentos financeiros oferecidos às empresas, aos governos e ao público consumidor.

POUPANÇA E INVESTIMENTO

A poupança e o investimento são os ingredientes básicos para explicar o aumento de produtividade, e os mercados financeiros são os que coordenam as decisões de poupança e de investimento.

O fator de produção de capital é obtido pelo uso de dois outros fatores:

- **recursos naturais;**
- **recursos humanos.**

O capital é um fator produzido pelos demais fatores de produção.

Sob a visão econômica, o capital é um estoque, é o investimento acumulado ao longo dos anos. Dessa forma, o estoque de capital se modifica por meio de novos investimentos.

O investimento é líquido, no sentido de que o investimento bruto contém uma parcela de recursos usada para recompor o estoque de capital. Essa recomposição é necessária, pois o estoque de capital é corroído pela obsolescência e pelo desgaste natural, devido a seu uso no processo produtivo.

INVESTIMENTO E POUPANÇA (REAL E FINANCEIRA)

Vejam os conceitos de investimento a partir das perspectivas econômica e financeira:

A) PERSPECTIVA ECONÔMICA

Sob o prisma econômico, o investimento é obtido por meio da poupança das famílias, das empresas e do governo.

Em termos macroeconômicos, investir é comprar novos bens de capital (máquinas, equipamentos, prédios, plantas industriais e etc.).

Devemos notar que o investimento e a poupança, segundo essa perspectiva, diferenciam-se daquilo que se lê na imprensa não especializada ou daquilo que se utiliza na linguagem do mercado financeiro.

B) PERSPECTIVA FINANCEIRA

Sob o prisma financeiro, o investimento recebe uma interpretação diferente daquela dada pela macroeconomia.

O investimento financeiro baseia-se em fluxos que se derivam do total de ativos acumulados expressos em valores monetários. Em outras palavras, baseia-se também em capital acumulado nos anos anteriores e em transferências de ativos que levam à dupla contagem.

O investimento real e o investimento financeiro, assim como a poupança real e a poupança financeira, são conceitos distintos.



Atenção! O investimento e a poupança, em termos reais, derivam da definição do produto interno bruto (PIB), conceito visto no capítulo 3

INVESTIMENTO E POUPANÇA SOB A ÓTICA ECONÔMICA

Sob a ótica econômica, o investimento é uma adição ao estoque de capital, que irá permitir produção de maior quantidade de produtos e serviços. Para investir e, desse modo, acumular capital, é preciso desviar fatores de produção, que seriam utilizados se não houvesse investimento, obtendo assim produtos e serviços para o consumo.

Em outras palavras, utilizar um menor volume de recursos para o consumo corrente significa *poupança*, enquanto utilizar um maior volume de recursos para produzir bens de capital significa *investimento*.

Nesse sentido, a sociedade tem de fazer uma troca: menor consumo no presente em troca de um maior consumo no futuro (possibilitado pela expansão da produção obtida pelo investimento). Desse modo, a poupança (que representa essa troca do futuro pelo presente) é também um investimento.

INVESTIMENTO E POUPANÇA SOB A ÓTICA FINANCEIRA

Sob a ótica financeira, o investimento e a poupança são vistos, em geral, como estoques, e não como fluxos.

Existe também muito da chamada *dupla contagem*. Como exemplo dessa dupla contagem, temos a seguinte situação:

Um indivíduo *investe* em um fundo de investimento, que, por sua vez, *investiu* em uma ação comprada, em bolsa de valores, de um vendedor. Esse vendedor foi *investidor* na compra de uma ação emitida pela empresa e vendida no mercado primário.

POUPANÇA, INVESTIMENTO E MERCADO FINANCEIRO

O sistema financeiro é composto de instituições, tais como bancos, corretoras, seguradoras, bolsas e empresas de *asset management*.

Em geral, essas instituições são reguladas pelo governo. No Brasil, tal regulação ocorre pelo Banco Central, pela Comissão de Valores Mobiliários, pela Superintendência de Seguros Privados e outras.

É também frequente que as instituições financeiras desenvolvam sistemas de autorregulação para a indústria a que pertencem. Essas instituições desenvolvem e comercializam produtos e serviços que servem para estimular poupanças e canalizá-las para as atividades de investimento.

Sob a ótica financeira, a poupança e o investimento fazem parte do processo de formação real de capital. O mercado financeiro possibilita a transformação da poupança em investimento e, para tal, usa diversos mercados e instrumentos financeiros.

SEGMENTOS E PRODUTOS DO MERCADO FINANCEIRO

Os dois principais mercados financeiros são:

MERCADO DE CAPITALIS

MERCADO DE DÍVIDA

Os dois instrumentos mais importantes desses mercados são:

AÇÕES DE EMPRESAS

TÍTULOS DE DÍVIDA, CHAMADO *DEBÊNTURES*
(tanto das empresas quanto do governo).

Há uma grande diferença econômica entre o mercado de títulos de dívida e o mercado de ações, representada pelo seguinte esquema:



Não devemos confundir *diferença econômica* com *diferenças jurídicas e normativas*, que são muitas e diversas.

MERCADOS DE TÍTULO, DE AÇÕES E SECUNDÁRIO

É possível analisar a diferença econômica existente entre os títulos de dívida e o mercado de ações, a partir de aplicações práticas.

MERCADO DE TÍTULOS

- 1 - Um banco emite títulos próprios, por meio de cadernetas de poupança ou depósitos a prazo, com a finalidade de captar poupanças do público.
- 2 - Esse mesmo banco emite outros títulos próprios (empréstimos bancários), para conceder crédito às empresas tomadoras de recursos.
- 3 - Nessa situação, há um processo de transformação, em que a poupança não vai diretamente para o investimento.
- 4 - Criam-se órbitas separadas de poupança e de empréstimos, suportadas por títulos próprios.
- 5 - Ocorre nesse mercado a “intermediação financeira”.

MERCADO DE AÇÕES – MERCADO PRIMÁRIO

- 1 - Nesse tipo de mercado de ações, a operação começa no chamado *mercado primário*, por meio do qual a empresa emite ações e as vende ao público diretamente.
- 2 - Mesmo que haja a atuação de bancos de investimento, corretoras e bolsas nesse processo, o fato básico é que não há *transformação de títulos*.

- 3 - O fluxo de renda do público para a empresa e a entrega do papel pela empresa ao público são diretos. A ação é um título emitido pela própria empresa, portanto não existe transformação de títulos.
- 4 - Ocorre nesse mercado a “desintermediação financeira”.

MERCADO DE AÇÕES – MERCADO SECUNDÁRIO

- 1 - Caso o investidor que adquiriu a ação queira vendê-la a um terceiro, em bolsa, estaremos no chamado *mercado secundário* (bolsa de valores e mercado de balcão).
- 2 - Muito embora a empresa, nesse mercado, não capte recursos diretamente, ela se beneficia, indiretamente, pela liquidez criada e pela informação divulgada sobre os papéis de sua emissão.
- 3 - A empresa se beneficia, ainda, pela propaganda que recebe e pela pressão dos investidores por uma melhor governança corporativa.

LUCROS RETIDOS

Para as empresas, na prática, a mais importante fonte de recursos são os lucros gerados no seu processo de produção. Parte desses lucros pode ser retida na empresa, para uso posterior como fonte de financiamento.

A tomada de empréstimos e a emissão de ações para o mercado se constituem, na verdade, como fontes alternativas e externas para financiamento de investimento.

Deve ficar claro, no entanto, que os lucros retidos não são uma “fonte grátis” para as empresas. Com efeito, existe um forte custo de oportunidade envolvido.

Quanto menos atraentes em termos de rentabilidade forem os projetos considerados pela empresa, parcela maior desses lucros deverá ser distribuída aos acionistas, sob forma de dividendos.

PRINCIPAIS MERCADOS FINANCEIROS E SUAS CARACTERÍSTICAS

A seguir, estão listados, de forma detalhada, os principais mercados financeiros e suas características.

Mercado de ações

As ações são títulos lançados pelas empresas, que respeitam atos normativos e regulatórios das autoridades governamentais competentes.

O valor da ação depende da expectativa do mercado acerca dos lucros futuros da empresa e do risco envolvido, trazidos a valor presente por uma taxa de desconto apropriada, e de sua política de distribuição de dividendos.

Existem ações com direito a voto (ordinárias) e sem direito a voto (preferenciais).

No mercado primário, ocorre o lançamento de ações – processo conhecido como *initial public offering* (IPO).

No mercado secundário, efetua-se a troca de ações pelos adquirentes. O principal mercado secundário é a bolsa de valores, além de existir também o mercado de balcão.

Mercado de títulos de dívida

Composto a partir da negociação de títulos de dívida emitidos pelas empresas ou pelo governo.

Enquanto as ações prometem fluxos futuros de rendas variáveis (que dependem do desempenho das empresas), no mercado de títulos, os encargos são predeterminados (juros, amortizações e demais serviços).

As empresas lançam *commercial papers* (curto prazo) ou debêntures (médio e longo prazos). Existem debêntures que podem ser convertidas em ações.

Um grande problema dos títulos governamentais é a possibilidade de calote soberano (moratória ou repúdio). Ou então, o que é mais comum, uma deterioração de seu valor real via inflação.

Mercados monetários

Voltado para negociação de títulos de curta duração, tais como letras e títulos governamentais de um, dois, três ou seis meses, e títulos de curto prazo emitidos por empresas.

Mercado de ativos físicos e de *commodities*

O principal é o mercado imobiliário para residências ou escritórios, em que se emitem e se negociam títulos de hipotecas, de securitização e outros.

Abrange também o mercado de *commodities* físicas, principalmente relacionado com produtos agrícolas e minerais.

Algumas dessas *commodities* são suscetíveis à padronização de suas características negociais, tais como qualidade, condições de estocagem, rotas de produção e de mercado, sazonalidade e outros itens de padronização.

Além disso, tais *commodities* podem evoluir para contratos futuros e outros instrumentos derivativos.

Mercado de câmbio

Conhecido por mercado FX ou Forex. É o mercado de taxa de câmbio, que vincula o valor de uma moeda em relação à outra.

O mercado de câmbio é o maior mercado do mundo. Nele negociam-se, diariamente, de dois a três trilhões de dólares.

Mercados derivativos

São mercados que negociam contratos de futuros, de opções, a termo, *swap* e outros instrumentos financeiros, cujo valor deriva do valor de um ativo subjacente.

Por exemplo, o contrato futuro de câmbio se pauta pelo comportamento dos preços do câmbio no mercado *spot* (à vista).

PRINCIPAIS FUNÇÕES DO MERCADO FINANCEIRO

Vejamos as principais funções do mercado financeiro:

Liquidação e custódia (*clearing*)

A compra e venda de ativos financeiros requer um complexo processo para assegurar sua existência, ter um lugar seguro para sua guarda e, finalmente, ter mecanismos confiáveis e rápidos para fazer com que se realizem as seguintes ações:

- **compradores paguem, efetivamente, pelo que compraram;**
- **vendedores recebam o dinheiro da venda;**
- **vendedores entreguem, fielmente, aquilo que venderam, e recebam seu dinheiro.**

O processo de custódia e liquidação (*clearing*) é a função mais essencial e sensível do mercado financeiro, pois de seu bom desempenho depende a credibilidade do mercado.

Junção e repartição de recursos

Uma das funções nobres de qualquer mercado é mostrar eficiência ao juntar as pontas de compra e de venda para negociar preços e demais condições.

O mercado financeiro agrega os recursos dos poupadores (como fundos de investimento) e os reparte em diversas aplicações de investimento (por exemplo, a compra de ações de empresas por pequenos aplicadores).

Transferência de recursos

A geografia e o tempo são elementos importantes para se levar em conta ao organizar o mercado financeiro.

Desse modo, o mercado desenvolveu diversos mecanismos para realizar transferências intertemporais (centradas nas taxas de juros, segundo prazos de duração) e transferências espaciais (países ou regiões com abundância relativa de capital, que ofertam recursos para países ou regiões carentes).

Gestão do risco

A análise do risco é a *irmã gêmea* da análise da rentabilidade em uma aplicação financeira.

O mercado financeiro desenvolveu instituições (seguradoras, bolsas de futuros, etc.) e instrumentos (seguros de propriedade, operações de *hedge*, etc.), para diminuir e administrar o risco.

Informação de descoberta de preços

A informação e descoberta de preços é uma função nobre do mercado, embora não deixe de ser um *subproduto* de suas operações.

Prover informações e disponibilizá-las é um dever público, com imensos benefícios para o planejamento estratégico das empresas, das entidades governamentais e do público em geral. Como exemplo, temos a informação sobre a taxa de câmbio de 30, 60 ou 90 dias, revelada pela operação do mercado a termo e a futuro da taxa de câmbio.

Complementação de obrigações contratuais

É muito difícil, para qualquer contrato, prever e avaliar, corretamente, os efeitos de todas as ocorrências possíveis. Esse contrato tem um *valor econômico* que pode ser descoberto e precificado pelo mercado financeiro.

O mercado revelará a opinião média dos participantes interessados do mercado sobre o valor daquela obrigação contratual.

Como exemplo, em um IPO, temos a revelação de como o mercado avalia o preço da ação da nova empresa *C*, surgida pela fusão das empresas *A* e *B* – ambas negociadas no mercado.

5

O CENÁRIO INTERNACIONAL DAS FINANÇAS

INTRODUÇÃO

O setor financeiro é muito inovador porque cria, constantemente, novos produtos e serviços financeiros, além de adaptar-se, com facilidade, às mudanças em curso na geografia econômica e política mundial.

No cenário internacional, estão ocorrendo importantes mudanças. Vejamos a seguir algumas.

MUDANÇAS NO CENÁRIO FINANCEIRO INTERNACIONAL

Empresas multinacionais: O poder econômico das empresas multinacionais está aumentando, e algumas dessas empresas já têm um faturamento anual acima do PIB da maior parte dos países do mundo.



Por exemplo, caso somemos as vendas anuais de três empresas multinacionais (Exxon, Wal-Mart e General Motors), esse total estará bem acima do PIB do Brasil.

Os NICs (*novos países industrializados*) estão ganhando espaço. Das 100 maiores empresas multinacionais do mundo (em critério de vendas), 25 delas são de NICs.

Consolida-se, desse modo, um quadro tripolar no que diz respeito aos investimentos, constituído pelos países: (i) da Europa Ocidental, (ii) os Estados Unidos e o Canadá, e (iii) o Japão.

Segundo dados do Banco Mundial, esses países representavam 75% das entradas e 85% das saídas de investimento estrangeiro direto (IED), também conhecido por seu termo em inglês *foreign direct investment* (FDI).

Além das mudanças nas fontes de investimento, estão ocorrendo mudanças na destinação desses investimentos.

Cerca de 70% a 75% dos influxos de investimento para todos os *less developed countries* (LDCs) estão concentrados em sete NICs (Argentina, Brasil, China, Hong Kong, Malásia, México, Cingapura e Coreia do Sul).

Com relação aos aspectos financeiros, outras mudanças ainda podem ser apontadas. Vejamos:

BRICS: Surgimento, no cenário mundial, de uma nova sigla, BRICS, que significa Brasil, Rússia, Índia e China. A África do Sul se uniu ao grupo, de modo que o BRIC original agora se intitula BRICS.

Já existem diversos bancos com fundos de investimentos para países emergentes concentrados nos BRICS, os denominados *Fundos BRICS*.

Fundos soberanos: Evolução crescente do mercado de *sovereign wealth funds*, chamados, no Brasil, de *fundos soberanos*. Por meio desses fundos, está em andamento a criação de uma inovadora e sofisticada indústria de intermediação e engenharia financeira.

Os fundos soberanos são constituídos de reservas e outras fontes de renda de países emergentes, e são de propriedade ou de controle desses governos. Trata-se de um mercado com base em dólares americanos e em outras moedas fortes que circulam e servem de base para operações financeiras fora de seus países de origem.

A estratégia de investimento desses fundos não é estritamente financeira, pois também entram em jogo considerações geopolíticas.

Globalização de investimentos: Desenvolvimento de padrões de globalização de investimentos, acompanhados de uma expansão e internacionalização de bolsas de valores, mercados futuros, bancos de investimentos, agências de publicidade e hotéis de negócios.

OFCs: Criação, nos últimos anos, de diversos *offshore financial centres* (OFCs), localizados, em geral, em ilhas e pequenos países, tais como Bahamas, Bermudas, Bahrain, Ilhas Cayman, Ilha da Madeira, Ilhas Cook, Luxemburgo, Liechtenstein, Uruguai (Montevideú), Panamá (Cidade do Panamá) e Vanuatu.

Os principais motivadores da atração dos OFCs são a menor regulação e as maiores facilidades fiscais, além do fato de essas empresas trabalharem com grande discrição.

O fato de serem mercados discretos levanta, por outro lado, um ar de suspeita quanto à legalidade ou à moralidade de muitas dessas operações. Dessa forma, os OFCs estão sendo pressionados pelas autoridades dos países desenvolvidos e por muitos LDCs a separarem suas atividades legítimas daquelas que envolvem fundos do crime organizado, de corrupção política, terrorismo e lavagem de dinheiro.

Com base na evasão fiscal, os fundos serão, em breve, incluídos nas práticas não mais aceitáveis. Por exemplo, o *US Internal Revenue System* estima que haja um fluxo de US\$ 300 bilhões por ano para os OFCs, só com base na evasão de impostos mundiais.

Brain: Criação, no Brasil, em março de 2010, da empresa Brain. Essa empresa, sem fins lucrativos, é financiada pela B3 (formada pela fusão BM&F Bovespa com o Cetip) e por outras entidades. Seu objetivo é criar, no eixo São Paulo-Rio de Janeiro, um polo regional de finanças e de negócios.

Atualmente, existem dois polos globais: Nova Iorque e Londres. Além desses, existem também três polos regionais (Cingapura, Hong Kong e Tokyo) e mais dois polos regionais especializados (Chicago, em *commodities*, e Zurich, em *asset management*).

A ideia é viabilizar o eixo São Paulo-Rio de Janeiro como um novo polo regional, que irá conectar e trazer negócios dos outros centros de investimento e negócios da América Latina.

INTERDEPENDÊNCIA DO BRASIL NO MERCADO FINANCEIRO

Atualmente, o Brasil tem uma economia mais aberta da que vigorava nas últimas décadas. O País está integrado ao sistema financeiro que move os fluxos internacionais de capitais e é um dos países em desenvolvimento que mais atrai investimentos estrangeiros.

Suas instituições financeiras ganham, gradualmente, posições nos mercados financeiros de outros países importantes e, além disso, sua bolsa (B3) já é uma das dez maiores bolsas do mundo que negociam ações e derivativos.

O comércio internacional de mercadorias e serviços do Brasil aumentou de importância e, graças à diversificação por produtos, e aos países de sua pauta de importações e exportações, está presente em todos os continentes.

O Brasil, gradualmente, abandonou suas políticas protecionistas do passado e, hoje em dia, cada vez mais, orienta-se por critérios de competitividade, exportando vários produtos industriais e insumos básicos. Além disso, tornou-se uma potência exportadora de minérios, carne e produtos agrícolas, aproveitando as vantagens comparativas de um modelo de desenvolvimento com base em recursos naturais.

MERCADO FINANCEIRO INTERNACIONAL

Em termos de organização, instrumentos e mecanismos de operação, o mercado financeiro internacional evoluiu, principalmente, com base no desenvolvimento financeiro da Europa e dos Estados Unidos.

Entretanto, com o tempo, mudanças ocorreram, de tal sorte que podemos dizer que, em termos gerais, observamos um quadro diferente.

Existem organizações, instrumentos financeiros e mecanismos de operação que são atrelados, basicamente, a suas respectivas economias – são mercados financeiros locais em sua essência.

Evidentemente, há diferenças, resultantes de determinados aspectos, entre esses países, tais como:

- diferentes tradições jurídicas e institucionais;
- nível de educação e cultura;
- maior ou menor presença do governo na economia;
- maior ou menor importância da classe média;
- tamanho da população e do PIB;
- número de empresas e sua distribuição por classes de faturamento.

Existem organizações, instrumentos financeiros e mecanismos de operação que, embora orientados e voltados para o mercado local, fazem incursões internacionais para poder dar maior suporte a seus clientes. Há também aqueles que são plenamente orientados para o mercado internacional, também chamados *cross border* no jargão do mercado financeiro.

Alguns dos considerados *cross border* já nasceram como tal (como o mercado de Eurodollar), enquanto outros começaram domésticos e evoluíram, rapidamente, para atuar no mercado *cross border* (como é o caso de diversos *hedge funds*). Uma das razões do grande desenvolvimento financeiro internacional consiste na estratégia, adotada por diversas instituições financeiras, de fugir das jurisdições e regulações dos países onde sua operação principal se localiza.

Foi a vantagem competitiva que levou ao desenvolvimento financeiro internacional. Existem vantagens (vistas sob a ótica privada de algumas instituições financeiras) em realizar a chamada *arbitragem regulatória*, ou seja, usar as diferentes jurisdições e regulamentações para fugir de controles institucionais que buscam aprimorar o mercado financeiro sob a ótica social.

Exemplo – Empresas brasileiras no segmento *cross border*

Podemos dizer que, no Brasil, algumas instituições financeiras e do mercado de capitais ingressaram no segmento *cross border* nos últimos anos. Por exemplo, o *Banco Itaú*, o *Banco do Brasil*, a *B3* e outras.

INOVAÇÃO NO MERCADO FINANCEIRO

Com relação aos fundamentos econômicos da inovação financeira, podemos argumentar que essa inovação é um processo contínuo. Em tal processo, os agentes privados experimentam e tentam diferenciar seus produtos e serviços, respondendo a mudanças repentinas ou graduais do ambiente econômico.

As inovações se dão, em geral, em produtos ou processos do mercado financeiro.

Existem diversas *imperfeições* de mercado, representadas por:

- impostos;
- regulação;
- assimetria de informações;
- custos de transação;
- risco moral.



Atenção! Essas imperfeições de mercado, curiosamente, estimulam a inovação financeira.

Em um ambiente de finanças internacionais dinâmico, tumultuado e volátil, como visto nas duas últimas décadas, houve grandes estímulos para inovação.

Os grandes fluxos de capitais que circulam na economia mundial e o espalhamento da *cultura financeira*, seguramente, aumentaram a velocidade e a difusão dessas inovações.

O CONTEXTO MACROECONÔMICO DOS NEGÓCIOS

A Macroeconomia focaliza o estudo do comportamento e desempenho da economia como um todo.

Nesse sentido, principalmente em um contexto de economia aberta, é importante para as empresas acompanharem os grandes acontecimentos nessa área.

Como veremos nos capítulos subsequentes, as políticas macroeconômicas focalizam podem influenciar o comportamento dos grandes indicadores da economia. Desta forma, podem afetar o desempenho dos negócios.

6

FINANÇAS INTERNACIONAIS

INTRODUÇÃO

Um exame, mesmo que breve, do sistema financeiro internacional como um todo é essencial, integrando e destacando, principalmente, sua interface com os problemas cambiais.

ENGAJAMENTO DO BRASIL NO SISTEMA FINANCEIRO GLOBAL

O Brasil, desde seus primórdios, está engajado nos fluxos internacionais de comércio, principalmente *commodities* agrícolas e minerais. Ademais, devido a sua grande extensão territorial e por ter uma população de cerca de 208 milhões de habitantes, o país conta com um expressivo mercado interno. Desse modo, sua inserção no processo de internacionalização se faz de duas maneiras principais:

- 1 | Por hospedar uma significativa rede de empresas multinacionais que operam no país, atuando, principalmente, na indústria e na área de serviços, incluindo a área bancária;



2 | Por ser, paradoxalmente:

Uma economia relativamente fechada, ao se constatar que sua cadeia de comércio exterior (importações + exportações) participa com cerca de 20% a 25% de seu PIB, valor muito baixo para padrões comparativos internacionais;

Um grande exportador, visto pela ótica de sua participação no comércio internacional de *commodities*. Na área agrícola, o País é o maior exportador do mundo de café, suco de laranja, açúcar, complexo de soja, carne bovina, carne de frango e tabaco.

Assistimos, nos anos mais recentes, uma terceira maneira de inserção do Brasil no processo de internacionalização: a transformação de grandes empresas brasileiras em empresas multinacionais.

SISTEMA FINANCEIRO GLOBAL

De modo sistematizado, o sistema financeiro global pode ser representado conforme demonstra o quadro a seguir:

emprestadores	Intermediários	mercados	tomadores de recursos
Famílias	Bancos	interbancário	indivíduos
Empresas	companhias seguradoras	bolsas de valores	famílias
	fundos de pensão	bolsas de derivativos	governos centrais
	fundos mútuos	mercado monetário	governos estaduais
		mercado de títulos	municípios
		mercado cambial	empresas privadas e governamentais

INTERNACIONALIZAÇÃO EM UM MUNDO GLOBAL

O comércio internacional permite ganhos de especialização e trocas, e comporta-se como um grande indutor de inovação, ganhos de produtividade e aumento da competitividade das empresas.

Isso é particularmente útil para guiar as políticas econômicas e comerciais do Brasil, pois nosso país é uma das economias mais fechadas do mundo, e necessita dos desafios da competitividade para reforçar sua trajetória de desenvolvimento econômico.

O sistema financeiro global desempenha um papel vital para que as economias dos países se aproveitem das trocas de mercadorias, serviços e capitais. A contraparte financeira aos fluxos de mercadorias e serviços que circulam entre países é caracterizada por operações bancárias e de mercado de capitais no mercado internacional.

Além das finanças de curto prazo, o fluxo de capitais na economia internacional assume duas formas principais: investimentos e empréstimos. Os investimentos, por sua vez, seguem dois tipos básicos: por portfólio e diretos.

DESENVOLVIMENTO FINANCEIRO VERSUS CRESCIMENTO DA ECONOMIA

De um modo geral, a visão moderna sobre a evolução da economia mundial aponta para a formação de três grandes tendências. Vejamos:

1 - Desenvolvimento de atividades com base em uma macroestratégia de negócios

- desenvolvimento de cultura própria na empresa para lidar com a maior globalização das atividades econômicas;
- crescente importância de se buscar alinhamento entre a obtenção de vantagens comparativas e vantagens competitivas;
- uso de estratégias para se obter maior lucratividade com o uso de cadeias de valor.

2 - Seguimento de diretrizes estratégicas consistentes com a macroestratégia dos negócios

- maior flexibilidade na gestão;
- uso equilibrado de novas tecnologias;
- ênfase em inovações e obtenção de maior produtividade;
- aumento da qualidade de atendimento a consumidores;
- emprego de métodos, cada vez mais eficientes, de comunicação e logística.

3 - Atuação das economias emergentes no mercado mundial

- crescente papel dos BRICS (Brasil, Rússia, Índia, China e África do Sul) no mundo dos negócios;

- necessidade de operar em contextos de maior risco para os negócios;
- utilização de instrumentos adequados para a mensuração e mitigação do risco.

Essas tendências demonstram que:

NO CURTO PRAZO – PODEM OCORRER CRISES E VOLATILIDADES

NO MÉDIO PRAZO – PODEM HAVER ALTAS OU QUEDAS SIGNIFICATIVAS

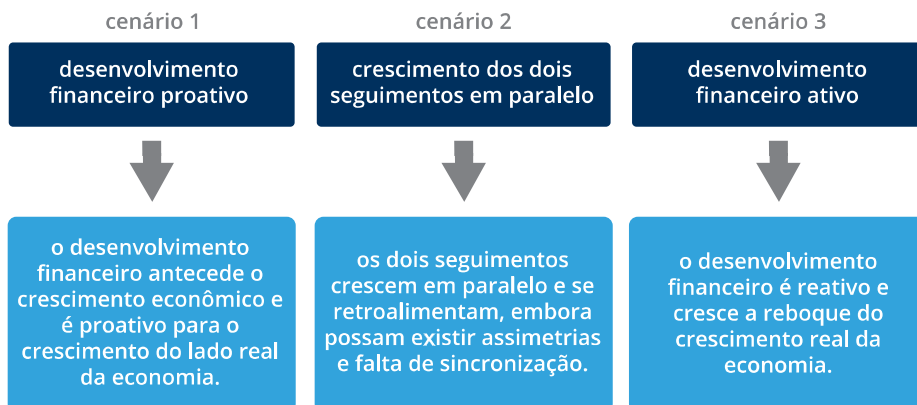
NO LONGO PRAZO – NÃO HÁ PREVISÃO, POIS SÃO NECESSÁRIAS ANÁLISES COM MAIOR DOSAGEM DE FUNDAMENTOS ECONÔMICOS.

Existe uma forte associação entre desenvolvimento financeiro e crescimento econômico. A história econômica dos países mostra que a criação e expansão das instituições financeiras, a inovação financeira, o lançamento e a difusão de ativos e instrumentos de financiamento deram-se de forma paralela com a expansão da indústria e do comércio.

FINANÇAS INTERNACIONAIS: MERCADOS, INSTITUIÇÕES E OPERAÇÕES FINANCEIRAS INTERNACIONAIS

A grande expansão do comércio internacional também se deu em paralelo com um grande desenvolvimento de instrumentos de financiamento e de capitalização. É muito importante notar, no entanto, que associação não significa causalidade.

Observa-se a ocorrência de um grande debate (inconcluso) entre os três cenários mostrados a seguir.



Seja qual for a relação de causalidade existente, uma coisa é certa: o mau funcionamento do setor financeiro pode criar interrupções e reversões (algumas prolongadas) no processo de crescimento econômico.

Com o objetivo de atingir maior internacionalização de sua economia, o sistema financeiro brasileiro pode (e possui meios para tal) comportar-se de maneira proativa, como um indutor e fomentador do crescimento do lado real da economia, impulsionado pelo comércio exterior.

VANTAGENS DE SE INSERIR EM UM SISTEMA FINANCEIRO INTERNACIONAL

As instituições bancárias e de mercado de capitais podem desempenhar um importante papel no contexto da internacionalização. Com efeito, os bancos comerciais, nas economias orientadas para o mercado, são eficientes instrumentos para promover a alocação de capitais na economia. Essas instituições fazem a ponte entre os ofertantes de fundos emprestáveis e os tomadores desses fundos.

Um banco com operações internacionais, ademais, alarga a eficiência desse papel de alocação, pois pode capturar e canalizar recursos de financiamento para uma gama muito maior de poupadores e investidores.

Do mesmo modo, as bolsas de valores e as bolsas de derivativos podem desenvolver diversas operações financeiras que aumentem a eficiência operacional de empresas que, no país, queiram engajar-se no comércio internacional ou transformar-se em empresas multinacionais.

O contexto internacional, por sua vez, estimula as instituições financeiras e as autoridades governamentais a desenvolverem novos instrumentos de finanças e mercado de capitais. Além disso, estimulam a criação e o fortalecimento de instituições (como bolsas de valores e de derivativos), para criar um conjunto mais harmonioso e complementar de diversas operações, instrumentos e mercados que perfazem o mercado financeiro e de capitais como um todo.

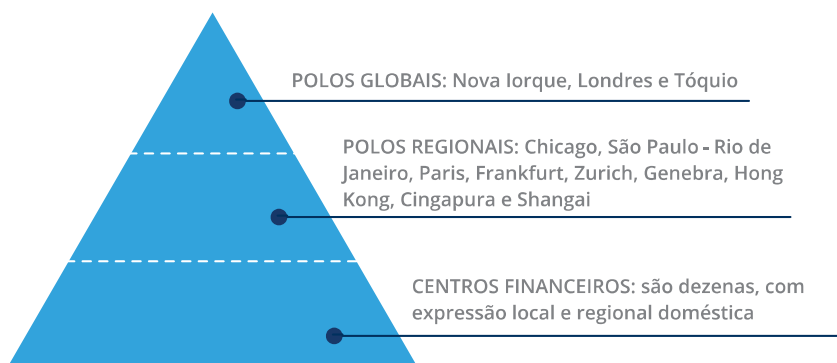
Os sistemas de interação espacial possuem dois componentes: as localidades que servem de origem ou de destinação de fluxos, e os fluxos em si mesmos. A internacionalização de bancos é uma dimensão desse fenômeno, em que os países trocam fluxos de dinheiro, capital e informação. Essas trocas de fluxos existem porque as diversas regiões do mundo estão em permanente desequilíbrio, resultando, em termos líquidos, em oferta de fundos para uns e demanda de fundos para outros.

Para os bancos comerciais, no entanto, o que interessa não são os fluxos líquidos, e sim as milhões de transações entre países que se observam a cada dia. Essas transações servem, principalmente, para financiar importações e exportações de

produtos e serviços, fazer transferências e remessas de fundos, e realizar operações de mercado de capitais.

OS PRINCIPAIS MERCADOS FINANCEIROS INTERNACIONAIS

As atividades do mercado financeiro internacional estão concentradas em algumas cidades ao redor do mundo, existindo uma hierarquia entre esses polos financeiros.

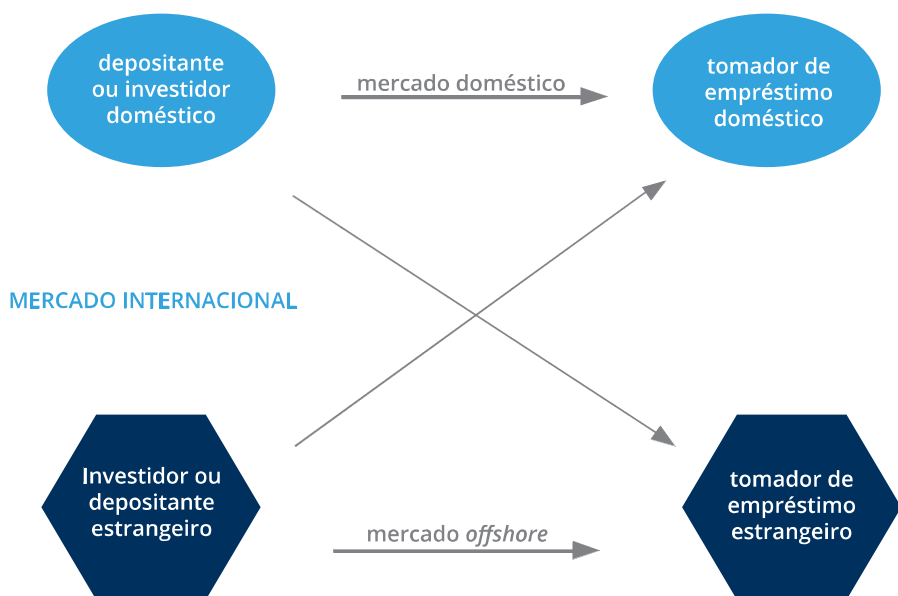


A inclusão de São Paulo - Rio de Janeiro como um polo regional expressivo na América do Sul, expandindo-se para a América Latina, é ainda um projeto em progresso.

Quatro grandes tipos de transações financeiras ocorrem nos polos globais e, em alguma medida, nos polos regionais. Esses polos combinam atividades em seus próprios países com transações em outros países e polos financeiros. Desfrutam da vantagem competitiva de contarem com grande número de poupadores e investidores domésticos, ofertando fundos emprestáveis para os tomadores de fundos domiciliados e seus países. A isso se somam as vantagens organizacionais, técnicas e logísticas para ofertarem fundos emprestáveis a tomadores de empréstimos em outros países.

Os investidores domésticos ou estrangeiros movimentam fundos de capital diretamente para os usuários finais, enquanto os depositantes utilizam intermediários financeiros, principalmente os bancos comerciais, para fornecerem recursos aos tomadores finais.

Esses fluxos estão representados na figura a seguir, cujas setas que se cruzam representam o mercado financeiro internacional.



Finalmente, o mercado *offshore* é bem importante para o mercado financeiro internacional. Alguns centros são bem conhecidos (como Bahamas, Ilhas Cayman, Montevidéu, Bahrein, Luxemburgo e Cidade do Panamá), e fazem conexões entre investidores e depositantes estrangeiros diretamente e, por meio de bancos comerciais, com tomadores de empréstimos estrangeiros, transferindo fundos emprestáveis e capitais.

Esses centros financeiros *offshore* apresentam as seguintes vantagens:

- estabilidade econômica e política;
- comunidade financeira operando com eficiência técnica e mostrando experiência;
- boa comunicação e adequados serviços de suporte e *backoffice*;
- ambiente judicial e de regulação que transmite confiança de honraria de contratos, e resolução ágil e justa de conflitos comerciais.

O mercado financeiro internacional trabalha com fundos conhecidos por *Eurodollars*, e outras moedas combinadas (Dólares com o Yen, Franco Suíço e outras). Existem crescentes ampliações desse mercado, principalmente na China, na Coreia do Sul e em outros países asiáticos. Essas moedas são criadas de maneira similar às moedas domésticas, como o Real no Brasil, por meio de grandes bancos internacionais e do sistema de multiplicação bancária. Entretanto, não

são moedas que circulem na economia, pois seu uso se limita ao lançamento de títulos, a depósitos a prazo e a outras operações.

A taxa de juros mais utilizada nessas operações é a Libor (*London Interbank Offered Rate*), que é a taxa determinada diariamente, no mercado interbancário de Londres. Essa taxa é flutuante. As operações no mercado são, em geral, de grande porte, e é comum que diversos bancos se juntem na mesma operação, o que se chama sindicato.

Um grande atrativo desse mercado é não sofrer regulação governamental, pois opera em diferentes países simultaneamente. É, portanto, um mercado dinâmico e inovador.

ENGAJAMENTO NAS FINANÇAS INTERNACIONAIS

A tomada de decisão de uma empresa que atue na área internacional e que queira engajar-se com maior intensidade, além de aprofundar a internacionalização de sua atuação, deve levar em conta as diversas oportunidades disponíveis e os riscos existentes, para fundamentar esse questionamento. Com efeito, ter sucesso e lucratividade sustentável requer um exame cuidadoso para fundamentar as decisões estratégicas.

Existem diversas oportunidades potenciais para uma empresa que pretenda reforçar sua atuação internacional:

- **ampliar seus mercados geográficos;**
- **familiarizar-se com novas tecnologias;**
- **buscar maior eficiência em suas operações;**
- **diversificar o rol de produtos e serviço produzidos;**
- **fortalecer o *network* de colaboração com entidades financeiras do mercado global;**
- **adquirir melhores práticas de governança corporativa e responsabilidade social;**
- **ter maior acesso ao mercado internacional financeiro e de capitais.**

Nunca se deve perder de vista que a motivação básica para a decisão de se tornar uma empresa internacional deve fundamentar-se nos lucros líquidos esperados no futuro. Alguns aspectos listados têm o caráter de bens intangíveis, mas existe uma relação forte entre lucratividade futura e melhor governança, acesso a inovações, conhecimento de melhores práticas, formação de *networks* e maior exposição ao mercado financeiro internacional.

Os riscos e as ameaças são parte integrante de qualquer julgamento sobre a conveniência ou não de se lançar no mercado internacional.

As principais ameaças e os riscos preponderantes são:

- **risco cambial;**
- **risco político;**
- **obstáculos legais e de diferentes práticas de negócios;**
- **diferenças linguísticas, culturais e de costumes;**
- **interferência dos governos no exterior.**

Uma empresa que pretenda tornar-se multinacional deve ponderar, em seu processo decisório, as oportunidades e vantagens potenciais vis à vis aos riscos e às ameaças existentes. Além disso, caso seja tomada uma decisão favorável, serão necessárias outras providências sequenciais, que também envolvem escolhas estratégicas para que a empresa venha a tornar-se uma multinacional.

Existem diversas modalidades possíveis de entrada no mercado estrangeiro. A entrada no mercado irá depender dos seguintes fatores:

- **propensão da empresa à internacionalização, ou seja, se é forte, fraca ou oportunista;**
- **tamanho atual da empresa, do mercado doméstico onde atua e das barreiras regulatórias;**
- **locais geográficos de entrada, que devem ser pautados por atratividade de negócios, possibilidades de adquirir inovações e busca de ganhos de eficiência;**
- **tempo de entrada no novo mercado (se imediato ou em um futuro planejado, e se o processo se dará por estágios sucessivos de crescente presença no mercado escolhido).**

É preciso também definir em que escala a empresa deve ingressar no novo mercado. A maneira mais simples de se fazer essa análise é exportar seus produtos e serviços. Uma presença mais forte, no entanto, requer um maior compromisso. Essa presença pode se dar por meio da criação de subsidiárias ou então por *joint ventures*. Os dois casos apresentam vantagens e desvantagens e são muito sensíveis em relação às condições institucionais do banco, se internacionalizado.

Caso se opte por criar uma subsidiária, aparece a questão: deve-se adquirir uma empresa existente ou então partir do zero, para fundar uma nova empresa (que a literatura chama de *greenfield investment*).

Esse último caso tem a vantagem de evitar passivos ocultos e problemas culturais durante a fase de integração. Existem, por outro lado, maiores custos de rapidez e adição de maior capacidade de oferta no mercado. Inclusive, cerca de 70% das subsidiárias criadas por empresas multinacionais resultam da aquisição de empresas existentes.

Em relação aos custos de transação no mercado-alvo do investimento, o grande problema é que se necessita de tempo para avaliá-los corretamente. Dessa forma, a empresa, ao entrar nesse novo mercado, fica sujeita a comportamentos oportunistas de seus contatos locais. Uma estratégia possível, nessa situação, é ingressar por estágios, começando com passos mais simples e caminhando para operações mais complexas, como em uma curva de aprendizagem.

Formar alianças estratégicas e organizar *networks* traz inúmeras vantagens, tais como a redução de custos e riscos, e a possibilidade de aprender com seus novos aliados. Por outro lado, existem riscos quanto aos custos de negociação e coordenação.

Existe também o custo de se escolher um mau parceiro, e, nesse caso, é importante considerar que metade das alianças costuma fracassar. Existem expressivos custos envolvidos no *processo de divórcio* de associações fracassadas no mundo corporativo, por isso é importante estar preparado para esse evento. Como dito na sabedoria popular: “sempre esperar o melhor, mas estar preparado para o pior.”

Os mercados de negócios de cada país costumam ter estruturas de mercado do tipo oligopolista. Nessa estrutura de mercado, existem poucas empresas em cada setor, cada uma tendo poder de mercado. Mesmo que existam pequenas empresas, a estrutura pode ser bimodal: um segmento com muitas pequenas empresas e forte concorrência, sem que tenham poder de mercado; e outro segmento, com poucas empresas oligopolistas e poder de mercado.

Quando uma empresa se internacionaliza e instala-se em uma praça estrangeira, existe a possibilidade de ingressar no segmento oligopolista. Nesse caso, deve preparar-se para enfrentar uma intensa rivalidade e para utilizar estratégias de mercado baseadas na *estratégia de jogos*.

A estratégia de internacionalização envolve, em geral, entrar em diversos mercados geográficos consecutivamente. Tal como comentado com respeito à adoção de uma estratégia gradual de consolidação – quando existe um único mercado escolhido, pois é necessário mitigar os possíveis custos de transação –, o mesmo pode ser dito com respeito a um sequenciamento de entrada, por estágios, nos novos mercados.

Ademais, fazer uma gestão desse conhecimento na empresa, armazenando a informação de forma crítica e, sobretudo, realizando exercícios internos que levem a aprender, positivamente, com os erros e acertos das experiências anteriores pode-se tornar um forte instrumento estratégico para o banco.

7

MOVIMENTAÇÕES INTERNACIONAIS DE CAPITAIS

INTRODUÇÃO

Uma característica marcante das modernas economias é a forte movimentação de capitais. Isso é bom ou mau para uma determinada economia, tal como a brasileira? Na verdade, iremos examinar nesse capítulo essa questão, mas a resposta vai ser: ambos os casos!

FATORES BÁSICOS PARA OS MOVIMENTOS DE CAPITAL

De um modo geral, tal como acontece também com a mão de obra, existem forças que atraem, e outras forças que repelem essa movimentação. Mais do que isso, a atração de capital para um certo país funciona, em nível global, como se houvesse um sistema de vasos comunicantes. O capital se move do país A para o B por atração, mas também se move por razões de fuga.



Devido a isso, existe um grande risco de volatilidade, tanto para os países receptores – excesso de oferta de capital – como para os países remetentes – escassez de capital.

A história financeira mundial mostra diversos exemplos de países “exportadores” de capital, e países “importadores” de capital.

CONTRAPARTE FINANCEIRA

A contraparte financeira aos fluxos de mercadorias e serviços que circulam entre países é caracterizada por operações financeiras no mercado internacional. Além das finanças de curto prazo, o fluxo de capitais na economia internacional assume duas formas principais: investimentos e empréstimos. Os investimentos, por sua vez, seguem dois tipos básicos: portfólio e diretos.

Os investimentos de portfólio incluem ativos puramente financeiros, tais como ações e debêntures, denominados em moeda nacional. A grande motivação para esse tipo de investimento é conseguir maiores retornos de investimento, após considerar os elementos de risco e taxa de câmbio.

Os investimentos diretos, por sua vez, são usos de recursos para aplicações em fábricas, equipamentos, bens de capital, terras e estoques, em que existe participação tanto no capital como na gestão do empreendimento. A grande motivação para esses investimentos é diversificar mercados, obter maiores taxas de retorno e ter presença estratégica de longo prazo nas economias receptoras dos investimentos.

FORÇAS QUE ATRAEM E FORÇAS QUE REPELEM

As **forças que atraem** são:

- altas taxas de juros no mercado financeiro;
- possibilidades promissoras de retorno de investimento;
- ajuste de estoques: busca por um portfólio “ótimo” de investimentos.

As **forças que repelem** são:

- riscos de *default*;
- risco cambial.

MOBILIDADE DO CAPITAL: BOM OU MAU?

Podemos retornar a questão. É bom ou mau essa mobilidade de capitais? Existe uma piada segundo a qual os economistas sempre dizem: depende...

Aqui não se foge a essa regra. Existem boas razões, no entanto, para se dizer que a mobilidade do capital pode ser boa e má para um país, dependendo do contexto e das circunstâncias. Vamos examinar quais sejam.

VANTAGENS

Essa mobilidade, em primeiro lugar, permite que o capital, que é um recurso escasso, migre de países onde exista – em relação às taxas de juros – relativa abundância, para outros países onde exista relativa escassez. Dessa maneira, está se caminhando, em nível global, para um uso mais eficiente do fator capital.

Em segundo lugar, em casos de investimentos produtivos, esse capital vem acompanhado por melhores tecnologia, técnicas de gestão e marketing de produtos. O país receptor se beneficia triplamente nesse processo.

Em terceiro lugar, essa migração de capitais ajuda na diversificação de riscos em nível global. Novamente, o capital foge dos países com alto risco para países onde esse risco é relativamente menor.

Finalmente, esse fluxo de capitais, ao se movimentar de um país para o outro, vem acompanhado de maior transparência de informações, e por pressões de melhor governança corporativa e adoção de melhores práticas nos países receptores. Visto de outro modo, é como se os países receptores estivessem sendo “auditados” e fiscalizados pelo mercado global. Qualquer deslize maior, vai existir fuga de capitais e “punição” aos países infratores.

DESVANTAGENS

A primeira desvantagem é que, principalmente para investimentos de portfólio, existe uma forte visão de curto prazo. Com efeito, a atual tecnologia de informações permite muita rapidez nessa movimentação. Isso cria muita volatilidade nos países receptores.

Segundo, e ainda ligado ao tema de investimentos de portfólio, a crise em um terceiro país pode contaminar o país receptor. Por exemplo, em fins dos anos 90, a crise da Rússia fez com que houvesse uma venda massiva de títulos brasileiros por parte de investidores desejando cobrir suas perdas naquele país. A retirada foi de tal montante que causou uma crise financeira no Brasil.

Terceiro, pode haver ineficiência de fluxos de capitais. Para um país carente de investimentos – como o Brasil, no caso de infraestrutura – seria preferível receber dos ofertadores de capital os investimentos diretos (em que existe uma forte relação de longo prazo) ao invés de investimentos de portfólio (fracos e voláteis vínculos).

Quarto, os mercados de capital podem falhar nesse processo alocativo, sendo guiado por ondas de forte otimismo ou de forte pessimismo. Embora se busque um quadro de eficiência, as informações são incompletas, e fatores emocionais acabam por atuar nas decisões de oferta ou retirada de capital.

Quinto, dependendo da estrutura política dos países receptores, pode haver um financiamento exagerado do consumo ao invés de investimento. Mais tarde, quando a conta tiver de ser paga, podem inexistir os recursos. Acontece uma clássica crise financeira e cambial.

Finalmente, os países pobres ficam de fora do processo, o que agrava o quadro das desigualdades de distribuição global de renda entre países de baixa e de alta renda.

A ECONOMIA BRASILEIRA E AS MOVIMENTAÇÕES DE CAPITAL

No caso brasileiro, existe um excesso de demanda por capitais. A economia brasileira precisa, nessas próximas décadas, de realizar vultosos investimentos, principalmente na infraestrutura de transportes, energia e saneamento.

Isso nos leva a discutir uma questão mais teórica, ligada à estratégia de desenvolvimento do país, e à resultante demanda por capitais.

ESTRATÉGIAS DE DESENVOLVIMENTO E RECURSOS DE PRODUÇÃO

No funcionamento da economia de um país, os três fatores de produção mais importantes são o capital, a mão-de-obra e os recursos naturais. Na prática, evidentemente, os três têm de ser utilizados. A discussão é sobre o peso de cada elemento na composição agregada da produção do país.

Ou seja, deve-se fazer a análise de como a preponderância de certo fator de produção serve para lastrear uma estratégia de desenvolvimento econômico. Esse tema está ligado ao conceito de escassez ou abundância dos três fatores de produção em determinado país. É, portanto, uma apreciação que envolve aspectos tanto técnicos quanto econômicos.

Ligado à isso, existe a visão que, com base na existência do comércio, é possível à um país se especializar em determinadas atividades econômicas, graças à divisão do trabalho, e beneficiar-se de vantagens comparativas.

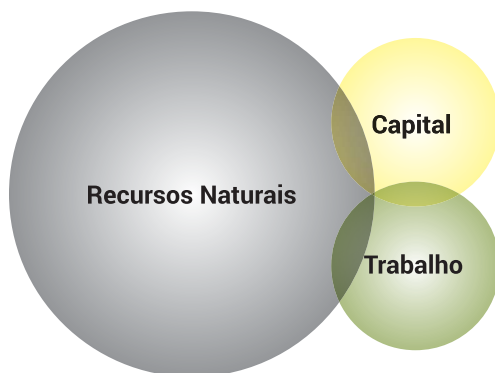
A análise de trajetórias e estratégias de crescimento dos países apoia-se em forte componente da história econômica e institucional. Devido à necessidade de

estilizar fatos, costuma-se optar por modelagem reducionista, que crie pequeno número de categorias representativas de suas experiências.

MODELOS ESTRATÉGICOS

Podemos assumir que existam três grandes estratégias. A primeira, seguida pela Europa, Estados Unidos e Japão, baseia-se no uso intensivo de capital. A segunda, que prepondera nos países asiáticos, baseia-se no uso intensivo da mão de obra. Finalmente, o Brasil segue uma trajetória diferente, com o uso intensivo de recursos naturais.

Com efeito, o Brasil, e também a Rússia, devido à relativa abundância de água doce potável, terras e outros recursos naturais, pode seguir com êxito uma estratégia intensiva em recursos naturais.



Modelo do Brasil e da Rússia

Nessa estratégia, é fundamental a criação e fortalecimento de cadeias de produção e valor. A associação de setores dentro das cadeias produtivas requer elevado nível de tecnologia para agregar mais valor e necessita de altas doses de capital e investimentos.

FINANCIAMENTO E NECESSIDADES DE CAPITAL

A globalização, nas últimas três décadas, acelerou a modernização da sociedade e da cultura brasileira, ao expor o país a um uso mais intenso da tecnologia da informação e ao estimular uma maior disseminação da inovação em nosso meio.

A globalização também atingiu o setor financeiro. O mundo das finanças se transformou numa indústria que está paulatinamente integrando os mercados fi-

nanceiros de cada país em uma rede interdependente de mercados. O ambiente das finanças globais foi profundamente afetado pelas mudanças acarretadas por esse processo.

O Brasil, desde seus primórdios pós-descobrimto, está engajado nos fluxos internacionais de comércio, principalmente *commodities* agrícolas e minerais. Ademais, devido à sua grande extensão territorial, por ter uma população de cerca de 209 milhões de habitantes e ser um país de renda média, o Brasil conta com um expressivo mercado interno. Devido a essas características, sua inserção no processo de internacionalização se faz de duas maneiras principais, como foi visto anteriormente: a primeira maneira, por hospedar uma significativa rede de empresas multinacionais que operam em nosso país, atuando principalmente na indústria e serviços, incluindo bancos, e com foco prioritário no mercado doméstico; a segunda maneira, devido ao fato do Brasil ser uma economia relativamente fechada.

Em termos de financiamento e necessidades de capital, esse contexto implica que as empresas podem focar tanto as fontes domésticas de recursos financeiros, e a estrutura de instituições e mecanismos financeiros, como também a estrutura organizacional financeira dos mercados financeiros internacionais.

Ademais, esse contexto implica que as empresas estão não apenas sujeitas aos efeitos das políticas macroeconômicas do país, mas também são vulneráveis no que tange aos impactos dos eventos macroeconômicos da economia internacional, principalmente via taxas de câmbio e de juros.

8

GESTÃO FINANCEIRA INTERNACIONAL

INTRODUÇÃO

Na essência, as crises financeiras refletem mudanças, criam problemas e contagiam o lado real da economia, mas oferecem oportunidades de crescimento e de transformação do cenário financeiro. Esse é um dos exemplos dos problemas enfrentados pelos gestores financeiros. Quanto mais aparelhados estiverem com os instrumentos de análise, mais facilitada será sua tarefa gestora.



ESCOLAS DE INVESTIMENTO

São duas as grandes escolas de investimento:

ANÁLISE FUNDAMENTALISTA

- A análise fundamentalista baseia-se no estudo dos demonstrativos financeiros e das tendências futuras de desempenho econômico da empresa e do setor em que atua, para formular opiniões sobre o valor da ação da empresa analisada.

ANÁLISE TÉCNICA

- A análise técnica (ou análise grafista) examina o comportamento do preço das ações por meio de índices e gráficos de preços do próprio mercado, para captar tendências de alta (e comprar) ou baixa (e vender).

ENSINAMENTOS DA ECONOMIA PARA GESTÃO FINANCEIRA

A Economia de Finanças, com foco no estudo do comportamento dos mercados financeiros, oferece ensinamentos valiosos para os gestores de finanças internacionais.

São cinco os conceitos básicos para o estudo das finanças internacionais:

- *trade off* entre risco e retorno;
- arbitragem;
- eficiência de mercado;
- precificação dos ativos de capital;
- estrutura a termo das taxas de juros.

Como gestores financeiros, devemos estar atentos aos conceitos das finanças internacionais. Vamos conhecer cada um deles a seguir, de forma mais detalhada.

TRADE OFF ENTRE RISCO E RETORNO

Os economistas fazem uma distinção entre risco e retorno baseada nos aspectos listados a seguir.

Em situações de risco, conhece-se a distribuição de probabilidades do evento futuro.

Como exemplo, temos a probabilidade de que um rapaz de 20 anos, ao dirigir um carro em São Paulo, sofra um sério acidente de trânsito.

Em situações de incerteza, não contamos com uma distribuição de probabilidades. Navegamos no escuro.

Por exemplo, ao calcularmos as chances de que haja um maremoto ou uma onda gigantesca na Baía da Guanabara, no Rio de Janeiro, durante o verão de 2020.

Existem maneiras técnicas para avaliar o risco e, em menor grau, a incerteza.

No entanto, infelizmente, não é possível neutralizarmos ou mesmo reduzirmos, significativamente, a interferência desses dois fatores. O risco e a incerteza são inerentes às atividades financeiras.

As pessoas e, especialmente, os investidores mostram aversão ao risco. Para assumir maiores riscos, todos necessitam de uma compensação. Quanto maior o risco, maior a taxa de retorno desejada pelos investidores.

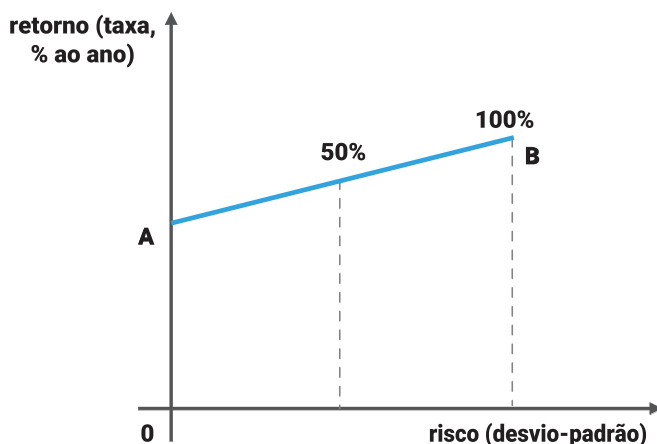
A indústria de seguros (que, muitos prognosticam, será a maior indústria financeira do século 21) desenvolve diversos mercados para seguros de vida, saúde, acidentes, riscos de obras de engenharia e construção, e outros riscos seguráveis. As empresas e os investidores, por sua vez, procuram diversas maneiras de lidar com o risco.

A diversificação de carteiras de investimento é muito usada. Para as empresas, isso ocorre por meio do casamento de prazos ou de moedas, ou pela diversificação de clientes ou de fornecedores. Do mesmo modo, diversas operações de *hedge* para o câmbio e para a taxas de juros são utilizadas.

Talvez o maior dilema (*trade off*) das finanças esteja na relação entre risco e retorno. Esse é, certamente, o dilema mais importante a ser desvendado para entendermos a lógica das decisões financeiras.

A taxa de retorno é o lucro obtido com o investimento realizado. Existem diferentes maneiras de calcular o lucro, principalmente para investimento em ações. O lucro, nesse caso, decorre da valorização da ação (que não representa um fluxo de caixa), acrescida do dividendo pago (esse sim, um fluxo de caixa).

O gráfico apresentado a seguir mostra o dilema risco-retorno para ações:



No gráfico apresentado, a reta AB mostra o percentual de poupança do investidor usado para o investimento em ações. À medida que o investidor compromete um percentual maior de seu *portfólio* com a compra de ações (indo de A para B), o retorno médio esperado sofre aumentos, mas o mesmo ocorre com o risco correspondente.



Atenção! Uma medida de risco muito utilizada em finanças é o desvio-padrão de uma distribuição normal de retornos.

ARBITRAGEM

O segundo conceito essencial no estudo das finanças internacionais é a arbitragem.

A arbitragem baseia-se na **lei do preço único**, segundo a qual os diferentes mercados que negociam o mesmo produto irão convergir para um mesmo preço, existindo apenas diferenças **equalizadoras** (custos de transportes, diferenças de tributação e outros elementos de fricção).

O pré-requisito é que haja troca de informação entre os mercados e mobilidade de capitais.

No mercado de câmbio, a arbitragem é fundamental. Graças à arbitragem, existe uma regularidade na precificação das diferentes taxas de câmbio, e o funcionamento do mercado cambial ocorre por meio de **taxas cruzadas de câmbio**.

A arbitragem é definida como a compra de ativos ou *commodities* em um mercado para uma revenda imediata em um outro mercado, a fim de se beneficiar de um diferencial de preços.

O processo de arbitragem pode envolver os seguintes elementos:

- aspectos fiscais – *tax arbitrage*
- transferência de riscos – *risk analysis*
- regulação governamental – *regulation arbitrage*

Exemplo – Arbitragem no mercado de câmbio

Como exemplo da importância da arbitragem no mercado de câmbio, temos a situação em que o brasileiro compra moeda australiana, em um processo triangular, em que, primeiro, compra dólares americanos, trocando-os, em seguida, pelo dólar australiano.

Isso ocorre com base nas taxas cruzadas de câmbio entre o Real e o dólar australiano.

EFICIÊNCIA DE MERCADO

O terceiro conceito fundamental para o estudo das finanças internacionais é a eficiência de mercado.

Um mercado eficiente é aquele cujos preços das ações negociadas, prontamente, incorporam novas informações. Como vimos, o processo de arbitragem assegura essa eficiência do mercado.

Existe uma hipótese subjacente nesse enfoque: as chamadas *expectativas racionais*.

As expectativas podem ser racionais, no sentido de uma avaliação de retornos futuros de um ativo, sob condições pensadas de avaliação de riscos.

A hipótese de eficiência do mercado estabelece que os preços dos ativos refletem toda informação disponível ao público sobre o valor desses ativos. Os mercados financeiros, no entanto, são movidos por uma combinação de racionalidade e emoção. As recorrentes crises financeiras são um vívido exemplo disso.

Os mercados financeiros são pródigos em situações de *informação assimétrica*, *exuberância irracional* e outras manifestações psicológicas que tornam nebulosas as corretas apreciações de risco e de retorno ditadas pela racionalidade. Por conta disso, já existem teorias financeiras baseadas no *comportamento psicológico*. Essas teorias recebem uma crescente aceitação por parte dos profissionais e estudiosos do mercado financeiro.

Uma outra faceta interessante do mercado é representada pela indústria do *asset management*, em que existem milhares de profissionais que oferecem serviços de administração de ativos e que buscam retornos para o investimento acima da média do mercado.

PRECIFICAÇÃO DOS ATIVOS DE CAPITAL

O quarto conceito essencial ao estudo das finanças internacionais é a precificação dos ativos de capital. Esse conceito se refere à maneira pela qual os valores mobiliários são avaliados em linha com os riscos e retornos antecipados.

Existe um modelo, chamado *Capital Asset Pricing Model (CAPM)*, muito utilizado para fins de precificação e para guiar decisões financeiras.

De acordo com o Modelo CAPM, é possível explicarmos o prêmio de risco – taxa esperada de retorno menos a taxa livre de risco – para cada ativo financeiro.

O modelo CAPM é usado para montar carteiras de investimentos e para selecionar as ações que compõem o portfólio de investimentos.

Esse modelo baseia-se na hipótese de que a variação total nos retornos dos ativos pode ser atribuída a duas fontes:

- 1 influências de mercado que, de algum modo, afetam todos os ativos financeiros, como o aumento ou a diminuição do grau de otimismo dos investidores;
- 2 outros riscos, que são específicos para determinada empresa, como a greve prolongada dos funcionários ou o desastre ambiental provocado por um vazamento em suas instalações.

Os riscos podem ser de dois tipos:



ESTRUTURA A TERMO DAS TAXAS DE JUROS (DISTRIBUIÇÃO DA DÍVIDA E ESTABELECIMENTO DE JUROS)

O quinto e último conceito trata da distribuição da dívida, ao longo dos anos, e de como se estabelecem juros de curto, médio e longo prazos.

Em outras palavras, como se dá a distribuição da dívida, ao longo dos anos, e como se estabelecem juros de curto, médio e longo prazos?

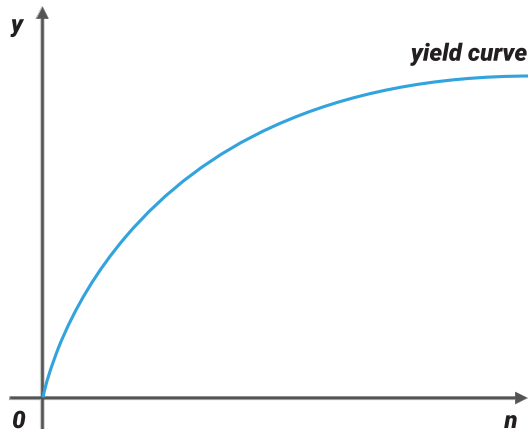
Os mercados financeiros utilizam, com frequência, estratégias com base no comportamento temporal das taxas de juros. Uma das operações mais utilizadas por tesourarias de bancos baseia-se, inclusive, na arbitragem entre diferentes curvas de *yield*.

Os títulos de dívida e as debêntures não são homogêneos, pois diferem em diversos aspectos.

Entre outros atributos, os títulos de dívida e as debêntures diferem com respeito ao tempo de vencimento (*time to maturity*), ou seja, sua taxa de retorno depende do prazo de vencimento. Veremos, a seguir, de que forma isso ocorre.

Uma maneira de representarmos a estrutura a termo das taxas de juros é pelas *yield curves*. A curva ilustra a dependência do retorno em relação ao prazo de seu vencimento.

O gráfico a seguir mostra uma típica *yield curve*:



No gráfico, o eixo horizontal mostra o número de anos até o vencimento (n). No eixo vertical, apresenta-se a taxa de retorno esperada (y ou *yield*). Cada ponto da curva mostra o *yield* em relação aos anos, até o vencimento.

Para construirmos a curva, em geral, comparamos as debêntures com diferentes prazos de vencimento (*maturidade*) e calculamos as taxas implícitas de retorno anual.

CRISES FINANCEIRAS INTERNACIONAIS MODERNAS

Na essência, as crises financeiras refletem mudanças, criam problemas e contagiam o lado real da economia, mas oferecem oportunidades de crescimento e de transformação no cenário financeiro.

As crises financeiras têm aspectos positivos e negativos. Com efeito, a partir da associação às crises, observamos uma depuração do sistema financeiro e uma reavaliação de suas funções primordiais.

No passado, as crises financeiras eram mais localizadas em determinados países e centradas em poucos mercados. Atualmente, são crises internacionais, multi-mercados e sistêmicas.

O que deflagra e espalha, então, a moderna crise financeira?

Existem vários candidatos a serem os pontos de contágio das crises, mas os dois principais são a crise cambial e a crise bancária, ou a combinação de ambas.

Existem dois tipos clássicos de crises financeiras internacionais:

- as crises resultantes de desequilíbrios macroeconômicos definidos e identificados;
- as crises de fluxos voláteis de capital financeiro, que se movem de um país para outro rapidamente.

Vejamos, a seguir, como se dão as crises citadas, com maior riqueza de detalhes.

CRISES POR DESEQUILÍBRIOS MACROECONÔMICOS

As crises surgidas por desequilíbrios macroeconômicos são relativamente mais simples de serem administradas e solucionadas.

Suas principais características são as seguintes:

- refletem severos desequilíbrios no quadro macroeconômico do país;
- geralmente, são causadas por déficits orçamentários, que, por sua vez, são financiados pela expansão monetária, o que pressiona a inflação;
- são acompanhadas de crises cambiais severas, em situações de vulnerabilidade do país e de existência de sistemas de câmbio distorcidos – em geral, com exagerada *sub* ou sobre apreciação da moeda;
- provocam crescente déficit na balança comercial.

Nesse tipo de crise, havendo vontade política e competência dos gestores da política econômica, basta fazer o **dever de casa** para reverter o cenário e mitigar os efeitos da crise.

CRISES CAUSADAS POR FLUXOS DE CAPITAL VOLÁTEIS

As crises surgidas pela volatilidade de fluxos de capitais são mais complicadas. Alguns aspectos são importantes nesse contexto, como os listados a seguir:

- vulnerabilidade para os efeitos (muita velocidade, facilidade e liberdade) da tecnologia de transferência de fundos;
- rápida abertura financeira dos mercados domésticos (sem muito preparo para tal).

- adoção de regimes cambiais com base em taxas flutuantes, que interagem com as taxas de juros;
- mudança de poupança financeira doméstica para internacional;
- volatilidade do capital potencializada pela tecnologia”;
- comportamento de “manada” dos participantes do mercado;
- criação, por parte do comportamento do mercado financeiro, de tensões para a gestão das reservas de divisas do país;
- perda de flexibilidade por parte da gestão dos fluxos de pagamento do país;
- possibilidade de a liquidez dos bancos, ameaçada, virar um grave problema de solvência.

COMO LIDAR COM AS CRISES MODERNAS?

Não é fácil lidarmos com as crises modernas que se formam devido à volatilidade de fluxos de capital, pelas seguintes razões:

- 1 | Possibilidade de múltiplos equilíbrios, no sentido de que diferentes combinações de desequilíbrios de variáveis macroeconômicas podem produzir resultados semelhantes de cenários, que podem conduzir à ocorrência ou não de crise.
- 2 | A crise é um possível resultado, mas não é necessária ou predeterminada. Entretanto, devido à importância das expectativas e de seu impacto na liquidez bancária, a crise pode ser autorrealizável.
- 3 | Mesmo com os bancos *saudáveis*, os descasamentos de prazos de débitos e créditos podem causar, em movimentos sistêmicos, situações de falta de liquidez.
- 4 | No momento agudo de crise, até o FMI tem dificuldade de fazer a distinção entre *falta de liquidez* e insolvência. Inclusive, uma coisa pode transformar-se na outra com muita rapidez.

CONTÁGIO NO LADO REAL DA ECONOMIA

O grande temor é que uma crise financeira atinja o lado real da economia. Essa possibilidade, infelizmente, é verdadeira, e não há como escapar dela. No entanto, pode-se minimizar seu impacto.

Em geral, desenrolam-se determinados acontecimentos na economia de um país atingido por uma crise financeira. São eles:

- a falta de crédito afeta o consumo;
- o medo de não obter financiamento freia o investimento;
- o custo do crédito – aumento na taxa de juros – piora o quadro;
- a volatilidade da taxa de câmbio prejudica o esforço dos bancos para tomar empréstimos no exterior, o que reduz o crédito doméstico;
- há queda nas exportações;
- reaparece o *fantasma* do protecionismo, e esse é um grande perigo, como exemplificado pela Crise de 1929.

CRISE FINANCEIRA INTERNACIONAL DO *SUB PRIME*

A violenta crise do *sub prime* começou a se alastrar em 2007, agravou-se em meados de 2008 e continuou impactando o mercado financeiro global por mais de dez anos após sua deflagração. Mesmo em 2018, ainda assombra com sua memória o atual mercado financeiro.

A crise do *sub prime* foi a primeira crise econômica e financeira em proporções globais e seguramente foi bem mais grave, em termos de contágio financeiro, que a Crise de 1929. Estima-se que mais de 20 trilhões de dólares de investimento em ações de empresas, no total das bolsas do mundo, foram **derretidos** em 2008. A crise econômica se alastrou nos dois anos seguintes, criando desemprego e quedas do PIB, principalmente, na Europa.

CRISE FINANCEIRA INTERNACIONAL NA EUROPA

Em fins de 2017 e começos de 2018 consolidou-se a crença que acabou a crise financeira europeia.

Foram dez anos, após a crise do *sub prime*, que a Zona do Euro sofreu com severidade os efeitos dessa crise. A manifestação mais preocupante foi a crise que atingiu a Grécia, Irlanda, Portugal e, em menor medida, a Espanha.

ESTAGNAÇÃO DO CONSUMO PODE CAUSAR UMA CRISE?

Outra **nuvem negra** espanta os mercados hoje em dia: a continuada fraqueza do mercado de consumo mundial e as baixas taxas de juros, inclusive negativas, em termos nominais.

Será isso um prenúncio de uma futura crise de recessão ao nível global?

AS POLÍTICAS FINANCEIRAS PÓS-CRISE

Os analistas econômicos acreditam que, em função da crise 2007/2008, o sistema financeiro global deverá encolher bastante. O segmento bancário comercial - mais tradicional, transparente, controlado e regulamentado pelo governo - deve reassumir seu papel de importância. Dessa maneira, passa a haver maior intermediação financeira e, portanto, menor desintermediação financeira.

O nível de regulamentação governamental no setor financeiro deve aumentar bastante, em nível tanto doméstico quanto supragovernamental, por meio de organismos internacionais. As operações de derivativos e de engenharia financeira passam a ser muito mais fiscalizadas e regulamentadas, para tornar *in balance* o que tem sido feito *off balance*.

Como o impacto dessa crise no lado real da economia foi muito forte, os governos de vários países (inclusive do Brasil) passaram a adotar medidas conjuntas para mitigar os efeitos de eventuais novas crises financeiras em suas economias.

9

FINANÇAS DAS EMPRESAS MULTINACIONAIS

INTRODUÇÃO

As empresas multinacionais (que já despertaram muita polêmica no passado) hoje são disputadas pelos países que procuram atraí-las para suas economias.

VANTAGENS DAS EMPRESAS MULTINACIONAIS

Observe as vantagens e as desvantagens a serem obtidas ao atrair esse tipo de empresa. Vejamos cada uma delas a seguir:

VANTAGENS:

- ter maior acesso a capitais;
- beneficiar-se de transferência de tecnologia;
- conhecer novos modelos organizacionais
- gerar empregos qualificados;



- obter vantagens graças ao peso da marca na propaganda;
- adquirir *know how* de comércio;
- utilizar métodos modernos de gestão;
- conseguir maior acesso ao mercado internacional.

DESVANTAGENS:

- ter controle limitado da tecnologia;
- perder a soberania;
- submeter-se a tomadas de decisão feitas no exterior.

VANTAGENS COM A ABERTURA PARA O COMÉRCIO EXTERNO

Uma importante discussão recai sobre a necessidade das empresas para terem maior abertura para o comércio internacional. Quais argumentos podem ser usados para convencer os dirigentes de empresas a ter maior engajamento nas finanças internacionais?

Uma empresa que reforçar sua atuação internacional terá diversas oportunidades potenciais, entre as quais podemos citar:

- ampliar seus mercados geográficos;
- familiarizar-se com novas tecnologias;
- buscar maior eficiência nas suas operações;
- diversificar o rol de produtos e serviço produzidos;
- ter maior acesso ao mercado internacional financeiro e de capitais;
- adquirir melhores práticas de governança corporativa e responsabilidade social;
- fortalecer o *network* de colaboração com entidades financeiras do mercado global.

Nunca deve se perder em vista que a motivação básica para a decisão de se tornar uma empresa internacional deve se fundamentar nos lucros líquidos esperados no futuro. Alguns aspectos listados têm o caráter de bens intangíveis, mas existe uma relação forte entre lucratividade futura e melhor governança, acesso a inovações, conhecimento de melhores práticas, formação de *networks* e maior exposição ao mercado financeiro internacional.

FONTES DE RECURSOS *CROSS BORDER*

As empresas multinacionais, por definição, possuem e controlam produção em mais de um país.

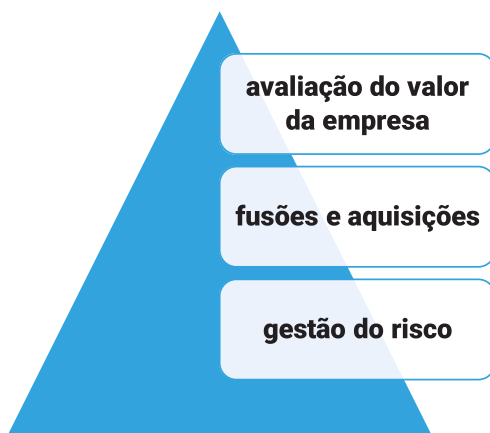
As duas principais formas de investimento *cross border* são:

1. *foreign direct investment* (FDI): compra ou venda de empresas no exterior, ou estabelecimento de novas facilidades de produção no exterior (*green field investments*).
2. *foreign portfolio investment*: envolve a compra de ações de uma empresa no exterior.

Em geral, o interesse das empresas multinacionais está no FDI.

FINANÇAS DAS EMPRESAS MULTINACIONAIS

Entre os diversos itens de interesse para as finanças de empresas multinacionais, podemos assinalar três:



A seguir, veremos como cada um deles funciona.

AVALIAÇÃO DO VALOR DA EMPRESA

Os principais objetivos da avaliação, do ponto de vista da empresa, são:

- abrir o capital;
- emitir ações;
- facilitar a venda ou compra da empresa;
- fazer uma fusão;
- recomprar ações;
- determinar o valor da empresa.

Existem quatro principais enfoques para a avaliação:

- comparar transações similares dentro da mesma indústria;
- apoiar-se em avaliações feitas em bolsa de valores;
- usar avaliações relativas, com base em métricas financeiras, lucros e valores de mercado (múltiplos tipo preço/lucro);
- mercados públicos, baseados na percepção pública do valor do negócio e das características operacionais da empresa (clientes, filiais, produtos, custos, etc.).

O método principal para chegar aos fluxos de caixa projetados dos lucros é computar o valor da seguinte forma:

- com base nos fluxos de caixa projetados nos anos futuros;
- utilizar uma taxa de desconto adequada;
- considerar os fatores risco e incerteza.

FUSÕES E AQUISIÇÕES

As fusões e aquisições são bastante realizadas no mundo corporativo multinacional.

As principais motivações para a aquisição ou fusão de uma empresa são as seguintes:

- um novo dono pode derivar maior valor de um ativo ou companhia;
- a estratégia da empresa dita a motivação (linha de produtos, unidades de negócio, diminuição de custos, reorganização da governança e busca de sinergias);

- adquirir economias de escala;
- benefícios fiscais;
- *breakups* (cisões da empresa);
- *spin-offs* (atividade voluntária para liberar valores);
- *leveraged buyouts/management buyouts* (LBO/MBO), compras alavancadas feitas por endividamento ou pelos administradores;
- recapitalizações;
- *roll-ups* (motivados para criar economias de escala ou poder de *marketing*);
- ativos *distressed* (concordata ou falência);
- fusões reversas para poder ser listado em Bolsa;
- desejo de sair, por parte de empresas *venture capital* e *private equity*.

DUE DILIGENCE

Existem duas grandes etapas necessárias para que haja êxito no processo de fusões e aquisições.

Primeiramente, é importante realizar um processo apurado de *due diligence*. Esse processo é, normalmente, conduzido após o vendedor aceitar a oferta do comprador, e acontece simultaneamente à elaboração das minutas e a negociação definitiva dos acordos e contratos.

O tempo necessário varia, dependendo da complexidade da negociação e das necessidades dos compradores e vendedores, cujos objetivos principais são:

- confirmar as hipóteses que sustentam o modelo de avaliação;
- assegurar a propriedade dos ativos em pauta;
- descobrir passivos ocultos;
- validar o bom estado de negócios e ativos da empresa;
- avaliar o talento do *time* gerencial;
- preparar para a integração.

RESPEITO E GESTÃO DOS FATORES CULTURAIS

Os aspectos culturais entram em cena exatamente quanto a esse último aspecto: a integração. Em fusões e aquisições de empresas dentro de um país, são muito sérios os conflitos de cultura de gestão, valores, missão e práticas de trabalho.

É necessário grande cuidado e trabalho por parte da nova gestão para harmonizar as equipes (vendedora e compradora) que se instalam, em geral, aproveitando equipes existentes (ou parte delas) na nova empresa.

Em fusões e aquisições de empresas multinacionais, a esses problemas se adicionam as diferenças culturais, de língua, leis, comunicação e costumes.

10

GESTÃO

FINANCEIRA

DAS EMPRESAS

MULTINACIONAIS

INTRODUÇÃO

Os dirigentes das empresas multinacionais e de outras que tenham envolvimento com o setor externo da economia devem estar preparados para se responsabilizar por uma complexa gestão financeira.

O BÁSICO DA GESTÃO FINANCEIRA

Os dirigentes das empresas multinacionais e de outras que tenham envolvimento com o setor externo da economia devem:

- estar preparados para se responsabilizar por uma complexa gestão financeira;



- tomar decisões de financiamento e de investimento que adicionem o máximo de valor possível à empresa;
- administrar os ativos financeiros, sob a ótica de maximização da riqueza.

PRINCIPAIS FUNÇÕES DA GESTÃO FINANCEIRA

As principais funções da gestão financeira são apresentadas a seguir:

Decisão de financiamento:

Envolve a aquisição de recursos, ou seja, a geração de fundos por meio de fontes internas (lucros retidos) ou de fontes externas (empréstimos e lançamentos de títulos no mercado) à empresa.

Decisão de investimento:

Envolve a alocação de fundos, ao longo do tempo, de modo que maximize a riqueza dos acionistas ou dos proprietários da empresa.



Atenção! A aquisição de fundos, envolvida nas decisões de financiamento, deve ser feita com o menor custo de longo prazo possível.

GESTÃO DO RISCO

A gestão do risco é, atualmente, uma nova disciplina e área de estudo, e os profissionais que se dedicam a essa qualificação são muito disputados pelas empresas.

Isso acontece porque a gestão do risco mostra, com clareza, aos administradores os riscos e retornos de qualquer decisão estratégica no nível tanto institucional quanto transacional.

Muito importante, o conhecimento sobre gestão de risco ajuda os tomadores de decisão da empresa a mudarem de estratégia, a fim de colocar alinhado o *trade-off* entre risco e retorno de investimentos com os objetivos de médio e longo prazos da empresa.

Existem várias técnicas de gestão de risco, que se apoiam em diversos instrumentos do mercado, tal como operações de *hedge* em mercados de futuros e de opções.

As empresas multinacionais, em adição ao padrão das normas de gestão de risco de empresas que operam em um mercado doméstico, têm de lidar com o risco

político. Para algumas empresas multinacionais, por exemplo aquelas que operam no setor mineral, em diferentes países, o risco político é um dos principais itens de custos potenciais.

RISCO CAMBIAL

As empresas têm de se preparar para enfrentar situações de mudanças inesperadas em que se alteram leis e políticas econômicas, e muitas vezes de maneira radical. Em especial, uma dessas possíveis mudanças é a alteração do regime de câmbio.

Entre as categorias de regimes de câmbio, estão os sistemas de flutuação livre e de flutuação administrada. Quais são as principais características desses dois sistemas?

SISTEMAS DE FLUTUAÇÃO LIVRE

Nesses sistemas, governos e bancos centrais não têm participação. Eles podem regular o mercado para evitar fraudes, mas não interferem na livre flutuação das moedas.

A vantagem desse sistema é que ele se autorregula; as próprias forças de mercado se encarregam dessa tarefa, inibindo, via variação na taxa de câmbio, grandes deslocamentos de oferta ou demanda.

Além disso, a taxa de câmbio é apenas um preço. Desse modo, as forças específicas de oferta e demanda de seu próprio mercado é que devem atuar, e não o conjunto da economia. Isso aumenta a eficiência de mercado.

O grande problema da taxa de câmbio flutuante é sua imprevisibilidade. As taxas de câmbio flutuantes aumentam o risco das transações no mercado internacional e, portanto, aumentam o custo de efetuar negócios com outros países.

No entanto, dois alertas precisam ser feitos:

- 1 o primeiro é que o fato de o câmbio ser flutuante não significa que ele tenha de ser volátil todo o tempo, pois o sistema pode ser muito estável e previsível**
- 2 em segundo lugar, a comunidade financeira internacional desenvolveu mecanismos para administrar esse risco – tais como os derivativos de câmbio.**

SISTEMAS DE FLUTUAÇÃO ADMINISTRADA – ‘DIRTY FLOATING’

Nesses sistemas, o câmbio flutua, mas o governo ou Banco Central intervém comprando e vendendo moedas, de modo a influenciar a formação da taxa de câmbio.

Essa intervenção tem por objetivo prevenir excessivas variações na taxa de câmbio, dando maior previsibilidade ao câmbio.

Entretanto, essa intervenção tem um problema: seu alvo são as taxas de câmbio que, naturalmente, não existiriam se as forças de demanda e oferta funcionassem livremente, de acordo com os fundamentos do mercado. Por isso, em determinadas situações, o sistema pode viabilizar taxas artificiais e distorcidas.

GESTÃO DE RISCO EM EMPRESAS MULTINACIONAIS

Para empresas multinacionais e importadoras há quatro mecanismos principais para administrar o risco cambial.

São chamados de *Hedge*, com os seus usos listados a seguir:

- 1 internos – uma empresa que vende seu(s) produto(s) em diversos mercados pode selecionar moedas para fazer “casamentos na mesma moeda” entre custos e receitas. Por exemplo, a BMW fabrica carros no Brasil, vende-os em dólares nos Estados Unidos e usa esses dólares para comprar auto partes no mercado norte-americano e enviá-las para o Brasil;
- 2 com contratos a termo – *forward contracts*: uma empresa compra moeda estrangeira no mercado a termo e fixa sua taxa de câmbio – é um mecanismo muito usado para cobrir o risco da *transaction exposure*;
- 3 com contratos de futuros e de opções: esses contratos existem para poucas moedas, mas incluem o Brasil. O mercado de futuros cria obrigações, enquanto o mercado de opções se baseia em direitos (e não obrigações) e dá maior flexibilidade para a decisão. É um mercado que exige maior atenção dos *hedgers*.

- 4 com *swaps* de moedas: as empresas fazem acordos umas com as outras, para trocar fluxos futuros de pagamento em moedas diferentes, e fixam datas para a compensação e liquidação. Pode ser feito em Bolsa ou mercado de balcão, ou ainda via operações diretas entre empresas.

Como estratégia de negócios, muitas empresas optam por operar em uma faixa de taxa de câmbio que ela acha mais provável de acontecer. No entanto, podem ocorrer surpresas.

Nesse contexto, como é a situação de *overshooting* da taxa de câmbio e como fica a questão geral da estabilidade cambial?

ESTABILIDADE DA TAXA DE CÂMBIO

Um ponto de grande preocupação é a estabilidade da taxa de câmbio.

O regime de livre flutuação, como o nome indica, depende de forças de oferta e de demanda, que estão sempre se alterando. Portanto, não há surpresa alguma quanto à oscilação.

O problema aparece quando essa oscilação é muito forte e muito rápida — o que chamamos de *overshooting*.

Um mercado cambial pode ser:

INSTÁVEL	ESTÁVEL
<ul style="list-style-type: none">quando um distúrbio em uma taxa de câmbio de equilíbrio empurra a taxa de câmbio cada vez mais para longe do equilíbrio	<ul style="list-style-type: none">quando um distúrbio em uma taxa de câmbio de equilíbrio conduz ao surgimento de forças automáticas que empurram a taxa de câmbio de volta para o nível de equilíbrio

Essas condições de equilíbrio estão relacionadas à inclinação das respectivas curvas de oferta e demanda por câmbio.

No caso do Brasil, em um regime de câmbio flutuante, o próprio mercado — isto é, as elasticidades da oferta e demanda — determina o novo nível de equilíbrio da taxa de câmbio.

O problema é que esse processo pode durar muito tempo, criando efeitos negativos sobre a macroeconomia – incertezas, expectativas pessimistas, adiamento de decisões sobre entradas e saídas de capitais e fluxos comerciais no mercado externo, etc. Tal processo leva muitos observadores a recomendarem uma intervenção governamental – o *dirty floating*.

11

COMÉRCIO EXTERIOR E CRIAÇÃO DE VALOR

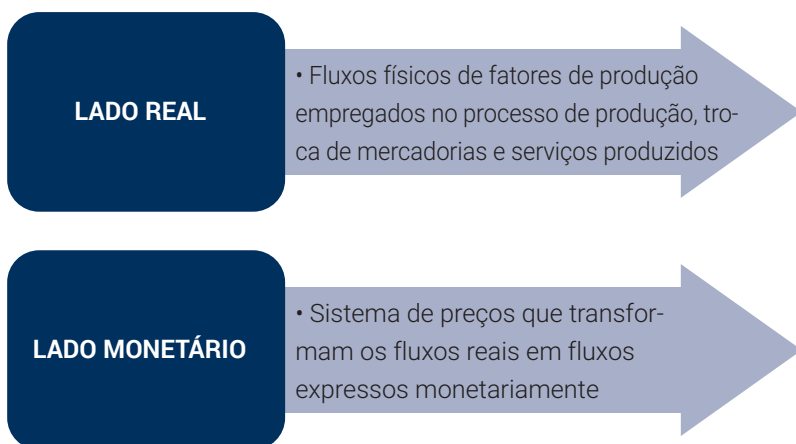
INTRODUÇÃO

Os consumidores (importadores) compram porque esperam melhorar seu bem-estar em termos de utilidade. Do mesmo modo, os produtores (exportadores) vendem seus produtos com a intenção de melhorar seu bem-estar em termos de lucro. Esse é o fundamento do comércio internacional.

SISTEMA ECONÔMICO: LADO REAL E LADO MONETÁRIO

Em termos analíticos, a economia pode ser vista por dois lados.





MOEDA E FINANÇAS

A moeda e as finanças são parte integrante da economia internacional, pois contribuem para aumentar a produtividade, facilitando, dessa forma, as trocas e os sistemas de pagamento. Esses fatores desempenham um papel ativo no financiamento do comércio e da produção.

Nesse contexto, as finanças internacionais e as políticas macroeconômicas de um país irão interagir com mais intensidade quanto maior for o grau de abertura de sua economia ao comércio e ao investimento no exterior.

Em uma economia fechada ao relacionamento comercial com outros países, os modelos macroeconômicos são relativamente simples.

Os grandes agregados, como o PIB, o investimento, a poupança e o governo (gastos e receitas) baseiam-se apenas no que acontece na economia interna. Essa situação, no entanto, é apenas teórica. No mundo moderno, as economias (algumas mais, outras menos) trocam mercadorias, serviços e capitais com outros países, o que resulta no investimento doméstico e estrangeiro. A poupança também pode ser externa ou no país.

Existem, ainda, exportações e importações, e mesmo o governo atua, em parte, no exterior. Essa atuação se dá, por exemplo, por via de compra (para reservas cambiais) ou por venda de títulos de dívida, para arrecadar recursos.

Dessa maneira, a macroeconomia que se ensina, atualmente, nos cursos de Economia e que se utiliza para fins de política econômica é a chamada **macroeconomia** aberta.

MACROECONOMIA ABERTA

Juntamente com as questões monetárias e financeiras, associadas às exportações, às importações e ao câmbio, aparecem os problemas de interface nas empresas multinacionais e em outras que atuam no setor externo, por meio das políticas monetárias e fiscais desses países.

O comércio internacional e as finanças internacionais afetam, em maior ou menor grau, todos os elementos que constituem a economia doméstica, bem como as políticas e os instrumentos que, em seu conjunto, compõem a macroeconomia aberta.

Poupança, investimento, consumo e governo são exemplos de economias domésticas que podem ser afetadas pelo comércio e pelas finanças internacionais.

NATUREZA ECONÔMICA DOS FLUXOS

O balanço de pagamentos mostra um retrato do comércio exterior e do comportamento dos fluxos financeiros de entrada e saída de capitais do país.

Nesse sentido, é importante analisarmos as razões que explicam e motivam as trocas comerciais e financeiras entre países.

O país ganha ou não ao participar da economia internacional e ao engajar-se no comércio internacional?

TROCAS VOLUNTÁRIAS

Quando mercadorias e serviços, ou mesmo bens de investimento, são trocados entre compradores e vendedores voluntariamente, costumamos registrar o balanço como zero, pois cada comprador e cada vendedor estarão sempre recebendo alguma coisa de igual valor (o preço) de mercado em troca.

Muito embora o valor de mercado do que entra e sai do país seja igual ao valor das transações voluntárias, os países ganham com o comércio internacional.

Devemos chamar a atenção, neste ponto, para a diferença entre preço de mercado e valor percebido dos bens em consideração, segundo a ótica de vendedores e compradores.

Vendedores

Os vendedores percebem que o valor dos bens que vendem, segundo sua apreciação subjetiva, está igual ou abaixo do preço de mercado. Se não o percebessem, os vendedores desistiriam da venda; manteriam aquele valor.

Compradores

Os compradores acreditam, também por sua avaliação subjetiva, que os bens valem o mesmo ou mais que o preço de mercado. Se não acreditassem nisso, não comprariam esses bens.

Tanto os vendedores quanto os compradores ganham com o comércio internacional. Esse ganho se reflete na diferença entre o preço de mercado e o valor subjetivo que enxergam.

Os ganhos tanto de vendedores quanto de compradores não são contabilizados, explicitamente, no balanço de pagamentos, pois seria impossível que os estatísticos responsáveis pelo cálculo conhecessem esses valores subjetivos.

Os estatísticos responsáveis por elaborar as contas usam, portanto, o preço efetivo, sem considerar o excedente do consumidor e o excedente do produtor.

COMÉRCIO INTERNACIONAL – CRIAÇÃO DE VALOR

Os consumidores (importadores) compram porque esperam melhorar seu bem-estar em termos de utilidade.

Do mesmo modo, os produtores (exportadores) vendem seus produtos com a intenção de melhorar seu bem-estar em termos de lucro.

Dessa forma, quando um consumidor compra um bem que alguém vende, as duas partes se beneficiam.

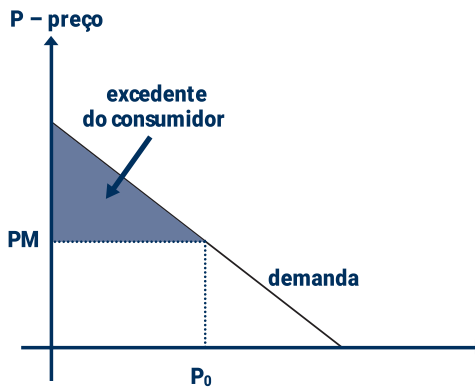
Para entendermos os ganhos mútuos com o comércio, devemos utilizar os conceitos de excedente do consumidor e de excedente do produtor.

EXCEDENTE DO CONSUMIDOR

O conceito de excedente do consumidor pode ser ilustrado por meio de uma análise da curva de demanda.

A curva de demanda para um bem econômico reúne informações sobre os diferentes preços e as respectivas quantidades demandadas pelos consumidores.

A curva de demanda é representada a seguir:



Essa curva de demanda apresenta a quantidade que poderia ser comprada aos diferentes preços – *ceteris paribus*. Note que a expressão *ceteris paribus* pode ser traduzida como “tudo o mais permanecendo igual”.

A curva mostra também – e essa conceituação é a chave para entendermos o excedente do consumidor – o preço máximo que o consumidor estaria disposto a pagar por cada quantidade que possa ser comprada.

Esse preço máximo pode ser interpretado como o benefício marginal do consumidor, ou seja, o valor incremental de cada item adicional consumido.

Suponhamos que, no gráfico, o preço da demanda seja PM . A esse preço, o consumidor adquire a quantidade Q_0 . Podemos notar que para as quantidades abaixo de Q_0 , esse consumidor continua pagando o mesmo preço – PM –, muito embora seu benefício marginal, mostrado na curva da demanda, esteja acima de PM . O excedente do consumidor está representado, no gráfico, pela área sombreada.

Exemplo

Vejamos um exemplo de excedente do consumidor...

Fernando Ferrugem vai ao shopping center comprar uma camisa polo. O rapaz imagina que para ele a camisa valha até R\$ 160,00. Entretanto, ao verificar o preço pedido verifica que a camisa custa R\$ 100,00.

A diferença entre o preço máximo que Fernando Ferrugem estaria disposto a pagar pela camisa – R\$ 160,00 – e o preço que efetivamente pagou – R\$ 100,00 – é de R\$ 60,00. Essa diferença é chamada excedente do consumidor.

Utilizando o gráfico de excedente do consumidor, podemos expressar matematicamente o cálculo do excedente do consumidor...

P_1 é o preço de R\$ 100,00.

A esse preço, Fernando Ferrugem adquire uma camisa, que pode ser mostrada no eixo da quantidade como...

$$Q_0 = 1.$$

P2 é o preço de R\$ 160,00, preço máximo que Fernando Ferrugem estaria disposto a pagar.

O excedente do consumidor é a área mais escura do gráfico.

Ao calculá-la, teremos...

$$\text{valor do excedente do consumidor} = 1/2 (P_2 - P_1) \times Q_0.$$

Ou seja...

$$1/2 (160,00 - 100,00) \times 1 = 30,00.$$

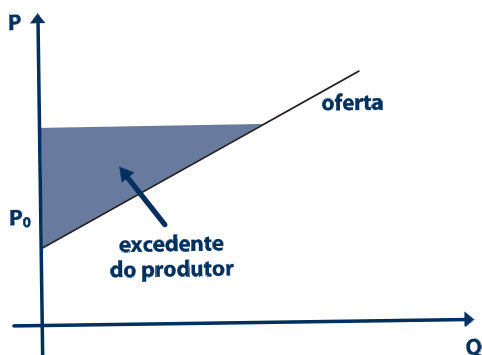
EXCEDENTE DO PRODUTOR

O excedente do produtor é analisado a partir da curva de oferta – que reflete o custo de produção – e do preço de venda.

A curva de oferta mostra o preço mínimo que o produtor está disposto a receber por um número de unidades vendidas.

Logo, o excedente do produtor é a diferença entre o preço de mercado e seu custo de oferta para aquele número de unidades vendidas.

A curva de oferta do excedente do produtor pode ser representada da seguinte forma...



Exemplo

Vejamos, agora, um exemplo de excedente do produtor...

O produtor de facas artesanais, ao produzir mais uma faca picanheira de corte, teve um custo de R\$ 80,00.

O produtor põe a faca à venda em seu ateliê, e um comprador aparece, pagando R\$ 120,00 pela faca.

O excedente do produtor é de R\$ 40,00.

Notemos que, se o comprador quisesse barganhar, e o produtor estivesse disposto a aceitar a barganha, o preço poderia ser menor.

Por exemplo, o preço poderia ser R\$ 100,00. Nesse caso, o excedente do produtor teria caído para R\$ 20,00.

O produtor não aceitaria vender por menos de R\$ 80,00, que é seu preço mínimo.

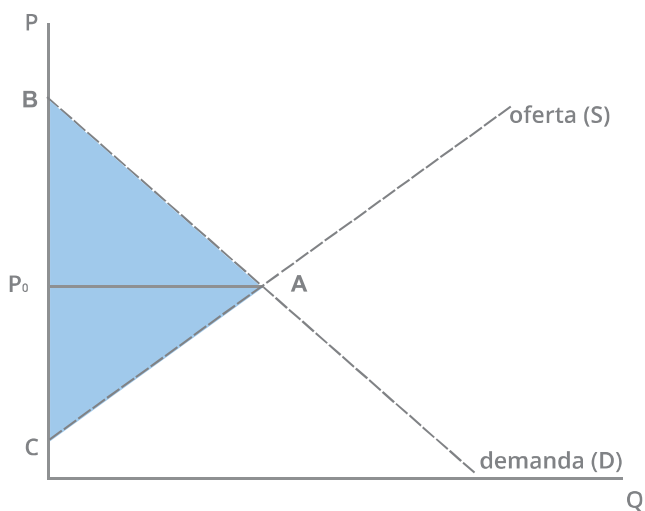
Em termos gráficos, temos a curva de oferta – S –, que mostra o preço mínimo que o produtor aceita receber por cada unidade vendida.

O preço de mercado é P_0 . A área mais escura, apresentada anteriormente no gráfico, mostra o excedente do produtor.

EXCEDENTE SOCIAL

O comércio internacional é eficiente, pois maximiza o excedente social, que é a soma dos excedentes do consumidor e do produtor.

O excedente social pode ser representado da seguinte maneira:



Vemos as curvas de demanda (D) e de oferta (S):

em A, temos o ponto de equilíbrio;

em B, o preço máximo pago pelo consumidor;

em C, o preço mínimo aceito pelo produtor.

O excedente social é o triângulo ABC, mostrado pela área mais escura.

O produtor ganha mais do que custou para produzir, e o consumidor ganha mais do que pagou pelo produto.

CRIAÇÃO DE VALOR NO MERCADO INTERNACIONAL

Os conceitos de excedente do consumidor e de excedente do produtor servem para explicar as motivações que movem as pessoas e as empresas a se engajarem em operações de comércio internacional.

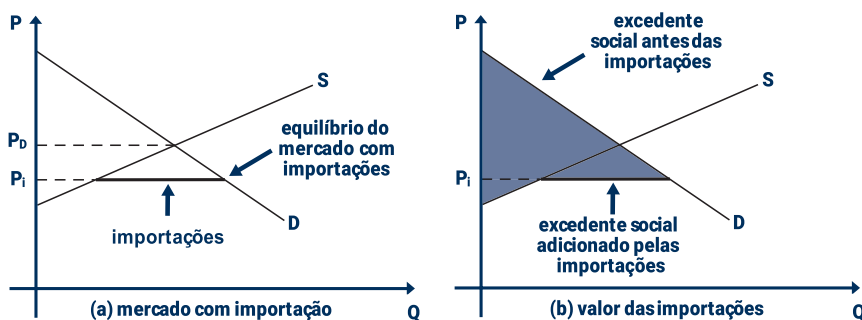
Veremos, a seguir, algumas dessas operações...

CRIAÇÃO DE VALOR NAS ATIVIDADES DE IMPORTAÇÃO

O gráfico a seguir mostra a criação de valor possibilitada pelas importações... Vamos começar imaginando um mercado puramente doméstico, onde não houvesse importações...

Nesse caso, as curvas de demanda e de oferta determinariam o preço (P_0) e a quantidade (Q_1) de equilíbrio.

Na parte (a) do gráfico, vemos que, caso o mercado fosse puramente doméstico, vigoraria o preço P_0 . O preço é determinado pelas forças de oferta e de demanda no país. Esse preço poderia permanecer caso houvesse a cobrança de um imposto de importação igual ou acima de $(P_0 - P_i)$. A quantidade consumida seria Q_1 .



Agora, vamos imaginar que a economia do país se abriu para o comércio internacional.

Suponhamos que os bens são *tradeables*, ou seja, comercializados no mercado internacional.

No mercado internacional, vigora um preço mundial do produto – P_i .

Caso não existam barreiras de entrada, tais como tarifas e quotas, os consumidores poderiam comprar o produto ao preço internacional P_i . A esse preço, haveria uma oferta totalmente elástica do produto. Notemos que esse preço internacional está abaixo do preço doméstico.

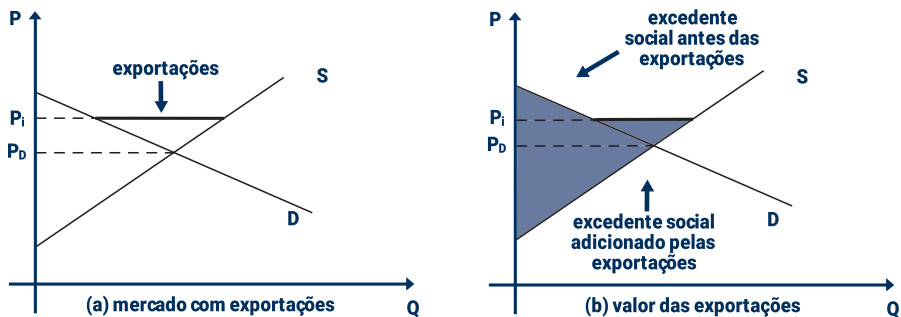
Agora, o preço P_i vai referenciar o comércio desse produto no país. A quantidade consumida aumenta, de Q_1 para Q_2 .

A produção doméstica cai de Q_1 para Q_0 . A quantidade importada será $(Q_2 - Q_0)$.

A parte (b) do gráfico mostra o excedente social antes do comércio internacional – soma do excedente do consumidor com o excedente do produtor, que é mostrada no triângulo entre as curvas de demanda e oferta até a interseção. Além disso, o gráfico mostra também o excedente social ganho com a importação - o triângulo menor, entre P_i e P_0 e Q_0 e Q_2 . Dessa forma, fica evidente a criação de valor.

CRIAÇÃO DE VALOR NAS ATIVIDADES DE EXPORTAÇÃO

O gráfico a seguir mostra a criação de valor possibilitada pelas exportações...



A parte (a) do gráfico mostra as curvas domésticas de oferta e de demanda. O preço doméstico é P_0 e a quantidade de equilíbrio é Q_1 .

O preço internacional é P_i . Notemos que o preço doméstico está abaixo do preço internacional. Como a economia está aberta para o comércio internacional, P_i será o preço de referência.

Existem vantagens para os produtores aumentarem e exportarem parte de sua produção. Para exportarem, desviarão parte da produção que abastecia o mercado doméstico ($Q_1 - Q_0$). Os produtores aumentarão a produção e exportarão o incremento $Q_2 - Q_1$.

A parte (b) do gráfico mostra o excedente social antes das exportações – o triângulo entre as curvas de demanda e oferta até a interseção – e o excedente social que é adicionado com as exportações – o triângulo menor, entre P_i e P_0 e Q_0 e Q_2 .

Portanto, esse gráfico mostra a importância do comércio internacional para a criação de valor de excedente social acima do que seria disponibilizado, caso houvesse apenas o funcionamento da economia doméstica.

12

BALANÇO DE PAGAMENTOS DO BRASIL

(BANCO CENTRAL DO BRASIL)

BACEN

INTRODUÇÃO

O balanço de pagamentos, segundo a definição do Banco Central do Brasil (Bacen), é o registro estatístico de todas as transações entre os residentes de uma economia e o restante do mundo, ocorridos em determinado período. Nesse capítulo, vamos mostrar a Estrutura do Balanço de Pagamentos do Brasil, utilizando os relatórios e estudos do BACEN.

O QUE É BALANÇO DE PAGAMENTOS

O balanço de pagamentos, segundo a definição do Banco Central do Brasil (Bacen), é o registro estatístico de todas as transações (flu-



xos de bens e direitos de valor econômico) entre os residentes de uma economia e o restante do mundo, ocorridos em determinado período.

Trata-se, portanto, do demonstrativo que resume o conjunto de contas, registrando todos os fluxos de valor entre os residentes no país e os residentes no resto do mundo, durante dado período (geralmente, um ano).

O relacionamento entre os recursos que entram e saem da economia é condicionado pelo equilíbrio da moeda do país no mercado de moedas estrangeiras (mercado de câmbio).

O balanço de pagamentos examina o relacionamento entre as receitas que ingressam no país e os gastos que saem do país para o restante do mundo.

Os movimentos de recursos incluem:

- **exportações e importações de mercadorias e serviços;**
- **pagamentos aos proprietários de ativos (para dentro e para fora do país);**
- **transferências internacionais de pagamentos;**
- **compras de ativos estrangeiros por residentes (saídas) compras de ativos domésticos por não residentes (entradas).**

COMPONENTES DO BALANÇO DE PAGAMENTOS

De um modo geral, o balanço de pagamentos possui dois componentes fundamentais, cuja soma é sempre zero. Vejamos cada um deles:

TRANSAÇÕES CORRENTES

As transações correntes representam os gastos e as receitas com a movimentação de mercadorias e serviços, inclusive os serviços de remuneração de capitais sob a forma de juros e dividendos.

As transações correntes incluem:

- **balança de mercadorias (exportações e importações);**
- **serviços;**
- **renda de investimentos;**
- **transferências unilaterais.**

CONTA DE CAPITAIS

As contas de capitais incluem a compra e a venda de ativos privados e governamentais, representados por transferências de moedas, créditos e títulos representativos de investimentos.

Outra categoria, a conta financeira, em conjugação com o balanço de pagamentos, torna explícita a posição das contas de reservas oficiais. Essa categoria mede e revela as mudanças nas reservas de ouro e nas moedas estrangeiras do país (ativos de reservas) pelas instituições monetárias oficiais.

ANÁLISE DO BALANÇO DE PAGAMENTOS

O balanço de pagamentos baseia-se em alguns importantes princípios de contabilidade. Tais convenções contábeis foram transportadas para o âmbito da economia internacional.

As transações internacionais são classificadas como créditos ou débitos, de acordo com as convenções contábeis.

Crédito

Fonte de fundos representada por uma redução nos ativos ou por um aumento nos passivos.

Débito

Uso de fundos representado por um aumento nos ativos, ou por uma redução nos passivos ou no patrimônio líquido.



Atenção! As transações de crédito entram com um sinal positivo (+), e as transações de débito, com um sinal negativo (-) no balanço de pagamentos.

Vale lembrar que, para fins de apresentação do balanço de pagamentos, só os resultados líquidos são apresentados. Dessa forma, qualquer transação entra, automaticamente, no balanço de pagamentos duas vezes: como um crédito em uma conta e como um débito de igual valor em outra conta.

DÉBITO E CRÉDITO

De maneira simplificada, as transações que trazem dólares para o País (tais como as exportações) entram como crédito (+), e as transações que provocam a saída de dólares (como as importações) entram como débito (-).

Na época mercantilista, o comércio internacional era visto como uma maneira poderosa de um país enriquecer à custa dos outros, mas, atualmente, não se parte dessa premissa.

Todos os países engajados no comércio exterior podem ganhar, em termos de satisfação dos consumidores e rentabilidade das empresas, o que se reflete em crescimento econômico e aumento do bem-estar. O reflexo disso aparece no balanço de pagamentos, ou seja, o balanço captura a essência do comércio: as trocas.

Em princípio, isso deveria ser expresso por um sistema de partidas dobradas. Por exemplo, ao exportar soja, o país diminui o estoque dessa mercadoria, mas aumenta sua receita em moeda estrangeira. O mesmo acontece com as contas de serviços e outras.

OPERAÇÕES

De maneira geral, podemos dividir as operações no balanço de pagamentos de acordo com sua natureza, seja ela econômica ou financeira. A divisão é feita da seguinte forma:

Conta corrente

Também chamada de transações correntes, registra o comércio de bens e serviços, inclusive serviços de remuneração de capitais sob a forma de juros e dividendos, e os pagamentos de transferências unilaterais.

Conta capital

Registra toda movimentação de moeda, crédito e títulos que representa investimentos.

O critério geral é contabilizar como débito toda transação que representa um pagamento realizado por um residente.

A saída de recursos da economia significa um débito, e o ingresso é registrado como crédito. Como todo balanço contábil, o balanço de pagamentos é também equilibrado por definição. A soma do saldo de todas as suas contas deve ser igual a zero e, se uma das contas é deficitária, a outra deve ser superavitária.

Caso, potencialmente, a conta de capitais não consiga equilibrar-se com a de transações correntes, assinalando um déficit, o país precisará financiar suas despesas em moeda estrangeira.

PAPEL DO FMI

O principal objetivo do balanço de pagamentos é informar ao governo a posição internacional do país e ajudá-lo na formulação das políticas fiscal, monetária e de comércio exterior. Os governos também examinam os balanços de pagamentos de outros países ao tomarem decisões que envolvam contas externas.

O Fundo Monetário Internacional (FMI) teve um papel determinante na padronização das contas e dos procedimentos da elaboração do balanço de pagamentos para que os balanços dos diferentes países pudessem ser comparados entre si. Seu objetivo era evitar que as economias mundiais gravitassem para o protecionismo e para a criação de economias autárquicas isoladas.

Além disso, pretendia-se que o comércio internacional fosse um motivador do crescimento econômico.

Desde sua criação, em 1944, o desafio do FMI é promover um sistema ordenado de ajuste de pagamentos e de estabilidade financeira global, ao mesmo tempo em que adapta suas atividades a novas circunstâncias e ideias.

O sistema privado, os bancos, as universidades, os centros de pesquisa, as empresas de comércio exterior e os indivíduos são também usuários dessas informações.

METODOLOGIA DO BACEN PARA O BP

O Banco Central do Brasil (Bacen), periodicamente, altera a metodologia de aferição e apresentação do balanço de pagamentos. Busca seguir, nesse comportamento, os padrões metodológicos internacionais, os quais oferecem recomendações para a compilação e apresentação das contas macroeconômicas.

O Balanço de Pagamentos (BP) registra os fluxos de transações entre residentes e não residentes. A série do BP do Bacen teve início em 1947. De janeiro de 2001 até abril de 2016, o Bacen divulgou o balanço de pagamentos segundo a metodologia contida na quinta edição do **Manual de balanço de pagamentos do Fundo Monetário Internacional** (BPM5), publicado em 1993.

Em abril de 2016, o Bacen adotou a atual metodologia para as contas externas, com base na 6ª edição do Manual de Balanço de Pagamentos do FMI (BPM6). Esse novo passo demonstra aderência do Balanço de Pagamentos do Brasil às melhores práticas estatísticas internacionais, integrando-se aos países com padrão metodológico mais avançado.

Ademais, a nova metodologia busca assegurar não apenas a consistência entre as várias estatísticas macroeconômicas, mas também permitir a comparabilidade entre os países. Ao mesmo tempo, o BPM6 contempla desenvolvimentos econômicos e financeiros da economia mundial nos últimos quinze anos.

O BPM6 define Balanço de Pagamentos (BP) como a estatística macroeconômica que sumariza transações entre residentes e não residentes ao longo de um período. Compreende:

- 1 a conta de bens e serviços;
- 2 conta de renda primária;
- 3 conta de renda secundária (que compõem as transações correntes);
- 4 conta de capital e conta financeira.

O BPM6 traz avanços importantes com o objetivo de, entre outros:

- Harmonizar as estatísticas do setor externo com as de contas nacionais do SNA 2008, padrão para o qual o IBGE publicou resultados em março de 2015).
- Integrar fluxos e estoques.
- Evidenciar a maior “internacionalização” da economia brasileira.
- Retratar o aumento significativo da participação do capital estrangeiro (IED) na estrutura produtiva do país nos últimos anos.
- Ressaltar a maior participação de lucros a não residentes.
- Registrar o crescimento da participação de não residentes no estoque de títulos domésticos nos últimos anos (maior fluxo de juros).

As mudanças no âmbito do BPM6 impactaram o conjunto e o formato dos quadros estatísticos para divulgação do Setor Externo, e abrangem:

- novas contas do BP;
- novos conceitos para contas já existentes;
- nova nomenclatura;
- mudança na convenção de sinais;
- incorporação de novas fontes de informação;
- alteração na forma de apresentação.

Maiores detalhes a respeito das estatísticas do setor externo brasileiro sob o padrão metodológico definido pelo BPM6 estão disponíveis no site: <http://www.bcb.gov.br/pt-br/#!/n/6MANBALPGTO>.

13

ESTRUTURA ANALÍTICA DO BALANÇO DE PAGAMENTOS DO BRASIL

(BANCO CENTRAL DO BRASIL)
BACEN

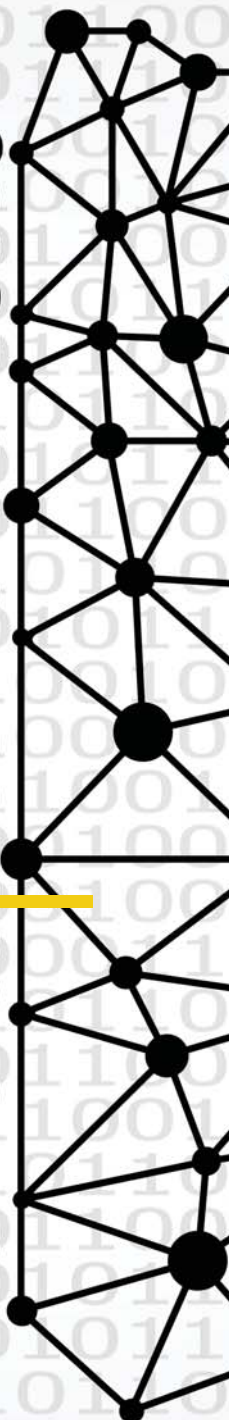
INTRODUÇÃO

O balanço de pagamentos consolida-se em conjuntos de contas ou balanços, devendo estar sempre em equilíbrio.

ESTRUTURA ANALÍTICA RESUMIDA DO BP

O balanço de pagamentos consolida-se em conjuntos de contas ou balanços. Sua estrutura é formada por duas contas principais:

011
001
0110
1100
0100
0100
0110
0001
0110
0011
0001
0110
0011
0001
1010
1010
1101
0100
0100
0011
0110
1101
0011
0110
0001
000
00



- **balança em transações correntes;**
- **balança dos movimentos de capitais.**

Como o balanço de pagamentos tem de estar em equilíbrio, isso é feito por meio da conta de movimentos de capitais compensatórios e nas variações das reservas internacionais.

Vejamos adiante a estrutura analítica resumida do balanço de pagamentos segundo o BP6.

DESCRIÇÃO DAS CONTAS DO BALANÇO DE PAGAMENTOS

Vamos seguir nessa seção com uma descrição das principais contas mostradas no BP. Detalharemos, a seguir, os seguintes tópicos:

- **balança comercial;**
- **balança de serviços;**
- **balança de rendas e transferências unilaterais;**
- **balanço dos movimentos de capitais;**
- **dívida externa.**

TRANSAÇÕES CORRENTES

As Transações (Contas) Correntes são divididas em três componentes principais:

- **Bens e serviços;**
- **Renda primária ;**
- **Renda Secundária.**

BALANÇO DE PAGAMENTOS

I. Transações correntes

1.1 Bens e serviços

1.1.1 Balança comercial (bens)

Exportações

Importações

1.1.2 Serviços

Serviços de manufatura

Serviços de manutenção e reparo

Transportes

Viagens

Construção

Seguros

Serviços financeiros

Serviços de propriedade intelectual

Telecomunicação, computação e informações

Aluguel de equipamento

Outros serviços de negócio

Serviços culturais, pessoais e recreativos

Serviços governamentais

1.2 Renda primária

Remuneração de trabalhadores

Renda de investimento

Investimento direto

Lucros e dividendos

Juros

Investimento em carteira

Outros investimentos

Ativos de reserva

1.3 Renda secundária

II. Conta capital

III. Conta financeira

Investimento direto no exterior

Participação no capital e cotas em fundos

Dívida intercompanhia

Investimento direto no país

Participação no capital e cotas em fundos

Dívida intercompanhia

Investimento em carteira – Ativos

Ações e cotas em fundos

Títulos de renda fixa

Investimento em carteira – Passivos

Ações e cotas em fundos

Títulos de renda fixa

Derivativos - Ativos

Derivativos - Passivos

Outros investimentos – Ativos

Moedas e depósitos

Empréstimos

Créditos comerciais e adiantamentos

Demais

Outros investimentos – Passivos

Moedas e depósitos

Empréstimos

Créditos comerciais e adiantamentos

IV. Demais Ativos de reserva

V. Erros e omissões

Os bens e serviços, pela BPM6, estão divididos entre Balança Comercial (bens) e Serviços.

No BPM6, os bens, ativos reais e tangíveis, são definidos como itens físicos e produzidos, sobre os quais direitos de propriedade podem ser estabelecidos e transferidos de uma unidade institucional para outra por meio de transações.

BALANÇA COMERCIAL

A balança comercial compreende todas as operações de exportação e importação de bens físicos (ou seja, bens tangíveis), e é formada por duas contas:

- **exportação – venda de produtos;**
- **importação – compras de produtos.**

Segundo a teoria microeconômica, as compras ou o consumo (de qualquer produto, em qualquer mercado, doméstico ou externo) dependem dos seguintes fatores:

- **renda do consumidor ou comprador;**
- **preço relativo do produto em comparação ao preço de seus substitutos ou bens complementares;**
- **condições de financiamento e da taxa de juros;**
- **condições de pagamento.**

As exportações de bens são computadas com sinal positivo (créditos), e as importações de bens são computadas com sinal negativo (débitos).

No caso de exportações brasileiras para outros países, os principais determinantes do volume são:

- **a renda real dos demais países;**
- **os preços médios transformados em moeda nacional (moeda que interessa ao exportador brasileiro).**

Para as importações, vale o mesmo conjunto de fatores em sentido inverso: os preços dos produtos importados no nível do consumidor brasileiro e a renda real desse mesmo consumidor.

A conversão dos preços internacionais em nacionais – ou seja, de preços em dólares para preços em reais – é feita pela taxa de câmbio.

Por convenção, as exportações e as importações de bens são computadas por seu valor *free on board* (FOB).

As estatísticas de balança comercial sob o BPM6 são compiladas a partir dos dados publicados pelo MDIC, que se mantém como fonte principal, acrescida de fontes complementares (sistema de câmbio, informações prestadas diretamente por empresas importadoras e exportadoras, Receita Federal do Brasil, dentre outras), com o objetivo de atender aos requisitos da nova metodologia.

BALANÇA DE SERVIÇOS

A balança de serviços registra as receitas e as despesas referentes aos pagamentos de serviços não fatores, ou seja, bens intangíveis.

Os principais fatores determinantes da balança de serviços são:

- a dependência das despesas com frete em relação ao fluxo de comércio e ao sistema de logística das empresas, além dos preços cobrados por esse tipo de serviço;
- as viagens e o turismo, que dependem da renda interna do país que envia os turistas e dos custos de transportes, hotéis, refeições e diversões no país receptor;
- os gastos com seguros, *royalties* e serviços governamentais, que dependem de um conjunto mais amplo de fatores, mas que são, geralmente, contas menores.

Na conta de Serviços do BPM6, as modificações de maior relevância para o BP brasileiro são elencadas a seguir:

- **Serviços de manufatura:** referem-se à prestação de serviços sobre bens nos casos em que prestador e proprietário residem em países distintos;
- **Seguros:** os prêmios de seguros são repartidos entre as contas de rendas secundárias e serviços de seguro. Ao mesmo tempo, o envio e recebimento de recursos relativos a sinistros são registrados em rendas secundárias;
- **Transportes:** as alterações envolvem o aprimoramento de fontes de informação. A conta de transporte utiliza dados provenientes dos contratos de câmbio e estimativas para cobrir as operações com liquidações no exterior. Essas estimativas têm seus parâmetros atualizados conforme evolução da estrutura de mercado das empresas que prestam serviços no Brasil, incluindo as não residentes;

- Pesquisa e desenvolvimento: a negociação de patentes, *copyrights* e processos industriais, desenvolvidos em atividades de pesquisa, são registradas nessa nova conta de serviços. O BPM5 recomendava sua classificação como ativos não financeiros não produzidos, anteriormente registrados na conta de capital. Pelo BPM6 essas transações são compiladas nas transações correntes;
- Telecomunicações, computação e serviços de informação: essas três categorias de serviços são apresentadas em grupo único. Até o BPM5, os serviços de telecomunicação constituíam grupo separado;
- Serviços de propriedade intelectual: mudança de nomenclatura, substituindo a conta “Royalties e licenças” do BPM5;
- Serviços Financeiros Indiretamente Medidos (FISIM): Conforme o BPM6, seguindo metodologia das Contas Nacionais, os pagamentos e recebimentos de juros incluem, além da remuneração do capital, a cobrança implícita de um serviço financeiro. Na prática, parcela do que é classificado na conta de juros, no padrão BPM5, deve ser reclassificada para uma conta de serviços.

BALANÇA DE RENDAS PRIMÁRIAS E SECUNDÁRIAS (TRANSFERÊNCIAS UNILATERAIS)

A balança de rendas apresenta as remunerações pelos serviços de fatores, isto é, as remunerações dos fatores trabalho e capital. Nela estão incluídos os seguintes elementos:

- salários e ordenados;
- lucros e dividendos;
- juros, inclusive da dívida externa.

Os fatores determinantes da balança de rendas também se baseiam em forças econômicas, pois levam em conta determinados contextos. Vejamos:

- Os pagamentos de salários e ordenados estão atrelados a fatores da conjuntura econômica que expandem ou contraem empregos.
- Os pagamentos de juros da dívida externa dependem do estoque da dívida externa, dos juros internacionais, dos *spreads* e de acordos internacionais.
- As remessas de lucros e dividendos dependem do estoque de capital externo investido no Brasil, bem como das taxas de juros e de retorno correntes e esperadas.

A conta “Renda primária” abrange os itens de Remuneração de trabalhadores, Renda de investimento (Investimento direto - Lucros e dividendos, Juros; Investimento em carteira; Outros investimentos) e Ativos de reserva.

O aprimoramento estatístico no BP6 permite a implementação de modificações relevantes nas contas de juros e de lucros. As novas estatísticas refletem a demanda de investidores não residentes por ativos localizados na economia brasileira e denominados em moeda nacional, tanto títulos de renda fixa negociados no mercado doméstico, como o capital de empresas residentes no Brasil.

Com respeito aos Juros, o BP brasileiro, a partir de dados coletados dos contratos de câmbio, compila o pagamento a investidores não residentes de cupons de juros de títulos negociados no mercado doméstico, efetuado em Reais, exclusivamente quando os recursos são efetivamente enviados ao exterior. A partir da adoção do BPM6, esse pagamento de cupom de juros a investidores não residentes, realizado no mercado doméstico e em Reais, está registrado como despesa de juros. Conceitualmente, o padrão metodológico define como transações de BP os fluxos entre residentes e não residentes, independente do mercado e da moeda em que as transações ocorram.

Com respeito aos Lucros, observa-se que o lucro líquido total de uma empresa de investimento direto pode ser particionado em lucros remetidos e lucros reinvestidos, e essas duas categorias devem gerar registros no BP. A receita (despesa) de lucro recebida (remetida) tem como contrapartida aumento (redução) de ativos em moeda estrangeira, detido por bancos que intermediam a operação cambial. O lucro reinvestido, por sua vez, reflete a decisão da matriz de ampliar seus investimentos no país de residência de sua subsidiária, não tendo, portanto, impacto sobre o mercado de câmbio, e tendo por contrapartida a ampliação do investimento direto, em participação no capital.

A conta “Renda secundária” é a antiga conta de Transferências Unilaterais. As transferências unilaterais são fluxos de moeda sem a contrapartida da prestação de serviços ou entrega de produtos. Consistem em uma conta residual, que registra as remessas de moeda entre residentes de dois países – como a dos trabalhadores emigrantes que remetem moeda para suas famílias no país de origem. Inclui ainda os donativos feitos. Geralmente, o saldo de donativos e transferências é residual e, na prática, equivale a um valor semelhante ou baseado no saldo do ano anterior.

A mudança de nomenclatura se adequa à estrutura de contas nacionais, um dos propósitos da nova metodologia do BPM6. A principal modificação consiste na introdução do conceito de transferências pessoais. No BPM5, a conta de remessas de trabalhadores, ou manutenção de residentes, vinculava a geração dos recursos remetidos entre as famílias, ao trabalho. No BPM6, é necessário apenas que o emissor e o receptor das remessas sejam pessoas físicas, não importando a forma como os recursos financeiros tenham sido gerados, ou seja, o BPM6 amplia o escopo des-

sa rubrica. A mudança metodológica reflete, sobretudo, a dificuldade dos países em verificar se a renda remetida tinha por origem imediata o trabalho. No BP brasileiro, o impacto da nova diretriz será reduzido.

BALANÇO DOS MOVIMENTOS DE CAPITAIS

A balança de movimentos de capitais (autônomos) reúne as contas de empréstimos e financiamentos, investimentos diretos, amortizações da dívida externa e outros itens.

O saldo negativo nas transações correntes deve ser compensado por idêntico valor na balança de movimentos de capitais, seja sob a forma de financiamentos e empréstimos do exterior, seja como investimentos diretos de outros países.

Quanto maior a rentabilidade das aplicações financeiras no Brasil em comparação com a obtida nos outros países, maior o ingresso de investimentos financeiros em moeda para ser aplicado em investimentos de portfólio. Fora desse princípio estão as amortizações da dívida externa, mais uma vez dependentes de esquemas acordados e do saldo da dívida externa.

Apesar do grande esforço necessário para o registro e para o levantamento das contas de um balanço de pagamentos, os dados estatísticos costumam ser imprecisos.

Para reconciliar as diversas subcontas, é necessário incluir o item de discrepância estatística chamado **erros e omissões**. Geralmente, esse é um item de importância significativa, pois a coleção de dados é sujeita a grandes erros causados por deficiências nos registros, evasão fiscal, contrabando e exportações ilegais.



Atenção! A soma dessas quatro balanças apresentadas corresponde à chamada **balança em conta-corrente** ou **em transações correntes**.

A conta “Renda Financeira” cresceu muito em importância e detalhamento. Ela abrange o Investimento direto no exterior (Participação no capital e cotas em fundos e Dívida intercompanhia), Investimento direto no país (Participação no capital e cotas em fundos; Dívida intercompanhia), Investimento em carteira – Ativos (Ações e cotas em fundos; Títulos de renda fixa), Investimento em carteira – Passivos (Ações e cotas em fundos; Títulos de renda fixa), Derivativos – Ativos, Derivativos – Passivos, Outros investimentos – Ativos (Moedas e depósitos; Empréstimos; Créditos comerciais e adiantamentos; Demais), Outros investimentos – Passivos (Moedas e depósitos; Empréstimos; Créditos comerciais e adiantamentos).

Cabe destacar, dentre as mudanças conceituais do novo padrão, as relativas ao investimento direto, em especial a substituição do princípio direcional (BPM5) pelo critério de ativos e passivos (BPM6). Adicionalmente, novas fontes de infor-

mação permitem a retomada da compilação da conta de lucros reinvestidos, com contrapartida na ampliação dos fluxos de investimento direto.

O Investimento direto, investimento em portfólio, derivativos e outros investimentos constituem as quatro categorias funcionais da conta financeira do BP.

O BPM6 define investimento direto como uma categoria de investimento *cross-border* associada com o residente em uma economia tendo controle, ou um significativo grau de influência na gestão de uma companhia que é residente em outra economia.

Com o objetivo de assegurar consistência entre os diversos países e compiladores, o manual define que o “controle ou significativo grau de influência” seja admitido se o investidor não residente detiver 10% ou mais do poder de voto da empresa residente.

O investimento direto é composto por duas subcontas: participação no capital (*equity*) e dívida intercompanhia, que inclui todas as modalidades de crédito entre empresas de mesmo grupo econômico, em relação de investimento direto.

Empréstimo entre empresas ligadas é a modalidade mais comum, mas títulos e créditos comerciais também estão enquadradas nessa subcategoria de investimento direto.

A modificação de maior impacto causada pela adoção do BPM6 é a substituição do princípio direcional pelo critério de ativos e passivos, conceitos que se aplicam somente à modalidade de dívida intercompanhia, e não à participação no capital.

No BPM5 vigorava o princípio direcional, pelo qual é indispensável identificar a matriz (empresa investidora), em se tratando de dívida intercompanhia. O padrão anterior, da BPM5, considerava 10% ou mais do capital social, e não do poder de voto. O investimento reverso, quando a subsidiária (empresa investida) fornecia fundos para sua matriz, possuía tratamento específico.

Por exemplo, se uma subsidiária ou controlada não residente fornecesse crédito para sua matriz residente no Brasil, esse passivo brasileiro era classificado como “reduzidor de ativo”, na conta de investimentos brasileiros diretos no exterior (IBD). Na prática, os empréstimos entre empresas de grupo econômico de capital brasileiro eram sempre registrados na conta de IBD, mesmo quando o recurso era tomado junto à empresa não residente. O tratamento é simétrico para o caso em que filial ou subsidiária residente no Brasil fornece crédito à sua matriz no exterior: a operação é considerada como um “ativo reduzidor de passivo”.

Conforme o critério de ativos e passivos, adotado pelo BPM6, para uma relação de investimento direto (matriz e subsidiária é o caso mais comum) os créditos concedidos por uma empresa residente no Brasil a outra empresa residente no exterior são registrados na conta de Investimento Direto – Ativos, ou seja, investimento direto do Brasil no exterior. Analogamente, sempre considerando um mesmo grupo econômico, as transações em que uma empresa residente no exterior concede crédito a empresa residente no Brasil são compiladas na conta de Investimento Direto – Passivos, ou seja, investimento direto do exterior no Brasil.

Em suma, pelo critério de ativos e passivos na relação entre as empresas credoras e devedoras pertencentes a um mesmo grupo econômico, não é mais determinante a identificação de matriz, subsidiária ou irmã. Pela metodologia do BPM6 a classificação da transação de BP é feita a partir da identificação das residências do credor e do devedor.

DÍVIDA EXTERNA

O BPM6 define instrumentos de dívida em função da obrigatoriedade de pagamento de principal e/ou juros. A Posição de Investimento Internacional (PII) – mais amplo demonstrativo dos estoques totais de ativos e passivos externos de uma economia – ao compreender a totalidade dos passivos financeiros externos, inclui, como subconjunto, aqueles que compõem a dívida externa. Metodologicamente, os passivos externos da PII podem, portanto, ser divididos em passivos que não representam endividamento, formados por derivativos e investimento direto modalidade participação no capital, e os passivos que compõem a dívida externa.

De forma semelhante, a dívida externa é formada por passivos reais correntes e não contingentes, que requerem pagamentos de principal e/ou juros pelo devedor em ponto futuro do tempo, e que são devidos por residentes a não residentes.

Esses passivos são tipicamente estabelecidos por meio de provisão de valor econômico de uma unidade, o credor (não residente), para outra, o devedor (residente), sob contrato que especifica condições de pagamento. Por exemplo, em um empréstimo, o residente deverá pagar, em data futura, valores de principal e/ou juros, conforme acordo prévio.

Observe-se que a definição metodológica de dívida externa do BP6 não menciona local de negociação, jurisdição ou moeda, podendo o instrumento de dívida estar denominado e ser liquidado até, por exemplo, em mercadorias. É necessário, contudo, que credor e devedor possuam residências em economias diferentes, sendo o devedor residente na economia compiladora.

Segundo o BPM6 uma unidade institucional (empresa, agência governamental, pessoa física, dentre outros) é considerada residente em uma economia se o centro de seu interesse econômico predominante estiver localizado no território econômico daquela economia. Como “interesse econômico predominante” entende-se o engajamento da unidade em atividades e transações econômicas de escala significativa e a sua intenção em manter-se engajada por tempo indeterminado ou determinado, desde que superior a um ano. São residentes de um país, entre outros, todas as empresas instaladas em seu território, inclusive as filiais de empresas multinacionais.

Da definição de dívida externa conclui-se que passivos entre dois residentes, ainda que denominados ou indexados à moeda estrangeira, não são classificados como dívida externa. Analogamente, passivos de residentes.

14

ANÁLISE E INTERPRETAÇÃO ECONÔMICA DO BALANÇO DE PAGAMENTOS

INTRODUÇÃO

O balanço de pagamentos proporciona não só uma maneira de se pensar como o país se conecta com o ambiente externo mais amplo, mas como fornece indicadores para que se possa mensurar essa conexão.

BALANÇO DE PAGAMENTOS E OS NEGÓCIOS

Por que é importante para os negócios entender o balanço de pagamentos do país?

Primeiro, porque as políticas governamentais influenciando o balanço de pagamentos podem causar sérias consequências para todos os tipos de empresa envolvidas com o comércio internacional.



Segundo, porque está sempre latente a ameaça do protecionismo, que pode atingir mais severamente alguns desses ramos de negócios.

Terceiro, porque existe um forte relacionamento entre o comportamento dos saldos das contas correntes e contas de capital e a taxa de câmbio, principalmente em um regime de flutuação. A taxa de câmbio, para quem opera com mercados de importação ou exportação, ou toma empréstimos e emite ações no exterior, é um indicador vital para os negócios.

SALDO TOTAL DO BALANÇO DE PAGAMENTOS

Somando o saldo da balança de transações correntes com o dos movimentos de capitais, e levando em conta erros e omissões, obtém-se o que chamamos de saldo total do balanço de pagamentos.

Em termos fracionários:

$$\frac{\text{BALANÇO DE TRANSAÇÕES CORRENTES + MOVIMENTOS DE CAPITALS}}{\text{BALANÇO DE PAGAMENTOS}}$$

ANÁLISE ECONÔMICA DO SALDO

Observar, passivamente, o resultado do balanço de pagamentos é tão perigoso para uma empresa quanto seria para uma família perceber que suas finanças estão ficando insolventes e, mesmo assim, não tomar nenhuma providência. Não é isso, contudo, que acontece na prática.

A maioria das empresas e famílias reage à possibilidade de insolvência cortando gastos e trabalhando mais, para aumentar renda ou receita.

Quando as despesas com o consumo corrente são superiores ao fluxo de renda, temos um saldo negativo no orçamento doméstico. Esse saldo negativo tem de ser compensado com a tomada de empréstimos nos bancos, de outros indivíduos ou com doações de parentes e amigos.

Da mesma forma, o governo possui instrumentos para ajustar os fluxos do balanço na direção que deseja. Entretanto, há dois problemas:

- identificar os instrumentos mais adequados e quantificar seus efeitos;
- neutralizar o impacto do ajuste do balanço de pagamentos em outras variáveis importantes (como a inflação e o nível de atividade econômica).

Se, ainda assim, o saldo permanecer negativo, é preciso fazer retiradas de cadernetas de poupança, liquidar haveres financeiros a ativos de valor – ações, carros, imóveis –, ou seja, perder reservas.

A analogia do balanço de pagamentos com a situação econômica de uma pessoa física ou de uma família é quase perfeita. Vejamos:

BALANÇA DE TRANSAÇÕES CORRENTES

A receita líquida com a venda da produção individual ou dos serviços é utilizada para pagar as despesas de consumo corrente e os eventuais donativos a outros indivíduos (familiares, amigos, listas de presentes e etc.).

A diferença entre essas contas corresponde ao saldo em transações correntes. Caso seja positivo, podemos realizar investimentos, conceder empréstimos ou amortizar dívidas passadas. Essas contas seriam a contrapartida dos movimentos de capitais

MOVIMENTOS DE CAPITAIS

Se a diferença ainda não se esgotou, a família pode fazer aplicações em fundos de investimento, depósitos em cadernetas de poupança e outras aplicações financeiras.

INTERPRETAÇÃO ECONÔMICA DO BALANÇO DE PAGAMENTOS

Como vimos, a soma da balança comercial, da balança de serviços, da balança de rendas e dos donativos corresponde à balança em conta corrente ou em transações correntes.

O Brasil, tradicionalmente, é superavitário na balança comercial e deficitário na balança de serviços. Isso acontece porque o país tem por base suas vantagens comparativas e também por suas características de produção e consumo.

No passado, na época em que o Brasil era um país de imigrantes, o saldo líquido de transferências unilaterais era negativo. Atualmente, a situação mudou, e o saldo líquido dessa conta é positivo. Entretanto, na história econômica do País, a balança de transações correntes ora mostra saldos positivos, ora mostra saldos negativos. No entanto, os períodos com saldos negativos superam os períodos com saldos positivos.



Atenção! Dependemos muito da poupança externa para fecharmos nossas contas!

Para entender o superávit e o déficit, vejamos as interpretações econômicas de cada um deles a seguir.

INTERPRETAÇÃO ECONÔMICA DO *SUPERÁVIT*

Quando a balança em conta corrente é superavitária, isso significa que o país ofertou ao exterior mais do que consumiu do resto do mundo. Dessa forma, a diferença corresponde a uma poupança enviada pelo país para a formação de capital no resto do mundo.

Dessa forma, o país superavitário poupou mais do que investiu internamente.

O saldo positivo (superávit) na balança em conta corrente vai figurar, na balança de movimento de capitais, como:

- saída autônoma de recursos;
- empréstimos ou financiamentos ao resto do mundo;
- investimentos diretos em outros países;
- pagamento de antigas dívidas ou de seus juros.

INTERPRETAÇÃO ECONÔMICA DO *DÉFICIT*

Dizemos que um país é deficitário quando ele consumiu mais em bens e serviços enviados do exterior do que ofertou.

Geralmente, os países em desenvolvimento costumam estar nesse último caso. O Brasil é um bom exemplo, pois foi um país deficitário na maior parte do século 20.

O fato de um país ter déficit não significa, necessariamente, um mal. Por exemplo, o país pode ter um déficit na balança de mercadorias por ter importado bens de capital com tecnologia moderna.

Caso a produtividade doméstica do capital seja extremamente elevada, assumir o déficit para importar esses bens de capital pode aumentar a renda nacional no longo prazo.

15

CÂMBIO, POLÍTICAS CAMBIAIS E MERCADOS FINANCEIROS

INTRODUÇÃO

A taxa de câmbio é a quantidade de moeda nacional necessária para se adquirir a moeda de outro país. Essa relação é fundamental não só para ditar o volume e o ritmo das exportações e importações, mas também para balizar os fluxos de capital e de investimento se movendo 'cross border'.

TAXA DE CÂMBIO E COMÉRCIO EXTERIOR

O Brasil necessita de dólares para equilibrar suas contas-correntes. Existe uma demanda de dólares para importações e uma oferta de dólares fornecidos pelas exportações.



A taxa de câmbio Real/Dólar é o preço de equilíbrio (ditado pela interseção das curvas de oferta e demanda).

DETERMINAÇÃO DA TAXA DE CÂMBIO

Quando a demanda por importações aumenta, aumenta também a demanda por dólares. Nesse caso, o preço sobe (a taxa de câmbio Real/Dólar aumenta) e a moeda real se deprecia. Quando aumentam as exportações, por sua vez, aumenta-se a oferta de dólares (a taxa de câmbio Real/Dólar cai) e a moeda real se aprecia.

O efeito final sobre a taxa de câmbio depende das elasticidades-preço dos esquemas de demanda e oferta.

Em outras palavras, a taxa de câmbio depende do grau de resposta tanto de oferta das exportações a uma variação na taxa de câmbio quanto do grau de resposta da demanda por importações a uma variação na taxa de câmbio.

CÂMBIO E ATIVIDADE ECONÔMICA

A taxa de câmbio é a quantidade de moeda nacional necessária para se adquirir a moeda de outro país.

Essa relação é fundamental não só para ditar o volume e o ritmo das exportações e importações, quanto para balizar os fluxos de capital e de investimento se movendo *cross border*.

Vamos examinar nessa unidade os aspectos teóricos e práticos do mercado de câmbio.

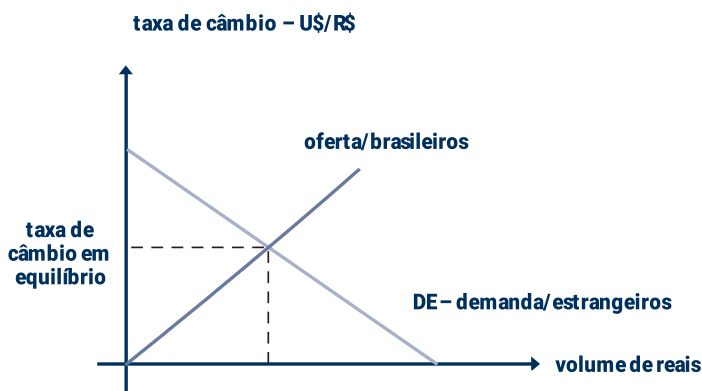
DETERMINAÇÃO DA TAXA DE CÂMBIO

A taxa de câmbio pode ser definida como uma expressão da relação de trocas entre a moeda nacional e a de outro país com que se engaje em atividades comerciais e financeiras. É, portanto, um preço determinado pela interseção das curvas de oferta e de demanda.

A lógica da determinação da taxa de câmbio pode ser mostrada tanto do ponto de vista do estrangeiro quanto do ponto de vista do brasileiro.

A taxa de câmbio pode ser usada para comércio (importação e exportações) e investimento (ações e títulos de dívida).

O gráfico a seguir ilustra a formação da taxa de câmbio.....



ANÁLISE DO GRÁFICO DA TAXA DE CÂMBIO

Note em primeiro lugar que no eixo horizontal se representa o volume de reais (R\$), e no eixo vertical o preço (taxa de câmbio), que entra nas duas curvas (demanda e oferta), e que é USD/R\$.

Analisando o gráfico da operação básica do mercado de câmbio, podemos perceber duas perspectivas – o olhar do estrangeiro e o olhar do brasileiro...

Olhar do estrangeiro...

A demanda de compra de Reais por parte de estrangeiros deve-se à vontade de adquirir mercadorias e serviços produzidos no Brasil ou, então, ativos financeiros e ativos reais.

Olhar do brasileiro...

A oferta de Reais em termos de dólares é explicada pela demanda que alguns brasileiros possuem de comprar dólares para pagar importações americanas de mercadorias e serviços e comprar ativos financeiros e reais nos Estados Unidos.

Dessa forma...

...o estrangeiro demanda reais e oferta dólares por conta das exportações e das vendas de ativos financeiros que trazem para o Brasil...

...o brasileiro demanda dólares e oferta reais por conta das importações e compras de ativos financeiros nos Estados Unidos, centro financeiro global...

O cruzamento dessas duas curvas – demanda e oferta – é que determina a taxa de câmbio de equilíbrio.

DESLOCAMENTO DAS CURVAS DE DEMANDA (APRECIÇÃO OU DEPRECIÇÃO DO CÂMBIO)

Vamos supor que estamos examinando a taxa de câmbio (indireta) USD/R\$. Estamos examinando o volume de reais envolvido nas curvas de oferta e demanda, para cada taxa de câmbio USD/Real.

Os três fatores mais importantes para explicar deslocamentos das curvas de demanda são...

...mudanças nas condições que determinam a taxa de juros para depósitos nessa moeda.

...expectativas de mudanças nas taxas de inflação de longo prazo que afetem a taxa de câmbio esperada no futuro.

...perspectivas de crescimento econômico do país.

TAXA DE JUROS

Os investidores tomam suas decisões com base em diferenças de taxas de juros, ou seja...

...o que eles podem ganhar com base em aplicações em sua moeda *versus* o que podem receber se aplicarem por via de outras moedas.

Suponha que haja um aumento na taxa de juros no mercado norte-americano em 2018...

A oferta de reais aumenta, pois brasileiros buscam vender reais para comprar dólares e assim investir nos Estados Unidos, deslocando a curva de oferta para a cima (direita).

A procura por ativos brasileiros pelos norte-americanos, por sua vez, declina, pois eles irão investir mais no próprio país, o que desloca a curva de demanda para baixo (esquerda).

A moeda brasileira se deprecia e o dólar aumenta de valor em termos de reais.

Exercício: Tente você desenhar o gráfico mostrando esse resultado!

INFLAÇÃO ESPERADA

Caso haja uma expectativa de aumento de inflação no Brasil e de que nossa moeda vai perder poder de compra, isso pode estimular deslocamentos das curvas

de oferta e demanda por reais, e como resultado final a taxa de câmbio R\$/USD tende a se depreciar. Vejamos por quê.

Suponha que haja um aumento na taxa de inflação esperada no Brasil.

Tanto a curva de oferta quanto a curva de demanda (USD/R\$) por reais irá se mover.

No lado da demanda, vai haver uma percepção pelos norte-americanos que os produtos brasileiros irão encarecer e se tornarem menos interessantes para importar. Isso estimula diminuição de demanda por reais e menor pressão de venda de dólares para compra de reais. A curva de demanda se desloca para baixo (esquerda).

No lado da oferta, os brasileiros percebem que os produtos e ativos norte-americanos vão baratear em relação aos brasileiros. Isso estimula venda de reais e compra de dólares. Os produtos exportados pelos Estados Unidos ficam mais baratos, pois seu preço doméstico estará relativamente menor. A curva de oferta se desloca para cima (direita).

A moeda brasileira real se deprecia frente ao dólar norte-americano, e o dólar se aprecia.

Exercício: Tente você desenhar o gráfico mostrando esse resultado!

CRESCIMENTO ECONÔMICO

Finalmente, vamos supor que a economia dos Estados Unidos esteja crescendo a um ritmo superior ao da economia brasileira. Ou seja, olhando a situação presente em 2018, está havendo uma percepção no Brasil de um *boom* de crescimento na economia norte-americana, e ao mesmo tempo de uma conjuntura difícil na economia brasileira.

Isso pode provocar uma corrida de investimentos do Brasil para os Estados Unidos.

O que acontece com a taxa de câmbio?

Em termos teóricos, pode ser indefinido. Em geral, as duas curvas se deslocam. Vai haver um embate de forças, e o resultado final definido caso a caso.

No exemplo em discussão, dado a magnitude do descompasso dos crescimentos econômicos dos Estados Unidos e do Brasil, provavelmente haverá uma apreciação do dólar e uma depreciação do real.

Nesse caso, tanto a curva de oferta quanto a curva de demanda aumentam, se deslocando para cima (direita, caso da oferta e da demanda), redundando em uma apreciação do câmbio USD/R\$.

Note que se o descompasso de crescimento entre os dois países fosse menor, o cenário pode ser diferente.

A demanda por produtos brasileiros e serviços pode aumentar por parte dos norte-americanos, pois o crescimento econômico nos Estados Unidos estimula o aumento dos seus gastos tanto internos quanto para importações. Os norte-americanos vão vender dólares, e comprar reais.

Por outro lado, a oferta de reais também aumenta, à medida que brasileiros vendam reais para comprar dólares e investir nos Estados Unidos.

Qual será o deslocamento com maior intensidade, o de demanda ou oferta?

Nessa e em outras situações, portanto, não fica muito definido o resultado final em termos de depreciação ou apreciação do dólar ou do real. Vai depender da força dos respectivos deslocamentos das curvas de oferta e de demanda.

Exercício: Tente você desenhar o gráfico mostrando esse resultado!

TAXA DE CÂMBIO E COMÉRCIO EXTERIOR

O Brasil necessita de dólares para equilibrar suas contas correntes.

Existe uma demanda de dólares para importações e uma oferta de dólares fornecidos pelas exportações.

A taxa de câmbio real/dólar é o preço de equilíbrio – ditado pela interseção das curvas de oferta e demanda.

Quando aumenta a demanda por importações, aumenta a demanda por dólares. Nesse caso, o preço sobe – a taxa de câmbio real/dólar aumenta – e a moeda real se deprecia.

Quando aumentam as exportações, aumenta a oferta de dólares – a taxa de câmbio real/dólar cai e a moeda real se aprecia.

O efeito final sobre a taxa de câmbio depende das elasticidades-preço dos esquemas de demanda e oferta...

...em outras palavras, do grau de resposta tanto de oferta das exportações a uma variação na taxa de câmbio quanto do grau de resposta da demanda por importações a uma variação na taxa de câmbio.

DETERMINANTES DE LONGO PRAZO

Embora seja sempre arriscado fazer previsões quanto à taxa de câmbio, existe um certo consenso de que algumas afirmações podem ser feitas em uma visão de longo prazo. Vejamos:

Países com altas taxas de crescimento econômico do PIB, face aos demais países, tendem a apreciar sua taxa de câmbio

Países que acumulam déficits de transações correntes tendem a depreciar sua taxa de câmbio; já nos países superavitários, ocorre o oposto

As tendências de longo prazo das taxas de câmbio são afetadas por diferenças nas taxas de juros reais (as taxas nominais de juros ajustadas pela inflação)

Isso acontece porque elevadas taxas reais de juros, relativamente a outros países, atraem investidores, principalmente de investimento de portfólio

Países com alta inflação (relativa aos demais países) tendem a depreciar seu câmbio; o oposto ocorre em países de baixa inflação

PARIDADE DO PODER DE COMPRA (PCC)

Uma análise que é usada com frequência não só para avaliar sinais de sobreavaliação ou subavaliação da taxa de câmbio, mas também para fazer **adivinhações educadas** utiliza a teoria da paridade do poder de compra.

Segundo essa teoria, baseada na Lei do Preço Único, os preços de bens comercializáveis tendem a ser iguais nos países engajados no comércio internacional. Caso as taxas de câmbio sejam flexíveis, e não existam barreiras comerciais e tarifárias significativas, a mudança esperada no câmbio vai comparar a inflação esperada em um país com a inflação esperada no país parceiro.

Por exemplo, se a taxa spot Real/USD no Brasil, em 2018, é de R\$ 4,00, e as inflações esperadas nos próximos doze meses forem, respectivamente, 4% no Brasil e 2% nos Estados Unidos, pode-se prever que, *ceteris paribus*, a taxa de câmbio R\$/USD subirá para R\$ 4,08 em 2019.

Devido à simplicidade de cálculo e à lógica subjacente, a PPC (conhecida como PPP – *purchasing power parity*) é bastante utilizada.

Alguns cuidados, no entanto, precisam ser tomados.

Deve-se, na medida do possível:

- atentar para as datas de início e fim, pois o índice PPC é sensível;
- escolher datas em que se considere que o mercado de câmbio está equilibrado;
- excluir os bens não comercializáveis do índice de preços utilizado para os dois países comparados;
- checar se não existem grandes distorções nos custos de transação assumidos na equalização ou na qualidade dos bens comercializáveis .

Visto isso, podemos notar que a PPC é mais útil para o exame de expectativas inflacionárias de longo prazo do que de curto prazo.

APLICAÇÕES

A revista *The Economist* calcula o índice Big Mac.

Assumindo que a composição de insumos e de qualidade do sanduíche da rede de restaurantes é similar nas dezenas de países onde o *Big Mac* é comercializado, a Revista calcula seu preço, em dólar, nos Estados Unidos, e o compara com seu valor, por exemplo, no Brasil. Para tanto, faz a conversão do preço em reais para dólares, e avalia se o Real está subavaliado ou sobre avaliado em relação ao Dólar.

Alguns países usam uma medida mais sofisticada: o TWERI (em inglês, o *Trade-Weighted Exchange Rate Index*).

O TWERI é estimado com base na ponderação de quanto representa cada parceiro comercial na composição da pauta de comércio exterior do país que está construindo o índice. Em seguida, usa-se o PPC, e, finalmente, calcula-se a inflação esperada de país a país parceiro.

FUNCIONAMENTO PRÁTICO DO MERCADO DE CÂMBIO

O mercado de câmbio global é o maior mercado do mundo. Nele são negociados, considerando uma base anual, mais de um quatrilhão de dólares. Para se ter uma base de comparação, o PIB total dos países, em 2018, gira em torno de USD 75 trilhões.

Nesse mercado, cerca de 10% dos negócios são para o comércio exterior, e 90% são utilizados em transações financeiras. Existem duas taxas principais de câmbio: a vista (*spot rate*) e a termo (*forward rate*). Vamos conhecê-las:

SPOT RATE

A *spot rate* é instantânea, mas existe uma convenção, no mercado, de fazer a liquidação/compensação em até dois dias, portanto é D+2.

Sua cotação, se tomarmos a perspectiva do mercado brasileiro, pode ser direta (R\$/USD), ou indireta (USD/R\$). Vista na perspectiva do mercado norte-americano, ela é indireta (R\$/USD) ou direta (USD/R\$).

Deve-se tomar cuidado, pois, algumas vezes, isso causa grande confusão nas discussões de negócios entre matriz norte-americana e filial brasileira!

FORWARD RATE

A *forward rate*, ou taxa a termo, é o preço da moeda estrangeira na data de hoje para entrega em uma data futura feita em concordância, via contratos, entre compradores e vendedores.

Essa taxa pode ser negociada, havendo mercado, para diversas datas:

um mês

dois meses

três meses

seis meses

doze meses

três anos

cinco anos

sete anos

dez anos

Os mercados derivativos operam em bolsas e em mercados de balcão, mercados futuros, de opções e de *swaps* cambiais.

A arbitragem, fundamentada na Lei do Preço Único, permite uma intensa, porém simplificada, negociação de taxas de câmbio entre os cerca de 200 países da economia global.

Essa Lei diz que os preços de bens comercializáveis idênticos e ativos financeiros semelhantes tendem a ser iguais após o ajuste pela taxa de câmbio e pelos custos de transação.

Caso cada país tivesse, diretamente, taxas de câmbio com cada um dos demais países, necessitaríamos de um número absurdo de preços, mais de 25.000 taxas diferentes de câmbio.

Utilizando, via arbitragem, taxas indiretas de câmbio, ancoradas em algumas poucas moedas mais conversíveis, como o Dólar norte-americano e o Euro, esse número de preços cai significativamente.

Por exemplo, um importador brasileiro pode comprar rúpias indianas utilizando, primeiramente, reais para comprar dólares (R\$/USD), e, em um segundo momento, utilizar os dólares para comprar a quantidade desejada de rúpias (USD/Rúpia).

Esse mercado, chamado de **taxas cruzadas**, é o que funciona na economia internacional, e é considerado muito eficiente e rápido na formação de preços de câmbio.

MERCADO DE CÂMBIO E FINANÇAS INTERNACIONAIS

A Inglaterra foi o grande centro financeiro mundial no século 19, pois era um país credor e zelava por sua moeda. Foi o século da *Pax Britannica*, período em que houve um avanço constante e equilibrado na economia mundial.

Gradualmente, esse papel passou a ser desempenhado pelos Estados Unidos, que se tornou, de modo incontestado, a grande potência financeira do século 20.

Atualmente, a economia financeira global levanta a questão: quem será o grande líder financeiro na primeira metade do século 21?

Logo após a crise financeira de 2007/2008, e com o grande impulso da economia da China, parecia estar abalado o papel dos EUA. Com o Dólar perdendo prestígio, esboçava-se uma profunda crise no país, caracterizada pelos seguintes fatores:

1. perda de credibilidade do Dólar como a moeda internacional com o maior *status* nas finanças internacionais;
2. ameaça ao privilégio de poder emitir a moeda de reserva do mundo, à capacidade de tomar dinheiro barato e ao de *poder endividar-se* em melhores condições que os outros países;
3. distanciamento econômico de países como China, Rússia, Índia, Taiwan e Coreia, devido à depreciação do Dólar, fazendo-os diversificar suas aplicações de reservas internacionais para investimentos em moeda diferente da moeda norte-americana.

Passados alguns anos da crise, contudo, parece que esses obstáculos foram, em sua maior parte, superados. Isso reflete, de certa maneira, o fato de que a liderança não depende só de forças econômicas; fatores institucionais pesam bastante.

Este é o trunfo dos Estados Unidos: um forte e crível sistema legal e judicial que faz com que se respeitem, com presteza, os contratos financeiros.

CÂMBIO, MERCADO, E FINANÇAS DE EMPRESAS EXPORTADORAS E MULTINACIONAIS

É cada vez maior o número de empresas brasileiras que vêm-se tornando multinacionais ou investindo em nosso país. Por exemplo, existem 1.600 empresas alemãs instaladas no Brasil.

O número de empresas exportadoras também se tornou significativo. Em 2015, mais de 20.000 empresas brasileiras exportaram mais de USD 225 bilhões para o mercado exterior.

A competitividade internacional dos produtos é afetada pela taxa de câmbio. Vamos supor que o Brasil exporte um torno mecânico para os Estados Unidos no valor de R\$ 100 mil. O preço desse produto, nos Estados Unidos, pode variar bastante, dependendo da época da compra.

Se, em 2010, a taxa de câmbio R\$/USD fosse de R\$ 2,00, seu preço seria de R\$ 100 mil / R\$/USD 2, ou USD 50 mil. Se, em 2018, a taxa de câmbio passasse a R\$/USD 4,00, o preço, em dólares, cairia para USD 25 mil.

Sem dúvida, o produto se tornaria muito mais competitivo no mercado norte-americano e, conseqüentemente, iria ganhar mercado.

RISCO CAMBIAL DAS EMPRESAS EXPORTADORAS/IMPORTADORAS E MULTINACIONAIS

A exposição ao risco cambial se dá por meio de três principais situações de risco (*risk exposure*). Vamos conhecê-las de forma detalhada:

TRANSLATION RISK EXPOSURE

Ocorre quando os ativos ou passivos estrangeiros são afetados pelas taxas de câmbio.

Trata-se, principalmente, dos ajustes contábeis, mas que podem afetar a avaliação do desempenho (de modo positivo ou negativo) do administrador local ao apresentar resultados à matriz.

TRANSACTION RISK EXPOSURE

Ocorre quando a compra ou venda feita hoje se efetiva em data futura. Nesse caso, o risco se dá porque pode haver uma grande variação cambial entre as duas datas.

OPERATION RISK EXPOSURE

Ocorre quando os fluxos de caixa de uma empresa são impactados por taxas de câmbio.

Por exemplo, nos últimos anos, diversas empresas industriais brasileiras passaram a depender, cada vez mais, de global outsourcing para produzir via importação de componentes. Essa dependência pode causar problemas devido à grande depreciação do Real nos últimos anos.

INTERVENÇÃO GOVERNAMENTAL NO CÂMBIO

Muito embora a maior parte dos países, hoje em dia, tenda a usar taxas flexíveis ou flutuantes de câmbio, na prática, sempre existe algum grau de intervenção governamental. Essa intervenção é:

direta – quando o governo usa mercados (no Brasil, o mercado de *swaps* é muito utilizado pelo Banco Central para suas operações de *swap* reverso) para comprar e vender moedas;

indireta – quando se utiliza a política monetária para impactar juros e inflação esperada.

Em muitos casos, a intervenção é esterilizada, compensando uma movimentação indireta (por exemplo, um aumento nas taxas de juros de curto prazo) por meio de uma ação direta no mercado de moedas estrangeiras.

Como as modernas economias estão bastante integradas, costumam acontecer intervenções coordenadas envolvendo diversos países que, nesse processo

decisório de intervenção, concordam em aumentar ou diminuir a taxa de câmbio de determinado país (por exemplo, as pressões para a China apreciar sua depreciada moeda).

ADMINISTRAÇÃO DO RISCO CAMBIAL

As empresas multinacionais podem usar quatro principais mecanismos para administrar o risco cambial (chamados de *hedge* ou proteção). Vamos conhecer cada um desses mecanismos:

HEDGES INTERNOS

Uma empresa que vende seu produto em diversos mercados pode selecionar moedas para fazer **casamentos, na mesma moeda**, entre custos e receitas.

Por exemplo, a BMW fabrica carros no Brasil, vende esses carros em dólares nos Estados Unidos, e usa esses dólares para comprar auto partes no mercado norte-americano e enviá-las ao Brasil.

HEDGES USANDO CONTRATOS A TERMO (*FORWARD CONTRACTS*)

Uma empresa compra moeda estrangeira no mercado a termo e fixa sua taxa de câmbio.

Esse mecanismo é muito usado para cobrir o risco de *transaction exposure*.

HEDGES USANDO CONTRATOS DE FUTUROS E DE OPÇÕES

Esses contratos existem para poucas moedas, mas incluem a do Brasil.

O mercado de futuros cria obrigações, enquanto o mercado de opções dá maior flexibilidade à decisão. É um mercado que exige maior atenção dos *hedgers*.

HEDGES USANDO SWAPS DE MOEDAS

As empresas fazem acordos umas com as outras para trocar fluxos futuros de pagamento em moedas diferentes, e fixam datas para a compensação e liquidação.

Pode ser feito em bolsa ou mercado de balcão, ou via operações diretas entre empresas.

16

REGIMES DE CÂMBIO

INTRODUÇÃO

Uma importante questão da interface entre a política macroeconômica e a economia internacional refere-se aos sistemas ou regimes de câmbio.

CATEGORIAS DOS REGIMES DE CÂMBIO

Uma importante questão da interface entre a política macroeconômica e a economia internacional refere-se aos sistemas ou regimes de câmbio.

Esses sistemas são classificados em quatro amplas categorias:

1. sistemas de flutuação livre;
2. sistemas de flutuação administrada;
3. sistemas de câmbio fixo;
4. sistemas híbridos.

A seguir, estudaremos cada uma delas de forma detalhada.



FLUTUAÇÃO LIVRE

Os sistemas de flutuação livre têm uma peculiaridade: deles os governos e bancos centrais não participam. Essas instituições podem regular o mercado para evitar fraudes, mas não interferem na livre flutuação das moedas.

O conceito de um mercado totalmente livre, no entanto, é teórico, pois sempre existe algum tipo de intervenção na prática.

A vantagem desse sistema é que ele se autorregula. As próprias forças de mercado se encarregam da tarefa, inibindo, via variação na taxa de câmbio, grandes deslocamentos de oferta ou demanda.

Além disso, a taxa de câmbio é apenas um preço nesse sentido, por uma questão de eficiência de mercado. As forças específicas de oferta e demanda de seu próprio mercado é que devem atuar, e não o conjunto da economia.

O grande problema da taxa de câmbio flutuante é sua imprevisibilidade, pois pode aumentar o risco das transações no mercado internacional e, conseqüentemente, aumentar o custo de efetuar negócios com outros países.

No entanto, dois alertas precisam ser feitos:

- 1 | O fato de ser flutuante não significa que o câmbio tenha de ser volátil todo o tempo; o sistema pode ser muito estável e previsível.
- 2 | A comunidade financeira internacional desenvolveu mecanismos para administrar esse risco – tais como os derivativos de câmbio.

FLUTUAÇÃO ADMINISTRADA

Nos sistemas de flutuação administrada (*dirty floating*), o câmbio flutua, mas o Governo/Banco Central atua comprando e vendendo moedas, de modo a influenciar a formação da taxa de câmbio.

O objetivo dessa intervenção é prevenir excessivas variações na taxa de câmbio, e sua vantagem é dar maior previsibilidade ao câmbio.

O problema dessa intervenção é ter como alvo taxas de câmbio que não sejam as que, naturalmente, existiriam se as forças de demanda e oferta funcionassem livremente, de acordo com os fundamentos do mercado, ou seja: é possível que, em determinadas situações, o sistema viabilize taxas artificiais e distorcidas.

TAXAS FIXAS DE CÂMBIO

O sistema de taxas fixas funcionou bem durante o regime do padrão-ouro e, relativamente bem, no sistema de *Bretton Woods*. Hoje o sistema de taxas fixas aparece sob a forma de *currency boards* em Hong Kong e, até 2001, na Argentina.

Um caso extremo de taxas fixas acontece no Equador e no Panamá, que usam o Dólar norte-americano como sua moeda. O grande mérito desse sistema é a estabilidade de expectativas e a disciplina de preços que se estabelece.

Por outro lado, seu grande problema ocorre quando a taxa fixa deixa de corresponder aos fundamentos da economia. Nesse caso, resta desvalorizar ou valorizar a taxa de câmbio – o que é sempre uma experiência traumática.

OUTROS SISTEMAS DE CÂMBIO

Existem outros sistemas ou regimes de câmbio. Vamos conhecê-los:

BANDAS

São usadas, geralmente, em sistemas de taxas de câmbio fixo. Nesse caso, a taxa pode flutuar dentro de uma estreita margem, acima e abaixo do valor de par.

ADJUSTABLE PEG

O valor de par e a banda de flutuação são definidos estipulando-se que o valor de par será mudado periodicamente – com a taxa de câmbio desvalorizada, para corrigir um déficit, ou valorizada, para corrigir um superávit no balanço de pagamentos.

CRAWLING PEG

O valor de par é mudado, com frequência e aos poucos, até atingir o valor de par ideal.

CORREÇÃO MONETÁRIA

No Brasil, utilizou-se um sistema de correção monetária diária da taxa de câmbio. Esse regime teve seu ápice na década de 1980, quando o país vivia, praticamente, em um ambiente de hiperinflação.

AJUSTE SEGUNDO O ENFOQUE DO COMÉRCIO

As contas-correntes do balanço de pagamentos de um país são afetadas, principalmente, por variações de preços nos dois sistemas de taxa de câmbio (flutuante e fixo). O quadro teórico que dá suporte a esse processo é o enfoque de comércio ou enfoque de elasticidade.

O enfoque de comércio assume que o país corrige um déficit na balança comercial ou em transações correntes utilizando o mecanismo de ajuste nas taxas de câmbio.

Como o objetivo do país é alterar os fluxos do comércio exterior, a velocidade de resposta à variação na taxa de câmbio depende do grau de resposta (ou elasticidade) das importações e exportações.

Um país pode corrigir um déficit em seu balanço de pagamentos deixando que a moeda se deprecie.

Quanto mais elásticas são as curvas de demanda e de oferta, menor é a depreciação necessária para corrigir esse déficit.

Quanto menores são os coeficientes de elasticidade das respectivas curvas, maior é a depreciação necessária para corrigir o déficit.

Essas ações trazem consequências. Vejamos:

A depreciação da taxa de câmbio produz uma consequência macroeconômica para o mercado doméstico, pois produz uma pressão inflacionária sobre os preços internos.

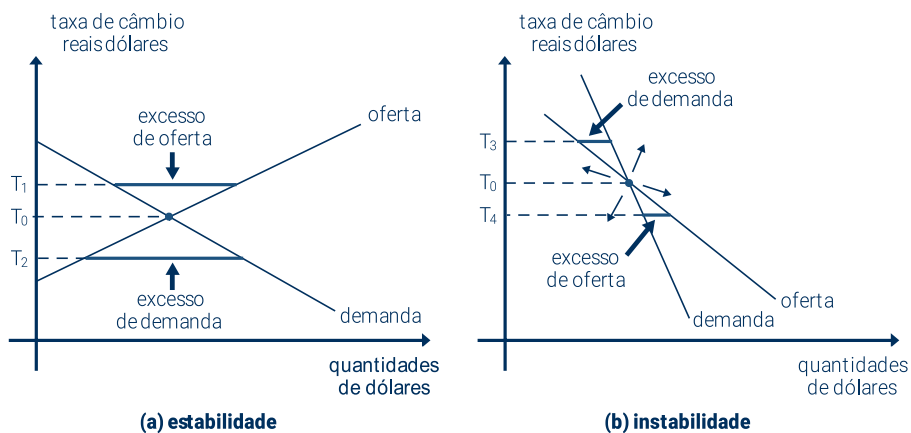
Já a apreciação da taxa de câmbio produz um efeito inverso, pois a relação entre taxa de câmbio e estabilidade dos preços domésticos coloca um **freio** no mecanismo de ajuste de depreciação da taxa de câmbio para corrigir déficits em transações correntes.

Um outro efeito ocorre sobre os termos de troca do país (TT), que expressam a razão entre os preços das mercadorias de exportação e os preços das mercadorias de importação desse país.

Dependendo das respectivas elasticidades (preço das curvas de demanda e de oferta), uma depreciação da moeda pode aumentar, diminuir ou manter igual o TT.

MERCADOS CAMBIAIS

Um mercado cambial estável (a) e um mercado cambial instável (b) podem ser assim representados...



(a)...

Em a, observamos que, se a taxa de câmbio T_1 estiver acima da taxa de equilíbrio T_0 , cria-se um excesso de oferta que pressiona a taxa de câmbio para baixo.

Por outro lado, caso a taxa de câmbio T_2 esteja abaixo da taxa de equilíbrio T_0 , cria-se um excesso de demanda que irá pressionar a taxa para cima.

(b)...

Em b, no entanto, o mercado é instável.

Caso a taxa T_3 esteja acima da taxa de câmbio de equilíbrio T_0 , causa um excesso de demanda, que força para cima a taxa, aumentando mais ainda o desequilíbrio.

Se a taxa T_4 estiver abaixo da taxa de câmbio de equilíbrio T_0 , cria um excesso de oferta, o que também pode derrubar a taxa de câmbio, aumentando ainda mais o desequilíbrio.

Nesse último caso, acreditamos na hipótese de que existe um trecho de inclinação negativa da curva de oferta. Isso é raro, mas pode existir.

EFETOS NO MERCADO CAMBIAL

O mercado de câmbio é estável caso a curva da oferta de câmbio tenha uma inclinação positiva, ou, se negativamente inclinada, tiver uma inclinação maior – menos elástica – do que a curva de demanda.

De acordo com a Condição Marshall-Lerner, o mercado de câmbio é estável caso a soma dos coeficientes de elasticidade-preço das demandas de exportação e importação, em valor absoluto, excedam 1.

Se essa soma for 1, a mudança na taxa de câmbio não provocará mudanças no balanço de pagamentos.

Se essa soma for menor do que 1, o mercado cambial é instável e a depreciação do câmbio pode agravar o déficit no balanço de pagamentos.

EFEITOS NEGATIVOS

No caso do Brasil, em um regime de câmbio flutuante, o próprio mercado – isto é, as elasticidades da oferta e demanda – determina o novo nível de equilíbrio da taxa de câmbio.

O problema é que esse processo pode durar muito tempo, criando efeitos negativos sobre a macroeconomia, tais como:

Incertezas, expectativas pessimistas, adiamento de decisões sobre entradas e saídas de capitais e fluxos comerciais no mercado externo...

Tal processo leva muitos observadores a recomendarem uma intervenção governamental – o *dirty floating*.

A questão, portanto, gira em torno do valor dos coeficientes de elasticidade.

PESSIMISMO DAS ELASTICIDADES

Estudos mais recentes mostram que os mercados são estáveis e que as curvas de demanda e oferta são elásticas em longo prazo.

Os estudos empíricos feitos nos anos 40 concluíram que os mercados seriam geralmente instáveis ou mostrariam estabilidade só na melhor das hipóteses.

Esses estudos levaram os economistas a desenvolver um quadro de análise que se denominou de pessimismo das elasticidades.

Posteriormente, os estudos econométricos que o fundamentaram apresentaram falhas metodológicas, pois faziam confusão entre deslocamentos da demanda e elasticidades em curto e longo prazos.

EFEITO J

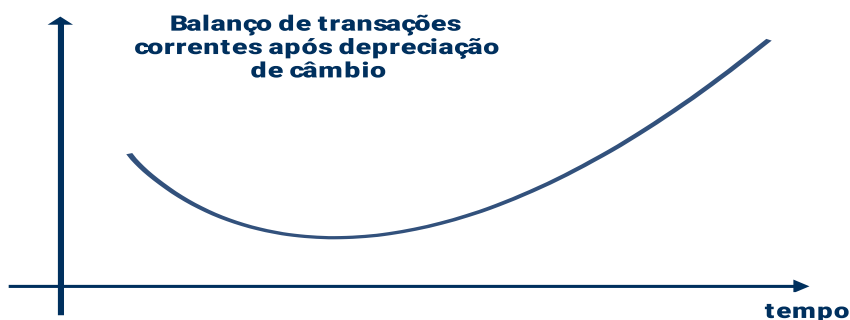
O senso comum diz que uma depreciação cambial mostra efeitos imediatos para diminuir as importações e aumentar as exportações – e, portanto, mostrar resultados positivos sobre a balança comercial do país.

No entanto, diversos estudos empíricos mostram que uma depreciação da moeda resulta, inicialmente, em uma deterioração da balança comercial do país – só mais tarde há melhoria.

Esse é o efeito J – o chamado *pass-through* da depreciação da moeda sobre as importações é apenas parcial, de acordo com esses recentes estudos.

GRÁFICO DO EFEITO J

O gráfico a seguir ilustra o efeito J...



Em alguns casos, as elasticidades-preço das importações e das exportações sobem ao longo dos anos.

Contudo, a relação entre a taxa de câmbio e as exportações podem ser não-lineares, ou seja, a variação do câmbio pode produzir efeitos sobre os saldos comerciais – exportações menos importações – que sejam mais ou menos proporcionais.

Isso explica o chamado efeito J. Podemos notar que, com a variação da taxa de câmbio – uma depreciação – no começo, o saldo comercial pode baixar. Com o tempo, no entanto, o saldo sobe.

REGIME DO PADRÃO-OURO

O caso mais clássico do uso de uma taxa de câmbio fixa é o regime do padrão-ouro. Nele existe um mecanismo automático (*price-specie-flow mechanism*) que corrige, automaticamente, os desequilíbrios no balanço de pagamentos.

O mecanismo funciona da seguinte forma: dado que a circulação monetária sob o regime do padrão-ouro consiste em ouro ou papel-moeda lastreado em ouro, a oferta de moeda cai quando um país enfrenta um déficit em sua balança comercial e sobe quando ocorre um superávit.

Em outro país, que enfrenta, respectivamente, um superávit ou um déficit, a oferta monetária aumenta ou diminui. Isso faz com que os preços internos caiam no país deficitário e subam no país superavitário.

Com o tempo, o quadro das exportações no país deficitário melhora, e as importações no país superavitário aumentam, até que se eliminem os déficits e os superávits via equilíbrio nas ofertas monetárias de cada país.

No regime do padrão-ouro, um país define o conteúdo de ouro de sua moeda e coloca-se, passivamente, para comprar ou vender qualquer quantidade de ouro a esse preço. Isso resulta em uma taxa de câmbio fixa, determinada pela interseção das curvas de demanda e oferta do país entre os *gold points* (bandas de flutuação da taxa de câmbio).

O país se compromete, portanto, a manter seu câmbio dentro desse intervalo, entrando no mercado, para tal, por meio da compra ou venda de ouro.

17

MACROECONOMIA DAS ECONOMIAS ABERTAS: TEORIA E MODELOS

INTRODUÇÃO

A macroeconomia de economias abertas estuda os problemas econômicos que um país enfrenta quando são levados em conta os vínculos comerciais e financeiros entre países.

MACROECONOMIA DE ECONOMIAS ABERTAS

Vamos examinar a estrutura analítica da macroeconomia de economias abertas.

Quando um país acumula exportações líquidas – exportações (X) maiores do que importações (M), ou $[X - M > 0]$ –, ele acumula ativos estrangeiros e transforma-se em um investidor líquido no exterior.

O PIB de uma economia aberta pode ser expresso pela seguinte equação:



$$\text{PIB} = C + I + G + X - M$$

Onde:

investimento = I ;

consumo = C ;

governo = G ;

importação = M ;

exportação = X .

DEMANDA AGREGADA

A demanda agregada é representada pela seguinte equação:

$$(C + I + G + X - M)$$

IMPORTAÇÕES E EXPORTAÇÕES

As importações estão muito ligadas ao PIB.

Quando a demanda agregada doméstica ($C + I + G$) aumenta, em geral, M aumenta também. Já X depende mais da economia dos outros países e menos da economia doméstica. Na história econômica do Brasil, entretanto, já houve períodos em que a recessão da economia doméstica forçou as indústrias a exportarem a qualquer preço.

Existe um vínculo entre M e o PIB, representado pela seguinte equação:

$$M = m \text{ PIB}$$

Onde m é a propensão marginal a importar (PMI).

PROPENSÃO MARGINAL A IMPORTAR (PMI)

O PMI mostra o quanto crescem as importações com a variação incremental do PIB. Em outras palavras, mostra o percentual de crescimento das importações havendo o aumento de 1% no PIB.

PAUTA BRASILEIRA DE IMPORTAÇÕES

A pauta atual de importações brasileiras é muito rígida, composta de petróleo, outras matérias-primas, bens intermediários, peças, componentes de máquinas e bens de capital.

Além disso, essa pauta está fortemente relacionada à renda: quando o PIB brasileiro sobe, sobem as importações.

Em curto prazo, é difícil que as importações decresçam muito, a não ser por meio de um declínio no PIB. Em longo prazo, pode haver substituição de importações, o que mitiga o problema.

No caso brasileiro (devido às importações), o efeito de um investimento sobre a renda nacional seria condicionado por um multiplicador menor.

IMPACTOS SOBRE A ECONOMIA

O investimento sobre o PIB pode gerar alguns impactos, como:

- efeitos multiplicadores;
- efeitos de vazamento.

Além desses dois, existem outros impactos atuantes sobre a economia que tornam sua análise mais complicada.

Por exemplo, uma variação no consumo ou no investimento (estimulada pela redução dos impostos ou da taxa de juros) pode resultar em maior inflação ou, dependendo das circunstâncias com que o governo financia seus déficits, em *crowding out*.

Do mesmo modo, podem ocorrer os seguintes contextos:

- um aumento no PIB causado por uma depreciação na taxa de câmbio pode ser seguido por um aumento na inflação ou uma redução na poupança externa;
- um aumento na poupança externa resultante de um crescimento no déficit da balança comercial pode estimular o investimento doméstico e não causar nenhuma perda líquida para a economia.

EFEITO MULTIPLICADOR

Pela macroeconomia, sabemos que existe um efeito multiplicador do investimento sobre o PIB.

Em outras palavras, um aumento de R\$ 1 bilhão em investimento (I) pode aumentar o PIB em R\$ 2, R\$ 3 ou R\$ 4 bilhões, dependendo do valor do multiplicador.

O mesmo multiplicador se aplica a gastos do governo. Nessa mesma linha de raciocínio, no que diz respeito a seu potencial para dinamizar o PIB, entendemos que um saldo positivo na balança comercial [$(X - M) > 0$] é como um investimento.

Esse contexto também vale para a macroeconomia de economias abertas, com $(X - M)$. Existe um impacto de curto prazo nesse saldo (exportações líquidas) sobre o PIB, ou seja, há um multiplicador atuando na economia.

Havendo menos do que o pleno emprego dos fatores de produção no curto prazo, um aumento de $(X - M)$ pode causar um impacto mais que proporcional no PIB.

EFEITO VAZAMENTO

Quando qualquer dos componentes C , I , G ou X aumenta, há um impacto sobre as importações. Em termos de valores, m mostra o quanto se gasta em centavos ou reais em M quando o PIB aumenta em uma unidade de Real.

A propensão marginal a importar funciona, portanto, como um freio para o crescimento do PIB. Além disso, ela provoca o que é chamado, na literatura econômica, de vazamento nos fluxos do PIB.

O vazamento prejudica o potencial de aumento do PIB no país. Nesse caso, a renda e o emprego estão sendo gerados no exterior à medida que aumentam os investimentos, o consumo, as exportações e os gastos governamentais no Brasil.

Um efeito similar de vazamento é causado pela poupança expressa pela propensão marginal a poupar (s). Note que $S = s \text{ PIB}$, ou seja, a poupança (S) guarda relação positiva com o PIB.

MULTIPLICADORES E VAZAMENTOS EM AÇÃO

Um tema muito relevante para entendermos a dinâmica da economia no curto prazo é o efeito conjunto de multiplicadores e vazamentos. Devemos, portanto, considerar os seguintes pressupostos:

- 1 | Em uma economia fechada, sem comércio exterior, o multiplicador é expresso como $1/s$.
- 2 | Em uma economia aberta, soma-se m com s . O multiplicador, agora, é $1/(m + s)$.
- 3 | Em uma economia aberta, o multiplicador é menor do que em uma economia fechada, pois temos outro vazamento além da poupança, representado pela PMI.

18

MODELOS IS-LM E M-F (MUNDELL FLEMING) NO CONTEXTO DAS ECONOMIAS ABERTAS

INTRODUÇÃO

O modelo *Mundell-Fleming* é uma extensão do Modelo IS-LM, que apresenta um método que determina, em conjunto, a taxa de juros real, o PIB real, a taxa de câmbio real e a balança real de transações correntes.

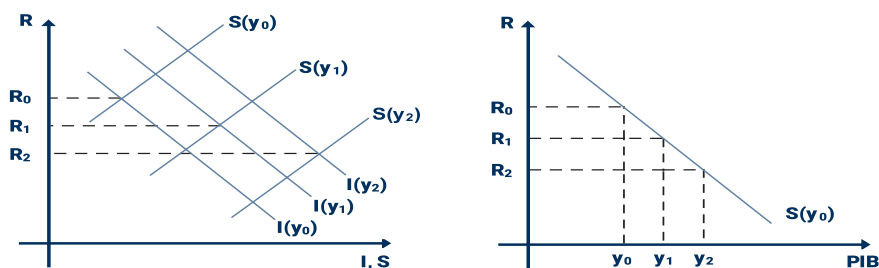
O Modelo IS-LM foi elaborado par analisar uma economia fechada (autárquica). Já o Modelo M-F tenta descrever uma economia aberta para o comércio internacional.



MODELO IS-LM

O modelo IS-LM é um modelo clássico da Economia, baseado na Teoria Keynesiana. Ele mostra o equilíbrio dos mercados monetário e de produto.

Os dois gráficos que compõem o diagrama IS podem ser assim representados...

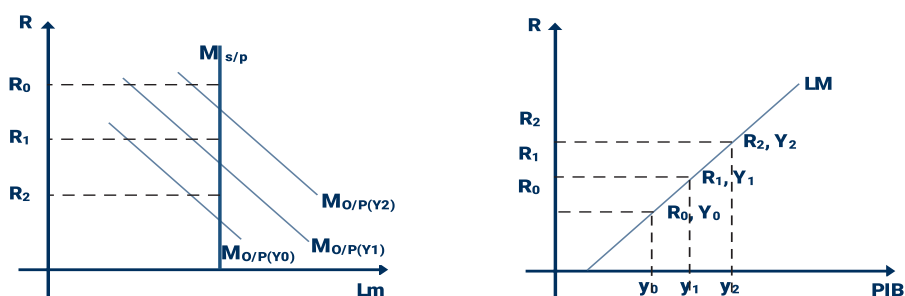


A curva IS representa, a diferentes taxas de juros – R_i –, os pontos de equilíbrio entre poupança $S(Y)$ e investimento *ex post* $I(Y)$.

DETERMINAÇÃO DO LM

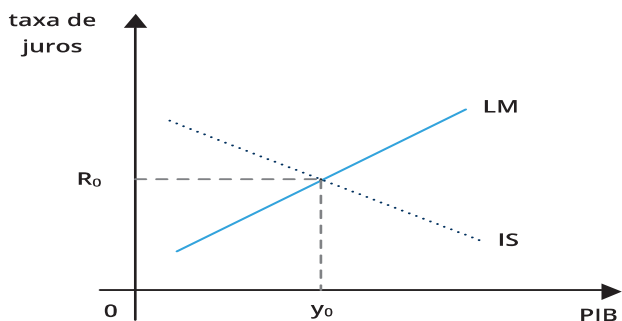
A curva LM representa, para diferentes taxas de juros, as interseções das curvas de demanda por moeda M_d/P com uma oferta de moeda fixa M_s/P .

Os dois gráficos que compõem o LM podem ser assim representados...



TAXA DE JUROS E PIB DE EQUILÍBRIO

O modelo IS-LM, que define, na interseção das duas curvas, a taxa de juros e o PIB de equilíbrio, pode ser assim representado:



O diagrama IS-LM mostra, em termos reais, como as curvas IS e LM determinam, conjuntamente, o PIB – y_0 – e a taxa de juros – R_0 – de equilíbrio.

MODELO MUNDSELL-FLEMING

O modelo *Mundell-Fleming* (modelo M-F) é um modelo econômico que faz uma extensão do modelo IS-LM.

Enquanto esse último trata de uma economia fechada, o modelo M-F analisa as variáveis econômicas relevantes num contexto de uma economia aberta.

Com efeito, o modelo M-F apresenta um método que determina, no curto prazo, e em conjunto, a taxa de juros real, o PIB real, a taxa de câmbio real e a balança real de transações correntes.

Combinando o diagrama IS-LM com o diagrama *Mundell-Fleming*, podemos determinar, conjuntamente, os valores reais da taxa de juros, do PIB, da taxa de câmbio e das exportações líquidas – $XL = X - M$.

Sabendo que todos os itens estão em valores reais (e não nominais), podemos deixar de lado o termo real a seguir. Vejamos sua equação básica.

$$\begin{aligned}
 S_p + S_g - (X - M) &= I \\
 S_e = - (X - M) &= (M - X) \\
 S_p + S_g + S_e &= I \\
 S_p + S_g - I &= - S_e
 \end{aligned}$$

Onde:

S_p = poupança privada;

S_g = poupança governamental;

S_e = poupança externa, igual a importações (M) menos exportações (X);

I = Investimento;

$X - M$ = saldo na balança comercial.

ESTRUTURA DE MODELOS

O modelo IS-LM e o modelo *Mundell-Fleming* podem ser combinados para analisarmos as políticas fiscal e monetária.

A estrutura dos modelos pode analisar casos diferentes, mas vamos nos concentrar em dois casos, que são aqueles que costumam receber maior atenção da literatura econômica.

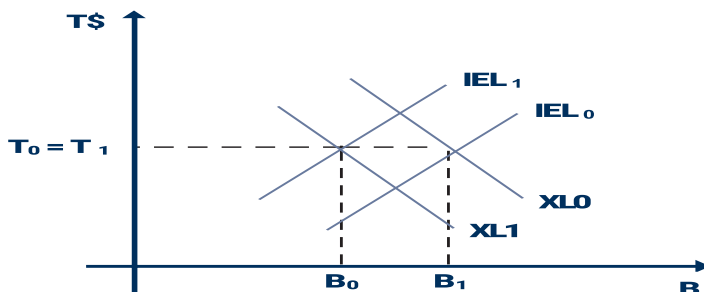
EXPANSÃO FISCAL

No caso da expansão fiscal, a curva IS se desloca para a direita, aumentando R e PIB. O aumento da renda PIB contrai XL – de XL_0 para XL_1 .

O mesmo acontece com IEL – IEL₀ contrai para IEL₁ – devido à queda de poupança. Como consequência, a **balança de transações correntes** – B – contrai-se de B_0 para B_1 .

Em relação à taxa de câmbio, a mudança em T é ambígua – T pode subir, cair ou permanecer igual. No gráfico, assumimos T constante, isto é, $T_0 = T_1$.

O importante é levar em conta que o aumento na taxa de juros aumenta o valor da taxa de câmbio, enquanto que o declínio das exportações líquidas diminui o valor da taxa de câmbio.



EXPANSÃO MONETÁRIA

No caso da expansão monetária, a curva LM se desloca para a direita. Isso aumenta o PIB e diminui a taxa de juros, em valores reais.

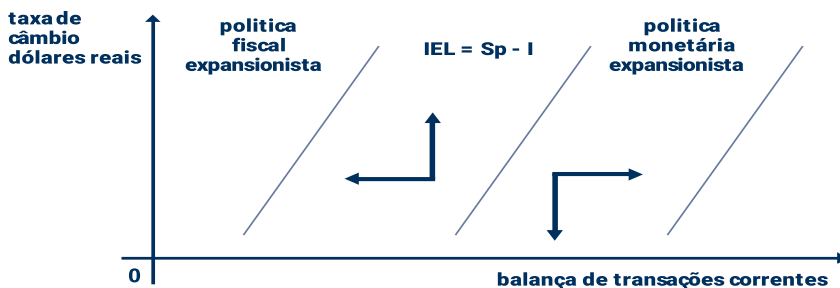
O aumento da renda faz contrair XL , de XL_0 para XL_1 . A curva IEL se expande, de IEL₀ para IEL₁, pois o PIB subiu e não há nenhum efeito exógeno provocando declínio na poupança. O valor da taxa de câmbio cai, de T_0 para T_1 .

A mudança em B é ambígua, pois seu valor pode aumentar ou diminuir, ou ainda ficar constante – $B_0 = B_1$.

Como a expansão monetária contribui para a baixa da taxa de juros e o aumento do produto, e esses dois fatores provocam movimentos compensatórios – aumentam tanto as importações quanto as exportações –, é difícil prever o resultado final sobre a balança de transações correntes.

CURVA IEL

Assumindo que dada renda real fique constante, vamos examinar como a curva Investimento Externo Líquido – IEL – varia com as políticas monetária e fiscal...



EFEITO DA POLÍTICA FISCAL...

Partindo da ideia de que a renda aumente devido a uma política fiscal que reduza impostos ou aumente gastos, haverá o crescimento maior de S sobre I e a queda do IEL. A curva IEL se desloca para cima e para a esquerda.

Efeito da política monetária...

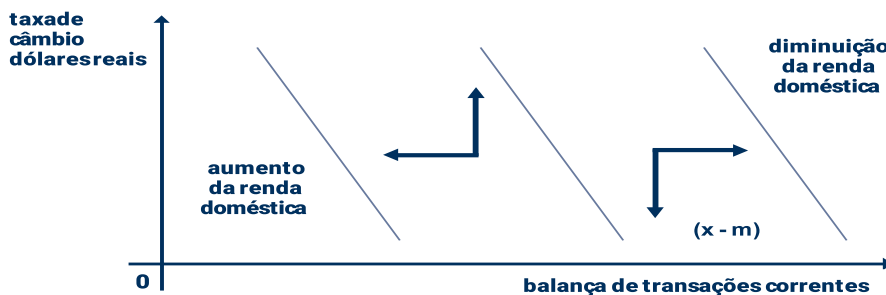
Supondo uma expansão da moeda, e $S_g = 0$, ocorrerá o aumento de S_p e I, sendo que, em S_p , será maior do que em I.

Desse modo, IEL vai subir como resultado da política monetária expansionista. No gráfico, vemos que a curva $IEL = S_p - I$ se desloca para baixo e para a direita.

O modelo *Mundell-Fleming* assume mobilidade de capital entre países, além das taxas de câmbio flutuantes. Na verdade, é mais útil e aplicável para grandes economias.

VARIAÇÃO DE ACORDO COM A RENDA DOMÉSTICA

Adicionemos ao modelo *Mundell-Fleming* uma curva chamada exportações líquidas ($X - M$). Essa curva é negativamente relacionada com a taxa de câmbio, pois uma apreciação no câmbio reduz exportações (X) e aumenta importações (M). A curva ($X - M$) pode ser assim representada...



TAXA DE CÂMBIO...

A taxa de câmbio está expressa como dólares por reais, de modo que, quando a taxa de câmbio cai, isso significa que o real se depreciou frente ao dólar.

Aumento da renda doméstica...

A curva (X - M) se desloca para a esquerda quando a renda doméstica aumenta, pois, em geral, as importações aumentam mais do que as exportações, enquanto que (X - M) cai.

Diminuição da renda doméstica...

Quando a renda doméstica se contrai, as exportações caem menos que as importações. (X - M) sobe, e a curva se desloca para a direita.

DETERMINAÇÃO DA TAXA DE CÂMBIO

No modelo *Mundell-Fleming*, a poupança e o investimento afetam a curva IEL, ao passo que a renda doméstica afeta a curva (X - M).

O gráfico a seguir mostra as duas curvas, em um gráfico que tem a taxa de câmbio dólar/real - T - no eixo vertical, e a balança de transações correntes - B - no eixo horizontal.

A interseção das curvas IEL e (X - M) produz os pontos de equilíbrio da taxa de câmbio T_0 e da balança de transações correntes B_0 .

ORÇAMENTO FISCAL E BALANÇA COMERCIAL

Suponhamos que o país seja deficitário na balança comercial. Dessa forma, teremos:

$$M > X \text{ ou } X - M < 0$$

Para compensar o saldo comercial negativo, é necessária a poupança externa, sob a forma de investimento externo líquido (IEL). Em outras palavras, o país receberá poupança do exterior (S_e).

Se a poupança privada (S_p) é igual ao investimento (I), podemos dizer que existe um forte vínculo entre o superávit (ou déficit) fiscal e o da balança comercial. Desse modo, temos:

$$S_g = X - M$$

ou

$$S_g = - S_e$$

19

POLÍTICAS MACROECONÔMICAS E CAPITAIS INTERNACIONAIS

INTRODUÇÃO

Os economistas costumam examinar a economia internacional no contexto das políticas macroeconômicas.

OBJETIVOS DAS POLÍTICAS MACROECONÔMICAS

De um modo geral, mesmo em economias fechadas, o governo segue três políticas econômicas principais. Vamos conhecê-las:

Política de renda

A política de renda visa atingir o consumo das famílias e guia-se por objetivos de redistribuição de renda na população, apoiando-se em conceitos normativos sobre justiça social.



Política fiscal

A política fiscal compreende o conjunto de medidas que têm por objetivo equilibrar os gastos e as receitas do governo, administrar e honrar os compromissos da dívida pública, fazer investimentos em obras públicas e infraestrutura, e estruturar um regime tributário eficiente.

Política monetária

A política monetária tem como objetivos principais manter o equilíbrio da quantidade de moeda no mercado, buscar a estabilidade do nível geral de preços, e incentivar a produção e o pleno emprego.

As três políticas macroeconômicas buscam alcançar, nas economias abertas, os objetivos de estabilidade de preços, do pleno-emprego e do equilíbrio do balanço de pagamentos.

Quando a economia é aberta para o comércio exterior e para as finanças internacionais, os executores da política econômica têm de acrescentar uma quarta política (a política cambial) e adaptar as três outras políticas (de renda, fiscal e monetária), a fim de lidarem com uma economia aberta para o resto do mundo.

A partir dessa ótica, as políticas de câmbio e de comércio exterior são avaliadas.

MUDANÇAS NAS POLÍTICAS

O ponto chave para entender como as mudanças nas políticas fiscal, monetária e de comércio exterior afetam a taxa de câmbio e a balança de transações correntes está no exame e na avaliação de como essas políticas afetam a poupança e o investimento nos níveis tanto doméstico quanto internacional.

POLÍTICA CAMBIAL

O principal objetivo do governo com a política cambial é equilibrar suas contas externas, em especial, a taxa de câmbio do país.

SALDOS DA BALANÇA COMERCIAL

Os saldos da balança comercial (exportações líquidas) afetam a demanda agregada da economia de três formas:

- relacionamento entre os saldos da balança comercial e o nível geral de preços;
- relacionamento entre as importações e o PIB;
- mudança no componente autônomo das exportações líquidas.

Vejamos mais informações:

RELACIONAMENTO ENTRE OS SALDOS DA BALANÇA COMERCIAL E O NÍVEL GERAL DOS PREÇOS

O relacionamento entre os saldos da balança comercial e o nível geral de preços constitui uma das razões pelas quais a curva de demanda agregada tem uma inclinação negativa.

Em geral, mantida a taxa de câmbio, um elevado nível de preços torna as exportações mais caras para os países importadores, reduzindo ainda o saldo das exportações.

Por outro lado, um nível menor de preços barateia as exportações para os estrangeiros e, por conseguinte, aumenta as exportações líquidas.

RELACIONAMENTOS ENTRE AS IMPORTAÇÕES E O PIB

O relacionamento entre as importações e o PIB afeta o valor do multiplicador da renda. O nível de gastos com a importação é fortemente associado ao PIB.

Em termos do multiplicador da renda (causado, geralmente, por um investimento), parte do efeito de crescimento da renda é injetado fora, via importações de bens e serviços.

MUDANÇA NO COMPONENTE AUTÔNOMO DAS EXPORTAÇÕES LÍQUIDAS

A mudança no componente autônomo das exportações líquidas desloca a curva agregada de demanda.

Em outras palavras, uma exportação que não resulta, simplesmente, do aumento do PIB, mas representa uma genuína adição, produz um efeito deslocador sobre a curva agregada de demanda da economia.

Essa mudança no componente autônomo das exportações pode resultar das seguintes fontes:

- alterações na taxa de câmbio;
- mudanças nas preferências dos consumidores internacionais;
- progresso tecnológico;
- recente retomada de um espírito exportador, no caso brasileiro – do tipo exportar ou morrer, ou exportar para viver.

DÉFICITS E SUPERÁVITS

Os déficits ou superávits no balanço de pagamentos resultam de mudanças na oferta e na demanda por moeda estrangeira.

São cinco as principais variáveis que afetam a oferta e a demanda:

- PIB do país;
- taxa de juros;
- nível de inflação esperado;
- risco-país;
- expectativas quanto à taxa de câmbio.

INTERPRETAÇÃO ECONÔMICA DE DÉFICITS OU SUPERÁVITS

Outra questão macroeconômica diz respeito à interpretação dos superávits ou déficits:

É ruim para o país ter um déficit na balança comercial?

De certo modo, não.

Como somos um país em desenvolvimento (carente de capital), ter um déficit comercial significa que estamos recebendo poupança do exterior. Por outro lado, é insustentável termos um déficit contínuo, a não ser que sejamos superavitários na conta de capitais, o que não é sempre o caso.

No que tange aos superávits ou déficits da conta de capitais, existem questões mais complexas que envolvem a soberania do país. No momento, o Brasil está alta-

mente dependente de investimentos diretos estrangeiros para poder equilibrar suas contas no balanço de pagamentos.

Em curto prazo, esse capital é vantajoso, pois traz recursos, tecnologia, marketing e acesso ao mercado. Por outro lado, sua acumulação em longo prazo leva a uma série de problemas, tais como:

- falta de controle sobre o desenvolvimento da tecnologia interna;
- perda do poder de decisão nos negócios significativos do país;
- dependência crescente da balança de serviços para pagamentos de *royalties* e remessas de lucros.

DÉFICITS GÊMEOS

Em muitos países, ou em determinados períodos da história econômica de um país qualquer, pode ocorrer o chamado déficit gêmeo (*twin deficits*), ou seja, a tendência de que haja déficits simultâneos na balança de transações correntes e no orçamento fiscal do governo.

O mecanismo dos déficits gêmeos se põe em movimento quando duas condições prevalecem:

- primeiramente, o PIB do país deve atingir seu potencial máximo, devido à capacidade de produção instalada no país;
- em seguida, o capital internacional deve estar livre para se movimentar em influxos para o país.

A determinação do nível de renda de um país, por meio dos instrumentos usuais de política econômica, é complicada.

DÉFICITS GÊMEOS NOS ESTADOS UNIDOS

No caso dos déficits gêmeos nos Estados Unidos, por exemplo, se o governo estiver em equilíbrio fiscal, ($S_g = 0$), temos:

$$Sp - I = - Se$$

Visto de outra maneira:

$$IEL = - Se = Sp - I$$

DÉFICIT DA BALANÇA DE TRANSAÇÕES CORRENTES.

O déficit da balança de transações correntes é provocado por três fatores:

- a poupança não aumenta, pois não ocorreu nenhuma variação na renda disponível ou na taxa de juros, que são os dois principais fatores a explicar a poupança;
- o investimento não muda, pois não houve uma variação na taxa de juros;
- os fluxos de capital vindos do exterior podem ser utilizados para financiar o déficit fiscal (via FMI ou empréstimos estrangeiros).

Dessa maneira, o superávit do setor privado permanece constante, mas a balança de transações correntes se modifica, com a finalidade de compensar a mudança no déficit governamental.

20

POLÍTICAS ECONÔMICAS E ESTABILIDADE DA TAXA DE CÂMBIO

INTRODUÇÃO

As políticas econômicas (monetária e fiscal) afetam o crescimento econômico, a inflação e as taxas reais de juros.

Da mesma forma que as políticas econômicas afetam o crescimento econômico, a inflação e as taxas de juros, elas também influenciam as taxas de câmbio, e tais influências ficam mais evidentes caso o regime de câmbio seja o de flutuação.

EFEITOS DAS POLÍTICAS ECONÔMICAS

Vamos conhecer as políticas e verificar seus respectivos impactos:



POLÍTICA MONETÁRIA

Uma mudança não esperada na política monetária de expansão da moeda (e do crédito) pode estimular o crescimento econômico, mas também pode acelerar a inflação e baixar a taxa real de juros.

Esse rápido crescimento econômico estimula as importações, enquanto o aumento na taxa de inflação encarece os produtos domésticos, o que reduz as exportações.

Por sua vez, a taxa real de juros mais baixa afugenta o investimento estrangeiro.

Cada um desses impactos aumenta a demanda de moedas estrangeiras em relação à moeda doméstica, fazendo com que esta se deprecie.

POLÍTICA FISCAL

Uma mudança não antecipada na política fiscal que a torne restritiva pode alcançar um superávit orçamentário. No entanto, para conseguir a diminuição de gastos, o governo reduz a demanda agregada da economia. Isso tem por efeito provocar uma desaceleração no crescimento do PIB e também reduzir pressões inflacionárias.

Esses impactos desestimulam as importações e estimulam as exportações, o que resulta em uma apreciação da moeda doméstica. Por outro lado, o superávit orçamentário indica que o governo vai tomar menos dinheiro emprestado, causando uma diminuição na taxa real de juros. Isso provoca uma fuga de investidores estrangeiros do país. Como resultado, a moeda doméstica tende a depreciar.

Os resultados são conflitantes, mas uma vez que o capital financeiro tem muita mobilidade, o efeito de mudança na taxa real de juros acaba por dominar os outros impactos no curto prazo. É possível, então, prever a depreciação do câmbio no curto prazo. Caso não ocorra uma política fiscal expansionista, não antecipada, acontece a apreciação.

As políticas monetária e fiscal podem afetar os balanços de transações correntes e de capitais, por via de seu impacto no PIB, na inflação e nas taxas reais de juros.

Vejamos:

política econômica	taxa de câmbio	transações correntes	contas de capitais
monetária expansionista	Deprecia	Superávit	déficit
fiscal expansionista	Aprecia	Déficit	superávit
monetária restritiva	Aprecia	Déficit	superávit
fiscal restritiva	Deprecia	Superávit	déficit

O impacto de uma política monetária expansionista não antecipada caminha na direção de um déficit na conta de capitais e de um superávit nas transações correntes. O impacto de uma política monetária restritiva não antecipada, por sua vez, pode produzir efeitos opostos.

Uma mudança não antecipada na direção de uma política monetária expansionista pode aumentar a renda, acelerar a taxa de inflação e diminuir a taxa real de juros.

O PIB mais alto, junto aos preços domésticos mais elevados, estimula um aumento das importações e desestimula as exportações, fazendo com que o balanço de pagamentos se mova na direção do déficit.

A taxa real de juros mais baixa também afugenta os investimentos financeiros estrangeiros e mesmo os nacionais, pois tendo mobilidade de capitais para investir no exterior, geram a fuga de capitais. Essa movimentação de capitais contribui para criar um déficit na conta de capitais.

Ao mesmo tempo, o valor da moeda doméstica cai devido ao aumento das importações. A depreciação da moeda doméstica, no entanto, estimula as exportações e desestimula as importações. Provavelmente, isso mais do que compensa o movimento deficitário no balanço de transações correntes.

IMPACTO DE UMA POLÍTICA FISCAL

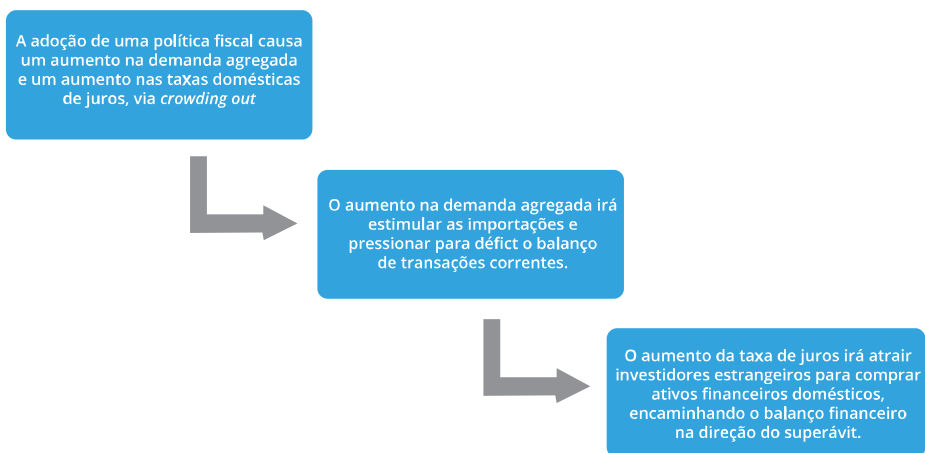
Consideremos uma economia com suas contas fiscais equilibradas, sem déficit ou superávit. Nesse caso:

- **uma política expansionista em gastos caminha na direção de criação de um déficit fiscal;**
- **uma política restritiva caminha na direção de criação de superávits fiscais.**

Nos dois casos, vamos assumir que as políticas não sejam antecipadas pelo público.

Vamos examinar o primeiro caso, o de adoção de uma política fiscal mais expansionista, que pode ser feita, por exemplo, via aumento dos gastos governamentais, corte nos impostos ou aumento de subsídios. Sabemos que essa política vai pressionar o orçamento na direção do déficit fiscal. Caso já houvesse déficit fiscal, essa política iria agravá-lo.

Nossa intenção, no entanto, é saber o impacto dessa política no balanço de pagamentos. Nesse caso, temos os seguintes movimentos:



Esses movimentos são conflitantes, e o efeito final irá depender das forças relativas do déficit em conta-corrente face ao superávit em capitais.

Já uma mudança não antecipada em direção a um superávit orçamentário produz efeitos opostos. Novamente, posições conflitantes em termos de impacto final no balanço de pagamentos.

POLÍTICAS DE AJUSTAMENTO NA PRÁTICA BRASILEIRA

A determinação do nível de renda de um país, por meio dos instrumentos usuais de políticas econômicas, é complicada.

As políticas fiscal e monetária podem ser usadas para estimular o crescimento econômico de longo prazo e para ajustar economias abertas, com preços flexíveis, para choques de oferta.

Uma política fiscal expansionista (em um país que adote taxas de câmbio fixas) ou uma política monetária expansionista (em um país que adote taxas flexíveis de câmbio) pode levar essas economias a experimentarem um aumento do nível de preços.

O efeito sobre o PIB, no entanto, pode ser apenas temporário. Um país que enfrenta uma recessão pode corrigi-la, tanto pelo uso da política fiscal (caso tenha taxas fixas de câmbio) como pelo uso da política monetária (caso tenha taxas flexíveis de câmbio). No entanto, em ambos os casos, há risco de inflação.

PAPEL DO GOVERNO

As políticas econômicas fiscal e monetária são usadas, majoritariamente, para afetar a demanda agregada em curto prazo, e, às vezes, em médio prazo, mas também podem ser usadas em determinadas circunstâncias para estimular o crescimento de longo prazo da economia.

Na verdade, os governos podem estimular o crescimento de longo prazo da economia por meio de aumento de gastos com educação, infraestrutura física e social, pesquisa básica e melhoria institucional, visando a um melhor funcionamento dos mercados. No entanto, os governos também podem estimular o crescimento de longo prazo, por meio de incentivos fiscais e baixas taxas de juros, a fim de aumentar o investimento privado.

O uso de políticas fiscais e monetárias expansionistas pode favorecer o objetivo de atingir (ou manter) o pleno emprego, mas pode, por outro lado, prejudicar os objetivos de estabilidade de preços e equilíbrio no balanço de pagamentos.



Atenção! Existe um dilema (*trade off*) entre os objetivos de crescimento do produto, e a estabilidade de preços e de equilíbrio no balanço de pagamentos.

BANCOS CENTRAIS

Os bancos centrais dos países administram a política monetária sabendo que essa política pode causar mudanças nas taxas de câmbio e, indiretamente, impactar o PIB real. Com relação ao mercado de câmbio, essa política provoca um impacto adicional.

Ao reduzir as taxas de juros no Brasil, o Bacen torna os ativos estrangeiros mais atrativos do que os títulos brasileiros, acarretando um deslocamento das aplicações financeiras, com venda de reais e compra de dólares.

A taxa de câmbio Reais/Dólares aumenta, ou seja, o Real se deprecia. A depreciação afeta a economia, estimulando um aumento das exportações e uma diminuição das importações, melhora a situação daqueles que recebem renda em dólares do exterior e piora a situação dos devedores de dívida externa em dólares.

AJUSTE NA RENDA

Na década de 1970, o Brasil decidiu continuar seu modelo de crescimento econômico acelerado. A despeito das crises internacionais do petróleo, seguiu o chamado **modelo de crescimento com endividamento**.

Na virada dos anos 1980, agravaram-se os problemas do endividamento. A situação piorou com a Moratória Mexicana de 1982, e o então ministro Delfim Neto partiu para uma estratégia de produzir saldos crescentes e positivos na balança comercial. Para isso, o ministro utilizou medidas para provocar retração na economia, desvalorização do câmbio e estímulo às exportações.

Do tranco no PIB resultaram dois efeitos:

- 1 | o mercado externo ficou mais atraente do que o mercado doméstico, levando os produtores a exportarem suas mercadorias;
- 2 | as importações caíram.

Como resultado desses dois efeitos, temos o aumento notável das exportações líquidas. Isso mostra que políticas de ajuste na renda doméstica, que tenham efeito sobre o comércio externo do país, podem ser adotadas.

De modo geral, o mecanismo de ajuste da renda baseia-se em mudanças induzidas nos países (com déficit ou superávit) para produzir ajustes no balanço de pagamentos.

ABERTURA DAS ECONOMIAS E IMPACTO DAS POLÍTICAS FISCAL E MONETÁRIA

O grau de abertura de uma economia ao comércio exterior e aos investimentos externos é muito importante para determinar as características do impacto das políticas macroeconômicas. Vamos conhecer as suas características:

PAÍSES DE ECONOMIA FECHADA

Em uma economia fechada (sem comércio exterior), a renda nacional é igual ao consumo mais o investimento.

Em equilíbrio, o investimento planejado deve ser igual à poupança desejada. Se isso não ocorrer, passa a existir um estoque não planejado, seja acima ou abaixo do nível ideal.

Suponhamos que o investimento planejado fique abaixo da poupança desejada. Isso trará repercussões econômicas, e a economia do país ficará abaixo do nível de pleno emprego.

Podemos utilizar como exemplo um país que opera sob o sistema de taxa fixa de câmbio e cujos preços, salários e taxa de juros sejam constantes. Nesse caso, um aumento do investimento causaria um aumento da renda por meio de um multiplicador.

PAÍSES DE ECONOMIA ABERTA

O comércio internacional faz com que surja uma interdependência entre as diversas economias do mundo.

Os países, ao participarem do comércio internacional, transformam-se em economias abertas.

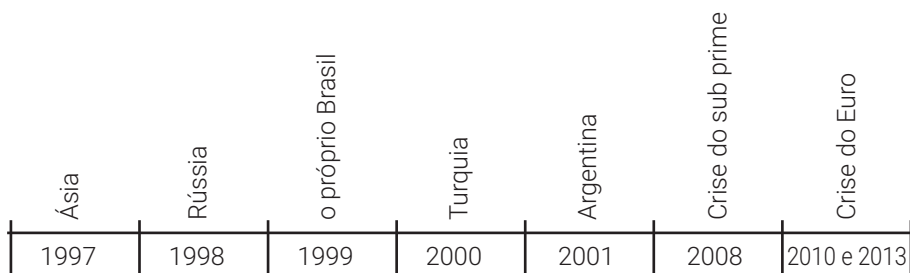
O país tem de levar em conta suas políticas de exportação e importação.

A exportação pode ser o elemento exógeno e resultar em um efeito multiplicador, mas a importação sempre representa um vazamento que prejudica o efeito desse multiplicador.

Quando o país é grande, ele pode afetar a renda de outros países com suas exportações e acabar comprometendo suas próprias estratégias de usar as exportações como um instrumento alavancador do crescimento da renda.

CHOQUES EXÓGENOS

As políticas macroeconômicas também podem ser usadas para ajustar a economia aos choques exógenos. No caso do Brasil, as crises que afetaram o País foram:



Na atualidade, vivemos a continuação dessas crises, com repercussões no Euro e nas políticas econômicas da Comunidade Europeia. Esse é um exemplo de uso das políticas macroeconômicas para ajustar a economia aos choques exógenos.

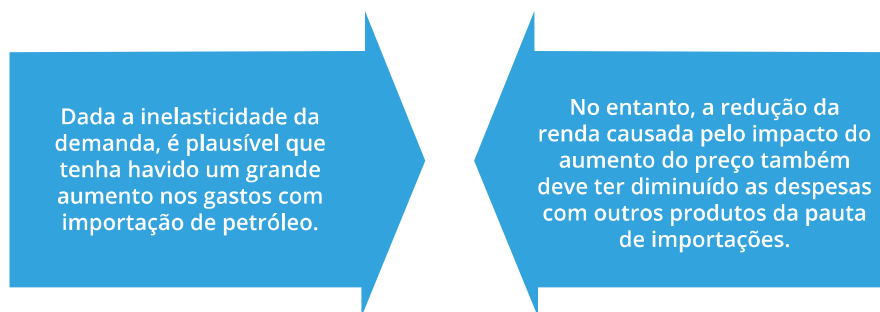
CHOQUE DO PETRÓLEO

Vamos examinar os efeitos de um choque exógeno, tomando como exemplo o Choque do Petróleo, que ocorreu na década de 1970.

No passado, os choques mais famosos foram os do preço do petróleo, que ocorreram em 1973 e 1979. Nesses casos, a violenta elevação dos preços afetou muito os países importadores.

Como sua demanda pelo petróleo não era elástica, a elevação do preço do petróleo, por sua vez, elevou os custos de produção domésticos desses países e deslocou para cima suas curvas de oferta de curto e longo prazo.

Em relação à demanda agregada, os efeitos não foram muito claros. O primeiro impacto provável é que o choque da alta de preços tenha causado uma deterioração no balanço de pagamentos e uma depreciação da taxa de câmbio.



Houve, portanto, duas forças, em direções opostas, atuando sobre os países importadores de petróleo, tornando difícil prevermos, de antemão, qual delas seria mais forte. Não fica claro, portanto, se o resultado final é um aumento nos gastos globais de importação. Além disso, não podemos ignorar os efeitos sobre as contas de capitais.

Caso os países da OPEC tivessem investido seus recursos recém-conquistados nos países importadores, o efeito sobre o balanço de pagamentos poderia ser um déficit em conta corrente e um superávit compensatório na conta de capitais.

Isso aconteceu nos países industrializados da Europa e nos Estados Unidos, mas não no Brasil. No caso do Brasil, houve a necessidade de recorrer aos petrodólares como empréstimo, e não como investimento direto, o que causou um impacto posterior na conta de serviços – juros e amortizações.

CONSIDERAÇÕES MACROECONÔMICAS

Um país não pode reduzir seu déficit de transações correntes ou aumentar seu superávit de transações correntes, a não ser que supere dois desafios:

- aumentar a renda (produto nacional) em relação aos gastos (despesa nacional);
- aumentar suas poupanças em relação ao investimento doméstico.

DÉFICIT EM TRANSAÇÕES CORRENTES

O déficit como causa do desemprego é o argumento usado para tentar eliminar um déficit em transações correntes. O raciocínio por trás desse argumento é o de que os bens e os serviços importados estão substituindo a produção.

De acordo com esse argumento, os bens e os serviços importados estariam impedindo o uso dos recursos produtivos do país (em especial, mão de obra), trazendo como consequência a eliminação de potenciais postos de trabalho. Entretanto, esse argumento não é totalmente verdadeiro, pois não considera o papel do câmbio, em especial o regime de câmbio flutuante (adotado pelo Brasil). Essa política pode salvar empregos em alguns setores da economia, porém deixa de criar empregos em outros.

PERSPECTIVA DOS CONSUMIDORES

Em geral, com base em suas séries históricas com resultados anuais, observa-se que o Brasil apresenta, na maior parte dos anos, um déficit na balança de transações correntes e um superávit na balança de capitais.

Vistos da perspectiva dos consumidores, nenhum dos dois casos representa um problema. Vejamos:

DÉFICIT NA BALANÇA DE TRANSAÇÕES CORRENTES

Um déficit de transações decorre, geralmente, de um déficit na balança comercial ou de um superávit da balança comercial incapaz de neutralizar ou superar o déficit na balança de serviços ou de rendas.

De qualquer maneira, esse déficit significa que mais bens ou serviços estão entrando no país do que saindo.

SUPERÁVIT NA BALANÇA DE CAPITALS

Um superávit na balança de capitais significa que mais recursos estão entrando no país para comprar ativos do que saindo;

Da perspectiva dos consumidores, portanto, aparentemente, não há nenhum dano causado nessa situação.

OPINIÃO PÚBLICA

A opinião pública parece considerar altamente indesejável uma situação deficitária da balança comercial, pois um déficit na balança comercial é visto como fator de desemprego para o país.

Essa é uma visão equivocada, pois, no longo prazo, o desemprego é causado por forças que nada têm a ver com o déficit na balança comercial.

Um aumento nesse déficit, em curto prazo, reduz a demanda agregada, mas é apenas um componente dessa demanda.

Outros fatores (consumo, investimentos, compras do governo) também afetam essa demanda. Não há razões para concluir, portanto, que um déficit comercial deva implicar perda de empregos na economia doméstica.

COMENTÁRIOS ADICIONAIS

O que se pode dizer sobre o papel das políticas fiscal e monetária e sobre eventuais impactos no câmbio?

As políticas econômicas – monetária e fiscal – afetam o crescimento econômico, a inflação e as taxas reais de juros.

Em razão disso, elas também influenciam as taxas de câmbio, o que se torna mais evidente quando o regime de câmbio é o de flutuação.

Uma mudança não esperada na política monetária de expansão da moeda – e do crédito – pode estimular o crescimento econômico, mas também pode acelerar a inflação e baixar a taxa real de juros.

Um rápido crescimento econômico estimula as importações. O aumento na taxa de inflação encarece os produtos domésticos, o que reduz as exportações.

Por sua vez, a taxa real de juros mais baixa afugenta o investimento estrangeiro.

Cada um desses impactos aumenta a demanda de moedas estrangeiras em relação à moeda doméstica, fazendo com que esta se deprecie.

Uma mudança não antecipada na política fiscal que a torne restritiva pode alcançar um superávit orçamentário.

No entanto, para conseguir a diminuição de gastos, o governo reduz a demanda agregada da economia. Isso tem por efeito provocar uma desaceleração do crescimento do PIB e também reduzir pressões inflacionárias.

Esses impactos desestimulam as importações e estimulam as exportações, o que resulta em uma apreciação da moeda doméstica.

Por outro lado, o superávit orçamentário indica que o governo vai tomar menos dinheiro emprestado, causando uma diminuição na taxa real de juros. Isso provoca uma fuga de investidores estrangeiros do país.

Como resultado, a moeda doméstica tende a depreciar.

CICLO DE VIDA DOS BALANÇOS DE PAGAMENTOS

Ao fazermos uma análise da história econômica dos países, observamos que as nações mais desenvolvidas passaram por ciclos de vida bem parecidos em seus balanços de pagamentos.

Em geral, essas nações começaram como países deficitários e endividados e, com o tempo, ao amadurecerem sua economia, gradualmente, foram tornando-se países superavitários e credores.

Países que ontem deviam, atualmente, são credores.

INVESTIMENTOS ESTRANGEIROS

Em relação aos estrangeiros que compram ativos no Brasil, uma objeção pode ser feita: ao comprar os ativos, os estrangeiros passam a ter direitos sobre um fluxo futuro de lucros, dividendos e *royalties* que impactam a balança de serviços e rendas.

É justamente a obtenção de direitos sobre um fluxo de lucros por estrangeiros o que está ocorrendo com alguns setores após a privatização, como aconteceu no setor da telefonia.

No que se refere a suas empresas de propriedade estrangeira, voltadas, basicamente, para o mercado doméstico e recebendo em reais, esses setores vão ter de remeter, em moeda estrangeira, uma parcela de sua renda gerada no país.

Isso pode gerar problemas futuros de pressão sobre a balança de transações correntes. No entanto, também é preciso examinar se o influxo original de capital estrangeiro colocou os recursos nacionais em um uso mais produtivo do que teria acontecido na ausência desse investimento.

Além do impacto na balança de serviços e rendas, uma segunda preocupação com a compra de ativos por estrangeiros está relacionada com a perda de soberania. Isso porque as empresas de propriedade estrangeira estão submetidas às mesmas forças de concorrência que afetam as empresas nacionais.

Ao investir em empresas produtivas, os estrangeiros tornam-se solidários com os fundamentos da economia brasileira. Afinal, seu êxito vai também depender do bom estado econômico do país.



Atenção! No que concerne ao mercado de títulos de dívida comprados por estrangeiros, existe a mesma preocupação com a perda de soberania.

21

COORDENAÇÃO INTERNACIONAL DAS POLÍTICAS MACROECONÔMICAS

INTRODUÇÃO

Nos últimos anos, têm crescido o esforço de integração dos países para promover uma coordenação internacional de políticas macroeconômicas.

COORDENAÇÃO INTERNACIONAL

A globalização faz com que os países fiquem mais integrados, reduzindo a efetividade da atuação de políticas macroeconômicas puramente domésticas.

Com o avanço teórico dos postulados da macroeconomia aberta e com a colaboração de entidades internacionais, tornou-se possível desenhar políticas econômicas de nível internacional.



Suponhamos que haja um afrouxamento da política monetária dos Estados Unidos e uma conseqüente diminuição da taxa de juros. Embora essas sejam medidas de política econômica doméstica, elas resultam em alterações dos fluxos de capitais entre países, o que acaba afetando as taxas de câmbio. Do mesmo modo, a política fiscal, monetária e cambial do Brasil atinge, fortemente, a Argentina e vice-versa.

A coordenação internacional das políticas macroeconômicas visa modificar as políticas econômicas nacionais para reconhecer essa interdependência internacional. Tal coordenação, sob o presente sistema monetário internacional, ainda está com um escopo bem limitado, só ocorrendo ocasionalmente.

Os obstáculos surgem devido à falta de consenso sobre o funcionamento do sistema monetário internacional e sobre o mix efetivo de políticas requeridas. Somam-se a isso as divergências sobre a distribuição tanto dos ganhos entre os participantes dessas políticas de coordenação, quanto dos respectivos custos de negociação e acordos políticos entre os países.

DISTRIBUIÇÃO DOS REGIMES DE TAXA DE CÂMBIO

A distribuição dos regimes de taxa de câmbio dos 182 países do FMI, em 1998, era a seguinte:

regimes de taxa de câmbio	número de países
taxa de câmbio fixa	
U.S dólar	20
franco francês	15
outras moedas	12
<i>special drawing rights</i> /SDR	4
outras cestas demoeda	13
total fixo	64
flexibilidade limitada <i>vis-à-vis</i> a uma única moeda	4
arranjos cooperativos	13
flutuação administrada	56
flutuação independente	45
total com alguma flexibilidade	118
total geral	182

Cerca de duas décadas depois, o quadro não foi alterado muito substancialmente.

As duas maiores mudanças foram:

- um aumento no número de países que aderiram ao Euro e a seu respectivo regime de taxa de câmbio;
- um maior número de países que optaram por um regime cambial de livre flutuação.

SITUAÇÃO DOS PAÍSES EM REGIMES DE CÂMBIO

Cerca de 30% dos países do FMI operam em alguma variedade de um sistema de câmbio fixo.

São, geralmente, países em desenvolvimento com baixa renda.

Muitos escolhem fixar sua taxa de câmbio com a do país que preponderava em seu comércio externo e atrelar seu câmbio ao do parceiro, a fim de limitarem as flutuações de preços das mercadorias que exportam ou importam.

Dessa forma, esses países obtêm uma maior estabilidade da renda e do emprego, ao contrário do que teriam em um regime de taxa de câmbio flutuante.

Os países em desenvolvimento, com dois ou mais parceiros importantes, fixam seu câmbio a uma cesta de moedas.

Outros países operam, com certa flexibilidade da taxa de câmbio, em diferentes graus:

- alguns mostram flexibilidade limitada em relação a uma única moeda;
- outros têm uma flutuação administrada;
- outros optam por operar, basicamente, com taxas flutuantes.

Segundo o FMI, o Brasil é um dos 56 países com um regime de flutuação administrada.

FLUTUAÇÃO ADMINISTRADA

Com o fim do Acordo de *Bretton Woods*, em março de 1973, o mundo passou a operar por meio de um regime de taxas de câmbio com flutuação administrada.

Sob esse regime, as autoridades monetárias do país são encarregadas de interferir em seus mercados de câmbio para aplainar flutuações de curto prazo. No entanto, deveriam fazer isso sem influenciar movimentos de longo prazo.

Sob o atual regime, os países ainda precisam de reservas para intervir nos mercados, objetivando aplainar flutuações de curto prazo.

Além disso, os países-membros necessitam pagar 25% de um aumento de suas cotas em *special drawing rights* (SDR).

PROBLEMAS MUNDIAIS

Os principais problemas monetários que o mundo enfrenta estão relacionados às excessivas flutuações das moedas e aos grandes desalinhamentos das taxas de câmbio.

Nesse sentido, estão sendo feitos esforços, ainda modestos, visando à cooperação internacional e à maior coordenação internacional de políticas macroeconômicas.

As soluções propostas envolvem os seguintes contextos:

- crescente transparência nas relações internacionais;
- fortalecimento dos sistemas bancários e financeiros dos mercados emergentes;
- maior participação privada nos esforços de salvamento dos países em crise.

Recentemente, o FMI ampliou seu leque de ajuda aos países-membros, gerando as facilidades apresentadas a seguir:

Facilidade	Objetivo
<i>Extended fund facility</i>	Fornece recursos de crédito de longo prazo.
<i>Structural adjustment facility e enhanced structural adjustment facility</i>	Fornece recursos que deem suporte a programas de ajuste estrutural e macroeconômico de médio prazo nos países de baixa renda com problemas estruturais no balanço de pagamentos.
<i>Compensatory and contingency financing facility</i>	Fornece aos países 100% de sua cota para cobrir uma queda de receitas de exportação ou para aumentar a importação de grãos devido a inesperados choques de oferta.
<i>Supplemental reserve facility</i>	Fornece financiamento a países que experimentam dificuldades excepcionais no balanço de pagamentos, estimulando a adoção de fortes políticas de ajuste.
<i>Contingent credit lines</i>	Fornece financiamento de curto prazo a países em desenvolvimento para preveni-los do contágio de uma crise financeira de outro país em desenvolvimento.
<i>Systemic transformation facility</i>	Fornece uma linha de recursos para os países em transição do socialismo para uma economia de mercado, com o objetivo de permitir um melhor ajuste de seus sistemas de comércio exterior, equilibrando seus balanços de pagamentos.

O PAPEL DO BIS E DA OECD

O Banco de Compensações Internacionais (BIS) tem sua sede na Basileia, Suíça. Tem forte preponderância dos países ricos do G-7 (Estados Unidos, Canadá, Japão, Reino Unido, Alemanha, França e Itália) em sua governança.

Desde 1978, esses países realizam reuniões anuais com as cúpulas econômicas para discutir temas de interesse comum sobre a economia global e as políticas econômicas.

Examinam, em particular, como monitorar os *trade-offs* entre políticas econômicas domésticas e seus conflitos na órbita internacional, e mostram grande preocupação com o endividamento externo dos países em desenvolvimento.

O BIS é bastante conhecido por seu papel nas reservas internacionais. De certa forma, ele monitora a adequação de reservas dos países em dólares vis-à-vis a seus fluxos de caixa de geração de dólares.

No caso do Brasil, existe um paradoxo de certa maneira. O país segue, em grandes linhas, um regime cambial de livre flutuação. Desse modo, estaria, na teoria, capacitado a fazer ajustes na taxa de câmbio para suportar diversos tipos de mudanças nas transações correntes e no balanço de capitais. Na prática, porém, isso não acontece.

O Brasil é um dos países protagonistas do **pecado original**, formado pelo conjunto de países que se endividam em dólares, mas geram fluxos de caixa em moeda local inconvertível.

Esse é o motivo porque as reservas de cerca de USD 370 bilhões depositadas no BIS são vistas, pela ótica de gestão de risco, como sendo um seguro adicional.

A OECD desempenha um grande papel na Europa e, agora, no México e na Coreia do Sul. Apesar de constantes apelos, o Brasil ainda não se filiou a essa organização.

A OECD também disponibiliza grande acervo de informações estatísticas, realiza importantes estudos econômicos, e pode tornar-se um grande parceiro do Brasil na integração internacional com as economias mais importantes do mundo.

ENDIVIDAMENTO E FINANCIAMENTO DE CAPITAIS

O principal tema de discussão na questão do endividamento dos países envolve a diferença entre fluxos e estoques.

Empréstimos são fluxos, e dívidas são estoques. O fluxo de empréstimos líquidos (+ ou -) altera o estoque da dívida. Esse estoque resulta de ações realizadas

no passado, da mesma forma que os empréstimos dependem do comportamento atual dos agentes públicos e privados do país.

Com relação aos fluxos, um país que toma emprestado do resto do mundo um volume de capital maior do que dá em empréstimos é chamado devedor líquido – ou seja, um tomador líquido de empréstimos.

Da mesma maneira, um país que concede mais empréstimos ao resto do mundo do que recebe de capitais é chamado **emprestador líquido**, ou seja, um credor líquido.

Um devedor líquido é um país (tal como o Brasil) que, em grande parte de sua história, pediu emprestado mais do que emprestou, acumulando, dessa forma, dívidas.

Um credor líquido é um país (como a Inglaterra no século XIX) que investiu mais no resto do mundo do que recebeu em capitais, e foi acumulando créditos e ativos no exterior.

ESTOQUE

Com relação ao estoque, um país devedor líquido pode aumentar seu endividamento por diversas razões.

Uma maneira de aumentar a dívida líquida é vender ativos líquidos no exterior, ou seja, o estoque total de investimento estrangeiro determina se um país é um devedor ou credor.

Como costuma-se dizer no meio financeiro, "uma dívida não é para ser paga, mas sim administrada."

Nesse sentido, existem indicadores sobre a vulnerabilidade do país que são acompanhados internacionalmente. Entre esses indicadores, podemos destacar os seguintes:



- protecionismo do comércio em países desenvolvidos;
- alto desemprego estrutural na Europa;
- insegurança de emprego nos Estados Unidos, devido à reestruturação de empresas, *downsizing* e competição industrial com a China;
- problemas de reestruturação na Europa Central e no Leste Europeu;
- ampliação das diferenças de riqueza entre os países do mundo e a pobreza absoluta que atinge grande parte da humanidade;
- déficits gêmeos nos Estados Unidos;
- crise bancária latente no Japão;
- política da taxa de câmbio da China de depreciação artificial – atrelamento da taxa de câmbio da China ao dólar e sua recusa de apreciar sua moeda;
- crises (praticamente finalizadas) em Portugal, Irlanda, Itália, Grécia e Espanha, os países europeus mais atingidos;
- distorção (depreciação artificial) da taxa de câmbio na China;
- fantasma de possível quebra em grande escala do *Shadow Banking System* na China, ou seja, de inúmeras instituições financeiras não reguladas carregadas de empréstimos e de difícil recuperação.

QUESTÕES ECONÔMICAS SOBRE OS DADOS E AS ANÁLISES SOBRE OS SALDOS DA BALANÇA COMERCIAL

O que é preferível para o país: ter superávit ou déficit na balança comercial?

É ruim para o país ter um déficit na balança comercial? De certo modo, não. Como somos um país em desenvolvimento – carente de capital –, ter um déficit comercial significa que estamos recebendo poupança do exterior.

Por outro lado, é insustentável termos um déficit contínuo, a não ser que sejamos superavitários na conta de capitais – o que não é sempre o caso.

No que tange aos superávits ou déficits da conta de capitais, existem questões mais complexas, que envolvem a soberania do país. No momento, o Brasil está altamente dependente de investimentos diretos estrangeiros para poder equilibrar suas contas no balanço de pagamentos.

Em curto prazo, esse capital é vantajoso, pois traz recursos, tecnologia, *marketing* e acesso ao mercado. Entretanto, sua acumulação em longo prazo levanta uma série de problemas – como a falta de controle sobre o desenvolvimento da tecnologia interna, por exemplo.

FONTES PARA CONSULTA

LIVROS

CARVALHO, Maria Auxiliadora de.; SILVA, César Roberto Leite da. *Economia internacional*. São Paulo: Saraiva, 2010.

Essa obra não exige grande aprofundamento em ciência econômica. Sua primeira parte trata da macroeconomia, demonstrando as vantagens do livre comércio de bens. Já sua segunda parte trata da teoria macroeconômica do comércio internacional. A obra também incorpora uma análise de políticas macroeconômicas tributárias e monetárias em diferentes regimes cambiais.

EITEMAN, David K.; STONEHILL, Arthur J.; MOFFETT, Michael H. *Administração financeira internacional*. 12. ed. Porto Alegre: Bookman, 2013.

Essa obra, os autores centram sua atenção na empresa multinacional, que acreditam ser a única instituição que age como um catalizador e facilitador do comércio internacional, e como um impor-



tante produtor e distribuidor nos países onde suas afiliadas estão localizadas. O livro aborda temas como o ambiente financeiro global, a teoria e o funcionamento dos mercados de câmbio, a exposição cambial, o financiamento da empresa global, a decisão de investimento no exterior e o gerenciamento de operações multinacionais.

HUME, David. *Ensaio Morais, Políticos & Literários*. Liberty Classics (original 1752). Rio de Janeiro: Topbooks, 2004.

Essa obra, originalmente publicada em 1752, é um marco no desenvolvimento do pensamento econômico. David Hume foi um dos maiores importantes pensadores da era pré-clássica da economia. Adam Smith tinha muita admiração por sua obra. O livro reúne uma coleção de ensaios, organizados em três partes. Para fins do assunto que tratamos no presente livro, a Parte II de Hume é a mais interessante, pois analisa diversas questões financeiras, monetárias e de economia internacional.

KRUGMAN, Paul R.; Maurice Obstfeld e Marc J. Melitz. *Economia internacional*. 10. ed. São Paulo: Pearson, 2015.

Essa obra aborda temas relacionados ao comércio internacional, às exportações e às importações, além de apresentar as questões monetárias tanto em seus aspectos práticos quanto teóricos.

MADURO, Jeff. *Finanças corporativas internacionais*. Tradução da 8. ed. norte-americana. São Paulo: Cengage Learning, 2015.

Essa obra examina, com profundidade, os principais tópicos relacionados à condução e prática da gestão das empresas que lidam com a esfera internacional, em particular as empresas multinacionais. O livro dedica atenção especial às vantagens de um maior conhecimento da gestão financeira para uma correta atuação dos administradores, mostrando diversas aplicações e estudos de caso.

MANKIW, Gregory M. *Princípios de macroeconomia*. 6. ed. São Paulo: Cengage Learning, 2014.

Essa obra é rica em estudos de caso e exemplos, abordando questões de política econômica e temas econômicos relacionados com funcionamento de mercados, bem-estar econômico, dados macroeconômicos, economia real no longo prazo, moeda, economias abertas e flutuações conjunturais.

MELLO, Pedro Carvalho de. *O "B" de BRICs: potencial de consumo, recursos naturais e economia brasileira*. São Paulo: Saint Paul Editora, 2012.

Essa obra faz um exame das repercussões de um modelo de desenvolvimento apoiado na exploração dos recursos naturais, examinando as implicações de potencial de mercado de crescimento do PIB, baseado no uso intensivo de recursos naturais e na formação das cadeias produtivas. O foco do livro é uma estratégia baseada nas vantagens comparativas e vantagens competitivas do Brasil. O autor examina também o impacto ambiental, principalmente a disponibilidade de água potável. Finalmente, o livro identifica e discute as principais áreas de negócios para os próximos 40 anos, com base nas tendências do mercado consumidor e da estrutura de produção do País.

MELLO, Pedro Carvalho de; SPOLADOR, Humberto F. S. *Crises financeiras: uma história de quebras, pânico e especulações do mercado*. 3. ed., revisada. São Paulo: Saint Paul Institute of Finance, 2011.

Essa obra consiste em uma extensa e atualizada análise das principais obras escritas sobre crises financeiras. A primeira parte do livro trata da anatomia das crises, discutindo temas relacionados a euforia financeira, psicologia das crises, desfecho das crises, racionalização dos eventos a ela ligados, repetição das crises e lições da história. A segunda parte aborda o tema da especulação e racionalidade econômica, assim como as ideias dos grandes especuladores. Nas partes seguintes, os autores examinam os objetos e instrumentos da especulação, as crises financeiras na história e as crises modernas.

OUTRAS FONTES: Organizações Multilaterais e Grandes Empresas de Consultoria, que Publicam Estudos e Dados de Interesse para os Assuntos Cobertos no Livro.

Banco Mundial (World Bank Organization)

BID (Banco Interamericano de Desenvolvimento)

FMI (Fundo Monetário Internacional)

OECD (organização Europeia para o Desenvolvimento)

KPMG (importante firma de auditoria e consultoria, atuando em muitos países)

Boston Consulting Group (importante firma de consultoria de negócios, atuando em muitos países)

O AUTOR

Pedro Carvalho de Mello possui graduação em Direito pela Universidade do Estado do Rio de Janeiro (1965), graduação em Economia pela Universidade Federal do Rio de Janeiro (1966), mestrado em Economia - University of Chicago (1971) e doutorado em Economia - University of Chicago (1977). Atualmente é professor e diretor do Centro de Pesquisas da STRONG BUSINESS SCHOOL. Membro (Fundador) e atual do Comitê Latino-Americano de Assuntos Financeiros - CLAAF. Foi professor da ESALQ/USP. Foi professor visitante da Universidade de Columbia (EUA). Possui também grande experiência no mercado financeiro (duas vezes diretor da CVM – total 6 anos -, diretor da BM&F, diretor técnico do IBMEC e vice-presidente do Pittsburgh National Bank). Tem experiência na área de Economia, com ênfase em Economia Internacional, Crescimento Econômico, Finanças Internacionais, atuando principalmente nos seguintes temas: mercado de capitais, pensamento econômico, história econômica, bancos, derivativos econômicos e seguros. Também autor de vários livros e artigos científicos.



09165039621

615.962535168938

628

20

 **Strong**
Business School

ISBN: 978-65-87242-00-2


9 786587 242002