

Nº 139

TEORIA DO BALANÇO DE PAGAMENTOS:

UMA ABORDAGEM SIMPLIFICADA*

João Luis Tenreiro Barroso

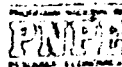
- 1989 -

(*) O autor agradece a Rubens Penha Cysne e Fernando de Holanda Barbosa pelos comentários e sugestões apresentadas.

anpec

associação nacional
de centros de
pesquisa em
economia

Obra publicada com a
colaboração da ANPEC e o
apoio financeiro do PNPE.



TEORIA DO BALANÇO DE PAGAMENTOS:

UMA ABORDAGEM SIMPLIFICADA*

João Luis Tenreiro Barroso

* O autor agradece a Rubens Penha Cysne e Fernando de Holanda Barbosa pelos comentários e sugestões apresentadas.

As autoridades econômicas costumam conduzir a sua política de modo a atingir objetivos bem específicos.

Dentre estes destacam-se:¹

- a) a obtenção de elevados níveis de emprego;
- b) o crescimento econômico;
- c) a estabilidade dos preços;
- d) a redução das assimetrias regionais;
- e) o equilíbrio das contas externas.

Os dois primeiros são evidentes. O desemprego gera tensões sociais e impede que se realize produção que seria viável sob outras condições. O crescimento econômico, na medida em que expande a capacidade produtiva do país, leva a um aumento do bem estar social.

O objetivo estabilidade de preços é justificável por, pelo menos, quatro razões:

- i) inflações elevadas retiram a competitividade externa dos produtos nacionais,
- ii) distorcem a alocação dos recursos produtivos;
- iii) penalizam as classes com menor poder de barganha quanto ao reajuste dos seus rendimentos;

¹Sobre os objetivos e instrumentos de política econômica ver Hansen (1958) e Silva (1982).

iv) geram transferências de renda compulsórias con
tra o sistema não bancário.

A redução dos desequilíbrios regionais é um objetivo que visa a uniformizar as diversas regiões geográficas de um mesmo país, não permitindo que umas permaneçam estagnadas, enquanto outras se desenvolvem intensamente.

Quanto ao equilíbrio do balanço de pagamentos este não deve, em princípio, ser encarado como um verdadeiro obje
tivo de política econômica. Isto porque a ocorrência de um cer
to valor para o saldo do balanço não pode ser considerado como desejável por si só, pois não traz contribuição direta ao bem estar econômico. A situação do B.P. deve ser vista como limi
tativa, pois pode eventualmente gerar restrições à execução de outros objetivos por torná-los eventos incompatíveis. Um exemplo seria a tentativa de determinado país crescer à elevada taxa de $x\%$ ao ano e inesperadamente ocorrer um corte no for
necimento de crédito externo. A execução da meta de crescimento original estaria então fortemente comprometida, pois a demanda por importações daí advinda não mais seria realizável.

Uma pergunta surge naturalmente: - Essa limitação deve ser definida em termos das transações correntes com o res
to do mundo, do saldo total do balanço de pagamentos, ou de ambos? Para respondê-la precisamos saber o significado macroeconômico preciso de cada um destes conceitos.

O balanço de pagamentos é a contabilização das tran
sações econômicas entre residentes e não residentes de um país, e o resultado da variação das reservas internacionais dessa economia durante um certo período de tempo.

A configuração típica de um balanço de pagamentos segue as normas internacionais ditadas pelo FMI² e pode ser vista na tabela I.

TABELA I

Estrutura do Balanço de Pagamentos

I)	BALANÇO COMERCIAL	
	EXPORTAÇÕES (FOB)	
	IMPORTAÇÕES (FOB)	
II)	BALANÇO DE SERVIÇOS	
	TURISMO	
	TRANSPORTES	
	SEGUROS	
	RENDAS DE CAPITAL	{ LUCROS E DIVIDENDOS LUCROS REINVESTIDOS JUROS
	SERVIÇOS DIVERSOS	{ RELATIVOS A FATORES DE PRODUÇÃO NÃO RELATIVOS A FATORES DE PRODUÇÃO
III)	TRANSFERÊNCIAS UNILATERAIS	
	REMESSAS DE EMIGRANTES	
	OUTROS DONATIVOS	
IV)	SALDO DO BALANÇO DE TRANSAÇÕES CORRENTES (I+II+III)	
V)	MOVIMENTO DE CAPITAIS AUTÔNOMOS	
	INVESTIMENTOS DIRETOS	
	REINVESTIMENTOS (CONTRAPARTIDA DOS LUCROS REINVESTIDOS)	
	EMPRÉSTIMOS E FINANCIAMENTOS	
	AMORTIZAÇÕES	
	CAPITAIS A CURTO PRAZO	
	OUTRAS OPERAÇÕES COM CAPITAIS	
VI)	ERROS E OMISSÕES	
VII)	SALDO TOTAL DO BALANÇO DE PAGAMENTOS (IV+V+VI)	
VIII)	MOVIMENTO DE CAPITAIS COMPENSATÓRIOS (-VII)	
	CONTAS DE CAIXA [AUMENTO (-)]	
	HAVERES A CURTO PRAZO NO EXTERIOR	{ VARIAÇÕES NO TOTAL CONTRAPARTIDA PARA FLUTUAÇÕES CAMBIAIS
	OURO MONETÁRIO	{ VARIAÇÕES NO TOTAL CONTRAPARTIDA PARA FLUTUAÇÕES DE VALOR CONTRAPARTIDA PARA OPERAÇÕES COM RESIDENTES
	ATRIBUIÇÃO DE D.E.S.	{ VARIAÇÕES NO TOTAL CONTRAPARTIDA PARA ALOCAÇÃO/CANCELAMENTO CONTRAPARTIDA PARA FLUTUAÇÕES DE VALOR
	POSIÇÃO DE RESERVAS NO F.M.I.	{ VARIAÇÕES NO TOTAL CONTRAPARTIDA PARA FLUTUAÇÕES DE VALOR
	EMPRÉSTIMOS DE REGULARIZAÇÃO	
	ATRASADOS	

² "Balance of Payments Manual". IMF Washington, 1977.

Como é utilizado o critério contábil das partidas dobradas, a soma do saldo de todas as contas do B.P. é necessariamente zero. No entanto, é costume chamar saldo total do balanço de pagamentos ao resultado das operações não-monetárias com o exterior, e geralmente este conceito é associado à variação física das reservas internacionais de um país. Vejamos que nem sempre isto ocorre³:

Pela identidade fundamental do B.P. temos

$$B + HE + OM + DES + RF + ER + A + C \equiv 0 \quad (1.1)$$

onde,

- B = saldo total do B.P.
- HE = haveres de curto prazo no exterior
- OM = ouro monetário
- DES = atribuição de D.E.S.
- RF = posição de reservas no FMI
- ER = empréstimos de regularização
- A = atrasados
- C = diversas contrapartidas da conta de capitais compensatórios

Como $-(HE + OM + DES + RF)$ corresponde exatamente à variação física das reservas internacionais (ΔRes), vem

$$B \equiv \Delta Res - ER - A - C \quad (1.2)$$

Conclui-se, portanto, que o saldo total do B.P. só pode ser imediatamente relacionado com a variação das reservas internacionais se o termo $-(ER + A + C)$ for zero.

³Para uma visão detalhada deste problema ver Simonsen/Cysne (1987).

Procuremos agora entender o significado exato do que seja um déficit em transações correntes.

Da contabilidade nacional temos a identidade básica da conta de produção

$$Y \equiv C + C_g + I + I_g + (X-H) \quad (1.3)$$

Y = produto nacional líquido a preços de mercado

C = consumo privado

C_g = consumo do governo (S_g = poupança corrente do governo)

I = investimento privado líquido de depreciações

I_g = investimento do governo líquido de depreciações

X = exportação de bens e serviços

H = importação de bens e serviços

$T = (X - H)$ = saldo em transações correntes do B.P.

Sabemos também que

$$Y_d \equiv Y - S_e - RLG \quad (1.4)$$

isto é, a diferença entre o produto nacional líquido e a renda pessoal disponível é exatamente a poupança líquida das empresas (S_e) e a renda líquida do governo ($RLG = C_g + S_g$).

Por último, definamos poupança pessoal (S_f) como sendo a parcela não consumida da renda pessoal disponível

$$S_f \equiv Y_d - C \quad (1.5)$$

De (1.4) e (1.5) e sabendo que a poupança privada (S_p) é a soma $S_e + S_f$, temos

$$Y \equiv C + S_p + RLG \quad (1.6)$$

Juntando (1.3) e (1.6) conclui-se que

$$C + S_p + RLG \equiv Y \equiv C + C_g + I + I_g + (X-H) \quad (1.7)$$

Este resultado diz-nos simplesmente que o produto dá origem a uma renda de igual valor que é totalmente usada para adquirí-lo.

Eliminando o consumo pessoal de (1.7) vem

$$S_p + RLG \equiv C_g + I + I_g + (X-H) \quad (1.8)$$

Como os agregados internos são a soma das componentes privada e governamental, temos

$$-T \equiv I_i - S_i \quad (1.9)$$

Este é um resultado muito importante, pois indica-nos que um país deficitário em suas transações correntes com o exterior está investindo mais do que poupa internamente, estando, deste modo, a absorver poupança externa (-T) para complementar o financiamento dos seus investimentos.

Seja agora $A \equiv C + C_g + I + I_g$, que representa a absorção interna por bens e serviços

$$Y \equiv C + C_g + I + I_g + X - H \equiv A + X - H$$

$$-T \equiv A - Y \quad (1.10)$$

A identidade (1.10) fornece-nos uma outra forma de encarar um déficit em transações correntes: significa o quanto um país gasta em bens de consumo e investimento acima de sua

produção nacional. Essa economia está trocando produção futura por bens e serviços no presente, o que imporá inevitáveis sacrifícios às gerações vindouras.

Ora, mas se um país está vivendo acima de seus próprios meios alguém terá que o financiar. Quem?

A resposta a esta pergunta pode ser facilmente obtida lembrando que pela sistemática contábil utilizada no balanço de pagamentos

$$T + K_a + K_c = 0,$$

$$\text{com } \begin{cases} K_a = E_\ell + Am. + I_{d\ell} \\ K_c = -\Delta Res + ER + A + C \end{cases}$$

sendo

K_a = conta de capitais autônomos

K_c = conta de capitais compensatórios

E_ℓ = empréstimos e financiamentos externos líquidos

Am = amortizações líquidas

$I_{d\ell}$ = investimento direto líquido

e definindo dívida externa líquida (D_ℓ) como sendo a dívida bruta (D_b) menos as reservas internacionais, teremos:

$$- T = (E_\ell + ER + Am) - \Delta Res + I_{d\ell} + A + C$$

$$- T = \Delta D_b - \Delta Res + I_{d\ell} + C$$

$$- T = \Delta D_\ell + I_{d\ell} + C \quad (1.11)$$

A igualdade acima dá-nos uma relação entre fluxos e estoques do setor externo da economia. Ela diz-nos que um déficit em transações correntes só pode ser financiado de três maneiras:

- a) através do endividamento líquido do país para com o resto do mundo (pela tomada de empréstimos acima do necessário para cobrir os gastos com amortizações, ou perdendo reservas);
- b) através da entrada no país de investimentos diretos líquidos (investimento líquido no país menos investimento nacional líquido no exterior);
- c) pela intervenção das autoridades centrais monetizando ouro, ou através de eventuais flutuações favoráveis nas paridades cambiais.

É bom lembrar que o recurso à primeira alternativa (endividamento externo) pode representar uma boa saída para desequilíbrios transitórios do balanço de pagamentos, mas o seu uso para cobrir déficits crônicos pode trazer consequências indesejáveis para a economia nacional, pois os juros a pagar vão-se acumulando em bola de neve.

A segunda possibilidade de financiamento seria pela entrada de capital externo de risco, o que nos leva a estranhar que alguns países insistam em hostilizá-lo, dado que este traz tecnologia, cria novos empregos e permite uma elevação do padrão de vida doméstico (pelo absorção acima da produção nacional) sem aumento do endividamento externo.

A terceira alternativa só é acessível aos poucos

países com grandes riquezas de ouro no subsolo. Quanto à flutuação cambial da cesta de reservas ou do ouro, em relação à moeda em que é expresso o B.P., esta não é, em princípio, variável controlada pelas autoridades monetárias, logo não pode ser considerada fonte autônoma de financiamento do déficit.

Como vemos, o saldo (ou déficit) do balanço de transações correntes apresenta um significado macroeconômico bem mais rico do que o saldo global do B.P. Sendo assim é natural que o primeiro seja olhado com mais atenção pelos decisores de política ao pretenderem estabelecer metas de desempenho econômico.

No entanto, para podermos desenvolver um modelo de estudo do B.P. em transações correntes não basta que utilizemos tautologias, pois elas não nos fornecem relações de causalidade e, portanto, não permitem a construção de uma teoria. Teremos que recorrer a equações que nos indiquem o comportamento dos diversos agregados macroeconômicos (equações comportamentais). Faremos uso de um modelo de equilíbrio geral de curto prazo com base no aparato hickisiano IS-LM.

Seja então:

$$C = C(Y - RLG)$$

$$G = \bar{C}_g + \bar{I}_g$$

$$I = I(r - \pi^e)$$

$$X = X(\alpha, \theta)$$

$$H = H(\beta, \theta, Y - RLG)$$

$$B = T(\alpha, \beta, \theta, Y - RLG) + K_A(r - r^* - \dot{e})$$

$$\frac{M}{P} = L(r, Y)$$

$$P = aw(1 + x)$$

onde

$$\begin{aligned}
 \pi^e &= \text{inflação esperada} \\
 \alpha &= \text{subsídios às exportações} \\
 \beta &= \text{tarifas, cotas sobre importações} \\
 \theta &= \frac{EP^*}{P} = \text{taxa real de câmbio} \\
 E &= \text{taxa nominal de câmbio} \\
 P^* &= \text{índice de preços externo} \\
 P &= \text{índice de preços doméstico} \\
 M &= \text{oferta monetária} \\
 w &= \text{salário nominal} \\
 r &= \text{taxa interna de juros (nominal)} \\
 r^* &= \text{taxa internacional de juros} \\
 \dot{e} &= \text{expectativa de desvalorização cambial} \\
 \frac{1}{a} &= \text{produtividade média do trabalho} \\
 x &= \text{coeficiente de mark-up} \\
 Z' &= \frac{\partial Z(\cdot)}{\partial(\cdot)}
 \end{aligned}$$

A primeira equação representa a função consumo privado keynesiana, com propensão marginal a consumir sobre a renda disponível positiva mas menor que um. Supõe-se aqui que a poupança líquida das empresas (S_e) seja uma fração da renda disponível do setor privado ($Y - RLG$).

Em seguida temos a equação que desdobra os gastos públicos (G) em 2 componentes: o consumo governamental de bens

e serviços correntes e as despesas de investimento, em obras públicas e outros bens de capital. A barra por cima dos símbolos do consumo e investimento públicos significa que são variáveis exógenas, fixadas administrativamente por conveniência das autoridades.

Por sua vez o investimento privado é negativamente correlacionado com a taxa real esperada de juros, pois a taxas mais altas muitos projetos deixarão de ser economicamente viáveis.

Seguidamente são apresentadas as funções exportação e importação.

A igualdade seguinte descreve o saldo do balanço de pagamentos (B) como a soma do saldo em transações correntes ($T = X - H$) e do saldo do balanço de capitais autônomos (K_A).

No modelo considerado a conta corrente relaciona-se inversamente com a renda disponível do setor privado (pelo efeito incremental que esta variável exerce sobre as importações) e positivamente com a taxa real de câmbio θ , os subsídios e as tarifas aduaneiras. O saldo da conta de capitais autônomos mede as entradas líquidas de capitais como função crescente do diferencial entre a taxa de juros interna (r) e a taxa de juros externa mais a expectativa de desvalorização cambial ($r^* + \dot{e}$). O aumento deste diferencial estimula os residentes no país a contraírem empréstimos em moeda estrangeira e os residentes no exterior a adquirirem ativos financeiros em moeda nacional.

Observe contudo que quanto maior a taxa de juros externa, maiores terão que ser no futuro as remessas para remunerar o capital estrangeiro. Este impacto negativo sobre a conta corrente só pode ser desprezado num horizonte de curto prazo. Ao mesmo tempo também só no curto prazo se pode supôr que o aumento de uma só vez do diferencial ($r - r^* - \dot{e}$) leve a um aumento permanente no saldo da conta de capitais. Na prática, dado um certo período de tempo a entrada de capitais cessa, pois estará atingido o nível ótimo de aplicações no país, à nova taxa de juros. Para que o fluxo de capitais não se esgote é necessária uma política de elevação permanente da taxa de juros interna. Como uma situação dessas não é factível conclui-se que no longo prazo só o maior pagamento de juros ao estrangeiro permanecerá.

A igualdade seguinte é a condição de equilíbrio do mercado monetário conhecida como curva LM.

A equação $P = aw(1 + x)$ é uma regra oligopolística de formação de preços pela cobrança de uma margem constante de lucro acima dos custos salariais.

Utilizaremos o aparato acima descrito para analisar a situação de uma pequena economia aberta que, por falta de acesso às opções de financiamento do déficit externo anteriormente expostas, se vê na contingência de ter que realizar um ajustamento do seu balanço de pagamentos.

Começaremos supondo que o país trabalha com taxa nominal de câmbio fixa, e, puramente por simplificação gráfica, sempre partiremos duma posição inicial de equilíbrio no balan-

ço de transações correntes, isto é, tomaremos $T = 0$.

As prescrições de política econômica dependerão do regime salarial em vigor (rigidez keynesiana ou flexibilidade clássica).

Taxa de câmbio nominal fixa

Caso Keynesiano:

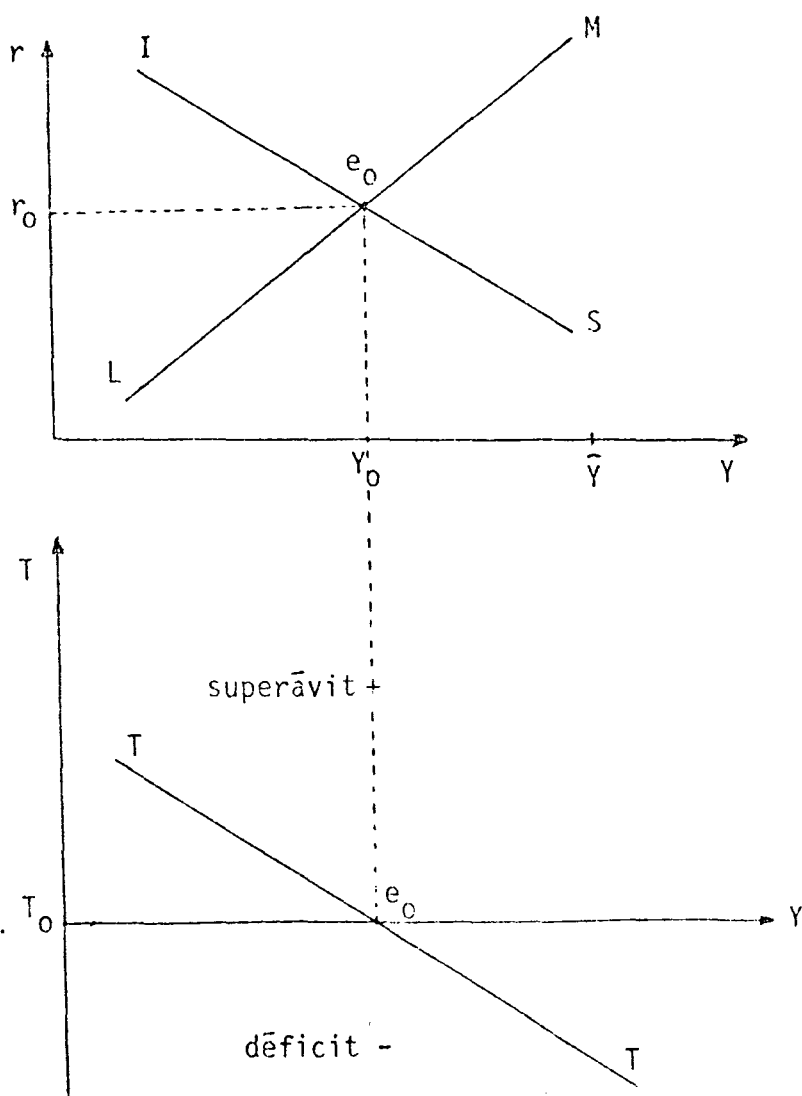
Economia laborando com rigidez de salários e preços.

$$(1.12) \left\{ \begin{array}{ll} Y = C(Y-RLG) + I(r - \Pi^e) + G + X(\alpha, \theta) - H(\beta, \theta, Y-RLG) & \text{curva IS} \\ \frac{M}{P} = L(r, Y) & \text{curva LM} \\ T = T(\alpha, \beta, \theta, Y-RLG) & \text{curva TT} \end{array} \right.$$

variáveis endógenas: r, Y, T

variáveis exógenas: $M, RLG, G, \Pi^e, \alpha, \beta, E, P^*, w$

Graficamente:



O diagrama IS-LM e o saldo em transações Correntes

Uma alteração nas variáveis exôgenas ou nas equações comportamentais afeta as curvas IS-LM:

- Fatores que deslocam para a direita e para cima a curva IS:

- Um aumento dos gastos públicos
- Uma diminuição da renda líquida do governo
- Um aumento das exportações devido à elevação dos subsídios ou aumento da procura externa

- d) Um aumento da taxa esperada de inflação
 - e) Uma desvalorização do câmbio real θ
 - f) Uma contração das importações pelo agravamento de restrições às compras externas
- Fatores que deslocam para a direita e para baixo a curva LM:
- a) Um aumento da oferta monetária
 - b) Uma redução da procura de moeda

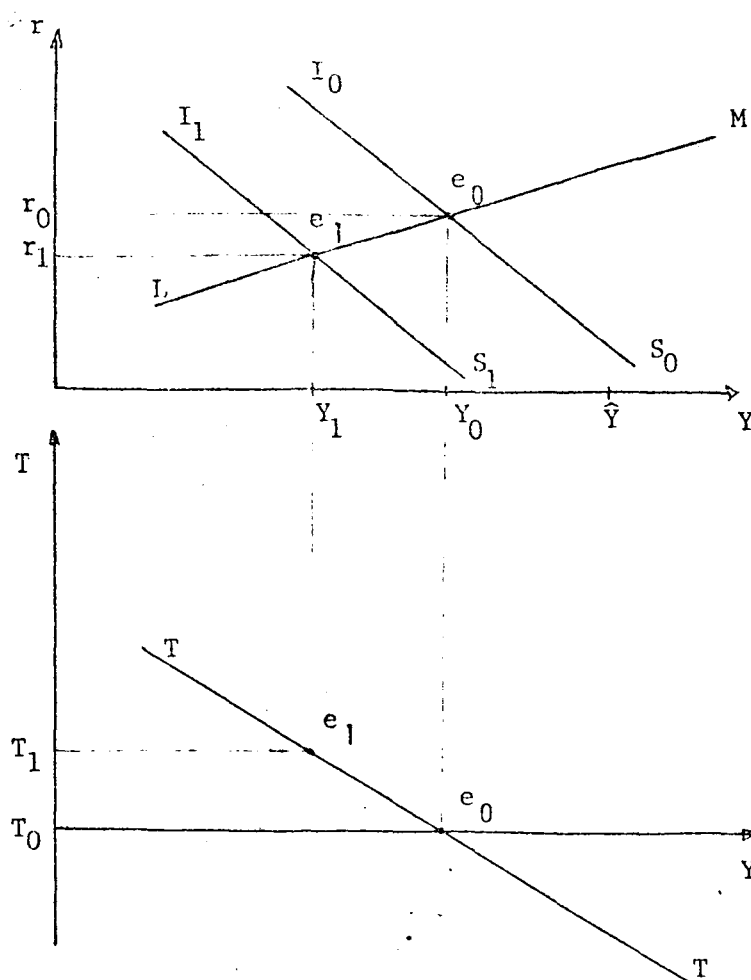
A curva TT por sua vez desloca-se para a direita pelos seguintes fatores:

- a) Desvalorização do câmbio real θ ;
- b) Um aumento das exportações devido ao aumento de subsídios ou da demanda externa;
- c) uma diminuição das importações por agravamento das tarifas aduaneiras ou de quaisquer restrições às compras externas;
- d) um aumento da renda líquida do governo (RLG).

Observe-se que todos os fatores que deslocam a curva TT também deslocam a curva IS, a recíproca não sendo verdadeira. Variações na renda líquida enviada ao exterior não são consideradas, já que a nossa visão é de curto prazo.

Usando o método chamado Estática Comparativa, podemos ver os efeitos sobre as variáveis endógenas das variações nos instrumentos de política econômica. As autoridades farão uso deliberado das políticas monetária, fiscal e cambial.

1^a alternativa - O governo reduz o déficit público através do corte dos seus gastos.⁴

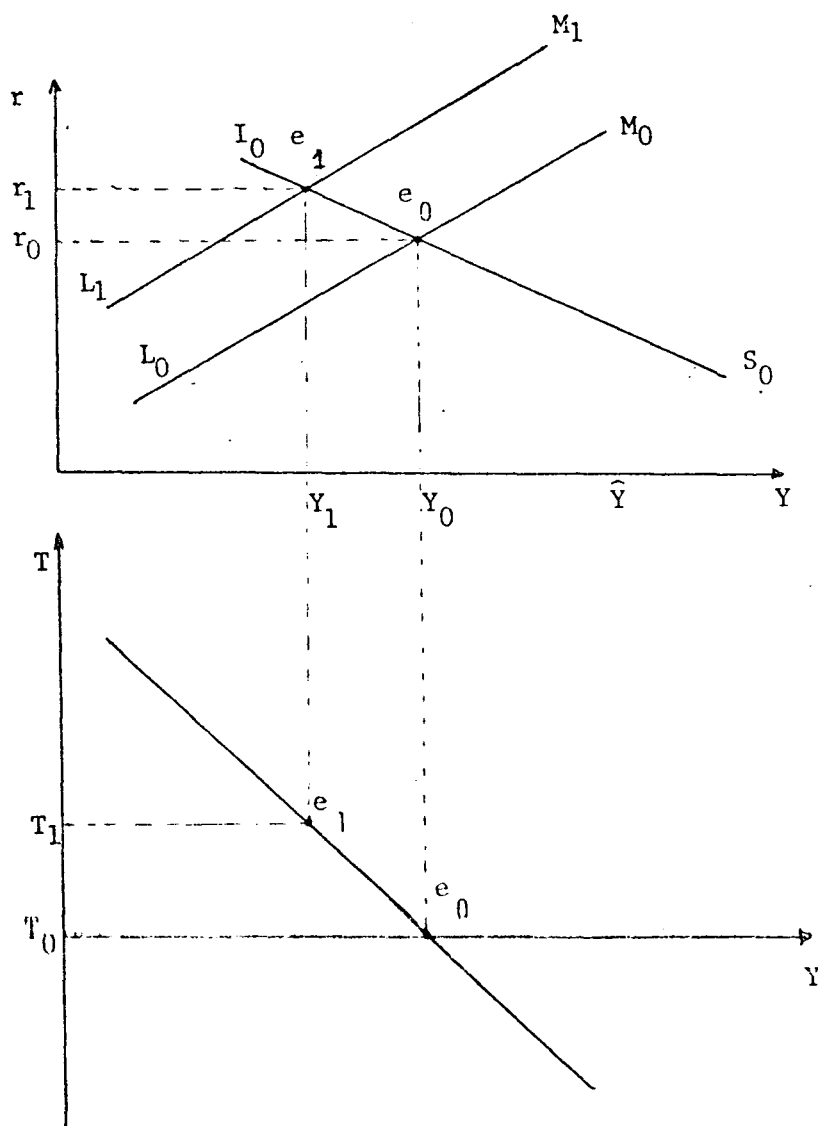


O deslocamento da curva IS trouxe uma diminuição da taxa interna de juros e um desaquecimento da economia que levará a uma menor procura por importações e conseqüentemente a um saldo em transações correntes mais elevado.⁵

⁴ É o caso denominado "política fiscal pura" pois não há variação da oferta de moeda.

⁵ A redução do déficit público poderia ocorrer alternativamente pela elevação de impostos ou corte de subsídios e transferências (aumento de RLG). Nesse caso os efeitos seriam qualitativamente idênticos mas quantitativamente diferentes, pois o multiplicador dos gastos públicos é maior que o da renda líquida do governo e aumentos desta variável também deslocam para cima a curva TT.

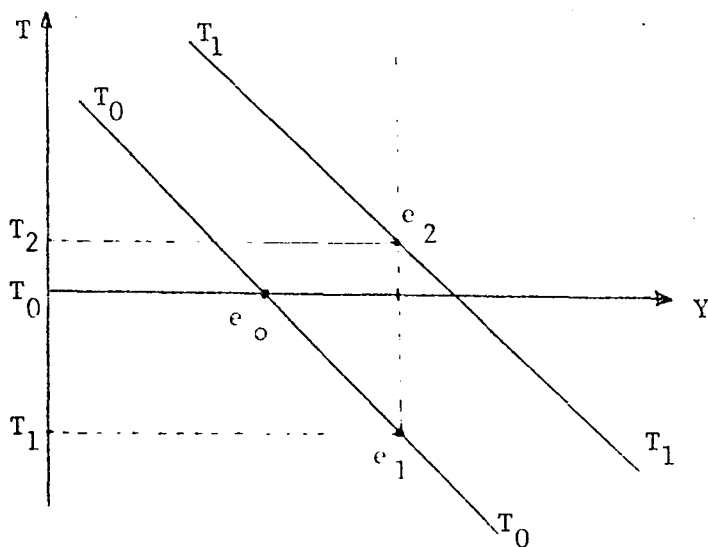
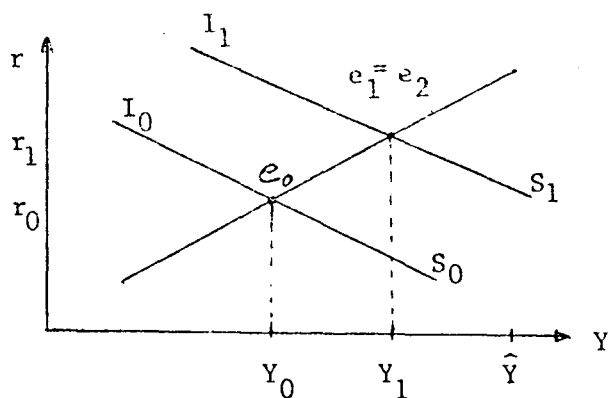
2ª alternativa - Política monetária restritiva, por exemplo pela contenção do crédito interno ou através da elevação da taxa de redesconto bancário.⁶



O deslocamento da curva LM leva a uma subida na taxa de juros doméstica desestimulando a atividade econômica, transmitindo (tal como no caso anterior) um efeito positivo para o saldo em conta corrente do balanço de pagamentos, devido à diminuição induzida das importações.

⁶Esta alternativa é o famoso "Enfoque monetário do balanço de pagamentos".

3^a alternativa - Desvalorização cambial (ou imposição de controles diretos que são as tarifas e cotas sobre importações ou subsídios às exportações).



O aumento do produto e da renda levará a uma deterioração inicial das contas externas (de T_0 para T_1). No entanto o efeito-preço provocado pela desvalorização cambial (supondo-se ter sido esta a medida adotada) superará o efeito renda inicial permitindo uma elevação do saldo total da conta corrente. Esta suposição é conhecida como Condição de Marshall-Lerner e geralmente considera-se satisfeita.⁷

⁷ Na realidade a derivação mais completa é designada Condição Bickerdike - Robinson - Metzler (BRM). Para uma dedução formal veja Macedo (1977) ou Niehans (1984).

As três alternativas apresentadas nos dão formas técnicas de elevar o saldo do balanço em transações correntes (ou obviamente de diminuir o déficit, situação que normalmente é chamada de ajustamento). Cada uma delas apresenta as suas vantagens e seus inconvenientes. Se o país vive com grande percentagem da população ativa desempregada, as duas primeiras opções são menos aconselháveis, pois fazem o ajustamento pelo método da "anti-economia", esfriando a procura interna e aumentando os já elevados índices de desemprego. Seria mais indicado, então, optar pela desvalorização do câmbio, pois este tem um efeito motor sobre a atividade econômica. É bom lembrar no entanto que este instrumento tem indesejáveis efeitos sobre variáveis não explicitadas aqui, tais como a taxa de inflação e a expectativa de desvalorização cambial. Este problema ficará mais claro posteriormente.

Analisemos em seguida o caso em que os títulos emitidos pelos residentes desta economia são substitutos perfeitos dos títulos internacionais. Estaremos então no caso de "perfeita mobilidade de capitais entre países". Em termos formais isto ocorre quando $\lim_{r \rightarrow r_0} K'_A (r - r^* - \dot{e}) = \infty$, e já que esta economia opera com taxa de câmbio nominal fixa, a oferta monetária será infinitamente elástica à taxa de juros r_0 ⁸.

⁸ A este respeito veja Dornbusch (1980). Formalmente:

$$\begin{cases} M(r) = P.L(r, y) & (1) \end{cases}$$

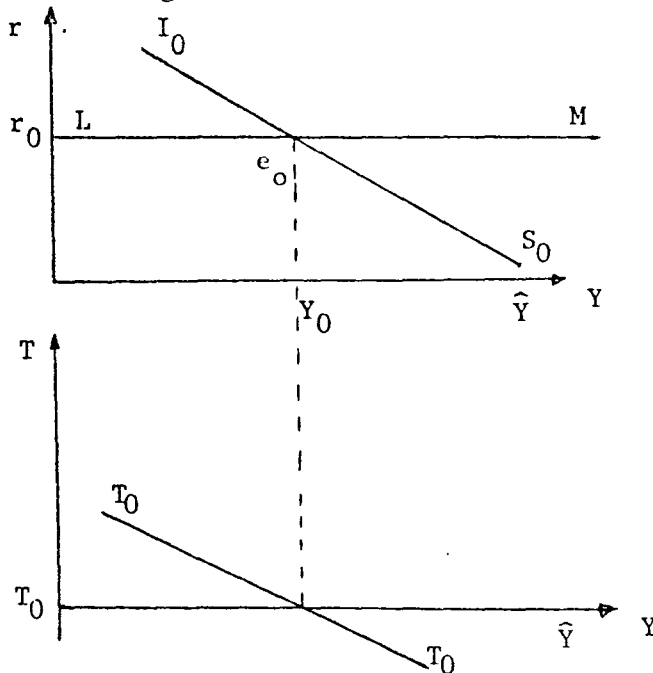
$$\begin{cases} M(r) = \sigma \{ \text{Res}(r) + \text{CI} \} & (2) \end{cases}$$

onde σ é o multiplicador bancário e CI o crédito interno líquido.

Podemos apresentar assim este cenário:

$$(1.13) \begin{cases} Y = C(Y-RLG) + I(r - \Pi^e) + G + X(\alpha, \theta) - H(\beta, \theta, Y-RLG) \\ \frac{M}{P} = L(r_0, Y) \\ T = T(\alpha, \beta, \theta, Y-RLG) \end{cases} \quad \lim_{r \rightarrow r_0} K'_A(r) = \infty$$

Vendo graficamente:



variáveis endógenas: M, Y, T

variáveis exógenas: $r_0, RLG, G, \Pi^e, \alpha, \beta, E, P^*, W$

De (1) e (2) vem

$$P.L.(r,y) - \sigma \{Res(r) + CI\} = 0$$

$F(P,r,y) = 0$. Para $F'_r \neq 0$ temos, pelo teorema da função implícita

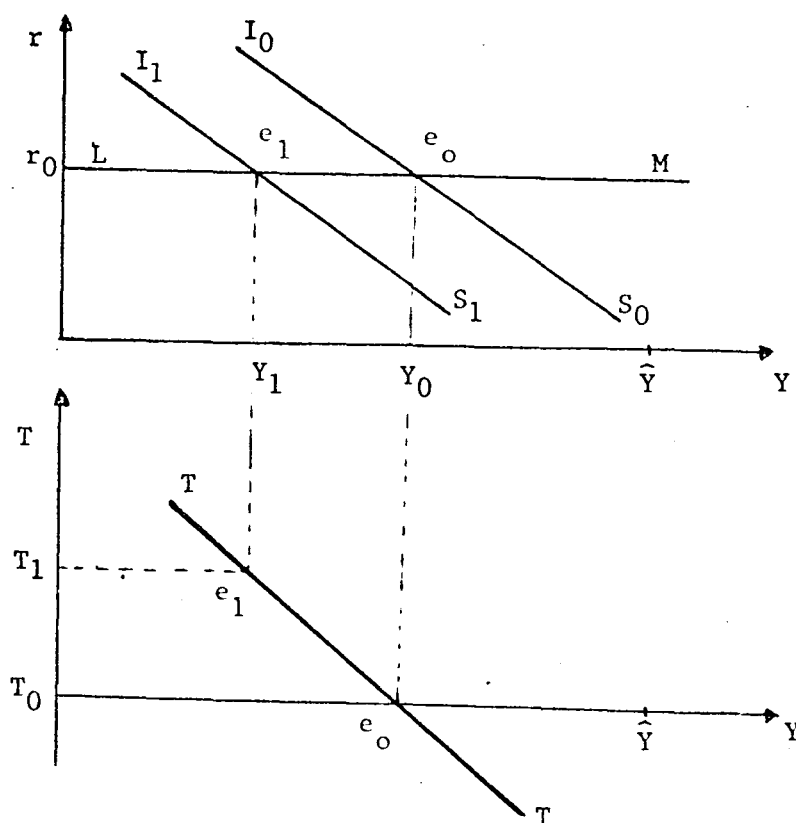
$$\frac{dr}{dy} = - \frac{F'_y}{F'_r} = - \frac{P L'_y}{P L'_r - \sigma Res'(r)}$$

Como por hipótese $\lim_{r \rightarrow r_0} K'_A(r) = \infty$, neste regime cambial $\lim_{r \rightarrow r_0} Res'(r) = \infty$, ou

seja $\lim_{r \rightarrow r_0} \frac{dr}{dy} = 0$.

Como responde o balanço de pagamentos a mudanças nas variáveis instrumentais?

1ª alternativa - Política fiscal contracionista

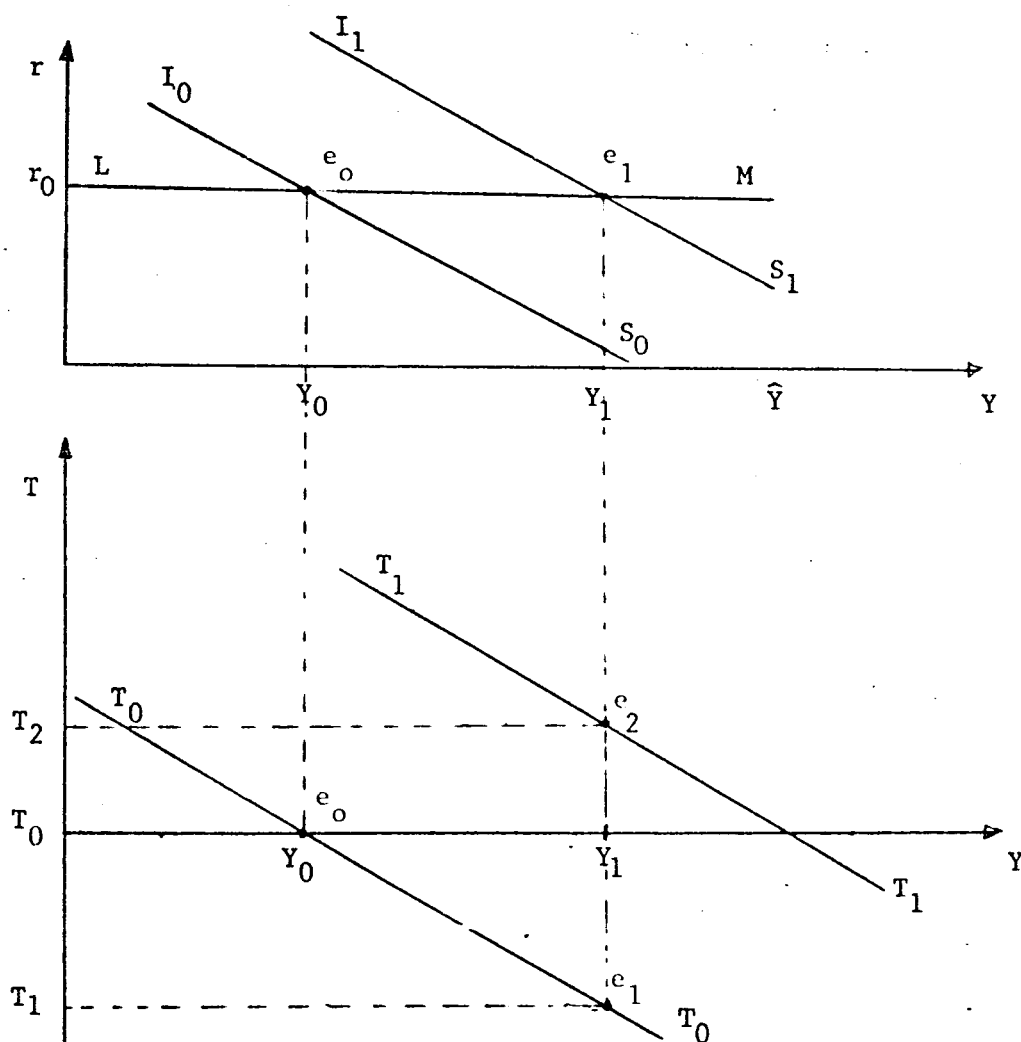


Como a taxa de juros é dada no mercado internacional, o único efeito da redução do déficit público foi um produto nacional mais baixo, que implica um melhor saldo para a conta corrente. Repare que o impacto sobre este saldo é maior que no caso onde a mobilidade de capitais não é perfeita, pois agora a política fiscal tem eficácia máxima sobre o produto.

A política monetária neste caso é impossível de ser administrada, pois a oferta de moeda está dada por $P.L(r_0, Y)$. A contração do crédito líquido provoca idêntico aumento das reservas internacionais, mantendo inalterada a base monetária e o saldo em conta corrente. Já na alternativa an-

terior, a queda na demanda por moeda provocada pela diminuição do produto reduz a base monetária.

2ª alternativa - Desvalorização cambial



Supondo-se satisfeita a condição de Marshall-Lerner o efeito da desvalorização cambial foi positivo sobre o B.P. mas menor do que no caso normal, pois aqui o efeito-renda é mais intenso.⁹

⁹ Este é o "Modelo Mundell-Fleming" de taxas fixas de câmbio, compatível com as prescrições de ajustamento recomendadas pelo FMI

Suponhamos agora um outro caso.

Caso Clássico.

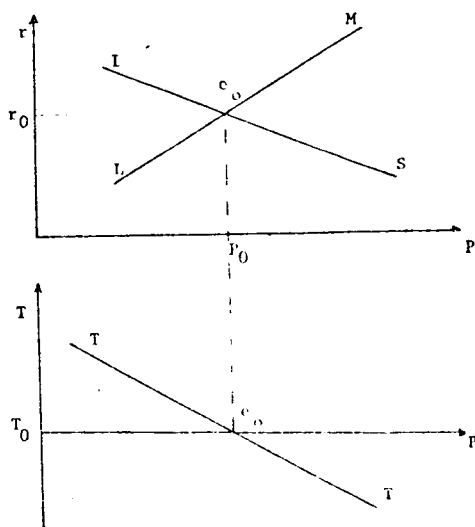
Economia operando no regime de flexibilidade total de salários e preços.

$$(1.14) \left\{ \begin{array}{ll} \hat{Y} = C(\hat{Y}-RLG) + I(r-\Pi^e) + G + X(\alpha, \theta) - H(\beta, \theta, \hat{Y}-RLG) & \text{curva IS} \\ \frac{M}{P} = L(r, \hat{Y}) & \text{curva LM} \\ T = T(\alpha, \beta, \frac{EP^*}{P}, \hat{Y}-RLG) & \text{curva TT} \end{array} \right.$$

variáveis endógenas: r , p , T

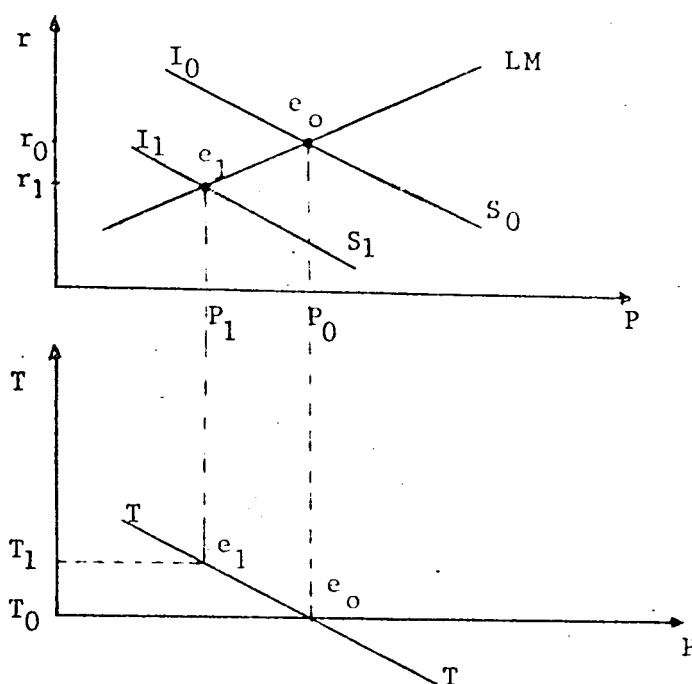
variáveis exógenas: M , \hat{Y} , RLG , G , Π^e , α , β , E , p^*

Como entre as variáveis endógenas temos agora p e não mais Y é mais adequado trabalharmos no plano $r \times p$, ao invés de $r \times y$. A mudança não afeta o modelo IS-LM:



A curva TT é negativamente inclinada com P porque a preços mais altos o câmbio real estará mais valorizado, implicando num menor saldo do balanço de bens e serviços. Os deslocamentos desta curva ocorrerão aqui pela imposição de controles diretos, pela desvalorização do câmbio ou por aumento da renda líquida do setor público (RLG).

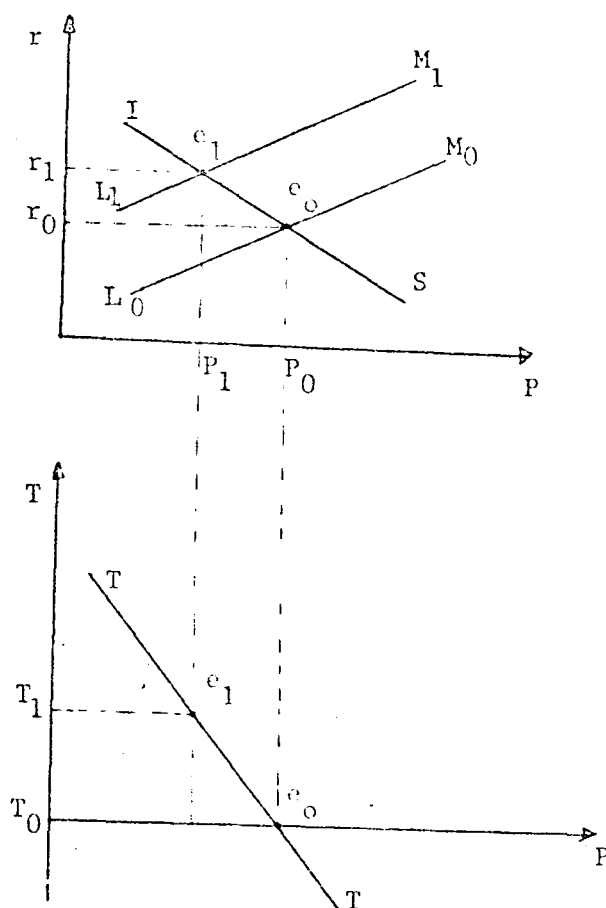
1ª alternativa - Redução do déficit público



A política fiscal contracionista adotada pelo Governo levou a uma queda na taxa interna de juros, que estimulará a demanda por moeda. Como a oferta está fixa o nível de preços tem que cair para que haja equilíbrio monetário.

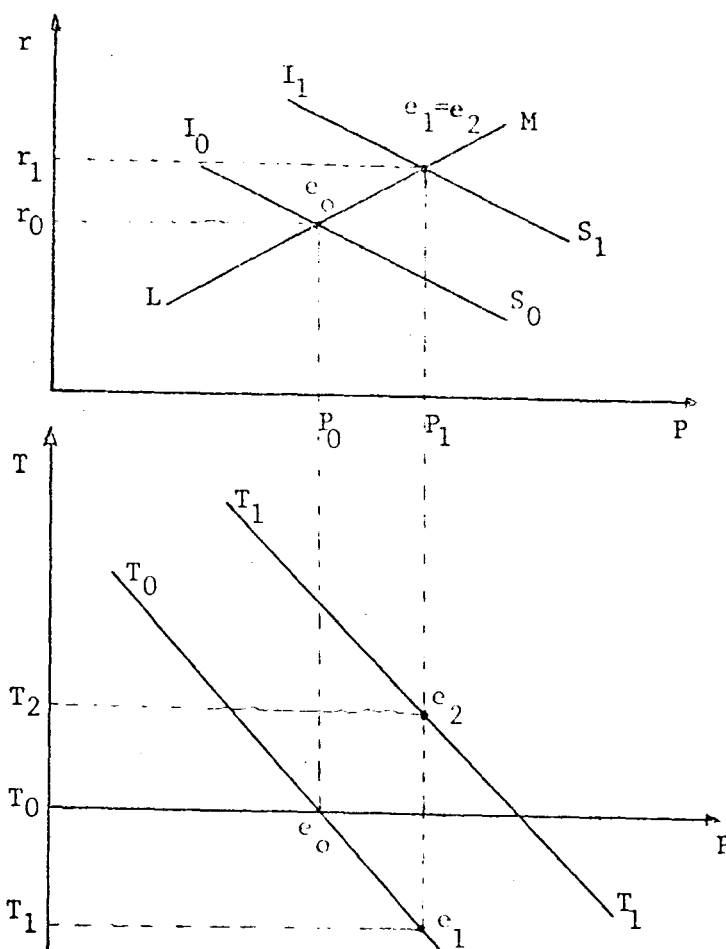
Este fato levará a uma melhoria na competitividade externa dos produtos nacionais, pois para o mesmo nível de câmbio nominal E , os preços são agora menores.

2ª alternativa - Política monetária restritiva



A subida da taxa de juros ocorrida devido à contração monetária levou a uma diminuição na demanda por moeda e nos investimentos privados. Os salários e preços cairão de modo a manter o pleno emprego, melhorando, deste modo, o balanço de bens e serviços.

3ª alternativa - Desvalorização cambial



Supondo-se satisfeita a condição de Marshall-Lerner ocorreu uma melhora de T , em detrimento duma queda nos investimentos privados devido à subida da taxa de juros. Esse fato leva também a uma diminuição da demanda por moeda. Como o estoque monetário está dado, o nível de preços terá que subir para que se chegue ao equilíbrio; implicitamente está suposto que o câmbio real se desvalorizou para que melhorasse o saldo em conta corrente, isto é, a subida de E foi percentualmente superior à de P .

As duas primeiras alternativas, já que a economia está operando "sem" capacidade ociosa não acarretam queda substancial da atividade econômica e seriam as mais aconselháveis num eventual processo de ajustamento. Quanto à desvalorização cambial, fica clara aqui uma das grandes desvantagens deste instrumento: exerce forte pressão inflacionista sobre o índice de custo de vida. Esta pressão será tanto maior quanto maior for a composição de componentes importados nos produtos finais domésticos. Pelo menos três outros inconvenientes podem ser apontados ao uso deste instrumento:

- abala a confiança no regime cambial do país;
- pode gerar a expectativa de novas desvalorizações desincentivando a entrada de capitais estrangeiros e estimulando a saída de capitais para o exterior;
- no caso de países endividados, penaliza os mutuários nacionais pela elevação do saldo devedor quando expresso em moeda doméstica.

Apesar das desvantagens apontadas a mudança na paridade cambial é ainda o mecanismo natural de ajuste das contas externas e é um instrumento inevitável para países que apresentam altas taxas de inflação, sob pena de um crescimento insustentável do déficit em conta corrente.

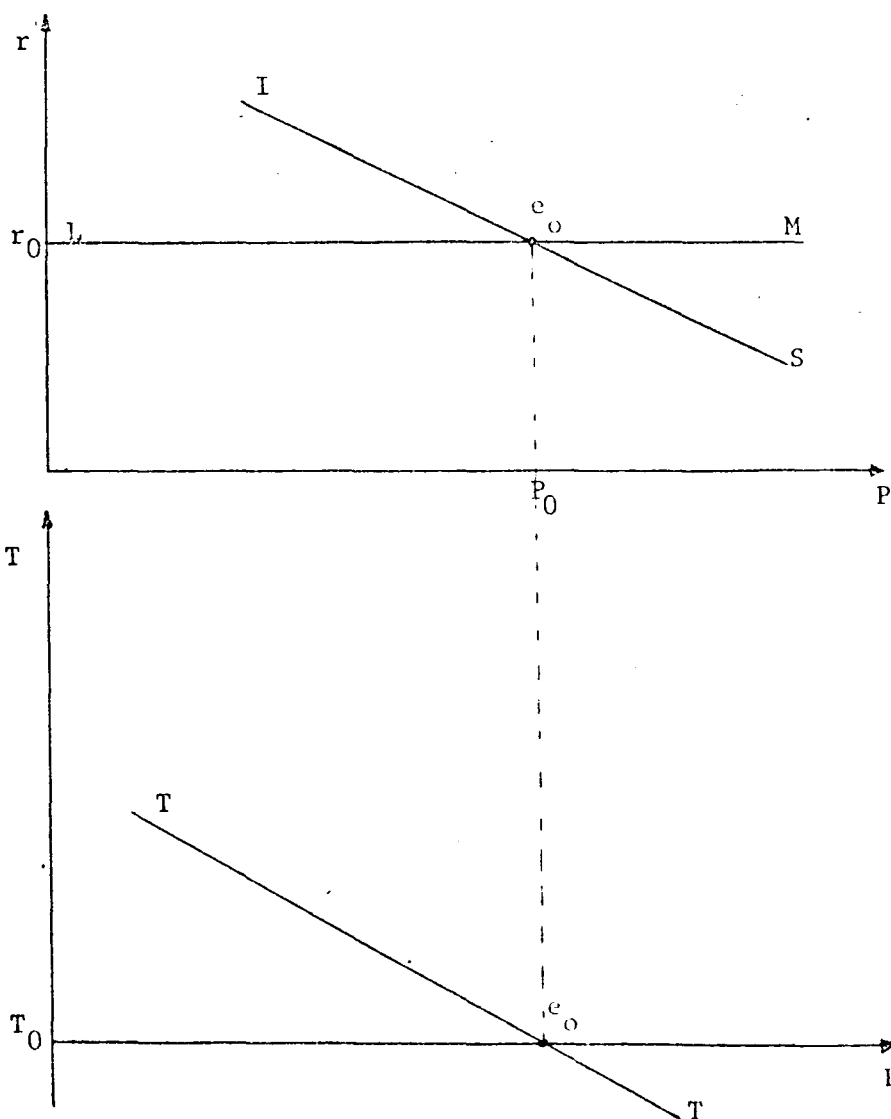
Passemos em seguida ao caso em que esta economia com taxa de câmbio fixa e flexibilidade de salários e preços se defronta com uma oferta de capitais infinitamente elástica à taxa de juros r_0 :

$$(1.15) \begin{cases} \hat{Y} = C (\hat{Y} - \text{RLG}) + I (r - \Pi^e) + G + X (\alpha, \theta) - H (\beta, \theta, \hat{Y} - \text{RLG}) \\ \frac{M}{P} = L (r_0, \hat{Y}) \\ T = (\alpha, \beta, \theta, \hat{Y} - \text{RLG}) \end{cases} \quad \lim_{r \rightarrow r_0} K'_A(r) = \infty$$

variáveis endôgenas: M, P, T

variáveis exôgenas: $r_0, \hat{Y}, \text{RLG}, G, \Pi^e, \alpha, \beta, E, P^*$

Como já dissemos a curva LM é neste caso horizontal.¹⁰



¹⁰ Isto ocorre apesar da mudança de variáveis endôgenas. Vejamos:

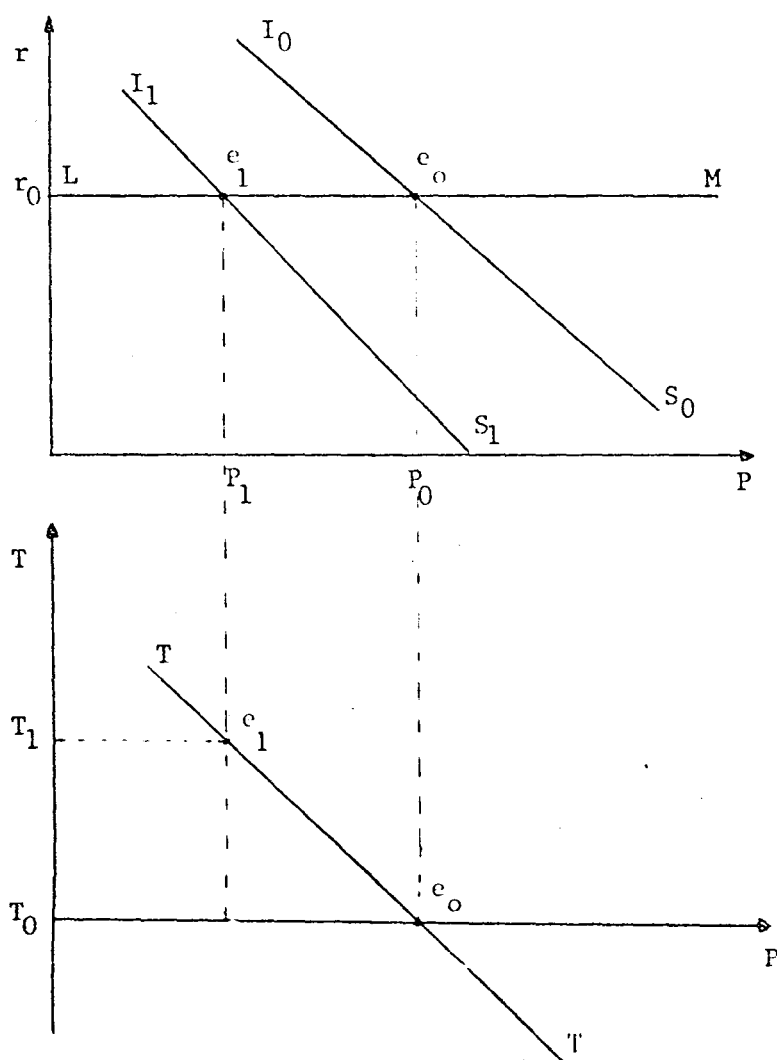
$$M(r) - PL(r, y) = 0$$

$$\frac{dr}{dP} = -\frac{F'_P}{F'_r} = -\left(\frac{-L(r, y)}{M'_r - P \cdot L'_r} \right)$$

$$M'_r - PL'_r \neq 0$$

$$\text{Se } \lim_{r \rightarrow r_0} M'_r = \infty, \quad \lim_{r \rightarrow r_0} \frac{dr}{dP} = 0$$

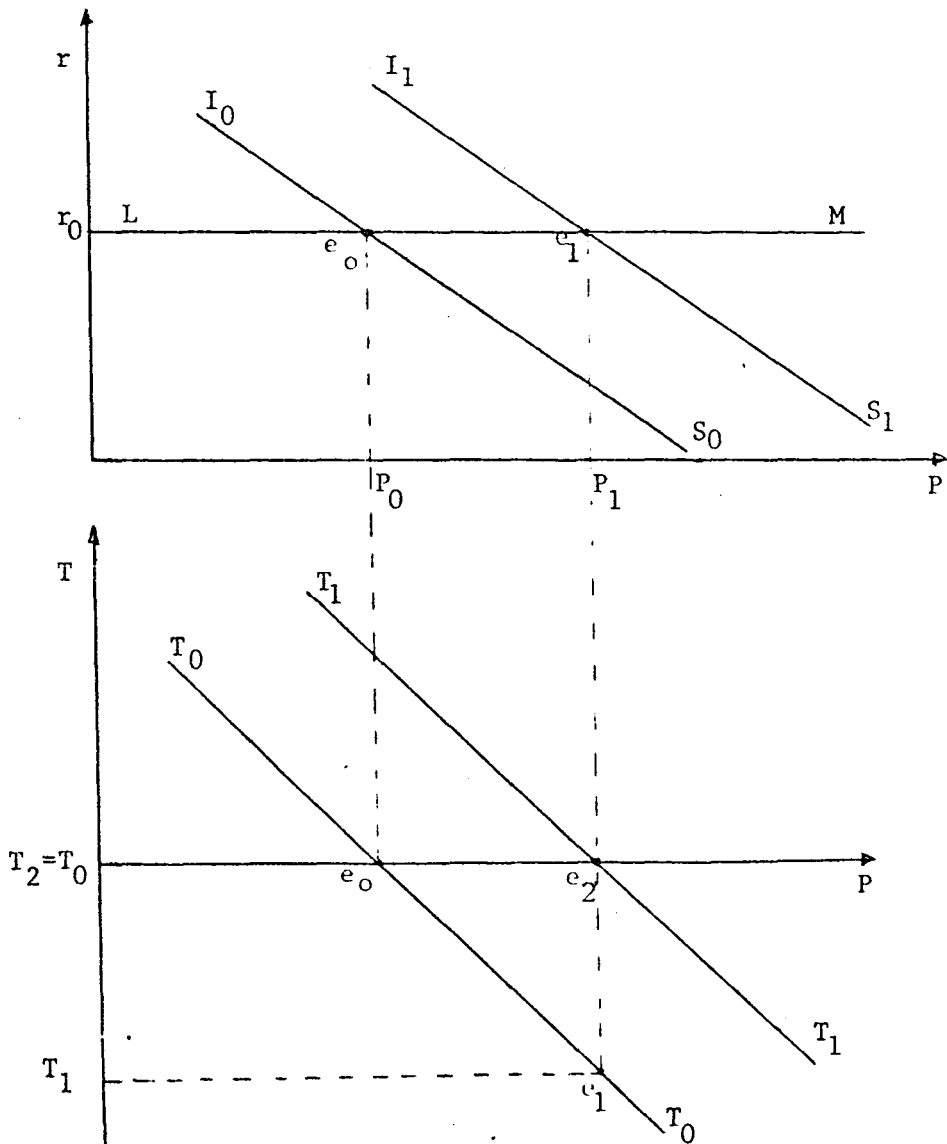
1^a alternativa - Redução do déficit público



O corte dos gastos públicos em consumo e/ou em investimentos leva a uma queda no nível de preços e a uma desvalorização do câmbio real que elevará o saldo em conta corrente. Este valor subirá exatamente da mesma magnitude que o corte do déficit público, já que o produto é constante ao nível de pleno emprego \hat{Y} e a taxa de juros não varia.

Como a oferta monetária é endôgena $M = P.L(r_0, \hat{Y})$ qualquer contração do crédito interno líquido levará a idêntico aumento das reservas internacionais dessa economia. Todas as demais variáveis permanecerão inalteradas.

Observe também que a desvalorização cambial, neste caso, não tem qualquer efeito sobre o B.P:



Como o produto está dado e a taxa de juros também, qualquer aumento do câmbio nominal deve ser acompanhado por aumentos de preços de modo a manter T inalterado, já que todas as outras variáveis permanecem constantes.

Taxa de Câmbio nominal flutuante

Suponhamos agora, que ao invés da taxa de câmbio(E) ser administrada pelas autoridades monetárias como vínhamos supondo até aqui, ela se forme pela livre concorrência das forças de mercado. É o chamado regime de taxas flutuantes de câmbio, frequente após 1973 e consagrado pela reforma monetária da Jamaica (1976). No regime puro de taxas flexíveis o Banco Central não intervém no mercado de câmbio e o preço das moedas estrangeiras ajusta-se continuamente de modo a equilibrar a conta de transações correntes com os movimentos autônomos de capital, isto é, não existe variação das reservas internacionais.

$$H\left(\frac{EP^*}{P}, Y-RLG\right) - X\left(\frac{EP^*}{P}\right) = K_A (r - r^* - \dot{e})^{11}$$

Supondo estável a função $K_A(r-r^*-\dot{e})$ e considerando dadas a taxa de juros externa e a expectativa de desvalorização cambial a curva IS é semelhante à da economia fechada, simplesmente um pouco mais elástica. O mercado monetário não é afetado pela mudança cambial.

¹¹ Estamos supondo a situação, comum em muitos países, em que as posições cambiais de todo o sistema bancário são controladas diretamente pelo Banco Central. Caso contrário sô poderíamos garantir que

$$H(0, Y-RLG) - X(0) = K_A(r) - \phi$$

onde ϕ é a variação das disponibilidades líquidas sobre o exterior das instituições monetárias que não o Banco Central. Note também, que por simplificação estamos racionando com a equação (1.2) na forma $B = \Delta Res$.

Analisemos cada um dos regimes salariais:

Caso Keynesiano:

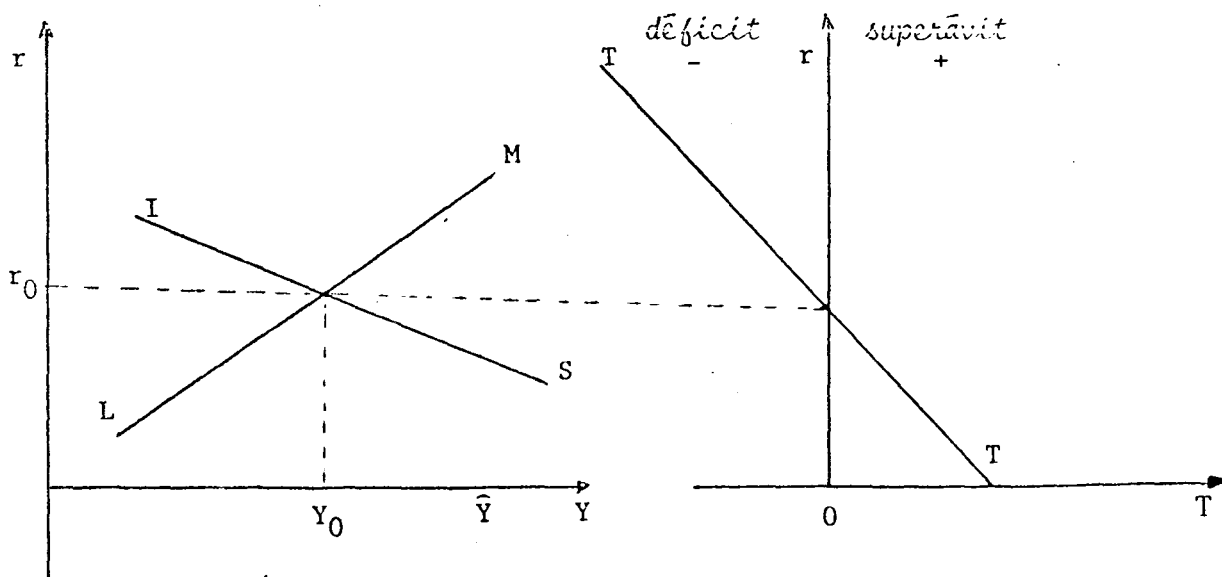
Economia com salários nominais rígidos

$$(1.16) \quad \begin{cases} Y = C(Y - RLG) + I(r - \Pi^e) + G - K_A(r - r^* - \dot{e})^{12} & \text{curva IS} \\ \frac{M}{P} = L(r, Y) & \text{curva LM} \\ T = -K_A(r - r^* - \dot{e}) & \text{curva TT} \end{cases}$$

variáveis endógenas: r, Y, T

variáveis exógenas: $RLG, G, \Pi^e, r^*, P^*, \dot{e}, M, W$

Graficamente:



¹² Optamos aqui por definir uma IS já refletindo o fato de $X-H = -K_A$.

É mais útil representarmos a curva TT no diagrama $r \times T$, pois no contexto apresentado será a taxa de juros doméstica que vai determinar o saldo em conta corrente do B.P., já que o aumento do diferencial $(r - r^* - \dot{e})$ estimula, como vimos, a entrada líquida de capitais no país.

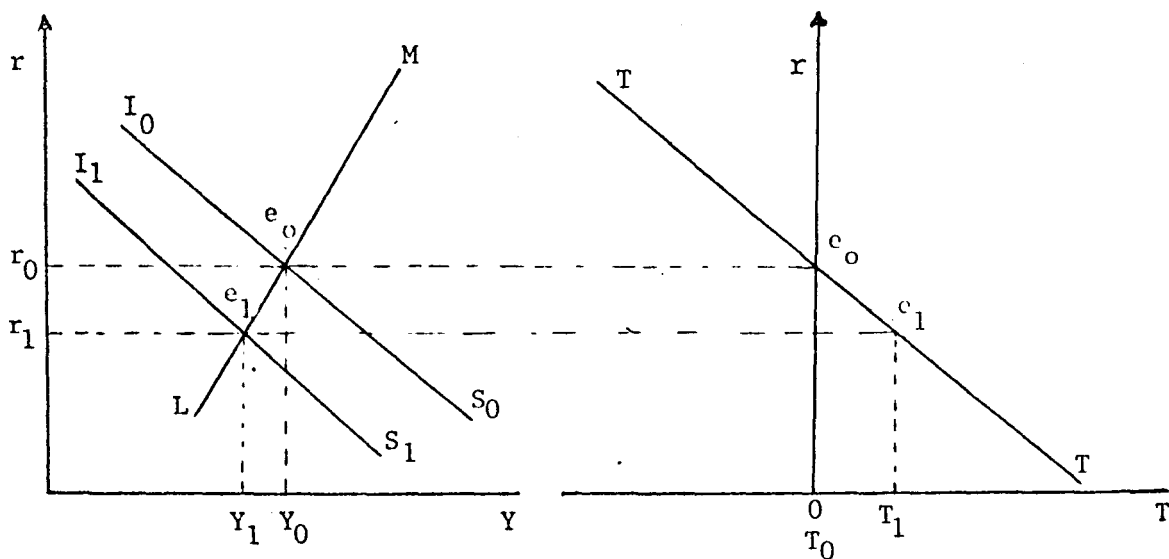
Como as reservas internacionais não variam já que as autoridades não intervêm por hipótese no mercado de câmbio, todo superávit na conta de capital tem como contrapartida um déficit da conta corrente. Fica assim definida como uma relação inversa entre r e T .

A curva TT desloca-se para a direita pelos seguintes motivos:

- a) subida na taxa internacional de juros;
- b) expectativa de maior desvalorização cambial;
- c) queda da confiança no país.

Se o país deseja elevar o seu saldo em transações correntes, qual a saída?

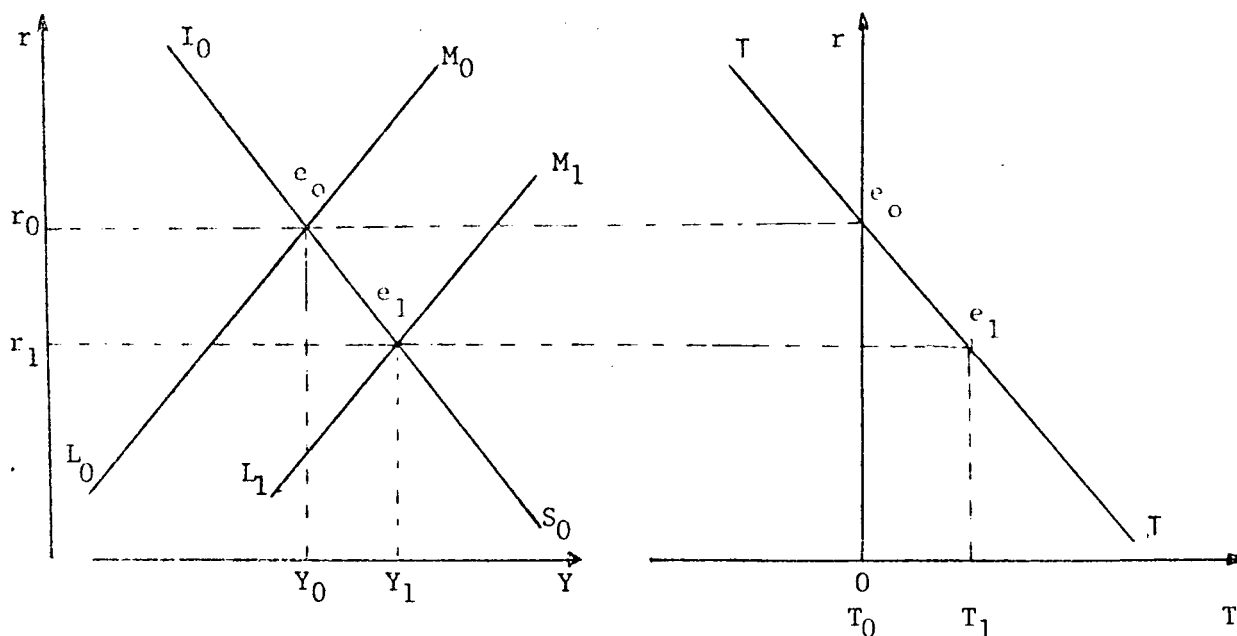
1ª alternativa - Diminuição do déficit público



A diminuição do déficit do governo leva a uma queda do produto nacional e da taxa de juros interna. Esses dois motivos acarretam uma melhora do saldo de bens e serviços.

O câmbio real tanto pode ter-se valorizado como desvalorizado, pois também ocorreu variação de produto.

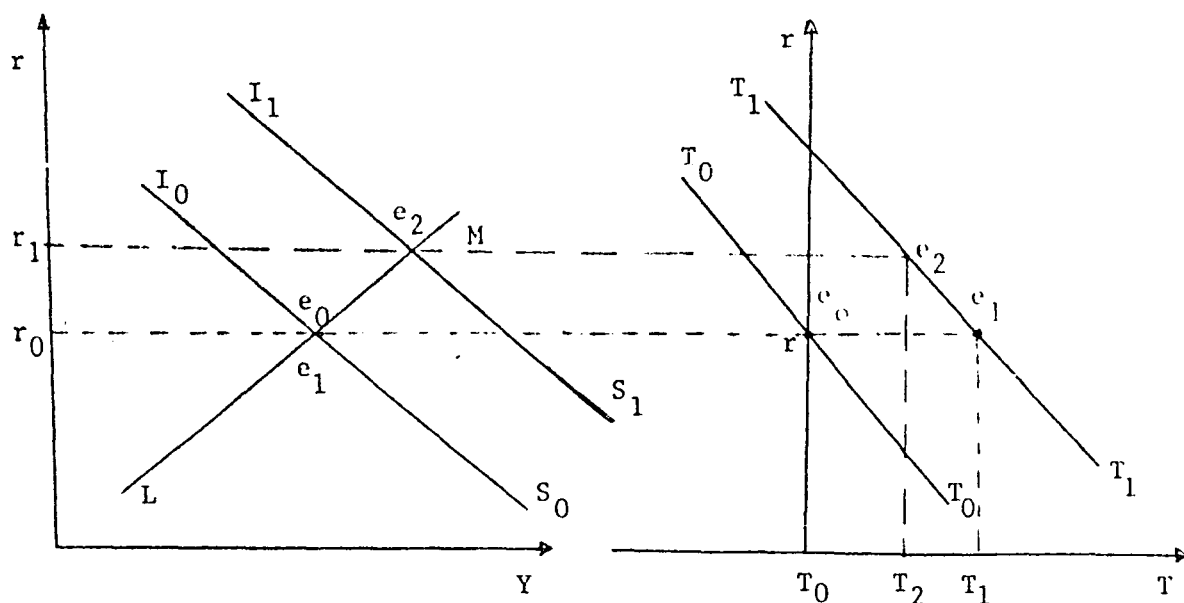
2ª alternativa - Elevação da taxa de expansão monetária



A queda na taxa de juros determina um déficit na conta de capital, cuja contrapartida é necessariamente um superávit no balanço de transações correntes. Está implícito no resultado que o efeito provocado pela desvalorização do câmbio real mais do que compensou o incremento das importações induzido pelo aumento do produto.

É interessante notar que quando um país insiste em manter elevados déficits em conta corrente cria-se a expectativa de que uma desvalorização cambial é inevitável e neste cenário, essa expectativa levará de fato à depreciação do câmbio. O que ocorre é que o novo estado de expectativas diminui, para a mesma taxa de juros, a entrada líquida de capitais no país, o que levará a uma melhora da conta corrente do B.P. A variável que se ajustou para que tal ocorresse foi a taxa real de câmbio, apesar do efeito adverso do aumento do produto sobre as importações.

Por gráficos:



No caso da perfeita mobilidade de capitais teremos:¹³

$$(1.17) \left\{ \begin{array}{l} Y = C(Y - \text{RLG}) + I(r_0 - \Pi^e) + G - K_A(r_0 - r^* - \dot{e}) \\ \frac{M}{P} = L(r, Y) \\ T = -K_A(r - r^* - \dot{e}) \end{array} \right. \quad \lim_{r \rightarrow r_0} K'_A(r) = \infty$$

variáveis endógenas: E, Y, T

variáveis exógenas: $r_0, \text{RLG}, G, \Pi^e, r^*, \dot{e}, M, W$

O termo $K_A(r - r^* - \dot{e})$ com $\lim_{r \rightarrow r_0} K'_A = \infty$ torna a curva IS horizontal à taxa de juros r_0 .¹⁴ A curva TT será também infinitamente elástica.

¹³ Normalmente conhecido como "Modelo Mundell-Fleming" com taxa de câmbio flutuante.

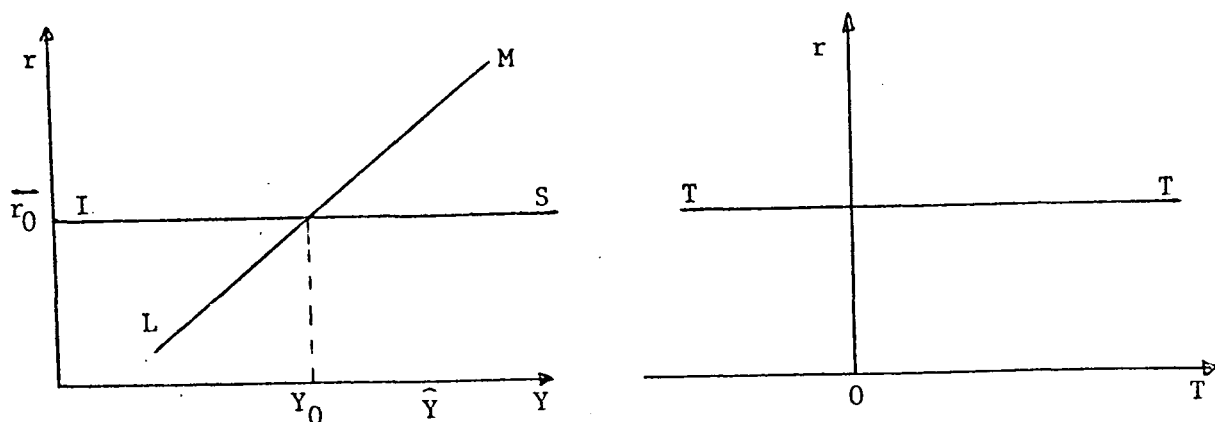
¹⁴ $Y = C(Y - \text{RLG}) + I(r - \Pi^e) + G - K(r - r^* - \dot{e})$

$$F(Y, \text{RLG}, r, \Pi^e, r^*, \dot{e}) = 0$$

$$\frac{dr}{dy} = -\frac{F'_y}{F'_r} = -\frac{1 - C'_y}{I'_r - K'_r} \quad I'_r - K'_r \neq 0$$

Como $\lim_{r \rightarrow r_0} K'_r = \infty$, $\lim_{r \rightarrow r_0} \frac{dr}{dy} = 0$, ou seja a curva IS é horizontal no plano

rxv.



Como a taxa de juros r_0 é compatível agora com qualquer resultado da conta corrente, a análise gráfica não é aconselhável para analisar o comportamento desta variável, daí devemos centrar nossa análise sobre cada uma das equações do modelo.

1ª alternativa - Redução dos gastos públicos

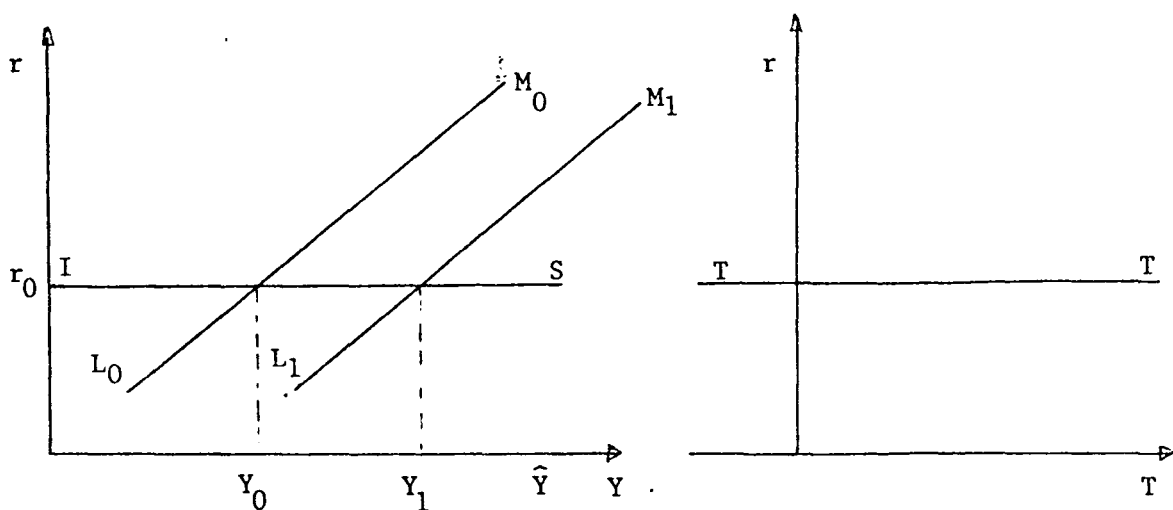
Como a taxa de juros está dada pelo mercado internacional e o produto determinado pela política monetária, a diminuição do déficit público implicará necessariamente num aumento idêntico das transações correntes.

$$Y_0 = C(Y_0 - RLG) + I(r_0 - \pi^e) + G + T(\alpha, \beta, \theta, Y_0 - RLG)$$

A variável que permitiu tal ajuste foi o câmbio real, que se depreciou.

2ª alternativa - Política monetária expansiva

Levará a um aumento do produto e do saldo de bens e serviços. Vejamos:



Como nesta economia a política monetária é toda pode rosa, o deslocamento da LM induz um incremento do produto de Y_0 para Y_1 . Como esse aumento de renda não pode ser todo absorvido por consumo já que a propensão marginal a consumir está entre 0 e 1, necessariamente houve uma melhora da conta corrente, pois o investimento privado e os gastos públicos não se alteraram.

$$\Delta Y = \Delta C(Y - RLG) + I(r_0 - \pi^e) + G + \Delta T(\alpha, \beta, \theta, Y - RLG)$$

Implícitamente admite-se que a desvalorização do câmbio real θ mais do que compensou o efeito-renda.

Vemos portanto que numa economia com câmbio flexível e desemprego keynesiano a melhor opção de ajustamento é via política monetária.

Caso Clássico:

Salários nominais flexíveis

Como este regime implica que a economia opera a ple
no-emprego, temos:

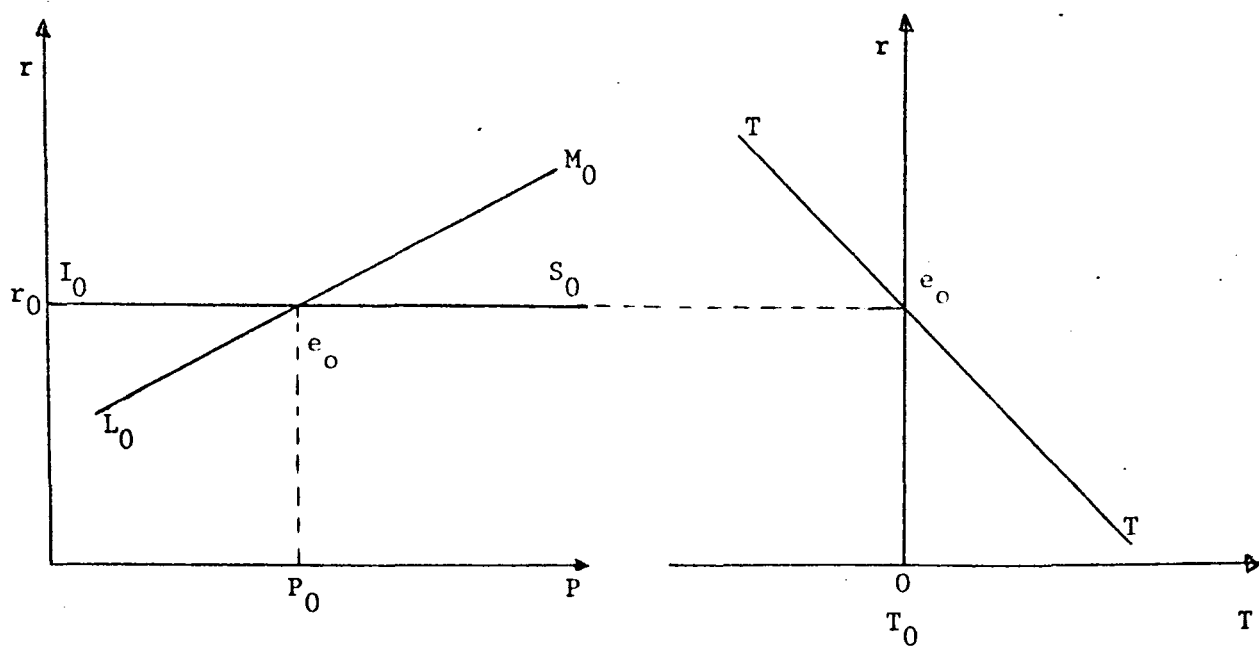
$$(1.18) \quad \begin{cases} \hat{Y} = C(\hat{Y} - RLG) + I(r - \Pi^e) + G - K_A(r - r^* - \dot{e}) \\ \frac{M}{P} = L(r, \hat{Y}) \\ T = -K_A(r - r^* - \dot{e}) \end{cases}$$

variáveis endógenas: r, P, T

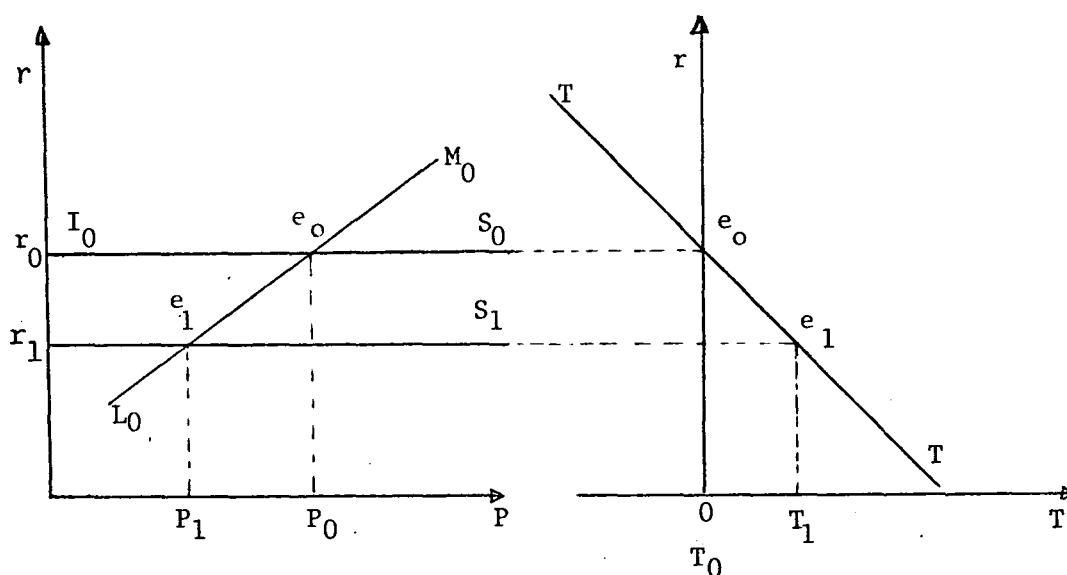
variáveis exógenas: $M, \hat{Y}, RLG, G, \Pi^e, \alpha, \beta, P^*$

A curva IS é horizontal no plano rxp , pois não depen
de do nível de preços.

Graficamente:

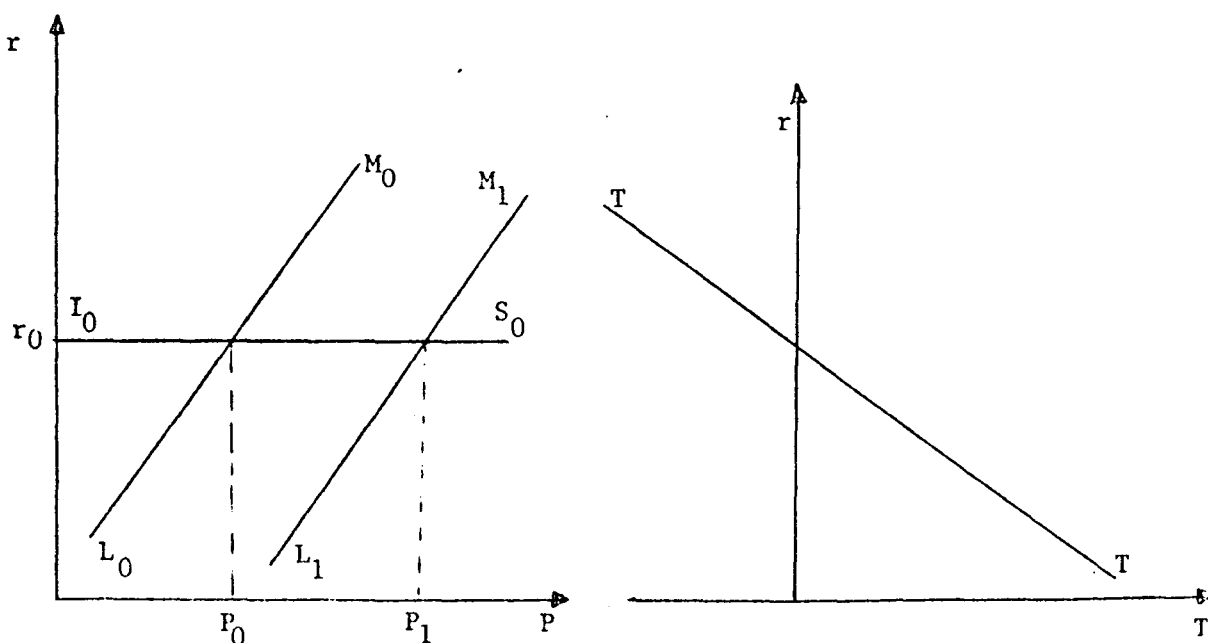


1ª alternativa - Corte do déficit público



O corte dos gastos públicos desloca para baixo a curva IS, provocando uma queda do nível de preços e salários e uma redução de patamar da taxa de juros. Essa queda implica num fluxo de saída de capitais do país o que leva a um superávit em conta corrente. Obedecida a condição de Marshall-Lerner, isso significa que o câmbio real se terá desvalorizado.

Neste caso a política monetária é incapaz de afetar o balanço de pagamentos já que não afeta a taxa de juros e por conseguinte K_A . Uma expansão dos meios de pagamento eleva os preços e o câmbio nominal na mesma proporção, já que o câmbio real não pode variar.

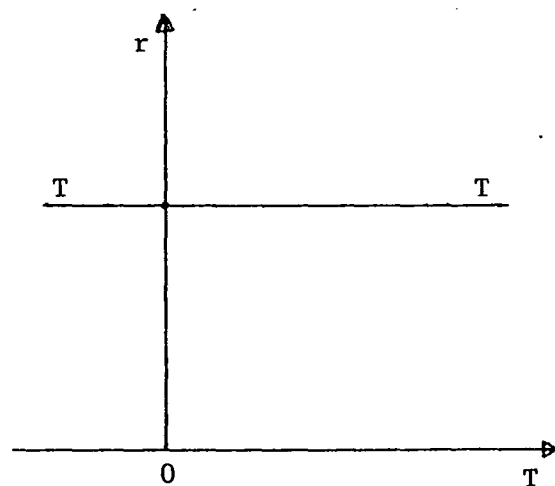
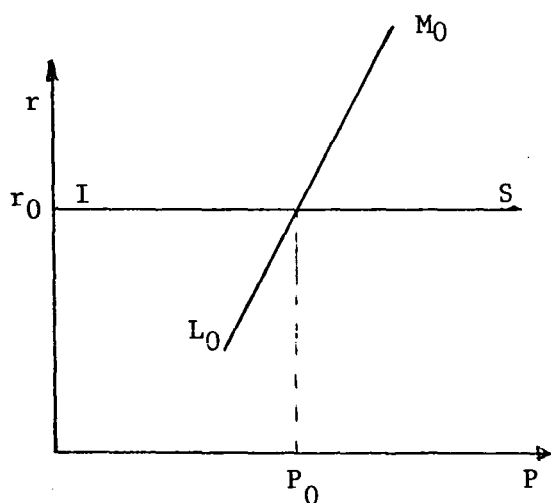


Com perfeita mobilidade de capitais, esta economia pode ser assim descrita:

$$(1.18) \quad \begin{cases} \hat{Y} = C(\hat{Y} - RLG) + H(r_0 - \Pi^e) + G - K_A(r_0 - r^* - e) \\ \frac{M}{P} = L(r, \hat{Y}) \\ T = -K_A(r - r^* - e) \end{cases} \quad \lim_{r \rightarrow r_0} K'_A = \infty$$

variáveis endógenas: P , T , K_A

variáveis exógenas: M , \hat{Y} , RLG , G , Π^e , α , β , P^*

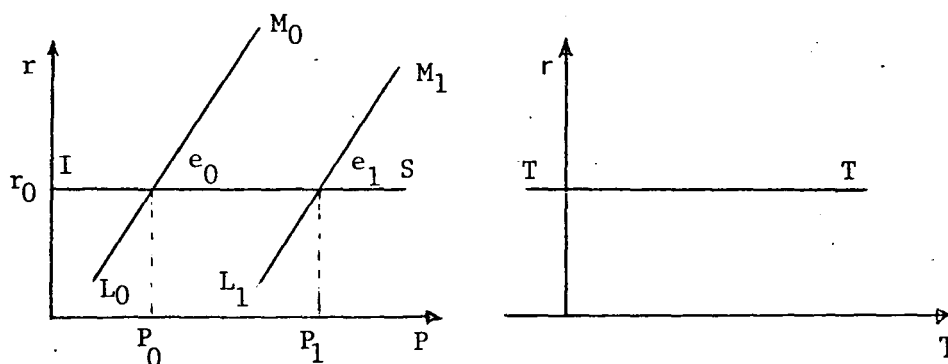


A curva IS é infinitamente elástica à taxa de juros r_0 . A curva LM determinará somente o nível de preços pela equação $M = PL(r_0, \hat{Y})$.

Uma vez que o saldo T está dado pois C e I não variaram a expansão monetária implicará em idênticas variações do nível de preços e câmbio.

$$\hat{Y} = C (\hat{Y} - \text{RLG}) + \bar{G} + \bar{I} (r_0 - \Pi^e) + T \left(\alpha, \beta, \frac{EP^*}{P}, \hat{Y} - \text{RLG} \right)$$

$$\bar{T} \therefore \frac{\Delta M}{M} = \frac{\Delta P}{P} = \frac{\Delta E}{E}$$



1ª alternativa - Política fiscal contracionista

$$\hat{Y} = C (\hat{Y} - \text{RLG}) + G + \bar{I} (r_0 - \Pi^e) - K_A(r_0) +$$

Qualquer redução de gastos implica numa elevação idêntica de T , mantendo-se o produto constante ao nível de pleno emprego, repare entretanto que não é preciso que a taxa de juros varie pois $\lim_{r \rightarrow r_0} T'(r) = \infty$.

$$r \rightarrow r_0$$

Chegamos assim à conclusão final de que neste regime de taxa de câmbio flutuante e economia a pleno-emprego, a política fiscal é onipotente para ajustar o balanço de pagamentos, uma vez que a eficácia da política monetária é totalmente nula.

REFERÊNCIAS:

- 1) Dornbush, Rudiger — "Open Economy Macroeconomics". Basic Books, Inc., Publishers, New York, 1980.
- 2) Hansen, B. — "The Economic Theory of Fiscal Policy". George Allen & Unwin Ltd. London, 1958.
- 3) IMF — "Balance of Payments Manual". IMF washington, 1977.
- 4) Macedo, J. Braga de — "Teoria da desvalorização cambial: a abordagem Keynesiana". Economia, vol. I, nº 2, Maio 1977.
- 5) Niehans, Jürg — "International Monetary Economics". The John Hopkins University Press, 1984.
- 6) Silva, Anibal A. Cavaco — "Finanças Públicas e Política Macroeconômica". U.N.L., 1982.
- 7) Simonsen, Mario & Cysne, Rubens Penha — "Macroeconomia" (Diversos capítulos) Ensaios Econômicos EPGE/FGV, 1987.
- 8) Williamson, John — "The open Economy and the world Economy". Harper & Row, 1983.

ENSAIOS ECONÔMICOS DA EPGE

(a partir do nº 100)

100. JUROS, PREÇOS E DÍVIDA PÚBLICA VOLUME I: ASPECTOS TEÓRICOS
- Marco Antonio C. Martins e Clovis de Faro - 1987 (esgotado)
101. JUROS, PREÇOS E DÍVIDA PÚBLICA VOLUME II: A ECONOMIA BRASILEIRA - 1971/85
- Antonio Salazar P. Brandão, Clóvis de Faro e Marco A. C. Martins - 1987 (esgotado)
102. MACROECONOMIA KALECKIANA - Rubens Penha Cysne - 1987
103. O PRÊMIO DO DÓLAR NO MERCADO PARALELO, O SUBFATURAMENTO DE EXPORTAÇÕES E O SUPERFATURAMENTO DE IMPORTAÇÕES - Fernando de Holanda Barbosa - Rubens Penha Cysne e Marcos Costa Holanda - 1987 (esgotado)
104. BRAZILIAN EXPERIENCE WITH EXTERNAL DEBT AND PROSPECTS FOR GROWTH-
Fernando de Holanda Barbosa and Manuel Sanchez de La Cal - 1987 (esgotado)
105. KEYNES NA SEDIÇÃO DA ESCOLHA PÚBLICA - Antonio M.da Silveira-1987(esgotado)
106. O TEOREMA DE FROBENIUS-PERRON - Carlos Ivan Simonsen Leal - 1987
107. POPULAÇÃO BRASILEIRA - Jessé Montello-1987 (esgotado)
108. MACROECONOMIA - CAPÍTULO VI: "DEMANDA POR MOEDA E A CURVA LM"
- Mario Henrique Simonsen e Rubens Penha Cysne-1987 (esgotado)
109. MACROECONOMIA - CAPÍTULO VII: "DEMANDA AGREGADA E A CURVA IS"
- Mario Henrique Simonsen e Rubens Penha Cysne - 1987 - (esgotado)
110. MACROECONOMIA - MODELOS DE EQUILÍBRIO AGREGATIVO A CURTO PRAZO
- Mario Henrique Simonsen e Rubens Penha Cysne-1987 (esgotado)
111. THE BAYESIAN FOUNDATIONS OF SOLUTION CONCEPTS OF GAMES - Sérgio Ribeiro da Costa Werlang e Tommy Chin-Chiu Tan - 1987 (esgotado)
112. PREÇOS LÍQUIDOS (PREÇOS DE VALOR ADICIONADO) E SEUS DETERMINANTES;
DE PRODUTOS SELECIONADOS, NO PERÍODO 1980/1º Semestre/1986 -
- Raul Ekerman - 1987
113. EMPRÉSTIMOS BANCÁRIOS E SALDO-MÉDIO: O CASO DE PRESTAÇÕES -
- Clovis de Faro - 1988 (esgotado)
114. A DINÂMICA DA INFLAÇÃO - Mario Henrique Simonsen - 1988 (esgotado)
115. UNCERTAINTY AVERSION AND THE OPTIMAL CHOISE OF PORTFOLIO -
James - Dow e Sérgio Ribeiro da Costa Werlang-1988 (esgotado)
116. O CICLO ECONÔMICO - Mario Henrique Simonsen - 1988 (esgotado)
117. FOREIGN CAPITAL AND ECONOMIC GROWTH - THE BRAZILIAN CASE STUDY-
Mario Henrique Simonsen - 1988
118. COMMON KNOWLEDGE - Sérgio Ribeiro da Costa Werlang - 1988(esgotado)
119. OS FUNDAMENTOS DA ANÁLISE MACROECONÔMICA-Prof.Mario Henrique
Simonsen e Prof. Rubens Penha Cysne - 1988 (esgotado)
120. CAPÍTULO XII - EXPECTATIVASS RACIONAIS - Mario Henrique
Simonsen - 1988 (esgotado)
121. A OFERTA AGREGADA E O MERCADO DE TRABALHO - Prof. Mario Henrique
Simonsen e Prof. Rubens Penha Cysne - 1988 (esgotado)
122. INÉRCIA INFLACIONÁRIA E INFLAÇÃO INERCIAL - Prof. Mario Henrique
Simonen - 1988 (esgotado)
123. MODELOS DO HOMEM: ECONOMIA E ADMINISTRAÇÃO - Antonio Maria da
Silveira - 1988
124. UNDERINVOICING OF EXPORTS, OVERINVOICING OF IMPORTS, AND THE
DOLLAR PREMIUM ON THE BLACK MARKET - Prof. Fernando de Holanda Barbosa,
Prof. Rubens Penha Cysne e Marcos Costa Holanda - 1988 (esgotado)

125. O REINO MÁGICO DO CHOQUE HETERODOXO - Fernando de Holanda Barbosa, Antonio Salazar Pessoa Brandão e Clovis de Faro - 1988 (esgotado)
126. PLANO CRUZADO: CONCEPÇÃO E O ERRO DE POLÍTICA FISCAL - Rubens Penha Cysne - 1988
127. TAXA DE JUROS FLUTUANTE VERSUS CORREÇÃO MONETÁRIA DAS PRESTAÇÕES: UMA COMPARAÇÃO NO CASO DO SAC E INFLAÇÃO CONSTANTE - Clovis de Faro - 1988
128. CAPÍTULO II - MONETARY CORRECTION AND REAL INTEREST ACCOUNTING - Rubens Penha Cysne - 1988
129. CAPÍTULO III - INCOME AND DEMAND POLICIES IN BRAZIL - Rubens Penha Cysne - 1988
130. CAPÍTULO IV - BRAZILIAN ECONOMY IN THE EIGHTIES AND THE DEBT CRISIS - Rubens Penha Cysne - 1988
131. THE BRAZILIAN AGRICULTURAL POLICY EXPERIENCE: RATIONALE AND FUTURE DIRECTIONS - Antonio Salazar Pessoa Brandão - 1988
132. MORATÓRIA INTERNA, DÍVIDA PÚBLICA E JUROS REAIS - Maria Silvia Bastos Marques e Sérgio Ribeiro da Costa Werlang - 1988
133. CAPÍTULO IX - TEORIA DO CRESCIMENTO ECONÔMICO - Mario Henrique Simonsen - 1988
134. CONGELAMENTO COM ABONO SALARIAL GERANDO EXCESSO DE DEMANDA - Joaquim Vieira Ferreira Levy e Sérgio Ribeiro da Costa Werlang - 1988
135. AS ORIGENS E CONSEQUÊNCIAS DA INFLAÇÃO NA AMÉRICA LATINA - Fernando de Holanda Barbosa - 1988
136. A CONTA-CORRENTE DO GOVERNO - 1970-1988 - Mario Henrique Simonsen - 1989
137. A REVIEW ON THE THEORY OF COMMON KNOWLEDGE - Sérgio Ribeiro da Costa Werlang - 1989
138. MACROECONOMIA - Fernando de Holanda Barbosa - 1989 (esgotado)
139. TEORIA DO BALANÇO DE PAGAMENTOS: UMA ABORDAGEM SIMPLIFICADA - João Luiz Tenreiro Barroso - 1989

