

A vulnerabilidade externa decorrente da posição internacional de investimento e do fluxo de rendas: análise da economia brasileira no período 1964-1980.

Paulo Van Noijs e Flávia Ferreira da Silva¹

Resumo: O artigo apresenta a vulnerabilidade externa brasileira, baseada na esfera financeira, decorrente dos estoques externos (Posição Internacional de Investimentos - PII) e dos fluxos de rendas. Uma das principais contribuições da pesquisa é a estimativa dos dados dos estoques externos para o período, já eles que são inéditos – esses dados não são disponibilizados por nenhuma fonte oficial. Analisa-se a economia brasileira no período 1964-1980, quando se observou a escassez de liquidez no âmbito internacional após o primeiro choque do petróleo em 1973. Apesar disso, adotou-se no período, sobretudo durante o II PND, uma política que visava promover um forte crescimento econômico, usando-se da absorção de recursos reais do exterior. Alguns autores atribuem a essa tentativa o elevado endividamento externo observado no período. Porém, de acordo com os dados apresentados, as rendas líquidas enviadas ao exterior contribuíram com 45% da variação da PII ao longo do período, enquanto o excesso de absorção doméstica em relação à produção doméstica causou 47% da variação da PII, concluindo-se que a dinâmica de evolução dos estoques externos brasileiros ao longo do período foi em grande parte determinada pelas rendas líquidas enviadas ao exterior, sendo que o lado “real” apenas acentuou a tendência de elevação do passivo externo líquido, enquanto o Efeito Circular entre rendas e estoques ajudou a criar as condições para que a vulnerabilidade externa viesse a se manifestar na década de 1980.

Palavras-chave: vulnerabilidade externa; Posição Internacional de Investimentos; economia brasileira; II PND.

Introdução

O artigo tem como objetivo avaliar a relação entre os fluxos e estoques externos da economia brasileira no período 1964-1980, e como essa interação afetou a vulnerabilidade externa do país durante esses anos. No caso brasileiro, um dos elos mais importantes dessa interação está na sua circularidade: a Posição Internacional de Investimentos (PII) negativa causa uma saída de rendas e este fluxo, não tendo uma contrapartida equivalente nos saldos positivos da balança comercial e de serviços, torna o país dependente do financiamento externo, caracterizando, em última instância, a vulnerabilidade externa aqui estudada.

O trabalho mostrará como essa circularidade evoluiu no período 1964-1980, aspecto que é importante, uma vez que a década de 1980 é um dos períodos mais críticos da economia brasileira no tocante aos problemas do balanço de pagamentos. A maior parte da literatura que trata do tema aponta que o forte endividamento engendrado pelo país no período anterior teria sido causado pelo excesso de

¹ Respectivamente, Professor Doutor da Faculdade de Ciências Aplicadas de Limeira (FCA/Unicamp), pesquisador do Cecon (IE/Unicamp) e do LESP (FCA/Unicamp) e Economista e mestranda em Desenvolvimento Econômico na área de História Econômica (IE/Unicamp).

investimento em relação à poupança. Alguns autores (e.g. Cruz, 1984) relativizam essa questão, mostrando que o componente financeiro foi muito importante para explicar o endividamento brasileiro.

O atual trabalho pretende contribuir com o debate, fazendo uma avaliação empírica de quanto o excesso de investimento e o quanto o componente financeiro – expresso pela circularidade entre fluxos e estoques – contribuíram para a formação do nosso passivo externo líquido no período imediatamente anterior ao da década de 1980, buscando-se debater como a vulnerabilidade externa da economia evolui ao longo do período.

Vale ressaltar que os dados da Posição Internacional de Investimentos não estão disponibilizados para a economia brasileira no período em questão, portanto, a estimativa realizada é uma das principais contribuições dessa pesquisa. Adicionalmente, apresenta-se uma estimativa – também inédita – da rentabilidade desses estoques externos. Além disso, uma das grandes vantagens de estudar o passado é tentar entender o presente. Nesse sentido, o referencial teórico utilizado pode ser útil para analisar outras economias e períodos.

Além da introdução e das considerações finais, o trabalho conta com três seções. A próxima seção aborda a conceituação da PII e os determinantes de sua evolução, explicando a vulnerabilidade externa decorrente da PII e do fluxo de rendas; a segunda seção trata do contexto internacional e das políticas econômicas internas que ajudam a explicar o período 1964-1980; a terceira seção apresenta uma estimativa da PII para o período em questão, examina as rendas líquidas enviadas no período, realiza-se uma estimativa de rentabilidade dos estoques externos e apresenta como a circularidade entre a PII e as rendas líquidas enviadas evoluiu no período.

1. Posição Internacional de Investimentos e vulnerabilidade externa: questões metodológicas

1.1 Posição Internacional de Investimentos: estrutura e determinantes de sua evolução

Apresenta-se abaixo, no Quadro 1, a estrutura da Posição Internacional de Investimentos (PII). A PII é igual à diferença entre os ativos externos brutos de um país e seus passivos externos brutos. O cálculo e a apresentação da PII seguem a metodologia da quinta edição do Manual do Balanço de Pagamentos do Fundo Monetário Internacional (SIMONSEN & CYSNE, 2007). A categorização dos estoques de ativos e passivos na PII corresponde aos componentes da conta financeira do balanço de pagamentos (BP): investimento direto, investimento em portfólio, derivativos e outros investimentos.

O BP registra os fluxos entre o país e o exterior num determinado período contábil, ou seja, as transações efetivas entre residentes e não residentes da economia doméstica, geralmente em um ano. Já a PII complementa o BP, através do balanço de estoques. Seu objetivo é apresentar, a cada ponto no tempo, o total de ativos e passivos financeiros externos de uma economia (FMI, 1993).

Tradicionalmente não se utiliza o termo Posição Internacional de Investimentos nas discussões sobre os estoques externos, sendo primordialmente empregado o termo Passivo Externo Líquido (PEL). Existem duas maneiras diferentes de se calcular o PEL:

a) PEL1: O Passivo Externo Líquido 1 é calculado como igual ao *déficit* acumulado ao longo do tempo na conta corrente do balanço de pagamentos; sendo que no caso brasileiro tal valor é acumulado do início de 1947 em diante² (CYSNE, 2008). Dessa maneira, pode-se considerar o PEL1 como uma aproximação do Passivo Externo Líquido, porém, com a vantagem de facilitar os cálculos de sua elaboração.

b) PEL2: O Passivo Externo Líquido 2 é calculado como o estoque do passivo externo bruto menos o estoque do ativo externo, ou seja, o oposto da Posição Internacional de Investimento, de forma que $PII = -PEL2$ ³ (CYSNE, 2008).

Quadro 1 - Posição Internacional de Investimento (PII)
 $PII = \text{Ativo Externo Bruto (A)} - \text{Passivo Externo Bruto (B)}$

(A) Ativo Externo Bruto	(B) Passivo Externo Bruto
<input type="checkbox"/> Investimento direto no exterior	<input type="checkbox"/> Investimento direto estrangeiro
<input type="checkbox"/> Investimento em carteira	<input type="checkbox"/> Investimento em carteira
<input type="checkbox"/> Derivativos	<input type="checkbox"/> Derivativos
<input type="checkbox"/> Outros Investimentos	<input type="checkbox"/> Outros Investimentos
<input type="checkbox"/> Ativos de Reservas	

Fonte: Banco Central; elaboração própria

Logo, para explicar os conceitos de passivos externos líquidos (PEL1 e PEL2) e da Posição Internacional de Investimentos, serão utilizadas as seguintes igualdades:

$$STC_t = -SCF_t + \Delta RES_t \quad (1)$$

$$\Delta PEL1_t = -STC_t \quad (2)$$

$$-\sum_{i=1} STC_i = PEL1 = DCCA \quad (3)$$

$$PEL2 = PEL1 + V \quad (4)$$

$$A_{ext} - P_{ext} = PII = -PEL2 \quad (5)$$

$$PEL2 = P_{ext} - A_{ext} \quad (6)$$

em que STC é o saldo em transações correntes, SCF é o saldo na conta financeira, RES são as reservas internacionais, $PEL1$ é o passivo externo líquido1, $PEL2$ é o passivo externo líquido2, $DCCA$ é o déficit acumulado na conta corrente do balanço de pagamentos, A_{ext} é o estoque de ativos externos, P_{ext} é o estoque de passivos externos, PII é a Posição Internacional de Investimento e V é o valor líquido das valorizações ou desvalorizações de ativos externos e passivos externos, monetizações ou desmonetizações de ouro e alocações ou cancelamentos de DES (Direito Especial de Saque).

² Ano de início da contabilização do balanço de pagamentos brasileiro pelo Banco Central do Brasil. Supõe-se, por simplificação, um passivo externo líquido igual a zero no início de 1947 (SIMONSEN & CYSNE, 2007).

³ Dessa maneira, além de retratar, como o PEL1, o histórico das transações correntes do país, o PEL2 incorpora os efeitos das alterações de valor e de quantidade dos passivos e ativos externos.

Dessa maneira, identifica-se por (1) que o saldo em transações correntes é igual o oposto do saldo da conta financeira mais a variação das reservas internacionais, ou seja, um *déficit* em transações correntes no ano t, por exemplo, é financiado pela entrada de capitais pela conta financeira no ano t e/ou pela queda das reservas internacionais, gerando, conforme se observa em (2), um aumento do passivo externo líquido 1 (PEL1) no ano t.

Um aspecto fundamental dessa análise é que os fluxos financeiros por si só não alteram o saldo da PII. Por (2) percebe-se que apenas o saldo das transações correntes afeta o saldo da PEL1. Isso ocorre porque, como se nota em (1), se o saldo das transações correntes for igual a zero, a variação das reservas internacionais vai ser igual ao saldo da conta financeira, ou seja, a magnitude da mudança no ativo externo vai ser igual à do passivo externo, não alterando o saldo da PII.

Já por (3), o PEL1 pode ser entendido como o *déficit* acumulado na conta corrente (DCCA) do balanço de pagamentos, ou seja, pode-se perceber que o somatório (do oposto) dos saldos em conta corrente geram o Passivo Externo Líquido 1, retratando a parcela do estoque externo de uma economia que se explica unicamente em função do histórico de transações entre residentes e não residentes (CYSNE, 2008).

Entretanto, conforme (4), o PEL1 e o PEL2 só serão iguais caso não ocorram as variações “V”: valorizações ou desvalorizações de ativos e passivos; monetizações ou desmonetizações de ouro; e alocações ou cancelamentos de DES (Direito Especial de Saque).

Além disso, em (5) e (6) apenas se demonstra que o PEL2 é o oposto da PII, sendo que os dois conceitos retratam a diferença de valor do estoque de passivos e ativos externos.

Assim, destaca-se que são as movimentações pelo lado financeiro do balanço de pagamentos que causam modificações nas posições patrimoniais e representam transformações de estoque ou riqueza, afetando a contabilidade da PII; essas movimentações alteram o saldo do passivo externo líquido quando representam uma capacidade (*superávit*) ou necessidade (*déficit*) de financiamento decorrente das transações correntes. Todavia, como foi ressaltado, nem todas as mudanças patrimoniais decorrem de transações no BP, já que uma parte delas pode ser derivada das mencionadas variações (“V”) de valor. Explicar-se-á adiante como elas se configuram, através das seguintes identidades⁴ que ligam as diferentes contas da PII em dois pontos distintos no tempo:

$$A_0 + VAA + OMV + GDN = A_N \quad (7)$$

$$A_N - A_0 = VAA + OMV + GDN \quad (8)$$

$$A_i = P_i \times Q_i \quad (9)$$

onde A_0 e A_N são os valores do ativo ou passivo na estatística de PII em um momento inicial ($i=0$) e em outro final ($i=N$), P_i é o preço do ativo em um momento i , Q_i é a quantidade do ativo em um momento i , VAA é o valor associado às quantidades de ativo adquirido ou cedido nas transações registrado no BP,

⁴ Baseadas em ARAUJO (2008: 271-273).

OMV é o valor associado a outras mudanças do volume do ativo, GDN é o valor do ganho de detenção nominal do ativo.

Assim, pode-se considerar a variação de uma conta da PII num intervalo “n” através de (8), ou seja, por “ $A_N - A_0$ ”, decorrente da possibilidade de alterações em três variáveis, que são:

a) VAA: “[...] *representam fluxos financeiros explicitados nas transações da conta financeira do BP* [...]” (ARAÚJO, 2008: 272). Portanto, são aquelas variações na PII causadas pelo volume de ativos e passivos adquiridos e cedidos e que podem ser captadas pela análise do BP, como, por exemplo, um aumento do passivo externo decorrente da contração de um empréstimo, por parte de um residente, em um banco estrangeiro.

b) OMV: são decorrentes de variações no volume de ativos e passivos, e não captados pelo BP, dentre as quais podemos citar: alocação e o cancelamento dos direitos especiais de saque do FMI; cancelamento de débitos; monetização e a desmonetização de ouro; lançamentos de contrapartida; reclassificações; e medidas de erro (*op. cit.*: 272-273).

c) GDN: são os ganhos com a detenção de ativos financeiros e não financeiros decorrentes de variações nos preços, dentre eles, a variação da taxa de câmbio. Assim, “[...] *os GDN de ativos e passivos financeiros cujos valores são fixados em termos monetários são sempre nulos* [...]” (*op. cit.*: 271), como, por exemplo, as dívidas contraídas em dólar, já que essa é a moeda de referência na qual se calcula a PII brasileira. Um exemplo de GDN que não é nulo ocorre nos investimentos em Bolsas de Valores, já que os estoques sofrem variações de valor conforme as modificações das cotações das ações.

Assim, verifica-se por (9) que os valores do ativo ou passivo na estatística da PII sofrem alterações decorrentes de mudanças nas quantidades e/ou nos preços. Como se pode perceber, as OMV e as VAA são causadas por modificações nas quantidades. Já as GDN são acarretadas por reavaliações nos preços. De tal modo, ao se analisar a identidade (4) - em que “ $PEL2 = PEL1 + V$ ” - ressalta-se que a composição da PEL1 é afetada pelas VAA, enquanto OMV e GDN geram “V”, que são as valorizações ou desvalorizações de ativos e passivos, monetizações ou desmonetizações de ouro, e alocações ou cancelamentos de DES. Destes três itens de “V”:

[...] o mais importante tende a ser o de valorização/desvalorizações, que inclui as reavaliações devidas às modificações de paridade entre a moeda na qual se expressa o balanço e a moeda subjacente na qual se denominam as respectivas aplicações financeiras, reservas internacionais incluídas [...] (CYSNE, 2008: 2).

Assim, verifica-se que o GDN é a variação (“V”) mais relevante; e, considerando que as OMV apresentam variação pouco expressiva⁵, atribui-se valor zero para essa variável no restante do artigo, focando a discussão nos impactos do GDN e das VAA.

1.2 A Vulnerabilidade Externa decorrente da Posição Internacional de Investimentos e do fluxo de Rendas

Segundo Reinaldo Gonçalves, a “vulnerabilidade externa é a probabilidade de resistência a pressões, fatores desestabilizadores e choques externos” (GONÇALVES, 1999: 59). De acordo com o autor, existem

⁵ De acordo com ARAÚJO (2006: 7).

duas dimensões associadas a esse conceito: (i) relacionada à disponibilidade dos instrumentos que a economia nacional poderia utilizar como resposta ao choque externo; (ii) relacionadas aos custos impostos em virtude do ajuste externo. Pode-se considerar que a vulnerabilidade externa é mais elevada nas situações em que houver poucos instrumentos que se possa utilizar em resposta aos choques ou quanto maiores forem os custos em virtude do ajuste (Gonçalves, 1998).

Existem diversas esferas em que a vulnerabilidade externa se manifesta, a saber, comercial, produtivo-tecnológica e monetário-financeira (Gonçalves, 2005). Partindo-se da análise da esfera monetário-financeira, pretende-se neste artigo inferir de que forma a interação entre os estoques externos e as rendas enviadas/recebidas do exterior influenciam a vulnerabilidade externa.

Tal arcabouço foi apresentado em Noiye (2014), que a denominou de a vulnerabilidade externa decorrente da Posição Internacional de Investimentos e do fluxo de rendas. De acordo com o autor, o Brasil, em termos históricos, é estruturalmente deficitário em rendas, sendo que esses recursos enviados ao exterior são responsáveis por uma permanente necessidade de geração de divisas, fazendo com que o país fique dependente do financiamento estrangeiro para fechar suas contas externas, uma vez que tal necessidade de geração de divisas por conta das rendas, em muitas ocasiões, não é alcançada pelos superávits da balança comercial e de serviços. Dessa maneira, essa dependência em relação ao financiamento estrangeiro é apontada como uma das causas da vulnerabilidade externa brasileira, principalmente em momentos de reversão do contexto internacional em que uma situação de abundância de liquidez se modifica para uma de escassez de liquidez. Assim, a Posição Internacional de Investimentos negativa causa uma saída de rendas, e esse fluxo está diretamente relacionado com o aumento do passivo externo, caracterizando uma circularidade entre fluxos e estoques.

Com o intuito de desenvolver esse arcabouço, Noiye e De Conti (2016) consideram que tal circularidade é responsável por gerar uma vulnerabilidade potencial, que acaba se manifestando quando acontecimentos que ocorrem em outros países terminam por diminuir a capacidade de se exercer políticas de forma autônoma, por conta de afetarem as condições de geração de divisas em relação às necessidades. Os países mais vulneráveis externamente seriam os que são mais afetados pelas mudanças nas condições de liquidez internacional. Em relação à necessidade de divisas, os autores focam na demanda por moeda estrangeira proveniente de dois fatores: dos estoques externos e dos fluxos de rendas gerados por eles.

Para fazer tal discussão sobre a demanda por divisas, Noiye e De Conti (2016) denominam dois conceitos: *vulnerabilidade-fluxo* e *vulnerabilidade-estoque*. A *vulnerabilidade-fluxo* seria decorrente da necessidade de moeda estrangeira por conta das remessas de rendas. A *vulnerabilidade-estoque* está atrelada com as necessidades de divisas causadas pelas obrigações de refinar os passivos externos e/ou de amortizar ou liquidar esses estoques quando os seus detentores decidem retirá-los do país. Por esse arcabouço, tanto os fluxos como os estoques externos influenciam na necessidade de geração de divisas,

gerando as condições em que a vulnerabilidade externa pode se manifestar. Adiante, serão apresentados esses dois conceitos de forma mais aprofundada.

Começando pela *vulnerabilidade-fluxo*, Noiye e De Conti (2016) consideram que ela é causada pela necessidade de se gerar divisas por conta das remessas de rendas, isto é, os passivos externos geram uma obrigação que pode ser sanada tanto pela geração de saldos positivos pelo lado “real” da economia (superávits na balança comercial e de serviços) como por financiamentos estrangeiros. Nessa segunda opção, o país acaba elevando o seu passivo externo, gerando uma situação de retroalimentação entre fluxos e estoques. Além disso, tal opção gera o que os autores consideram uma situação de dependência em relação aos capitais estrangeiros, afinal, caso o país não agrade os interesses dos financiadores estrangeiros – ou adote políticas que não sejam chanceladas por eles – tais agentes simplesmente não fazem o financiamento/empréstimo, situação que obriga o país a seguir, basicamente, duas difíceis opções: ou se adota uma moratória ou uma política para gerar saldos exportadores (ex: desvalorização cambial e/ou redução da absorção interna). Dessa forma, a raiz da vulnerabilidade externa desse tipo está na dependência em relação aos financiamentos estrangeiros gerados pelos pagamentos de rendas, ou seja, em última instância pela própria formação dos passivos externos.

Portanto, o entendimento de como esses passivos externos se formam é uma questão importante para a análise. Com esse intuito analítico, Noiye (2014) aponta que existe uma diferença de interpretação entre as correntes ortodoxa e a heterodoxa. A ortodoxia atribuiria o aumento do passivo externo líquido (PEL1, tal qual apresentado na seção anterior) a um excesso de gasto doméstico sobre a renda doméstica⁶ ou a uma insuficiência de poupança doméstica. Já os heterodoxos apontariam outros elementos, mostrando que seria possível um país realizar transferência líquida de recursos ao exterior (superávit no lado “real” da economia), mas que fosse insuficiente para cobrir a renda líquida enviada ao exterior⁷.

Tal análise pode ser feita pela identidade obtida em Araujo (2008):

$$RD = Y - RLEE = PNB \quad (10)$$

onde RD é a renda doméstica, Y é o produto, RLEE é a renda líquida enviada ao exterior, PNB é o produto nacional bruto.

Noiye (2014) mostra que o Produto Nacional Bruto (PNB) é diretamente reduzido por causa da renda líquida enviada ao exterior (RLEE), isto é, a propalada “insuficiência de poupança doméstica” poderia ter

⁶ “Em particular, o PEL1 se eleva se, e somente se, a absorção líquida de bens e serviços de certa economia se mostra, durante o período contábil em questão, superior ao Produto Nacional Bruto (PNB) medido a preços de mercado. Ou, equivalentemente, se o país absorve poupança externa, investindo mais do que poupa internamente” (CYSNE, 2008: 4).

⁷ “[...] em determinado instante do tempo, o país pode ser superavitário em termos de balança comercial e serviço de não fatores, isto é, consumir menos do que produz e, apesar disso, o saldo em transações correntes, como definido, ser deficitário, devido ao pagamento de juros [ou melhor, pagamento de rendas]. Ou seja, o país realiza uma transferência líquida de recursos ao exterior, mas esta pode ser insuficiente para compensar a renda líquida enviada ao exterior [...]” (GREMAUD, 2009: 276).

como base o que denominou de uma *despoupança* causada pelas rendas líquidas enviadas ao exterior⁸. De acordo com o autor, esses rendimentos decorrentes dos estoques externos podem ser considerados como na origem da permanente necessidade de geração de divisas. Para explicar isso,

A ideia implícita nesse raciocínio é a de que as entradas de divisas ocasionadas pelos financiamentos externos e as saídas por conta das amortizações e das rendas significam, intertemporalmente, uma perda líquida de divisas. Assim, a *vulnerabilidade-fluxo* é decorrente dessa necessidade de divisas para pagar as rendas dos estoques externos (Noije e De Conti, 2016, p. 223).

Dessa maneira, de acordo com Noije e De Conti (2016), um importante fator definidor da *vulnerabilidade-fluxo* são os desequilíbrios entre os estoques de passivo e ativo externo, pois eles geram fluxos de rendas registrados no balanço de pagamento, situação que tende a atrelar as estratégias de inserção externa dos países deficitários em rendas à necessidade de geração de divisas para fazer frente aos desequilíbrios entre seus estoques externos. Além disso, de acordo com os autores, a análise da *vulnerabilidade-fluxo* deve levar em conta as rentabilidades observadas dos estoques de passivos e ativos externos e não apenas as magnitudes deles, afinal, existe um diferencial de rentabilidade entre os estoques externos dos diversos países – na terceira seção serão apresentados alguns indicadores de rentabilidade dos estoques externos para o período 1964-1980 que confirmam essa hipótese.

De acordo com Noije e De Conti (2016), essa questão da rentabilidade é importante para a análise da vulnerabilidade externa, pois leva em conta a hierarquia no sistema monetário internacional, em que os países com moeda conversível (ou no núcleo do sistema monetário internacional) conseguem manter uma taxa de juros menor do que os periféricos sem gerar uma fuga de capital, isto é, apresentam maiores facilidades em manejar suas políticas econômicas. Tal situação implica que a *vulnerabilidade-fluxo* seja decrescente com a elevação da rentabilidade do ativo externo e crescente quando a rentabilidade do passivo externo aumenta.

Já em relação à análise da *vulnerabilidade-estoque*, ela está atrelada com as necessidades de divisas causadas pelas obrigações de refinar os passivos externos e/ou de amortizar ou liquidar esses estoques quando os seus detentores decidem retirá-los do país. Nesse sentido, Noije e De Conti (2016) apontam que a acumulação de um passivo externo líquido elevado tende a diminuir o poder efetivo e a causar uma perda de autonomia na política econômica, uma vez que geram situações em que os governos tenham como principal objetivo agradar os detentores de riqueza, dado que existe a permanente possibilidade de que os detentores dos estoques resolvam retirá-los do país. Pode-se acrescentar ao raciocínio dos autores que, em um ambiente de livre mobilidade dos capitais, todos os governos sofrem dessa ameaça da fuga de capitais,

⁸ “a PII negativa (passivo externo líquido desfavorável) tende a gerar uma “fuga/transferência de excedente” da economia doméstica para a estrangeira, por meio dos pagamentos dos fluxos de rendas gerados por esses estoques externos, ou seja, permitindo que se levante a hipótese de que a PII desfavorável esteja, em algum grau, na causa da mencionada “insuficiência de poupança doméstica” e não que seja uma consequência da mesma” (Noije, 2014. P.549).

entretanto, corroborando com o ponto central levantado pelos autores nesse quesito, o acúmulo de um passivo externo líquido elevado⁹ tende a agravar tal situação.

De acordo com Noiye e De Conti (2016), a análise da *vulnerabilidade estoque* deve levar em conta que os estoques externos podem sofrer alterações de valor sem ter uma contrapartida nos fluxos do balanço de pagamentos – a seção anterior apontou que o efeito GDN é o efeito mais importante para explicar essas variações de valor dos estoques. Tais mudanças ocorrem tanto porque oscilações nos preços de mercado dos ativos e passivos externos causam modificações na PII¹⁰, quanto porque os ativos e passivos externos são denominados em distintas moedas, portanto, alterações na taxa de câmbio provocam alterações na PII devido ao descasamento de moedas entre os estoques.

Por conta disso, propõem-se a utilização de alguns indicadores – que serão calculados na terceira seção para o período 1964-1980 – para analisar a vulnerabilidade externa. Um primeiro indicador buscará fazer a distinção entre a denominação da moeda dos passivos externos entre moeda estrangeira e moeda doméstica, afinal, “[...] como se sabe da experiência internacional, passivos denominados em moeda doméstica são bem mais confortáveis em momentos de crises externas, tendo em vista que seu valor de mercado em moeda estrangeira costuma reduzir-se automaticamente em tais situações [...]” (CYSNE, 2008: 4). De acordo com Noiye (2014), os passivos externos brasileiros denominados em moeda doméstica tendem a sofrer um duplo efeito de desvalorização em momentos de crise – queda de preços de mercado dos estoques e a tendência de desvalorização cambial –, fazendo com que seja desvantajoso para os seus detentores retirá-los do país, amenizando a demanda por divisas e reduzindo a *vulnerabilidade-estoque*, portanto, a composição do passivo externo será um dos indicadores utilizados, mostrando-se o quanto é denominado em moeda doméstica.

Um segundo indicador é o próprio Passivo Externo Líquido, que é a diferença entre o Passivo Externo bruto e o Ativo Externo bruto, isto é, o oposto da PII (que é a diferença entre o Ativo Externo bruto e o Passivo Externo bruto).

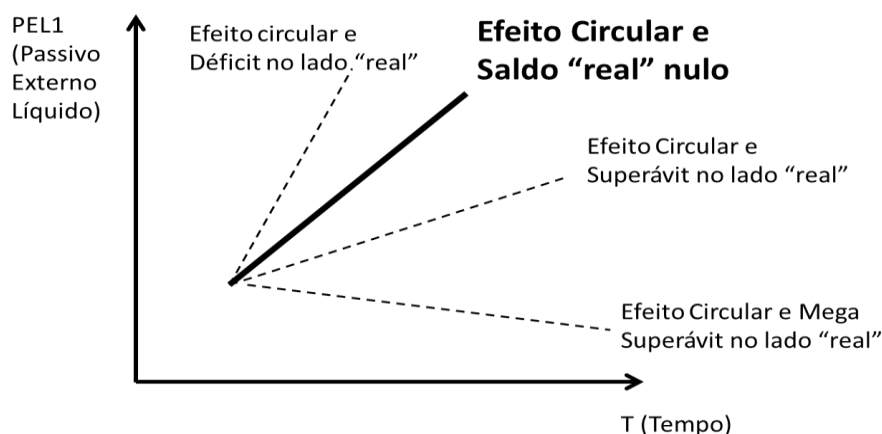
Assim, de acordo com Noiye e De Conti (2016) na apreciação da *vulnerabilidade-estoque* se mostra necessário tanto os dados qualitativos, representados pela composição dos estoques externos, quanto os dados quantitativos, obtidos pela magnitude dos estoques.

Além disso, levando-se em conta a interação entre os fluxos e estoques, outro indicador que se mostrará é relacionado ao Efeito Circular entre as rendas e a elevação do Passivo Externo Líquido, isto é, ao crescimento endógeno do passivo externo líquido e como os saldos “reais” (saldo da balança comercial e de serviços) afetam tal efeito. Tal situação é ilustrada pela Figura 1.

⁹ Além disso, tal qual apontam Macedo e Dos Santos (2008), os ativos e passivos externos também afetam o poder político entre as diferentes nações.

¹⁰ Os preços dos ativos e passivos externos são marcados pelo preço de mercado (FMI, 1993).

Figura 1 - Crescimento Endógeno do Passivo Externo Líquido (PEL1) pelo efeito circular entre rendas e estoques externos: efeitos dos saldos “reais”



Fonte: elaboração própria

Nota (1): Passivo Externo Líquido 1 desconsidera as variações de valor dos estoques

Nota (2): o saldo “real” representa a soma da balança comercial e de serviços (superávit no lado real significa a transferência de recursos reais ao exterior);

Nota (3): o efeito Circular ocorre quando as rendas enviadas ao exterior, decorrentes dos passivos externos, geram o aumento dos próprios passivos externos;

Na Figura 1, pode-se observar que, na ausência de saldos “reais”, a tendência é que o PEL1 apresente um crescimento endógeno ao longo do tempo causado pelo efeito Circular entre as rendas e os estoques externos. Além disso, nota-se que os saldos “reais” modificam apenas a inclinação da reta da tendência, uma vez que países deficitários apresentam uma inclinação mais acentuada, o que significa que o ritmo de crescimento do passivo externo líquido é mais intenso, enquanto países com superávits no lado “real”, que sejam inferiores ao déficit de rendas, suavizam a tendência. Também se pode notar que países com expressivos superávits comerciais (mega superávits na Figura 1), isto é, que sejam mais elevados do que os déficits de rendas, conseguem diminuir o seu Passivo Externo Líquido 1.

Diante do exposto, pode-se considerar que:

O aumento da vulnerabilidade se manifesta na maior fragilidade do país, tanto em conduzir sua política econômica, como em contágio de crises externas. No âmbito das finanças, a vulnerabilidade está associada à crescente dependência de recursos externos para cobrir as necessidades de financiamento do BP (LACERDA, 2004: 71).

Em suma, Noiye e De Conti (2016) consideraram que a vulnerabilidade externa decorrente da PII e do fluxo de rendas é mais elevada quando o país apresenta as seguintes situações: passivos externos maiores do que os ativos externos; que tenham uma rentabilidade mais elevada nos passivos externos do que nos ativos externos; uma composição da PII desfavorável, quando o passivo externo é majoritariamente denominado em moedas estrangeiras sem uma correspondência em reservas internacionais; e uma circularidade entre a PII e as rendas enviadas ao exterior, aumentando as necessidades de financiamento do BP para cobrir o pagamento das rendas, resultando em um crescimento endógeno do passivo externo líquido.

De acordo com os autores, essa vulnerabilidade externa se manifesta mais intensamente na fase de reversão do ciclo de liquidez, retirando o financiamento que alimentava a mencionada circularidade e, para

piorar, muitas vezes, nessas situações, o país está tendo que amortizar uma parte desses estoques ou tendo que suportar fugas de capitais. Diante de tal cenário, as opções são limitadas, como, por exemplo: (a) a decretação de alguma moratória; (b) medidas de ajuste de caráter contracionista, que visem diminuir a absorção interna para gerar um saldo exportador; (c) medidas protecionistas com o intuito de diminuir as importações; (d) a desvalorização cambial para melhorar o saldo comercial. Tais medidas tendem a gerar consequências negativas, como a perda de confiança, desaceleração do crescimento – quando não uma recessão – e pressões inflacionárias.

2) Conjuntura externa e interna

Apresenta-se nesta seção um breve panorama para contextualizar o quadro geral da economia brasileira à luz dos movimentos do ciclo de liquidez internacional e da hegemonia dos EUA. Privilegia-se uma leitura da economia brasileira entre 1964 e 1980, a partir da trajetória de formação e crescimento da dívida externa.

Os primeiros anos da Ditadura Militar¹¹ foram marcados por uma política monetária e fiscal restritiva e ortodoxa. A equipe econômica liderada por Roberto Campos e Bulhões elaborou um diagnóstico de inflação de demanda, resultado de excessiva expansão monetária. O primeiro governo militar criou o PAEG (Programa de Ação Econômica do Governo), um programa de ajuste anti-inflacionário e de abertura ao capital internacional adotado entre 1964/67 assentado em três grandes bases de ajuste, a contenção dos déficits orçamentais (com aumento de impostos), uma política salarial de arrocho e de crédito às empresas. Para viabilizar este conjunto de objetivos, foram impostas uma série de reformas estruturais¹². Quanto ao chamado “impasse distributivo” este foi equacionado de forma autoritária por meio da substituição da negociação salarial pela imposição do uso de fórmulas oficiais que, na prática, reduziram o salário mínimo a cada ano entre 1965 e 1974¹³ (LARA RESENDE, 1995).

Os anos de 1964 e 1967 caracterizaram-se por tendências recessivas de baixo crescimento, aumento no desemprego, e concentração de renda¹⁴. É preciso destacar que embora este período tenha sido pouco relevante em termos quantitativos para o processo de impulso da dívida externa brasileira durante a Ditadura Militar, o marco legal criado neste período consolidou as bases institucionais para o endividamento vinculado às vicissitudes das finanças internacionais. Destacamos duas destas medidas, cujos efeitos serão retomados

¹¹ Os aspectos políticos da Ditadura Militar não serão destacados neste trabalho, mas constituíram pano de fundo importante para os rumos e contradições da política econômica do período, veja mais em TOLEDO (1997), GASPARI (2002) e FICO (2004). Sobre a relação entre o Golpe Militar de 1964 e economia brasileira ver BASTOS (2014).

¹² Para um aprofundamento sobre a reforma tributária na Ditadura Militar durante o governo Castelo Branco, veja mais em OLIVEIRA (1995). Para uma análise do ajuste do PAEG, veja artigo de LARA RESENDE (1995).

¹³ Veja mais sobre um panorama dos impactos perversos das reformas do PAEG em MATTOS, BASTOS & BARONE (2015). Sobre a questão do trabalho no período ver OLIVEIRA (2002).

¹⁴ Macarini (2006) colocou esta questão nos seguintes termos: “O movimento da economia no triênio 1964-1966, experimentando duas curtas recessões, aproximou-se do perfil *stop and go*, refletindo em parte as próprias flutuações da política monetária. A continuidade de uma conjuntura com essas características impediria a retomada do desenvolvimento, pois tenderia a manter deprimido o ritmo do investimento na economia (MACARINI, 2006, p. 458)”.

adiante, sejam elas, a regulamentação da Lei nº 4.131/62 pela Lei n. 4.390/64 e a Resolução nº. 63¹⁵. Ambas reforçaram a importância do financiamento externo na economia, sendo que a primeira delas, constituiu, em linhas gerais, uma forma de captação direta de financiamentos externos pelas grandes empresas, sobretudo, multinacionais. A segunda, promoveu a captação de recursos para o sistema financeiro privado (CARNEIRO, 1991).

Entre 1967 e 1973, o objetivo do governo militar foi promover a retomada do crescimento econômico para a legitimação do regime, este foi o momento do chamado “Milagre” econômico¹⁶, com taxas médias de crescimento do PIB de 11,2%. Tal crescimento econômico foi promovido pelo aumento do investimento em setores diversificados, com incentivos ao comércio externo e ao setor privado (LAGO, 1995). Observou-se o dinamismo do setor industrial que foi alimentado, em primeiro lugar, pela demanda interna aquecida, e por crescentes exportações de produtos manufaturados¹⁷. Nesse contexto como um todo, contribuiu o cenário externo de abundância de liquidez e de relativo crescimento no comércio internacional.

Nos limites deste trabalho, interessa-nos apontar, em linhas gerais, um quadro que evidencie as relações da economia brasileira com o exterior, sendo assim, priorizou-se um olhar geral sobre a década de 1970 a partir da absorção de recursos reais ou financeiros do exterior e do impulso da dívida externa. Seguiremos a periodização utilizada por Cruz (1984), complementada por Carneiro (1991). Davidoff Cruz (1984) apontou a existência de quatro subperíodos em relação ao crescimento da dívida externa brasileira, o primeiro, que abarca o auge do ciclo expansivo do “Milagre”, entre 1969 e 1973; o segundo entre 1974/76; o terceiro, entre 1977/1978 e o último, entre 1979/1980.

Segundo Cruz (1984), o primeiro grande impulso da dívida externa brasileira, após o Golpe de 1964, foi dado entre 1969 e 1973. Já que, a década de 1960 foi marcada por uma trajetória de estabilidade no nível da dívida externa bruta. Tal trajetória de expansão da dívida externa coincidiu, neste contexto, com o ciclo de expansão econômico verificado entre 1968 e 1973.

O crescimento econômico durante o “Milagre” foi acompanhado da ampliação do coeficiente de abertura da economia (aumento das importações sobre a oferta total, sobretudo no setor de bens manufaturados). Ademais, destacou-se a crescente participação do capital estrangeiro no processo de aumento do coeficiente de importações¹⁸, somado a outros fatores como as condições de domínio da tecnologia, os interesses de valorização do capital internacional e a dimensão do mercado brasileiro. Ao

¹⁵ Uma análise pormenorizada dos impactos destas medidas institucionais para a trajetória da dívida externa e a economia brasileira no período em CRUZ (1984).

¹⁶ Um aprofundamento sobre a política econômica do “Milagre” pode ser encontrado em MACARINI (1984), SINGER (1989). Para uma análise alternativa do “Milagre” enquanto nova estratégia de desenvolvimento, ver FURTADO (1978 e 1981).

¹⁷ De fato, como resume Furtado (1981, p. 40): “ O extraordinário crescimento da produção manufatureira brasileira no período que se convencionou chamar de ‘milagre’, ocorreu sem que se operassem modificações significativas na estrutura do sistema (...).

¹⁸ Esta característica do “Milagre” também permitiu correlacioná-lo às etapas da internacionalização da economia brasileira, cujo crescimento da dívida externa, representou a outra face desse processo no período. Para uma análise da internacionalização da economia brasileira pela dinâmica do Investimento Direto Externo, veja mais em CAMPOS (2009).

aumento das importações seguiu-se o *boom* de exportações, propiciado pela conjuntura internacional de expansão do comércio mundial. Desse modo, pelo produtivo não houve pressão para tomada de empréstimos de longo prazo (CRUZ, 1984).

Sendo assim, o impulso da dívida externa na conjuntura do “Milagre” teve suas raízes, segundo Cruz (1984), nas relações financeiras da economia com o “resto do mundo”. Assim, a “aceleração do endividamento decorreu devido ao custo da dívida (juros vencidos no período) e principalmente, pela formação de reservas internacionais. Ou seja, a criação de poder de compra não realizado no período e que retorna ao circuito financeiro internacional” (CRUZ, 1984, p. 11). Destarte, houve a convergência de uma situação de grande liquidez internacional com a de um ciclo expansivo interno na qual era exercida grande demanda de crédito pelo setor privado em meio a características institucionais do sistema financeiro interno (Lei 4.131, Resolução 63, e em menor medida pela Instrução 289/65¹⁹) que permitiam que essa demanda por recursos fosse atendida pela entrada de recursos do exterior, independentemente do estado da balança comercial, das contas externas.

Esta interpretação sobre o processo de endividamento brasileiro durante o “Milagre”, foi destacada em detrimento de outras leituras, por enfatizar a importância das transformações e contradições do sistema monetário internacional no durante a crise do regime de *Bretton Woods*. De acordo com a análise de Cruz (1984), o afluxo de recursos externos para o país foi determinado, em última instância, pelas transformações ocorridas no mercado de euromoedas, com o aumento da disponibilidade de créditos e prazos mais longos. Tais transformações ocorreram em diferentes economias subdesenvolvidas, sob um contexto no qual o chamado “euromercado” buscava entrar em circuitos financeiros fora dos EUA e Europa. Desse modo “a economia brasileira foi ‘capturada’ num momento geral do capital financeiro internacional em busca de oportunidades de valorização²⁰” (CRUZ, 1984, p. 19).

O período seguinte compreende o triênio de 1974/1976 que foi marcado pela presença de fortes desequilíbrios externos, ou seja, déficits na balança comercial que responderam a uma conjuntura adversa de recessão mundial²¹ agravada pela quadruplicação dos preços do petróleo em fins de 1973, que deteriorou os

¹⁹ “A Instrução nº 289 foi criada em 1965 e possibilitava a contratação de empréstimos externos de curto prazo para capital de giro — diretamente entre empresas do exterior e empresas que operavam no país —, sujeita à autorização do Banco Central. Os termos da instrução asseguravam a remessa de juros para o exterior, correndo o risco de câmbio — isto é, o custo adicional em cruzeiros decorrente de eventuais desvalorizações cambiais — por conta do tomador do empréstimo.” Fonte: Banco Central. In: CEPDOC-FGV <http://www.fgv.br/cpdoc/acervo/dicionarios/verbete-tematico/instrucao-289>.

²⁰ Uma abordagem sobre o contexto internacional desde a crise de *Bretton Woods*, à criação do euromercado e às contradições da influência da hegemonia norte-americana sobre as finanças internacionais no pós-II Guerra: BLOCK, Fred L. *Los orígenes del desorden económico internacional: la política monetaria internacional de los Estados Unidos, desde la segunda Guerra Mundial hasta nuestros días*. México, DF: Fondo de Cult. Económica, c1980; EICHENGREEN, Barry J. *A globalização do capital: uma história do Sistema Monetário Internacional*. São Paulo, SP: Editora 34, c2000 e BRENNER (2003).

²¹ A crise de 1973-1974, que levou o mundo à recessão (período chamado “estagflação”) e à maior explosão inflacionária desde o período entre guerras, se gestava desde o final dos anos 60 quando o sistema monetário internacional entrou em colapso com a persistência do déficit estrutural do balanço de pagamentos norte-americano, causado pelas enormes despesas militares (guerra do Vietnã) e pelo movimento de exportação de capitais. Essa crise de “sobreacumulação”, teria

termos de intercâmbio e contribuiu para redução das exportações brasileiras. No entanto, este processo de inversão no cenário do comércio internacional ocorreu sob um contexto interno de persistência de altas taxas de crescimento. Mas, diante da instabilidade e crise internacional, o setor privado retraiu seu nível de investimento, que foi compensado pelo crescimento nas inversões públicas. Diante, sobretudo, da prioridade do governo do general Geisel de manutenção das taxas de crescimento da economia²², foi colocado em prática o II Plano Nacional de Desenvolvimento²³ (II PND), um grande programa de substituição de importações.

Neste cenário, segundo Cruz (1984), o endividamento externo seria “justificado” como instrumento para erradicar a dependência estrutural da economia brasileira em relação aos países centrais. De fato, com as restrições externas observadas no período (queda no comércio internacional, deterioração dos termos de intercâmbio), para a manutenção do crescimento da indústria e dos investimentos públicos, foi decisivo o aumento da tomada de recursos de empréstimo, diante de um quadro de endividamento externo que se agravou com deterioração das condições de crédito internacional e com o “aumento do custo da dívida que começou a atuar como auto alimentador dos desequilíbrios globais do setor externo” (CRUZ, 1984, pp. 15-16).

O terceiro período, consistiu no biênio 1977/1978, um período no qual, segundo Cruz (1984), a dívida externa sofreu novo e significativo crescimento. Nestes dois anos, a dívida cresceu a uma taxa média da ordem de 30% a.a.; no entanto, este período foi concomitante a uma relativa recuperação do comércio internacional combinada à redução na taxa de crescimento do PIB brasileiro. A falta de recursos externos para financiar as importações teve pouca relevância no acréscimo da dívida externa (diante de um quadro geral de controle das importações e de valorização dos preços dos produtos agrícolas de exportação). Novamente, revelou-se o caráter financeiro da tomada de recursos externos, estes atuaram para garantir o financiamento do custo da dívida e para a variação das reservas internacionais. Um comportamento que foi resultado tanto da conjuntura internacional de um novo ciclo de liquidez, sustentado na reciclagem dos

sido plantada, segundo BRENNER (2003), na tendência ao “sobreinvestimento” generalizado e o indicador desse fenômeno foi a queda acentuada na taxa de investimento em todos os países que lideram a expansão em fins de 1973.

²² Sobre as motivações políticas no II PND, Macarini (2006) destacou: “Na tentativa de penetrar mais a fundo no processo da política econômica há que se partir do reconhecimento da importância crucial de fatores políticos. No contexto da ditadura militar, a influência decisiva do político teve uma manifestação absolutamente específica: o projeto Brasil Grande Potência, aflorado durante o governo Médici e inteiramente preservado no governo Geisel. Isso tornou extremamente difícil, para dizer o mínimo, propor em 1974 qualquer coisa parecida com uma estratégia de ‘desaceleração progressiva’ (ou ‘controlada’) – e mais ainda o ajuste recessivo do balanço de pagamentos (e o ataque frontal à inflação). É sintomático (e revelador) que terminaram caindo no vazio tanto as recomendações dos conservadores de fora do governo quanto a opção seguramente preferencial de Simonsen, defrontado com uma conjuntura de inflação novamente em alta. (Ironicamente, Simonsen viu-se na contingência de render-se à ‘dinâmica imediatista’) Impossível divorciar desse pano de fundo político-ideológico a definição da política econômica em 1974. A proposta explícita de perpetuar o crescimento acelerado (a 10% a.a.) – no exato momento em que o ciclo econômico doméstico dava sinais de mudar de fase e em meio à recessão mundial – constituiu, sem dúvida, uma projeção da megalomania alimentada pelo ‘milagre’, dando sobrevida ao ‘sonho’ acalentado pelo regime (MACARINI, 2006, p. 56)”.

²³ Veja mais em LESSA (1998).

superávits dos países exportadores de petróleo da OPEP (“petrodólares”), quanto, no âmbito interno, por meio de uma “política econômica indutora da tomada de recursos externos” (CRUZ, 1984, p. 19).

Para aprofundar esta breve análise, do biênio 1977/78, cabe destacar que a empresa estatal passou a ser cada vez mais induzida, devido às restrições à mobilização de recursos internos (sobretudo pela compressão da capacidade de autofinanciamento das empresas estatais devido às políticas anti-inflacionárias), à tomar grande volume de recursos junto aos bancos internacionais (CRUZ, 1984). Desse modo, cresceu a participação dos recursos externos na estrutura de financiamento dos grandes projetos do setor público (sobretudo para os setores de transportes e energia²⁴).

Em outras palavras, para resumir a trajetória da dívida externa entre 1974 a 1978, pode se afirmar, em linhas gerais, que o II PND contribuiu de forma relevante para o aprofundamento da dívida externa. De um lado pelo financiamento externo dos investimentos estatais, por outro, pela própria dinâmica da “administração da dívida externa” (visando aos credores internacionais) mediante à tendência ao aprofundamento dos elos de ligação entre o sistema financeiro doméstico e internacional. Assim:

Para as autoridades era fundamental manter, no período de implantação dos grandes projetos do II PND, a credibilidade junto aos banqueiros internacionais para, com isso, assegurar a continuidade do fluxo de recursos externos para o país. Tratava-se de conseguir vencer a fase de transição ao fim da qual o país estaria criando as condições para resgatar a dívida contraída. A preocupação quanto à credibilidade externa é recorrente, emergindo em diferentes pronunciamentos governamentais ao longo do período onde procurava-se mostrar que o perfil da dívida permanecia em nível adequado e que os vários indicadores - vulnerabilidade, proteção, etc - atestavam o acerto e a tranquilidade da rota escolhida. Contudo, a profundidade da crise internacional e a forte retração das atividades bancárias internacionais teimavam em deitar por terra todo o esforço da retórica oficial” (CRUZ, 1984, p. 38-39).

O último período compreendeu um novo cenário de desequilíbrios na balança comercial. Este resultado refletiu os efeitos diretos e indiretos do segundo choque do petróleo²⁵ e do retorno a uma conjuntura recessiva somada à aceleração inflacionária das economias capitalistas avançadas²⁶. A novidade verificada neste período, segundo Cruz (1984), foi o impacto explosivo que o custo da dívida tomou, agravando um processo cumulativo observado no período anterior.

O expressivo aumento da dívida resultou da elevação das taxas básicas de juros no mercado financeiro internacional, já que os contratos de empréstimos e financiamentos realizados pelo país foram feitos por meio de taxas de juros flutuantes. Tal aumento nos juros, por sua vez, resultou de uma política de ajustamento interno da economia norte-americana²⁷ como política anti-inflacionária, que também foi preenchida de um sentido geopolítico específico de reafirmação da hegemonia dos EUA²⁸ frente à concorrência de outras potências capitalistas como Japão e Alemanha.

²⁴ Veja mais em CRUZ (1984, pp.109-115).

²⁵ Ver mais em BACHA (1984) e FISHLOW (1986).

²⁶ Sobre os impactos da crise econômica mundial da década de 1970 nos países desenvolvidos veja mais em MANDEL (1990) e BRENNER (2003).

²⁷ Veja mais em MACARINI (2007).

²⁸ Veja mais sobre o tema da geopolítica norte-americana diante dos efeitos da crise da década de 1970 em TAVARES, M.C. e Fiori, J.L. *Poder e dinheiro, uma economia política da globalização*. Petrópolis, Editora Vozes, 1997.

Como consequência, o saldo da conta financeira foi negativo, verificou-se a insuficiência de recursos para fechar o balanço de pagamentos. Neste contexto geral, “o fechamento das contas externas só pôde ser feito mediante a queima de reservas internacionais e mediante a contratação de empréstimos de curto prazo”²⁹ e de custos ainda mais elevados do que aqueles que vigoravam no mercado internacional” (CRUZ, 1984, p.21).

A partir desse momento, segundo a análise de Cruz (1984), os desequilíbrios do setor externo passaram a assumir um caráter predominantemente financeiro como resultado do “impacto desequilibrador” que o próprio endividamento externo exerce sobre o balanço de pagamentos.

Como considerações finais, é importante destacar que o discurso do governo militar era apontar que o recurso ao endividamento externo seria uma necessidade para viabilizar o ciclo de crescimento numa economia em desenvolvimento. Como sintetizou Cruz (1984):

O endividamento externo, justificado como um elemento de superação de ‘constrangimentos externos’, como potenciador do crescimento econômico, revelava-se o contrário, ou seja, um elemento agudizador das dificuldades externas ou, radicalizando o argumento, um elemento de geração de ‘constrangimentos externos’” (CRUZ, 1984, p. 24).

Ainda segundo CARNEIRO (1991), durante o “Milagre” e o II PND, o padrão de endividamento foi colado ao ciclo de inversões privadas, num momento em que se redefiniu o padrão de financiamento dos setores público e privado. Desse modo, segundo o autor, o endividamento externo do país, para além das razões relacionadas às falhas na matriz industrial (associadas ao rápido crescimento econômico, que induz à absorção de recursos reais ou à excessiva liquidez do sistema financeiro internacional), também “esteve condicionado por motivos relativos à atrofia do sistema de financiamento doméstico”. (CARNEIRO, 1991, p. 104).

Em síntese, a utilização excessiva de financiamentos externos somente pôde ser compreendida pela “conjunção de interesses entre o capital financeiro internacional e o local” (Carneiro, 1991):

A rigor, a utilização excessiva de financiamentos externos só pode ser entendida pela conjunção de interesses entre o capital financeiro internacional e o doméstico, como sugere Zini Jr. (1982). As operações de endividamento proporcionavam a esses segmentos lucros elevados, ao mesmo tempo em que eximiam o setor financeiro doméstico de constituir *funding* de longo prazo, captando recursos em termos reais. O desvio de parcela expressiva da demanda de crédito para o exterior constituiu, assim, a linha de menor resistência buscada pelo sistema financeiro que, para isso, contou com o aval da política econômica (CARNEIRO, 1991, pp.102-103).

Por fim, é possível apontar que a internacionalização da economia brasileira contribuiu para o processo de endividamento externo durante a década de 1970, já que a dívida externa nasceu e cresceu sob a forma predominante de dívida privada e que se transformou em dívida pública. Sendo que, as empresas multinacionais, foram as principais responsáveis pelo endividamento externo privado na década. Sobretudo pela captação corrente de recursos externos entre 1972 e 1978, das companhias internacionais da indústria de transformação do setor de transportes e química. Um processo de contratação direta de capitais que foi viabilizado pela Lei 4.131 (CRUZ, 1984, pp. 126-128).

²⁹ Ver mais em BATISTA Jr. (1988).

3) Posição Internacional de Investimentos e vulnerabilidade externa no Brasil: análise do período 1964-1980.

3.1 Estimativa da Posição Internacional de Investimentos no período 1964-1980.

Apresenta-se, na Tabela 1, uma estimativa³⁰ da Posição Internacional de Investimentos (PII) da economia brasileira no período de 1964-1980. A PII foi negativa durante todo o período, ou seja, o passivo externo bruto foi maior do que o ativo externo bruto nesses anos.

Tabela 1- Posição Internacional de Investimentos do Brasil, (US\$ milhões), 1964-1980

	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980
IBD	0	0	0	0	2	15	33	37	63	107	179	320	548	769	995	1.329	1.889
Carteira (ações)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	4	7	11	22	27	28	25	25
Reservas	244	483	421	198	257	656	1.187	1.723	4.183	6.416	5.269	4.040	6.544	7.256	11.895	9.689	6.913
Ativos	244	483	421	198	259	671	1.220	1.760	4.246	6.527	5.456	4.371	7.114	8.052	12.918	11.042	8.827
IDE	957	1.229	1.742	1.984	1.838	1.889	2.203	2.429	2.907	4.568	5.902	6.692	8.722	10.877	12.705	11.219	16.816
Carteira (ações)	0	0	0	0	0	53	83	124	202	396	515	614	775	782	773	771	760
Dívida Externa	3.294	3.823	3.771	3.440	4.092	4.635	6.240	8.284	11.464	14.857	20.032	25.115	32.145	37.951	52.187	55.803	64.259
Passivos	4.251	5.052	5.513	5.424	5.930	6.577	8.526	10.837	14.573	19.821	26.449	32.421	41.642	49.610	65.665	67.793	81.835
PII (valores negativos)	4.007	4.569	5.092	5.226	5.671	5.906	7.307	9.076	10.327	13.294	20.993	28.050	34.528	41.558	52.747	56.751	73.008

Fonte: Dívida Externa³¹ e Reservas Internacionais: BCB; IDE: Noije (2010); Carteira (ações)³²: BCB, elaboração própria pelo método PEL1³³; IBD: BCB, elaboração própria pelo método PEL2³⁴.

Notas: PII: Posição Internacional de Investimentos; IED: Investimento Estrangeiro Direto; IBD: Investimento brasileiro direto; Reservas: Reservas Internacionais; BCB: Banco Central do Brasil

Um aspecto que pode ser notado na estimativa da PII apresentada na Tabela 1 é que alguns estoques externos que não existiam passam a existir, como os ativos externos na forma de investimentos brasileiros diretos (a partir de 1968) e os investimentos em carteira dos brasileiros (a partir de 1973), assim como os passivos externos na forma de investimentos em carteira (a partir de 1969).

Pode-se observar, pela Tabela 1, que ao longo do período o ativo externo apresenta uma tendência de aumento, passando de 244 milhões de dólares em 1964 para 8.827 milhões em 1980. O passivo externo também tem uma grande elevação, de um valor de 4.351 milhões de dólares em 1964 para 81.835 milhões

³⁰ Essa tentativa é apenas exploratória, sendo que possíveis ajustes podem ser necessários em pesquisas futuras.

³¹ Na Dívida Externa estão os Outros Investimentos, os investimentos em títulos de renda fixa (dos Investimentos em Carteira) e os empréstimos intercompanhia (do IDE).

³² A modalidade de Investimento em Carteira engloba os investimentos em ações e os investimentos em títulos de renda fixa. Porém, nessa estimativa, considerou-se apenas o primeiro tipo, afinal: os investimentos em renda fixa dos estrangeiros são contabilizados na dívida externa; os investimentos brasileiros em títulos de renda fixa no exterior só começaram a partir de 1993.

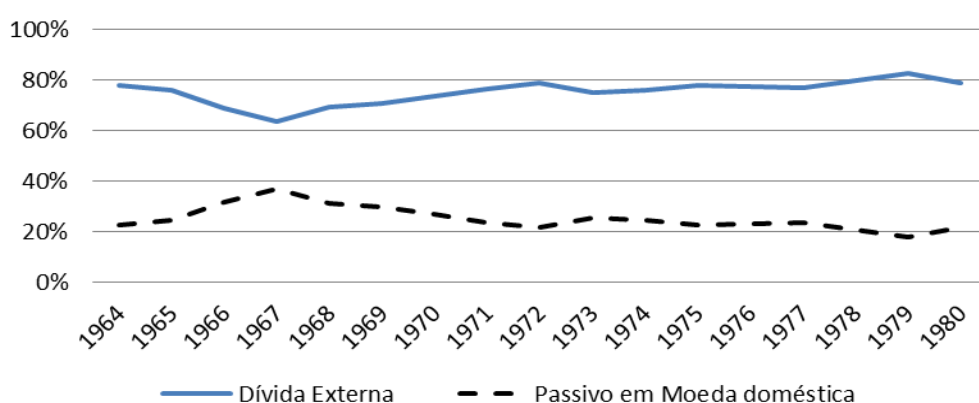
³³ Conforme apresentado em seção anterior, no método PEL1 somam-se os fluxos anuais disponibilizados pelo Banco Central a partir de 1947, considerando nesse ano um estoque igual a zero.

³⁴ Conforme apresentado em seção anterior, o método PEL 2 baseia-se no somatório dos fluxos com a variação GDN. Dada a impossibilidade de cálculo da variação GDN para cada um dos anos, optou-se por usar a sua média no período 1947-2001, calculada a partir dos fluxos de IBD de cada ano e da variação GDN necessária para resultar no estoque verificado em 2001 (primeiro ano de registro).

de dólares em 1980 (Tabela 1). O mesmo ocorre com o passivo externo líquido (PEL), ou seja, o oposto simétrico da PII, que varia de 4.007 para 73.008 milhões de dólares durante o período 1964-1980. Dessa forma, pode-se considerar que o país se encontra no grupo dos países que têm um passivo externo maior do que o ativo externo, isto é, que pode ser considerado mais vulnerável externamente, sob a ótica do presente estudo, por causa de sua condição patrimonial.

Contudo, apesar do aumento significativo do passivo externo bruto, pode-se observar, no Gráfico 1, que sua composição permaneceu relativamente estável, com tendência de participação da dívida externa em torno de 80% do total, com o passivo externo denominado em moeda doméstica ocupando os outros 20%, isto é, o país tinha uma menor participação do passivo externo denominado em moeda doméstica, o que caracterizaria, conforme apresentado na primeira seção, uma situação eventualmente problemática. Ao menos, também se observa um aumento das reservas internacionais ao longo do período (tabela 1).

Gráfico 1 Composição do Passivo Externo brasileiro, 1964-1980, (%).



Fonte: Elaboração própria a partir de dados da Tabela 1

Notas: (1) Passivo em moeda doméstica = estoque de investimento direto estrangeiro e de carteira (ações)

3.2) Rendas Líquidas enviadas ao exterior

A tabela 2 mostra as rendas líquidas enviadas ao exterior no período de 1964 até 1980, quando se nota que o volume total aumentou de 188 milhões de dólares para 7.020 milhões de dólares. As duas principais contas foram decorrentes do pagamento de rendas por causa dos investimentos diretos localizados no país, sendo que alguns anos mostraram grande elevação, como em 1970, 1973, 1976, 1977 e 1978, portanto, muito provavelmente por causa de elevados lucros obtidos pelas empresas estrangeiras nas fases de grande crescimento econômico nos períodos do milagre econômico e do II PND. A outra conta, ainda mais importante, foi a dos juros, que passa de 131 milhões em 1964 para 6.311 milhões de dólares em 1980, sendo que a maior parte da elevação se concentra entre 1973 e 1980, período de contração da liquidez internacional e com elevação das taxas de juros internacionais, inclusive com o choque dos juros de 1979, quando se pode observar o expressivo aumento no pagamento de juros de 1978 para 1980.

Tabela 2 - Renda líquida enviada ao exterior (US\$ Milhões), 1964-1980

	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980
Salário e ordenado (a)	1	3	5	8	5	10	11	12	12	17	9	21	17	13	-28	-17	12
Renda de investimento direto (b)	-58	-102	-127	-112	-158	-164	-395	-439	-362	-596	-630	-533	-790	-1332	-1536	-1267	-647
Lucros e Dividendos	0	-18	-42	-73	-84	-81	-119	-118	-161	-198	-248	-235	-380	-455	-561	-546	-235
Lucros Reinvestidos	-58	-84	-85	-39	-74	-83	-276	-321	-201	-397	-382	-299	-411	-877	-975	-721	-411
Renda de investimento em carteira (c)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	-90	-75
Renda de outros investim. (juros) (d)	-131	-156	-155	-184	-144	-182	-234	-302	-359	-514	-652	-1498	-1810	-2104	-2696	-4186	-6311
Total das receitas	2	10	7	18	10	22	50	42	130	326	718	365	281	359	647	1162	1146
Total das despesas	-133	-166	-162	-202	-154	-204	-284	-344	-489	-840	-1370	-1863	-2091	-2462	-3344	-5348	-7457
Rendas (a+b+c+d)	-188	-255	-277	-288	-297	-337	-619	-729	-709	-1.093	-1.274	-2.010	-2.583	-3.423	-4.261	-5.560	-7.020

Fonte: Banco Central, elaboração própria

Notas (1) De acordo com o Banco Central, até 1978, o total de lucros e dividendos foi considerado como rendas de investimento direto. A partir de 1979, foi distribuído em investimentos direto e carteira.

3.3 Estimativa da rentabilidade da Posição Internacional de Investimentos

Após a apresentação dos estoques dos passivos e dos ativos externos da economia brasileira no período 1964-1980 e da análise dos fluxos de rendas por eles gerados, é possível estimar o que pode ser considerado como uma taxa de apropriação de rendas oriundas da posse de ativos externos, valendo-se da Posição Internacional de Investimentos e de suas diversas contas. Para tanto, a metodologia adotada é semelhante à de Duménil e Lévy (2005), realizada pela divisão entre o fluxo de renda de uma determinada conta, durante um ano, e o valor do estoque dessa conta no final do mesmo ano (Tabela 3). Essa relação não apresenta propriamente a rentabilidade dos ativos, já que não diz respeito exatamente ao que cada ativo rendeu, mas ao montante dessa rentabilidade apropriada pelo detentor do ativo. A despeito disso, é inquestionável que essa razão entre fluxos e estoques guarda relação com a rentabilidade dos ativos, podendo elucidar alguns aspectos interessantes para a análise da vulnerabilidade externa.

Tabela 3 – Estimativa da rentabilidade da PII (%), Fluxo (anual)/Estoque (do fim do ano), 1964-1980

	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980
IBD	s.v.	s.v.	s.v.	s.v.	0,0%	0,0%	0,0%	8,0%	4,8%	0,6%	0,8%	0,7%	0,7%	0,3%	0,4%	7,8%	12,4%
Carteira (ações)	s.v.	s.v.	s.v.	s.v.	s.v.	s.v.	s.v.	s.v.	s.v.	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	5,3%	2,0%
Reservas	0,8%	2,1%	1,7%	9,1%	3,9%	3,4%	4,2%	2,4%	3,1%	5,1%	13,6%	9,0%	4,3%	4,9%	5,4%	12,0%	16,6%
Ativos	1,8%	2,9%	3,3%	14,0%	7,3%	5,1%	5,3%	3,5%	3,6%	5,4%	13,7%	9,2%	4,5%	4,8%	5,3%	11,6%	15,9%
IDE	6,1%	8,3%	7,3%	5,6%	8,6%	8,7%	17,9%	18,2%	12,6%	13,1%	10,7%	8,0%	9,1%	12,3%	12,1%	12,2%	5,2%
Carteira (ações)	s.v.	s.v.	s.v.	s.v.	s.v.	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	11,8%	9,9%
Dívida Externa	4,0%	4,3%	4,3%	5,9%	3,8%	4,4%	4,6%	4,2%	4,3%	5,7%	6,8%	7,4%	6,5%	6,5%	6,4%	9,6%	11,6%
Passivos	4,5%	5,3%	5,3%	5,8%	5,3%	5,6%	8,0%	7,3%	5,9%	7,3%	7,6%	7,4%	7,0%	7,7%	7,5%	10,1%	10,3%
PII	4,7%	5,6%	5,4%	5,5%	5,2%	5,7%	8,5%	8,0%	6,9%	8,2%	6,1%	7,2%	7,5%	8,2%	8,1%	9,8%	9,6%

Fonte: Elaboração própria (a partir das tabelas 1 e 3)

De acordo com a Tabela 3, podem-se fazer algumas análises com base na razão entre fluxos e estoques da PII e do BP. Em primeiro lugar, a rentabilidade do ativo externo nesse período parece ter sido

menor do que a do passivo externo na maioria dos anos, com exceção de três subperíodos: 1967/68, 1974/75 e 1979/1980. Esses três subperíodos com picos de rentabilidade do ativo externo podem ser observados no gráfico 2, sendo que outras pesquisas são necessárias para explicar o que ocorreu. Mas, o fato de o passivo apresentar rentabilidade maior do que a do ativo externo é coerente com a abordagem da hierarquia das moedas e indica que a economia brasileira apresentou situação desfavorável sob a ótica do Efeito Rentabilidade.

Gráfico 2 - Estimativa da rentabilidade do ativo externo e do passivo externo (%), Fluxo (anual)/Estoque (do fim do ano), 1964-1980



Fonte: Elaboração própria (a partir da tabela 3)

Além disso, observando-se o gráfico 2, pode-se perceber que a estimativa de rentabilidade dos ativos e passivos externos indica uma tendência de elevação das rentabilidades, tanto dos ativos como dos passivos externos, fato que é coerente com a contração de liquidez internacional observada após 1973, que gerou aumento das taxas de juros internacionais. Inclusive, o próprio choque dos juros de 1979 gerou significativo aumento das rentabilidades dos ativos e passivos externos, conforme se nota no gráfico 2.

Do ponto de vista desagregado, nota-se na Tabela 3 que o investimento direto estrangeiro costuma gerar uma rentabilidade mais elevada do que a Dívida Externa, o que é esperado, uma vez que esse tipo o primeiro tem um risco cambial, dado que é denominado em moeda doméstica, enquanto o segundo tipo não, já que é denominado em moeda estrangeira. Contudo, chama a atenção que o último ano da série, em 1980, é o único diferente, indicando o quanto o choque dos juros foi um período de exceção.

3.4 A vulnerabilidade externa decorrente da Posição Internacional de Investimentos e do fluxo de rendas da economia brasileira: análise do período 1964-1980

Vale observar que, sob uma perspectiva histórica, o Brasil está no grupo dos países que, liquidamente, enviam renda para o exterior. No período desse estudo, de 1964 a 1980, não foi diferente. Pode-se perceber isso pela Tabela 4, já que em todos os anos o país teve um déficit em rendas. Além disso, apenas nos quatro primeiros anos da série (1964-1967) o Brasil obteve um saldo em transações correntes menos rendas (Outras) positivo, e somente nos dois primeiros anos o saldo foi suficiente para o pagamento

das rendas enviadas, ou seja, obtendo-se saldos positivos em transações correntes. Assim, na maior parte do período o país apresentou uma necessidade de financiamento do resto do mundo por conta de déficits em transações correntes.

Dessa maneira, pode-se considerar o Brasil na pior condição de vulnerabilidade externa, sob a ótica do presente estudo, já que ele se encontra no caso que tem a necessidade de gerar divisas para o pagamento de rendas. Foi sugerido na primeira seção que os países nessa situação tendem a adaptar sua inserção externa por essa condição. Entretanto, para o período analisado, em alguns momentos, como no milagre econômico e no II PND, o país parece ter utilizado dos instrumentos disponíveis, inclusive em relação à inserção externa, em prol dos objetivos do crescimento econômico e de promover a industrialização. De tal modo, pretende-se analisar como essa política com um forte viés desenvolvimentista afetou a circularidade entre a variação dos estoques externos (PII) e as rendas líquidas enviadas ao exterior.

Na Tabela 4, é feita uma estimativa dos fatores que levaram à variação anual do saldo da PII, comparando essa variação com o saldo das transações correntes – lembrando que os fluxos financeiros por si sós não alteram o saldo da PII. A diferença de valor entre essas duas variáveis (variação anual do saldo da PII e do saldo anual das transações correntes) foi atribuída, por simplificação, ao fator GDN, decorrente das variações de preço dos estoques. Portanto, pela metodologia adotada na seção anterior, a variação anual do saldo da PII pode ser causada por dois fatores: a) pelo saldo das transações correntes; b) pelo efeito GDN.

Assim, por exemplo, em 1973, de acordo com os dados da Tabela 4, o saldo das transações correntes foi negativo em 2.085 milhões de dólares, e a variação do saldo da PII no mesmo ano foi de - 2.967 milhões de dólares. Pela metodologia adotada concluímos que 70% da variação do saldo da PII para esse ano foi causada pelo déficit das transações correntes e em 30% ocasionada pelo efeito GDN. Além disso, desagregou-se as transações correntes em dois grupos, sendo possível notar que em 1973 as rendas foram responsáveis por 37% da variação da PII, enquanto as outras contas causaram 33% da variação da PII no ano.

A tentativa de inferir qual a participação das rendas líquidas enviadas no aumento do estoque do passivo externo líquido é obtida pela relação Rendas/Variação anual da PII (pela Tabela 4: Rendas/Variação PII). Com tal metodologia, chega-se a conclusão de que as rendas líquidas foram responsáveis, no período 1964-1980, por 45% da variação total da PII, o que corresponde a um valor expressivo. Portanto, tal dado corrobora com a hipótese levantada no presente trabalho de que a “despoupança” gerada pelas rendas enviadas deve ser mais bem qualificada no debate sobre a formação dos passivo externo líquido, uma vez que o excesso de investimento e consumo sobre a produção doméstica foi responsável por apenas 47% da variação da PII. Além disso, o efeito GDN representou 8% da variação da PII.

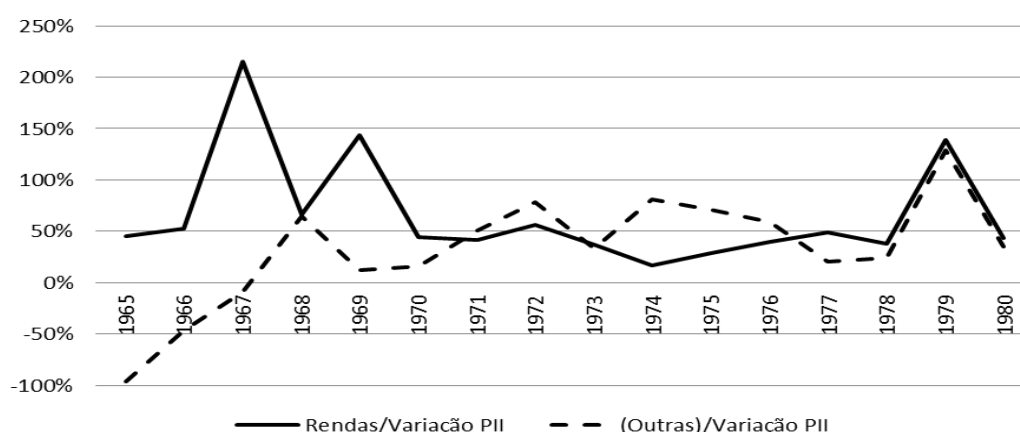
Tabela 4 - Brasil: PII e transações correntes (US\$ milhões). Determinantes das variações do saldo anual da PII (%), (1964-1980).

	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	Soma
Rendas	-188	-255	-277	-288	-297	-337	-619	-729	-709	-1.093	-1.274	-2.010	-2.583	-3.423	-4.261	-5.560	-7.020	-30.919
Outras	270	539	246	12	-285	-28	-220	-901	-979	-993	-6.231	-4.989	-3.843	-1.403	-2.723	-5.149	-5.719	-32.397
TC	81	284	-31	-276	-582	-364	-839	-1.630	-1.688	-2.085	-7.504	-6.999	-6.426	-4.826	-6.983	-10.708	-12.739	-63.316
PII	-4.007	-4.569	-5.092	-5.226	-5.671	-5.906	-7.307	-9.076	-10.327	-13.294	-20.993	-28.050	-34.528	-41.558	-52.747	-56.751	-73.008	-378.110
Variação PII		-562	-523	-134	-445	-235	-1.401	-1.769	-1.251	-2.967	-7.699	-7.057	-6.478	-7.030	-11.189	-4.004	-16.257	-69.001
Rendas/Variação PII	s.v	45%	53%	215%	67%	143%	44%	41%	57%	37%	17%	28%	40%	49%	38%	139%	43%	45%
(Outras)/Variação PII	s.v	-96%	-47%	-9%	64%	12%	16%	51%	78%	33%	81%	71%	59%	20%	24%	129%	35%	47%
TC/Variação PII	s.v	-51%	6%	206%	131%	155%	60%	92%	135%	70%	97%	99%	99%	69%	62%	267%	78%	92%
GDN/Variação PII	s.v	151%	94%	-106%	-31%	-55%	40%	8%	-35%	30%	3%	1%	1%	31%	38%	-167%	22%	8%

Fonte: BCB; Elaboração Própria. Obs: TC= Transações Correntes; Outras = Balança Comercial + Balança de Serviços + Transferências Unilaterais; Variação PII = variação anual da PII; GDN = ganho de detenção nominal.

Esses valores apresentados permitem uma reflexão importante, já que a interpretação tradicional da economia brasileira, conforme apresentado na seção anterior, aponta que o excesso de endividamento observado nos anos 1970, que redundou na crise da dívida externa dos anos 1980, teria sido preponderantemente causado pelo excesso de investimento da economia doméstica, sobretudo durante o II PND. Entretanto, os dados da Tabela 4 mostram que as rendas enviadas ao exterior explicam praticamente o mesmo tanto da elevação da PII do que os déficits da balança comercial e de serviços, isto é, que o aumento do endividamento externo esteve em grande parte ligado ao efeito circular entre a PII e as rendas líquidas enviadas.

Gráfico 3 Participação de Fatores geradores das variações anuais da PII (%), 1964-1980.



Fonte: Banco Central; elaboração própria (com base na tabela 4)

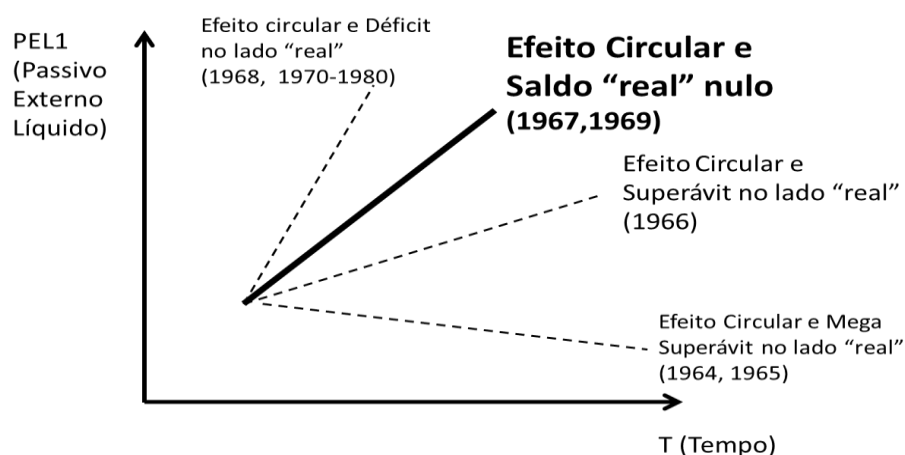
Notas: Outras = Balança Comercial + Balança de Serviços + Transferências Unilaterais; Variação PII = variação anual da PII.

No gráfico 3, nota-se que os valores de “Outros/variação da PII” foram muito próximos das “Rendas/variação PII”, representando cada um aproximadamente metade da contribuição para a variação da PII. Os anos de 1974-1976 foram os únicos no período em que se nota que o excesso de absorção

doméstica em relação a produção foi significativamente mais importante do que as rendas enviadas para explicar a variação do passivo externo líquido, justamente no período do II PND, em que os investimentos foram mais elevados. Ressalte-se que nesses 3 anos mencionados o déficit em transações correntes foi bem elevado, ajudando a entender porque o fator “Outros/variação PII” foi tão expressivo ao longo do período estudado.

Conforme o Gráfico 3, o período 1964-1970 foi marcado pela preponderância da participação das rendas líquidas enviadas no aumento do estoque do passivo externo líquido, enquanto também não se pode negar que em todos os outros anos tal fator foi importante para a evolução da PII. Dessa forma, pode-se concluir que a dinâmica de evolução dos estoques externos brasileiros é determinada pela mencionada circularidade, sendo que as outras contas apenas acentuam ou suavizam a tendência, ou seja, uma tentativa de aumentar os investimentos com elevação das importações apenas agrava o movimento mais geral de elevação do passivo externo. A Figura 2, apresentada na primeira seção, busca ilustrar essa situação.

Figura 2- Crescimento Endógeno do Passivo Externo Líquido (PEL1) pelo efeito circular entre rendas e estoques externos: efeitos dos saldos “reais”. 1964-1980.



Fonte: elaboração própria

Nota (1): Passivo Externo Líquido 1 desconsidera as variações de valor dos estoques

Nota (2): o saldo “real” representa a soma da balança comercial e de serviços (superávit no lado real significa a transferência de recursos reais ao exterior);

Nota (3): o efeito Circular ocorre quando as rendas enviadas ao exterior, decorrentes dos passivos externos, geram o aumento dos próprios passivos externos;

A Figura 2 ilustra uma economia que tem um crescimento endógeno do passivo externo líquido (PEL1) pelo efeito circular entre as rendas enviadas e os estoques externos, levantando quatro possibilidades, em termos abstratos, em que os efeitos dos saldos “reais” podem interferir no Efeito Circular. Vale apontar que o objetivo da Figura não é discutir as inclinações exatas das retas, mas apenas mostrar que os saldos “reais” interferem na mencionada inclinação³⁵.

³⁵ Além disso, ainda sobre a Figura 2, considerou-se como “mega” superávits comerciais as situações em que um país que seja estruturalmente deficitário em rendas e que apresente superávit nas transações correntes – obviamente que se os déficits em rendas forem baixos, até mesmo por algum controle na saída, o termo “mega” possa ser exagerado. Também

Analisando-se o período 1964-1980, nota-se que os dois primeiros anos se enquadravam na situação com o dito “mega” superávit comercial, isto é, em que o país estruturalmente deficitário em rendas consegue ter superávit em transações correntes. O ano de 1966 marca a transição, em que o país começa a ter déficits em transações correntes, mas continua com superávits no lado “real”. Os anos de 1967 e 1969 se caracterizaram pelo fato do país consumir e investir praticamente o mesmo valor do que produziu, fazendo com que a dinâmica de evolução do PEL1 fosse praticamente apenas determinada pelo Efeito Circular. Por fim, percebe-se que a maior parte do período (1968 e 1970-1980) se enquadrou na situação em que, além do déficit em rendas, o país também apresentou déficit no lado “real”, isto é, na parte mais inclinada da reta de evolução da PEL1. Dessa forma, pode-se concluir que a dinâmica de evolução dos estoques externos brasileiros, tal qual apresentado na primeira seção, foi determinada pelo mencionado Efeito Circular, sendo que o lado “real” apenas acentuou ou a tendência de elevação do passivo externo líquido, mostrando que o país permanece com uma expressiva *vulnerabilidade-fluxo*.

Considerações Finais

Um dos elos mais importantes da interação entre fluxos e estoques externos brasileiros está na sua circularidade, ou seja, a Posição Internacional de Investimentos (PII) negativa causa uma saída de rendas e este fluxo está diretamente relacionado com o aumento do passivo externo. Um dos objetivos desse trabalho foi demonstrar como essa circularidade evoluiu e afetou a vulnerabilidade externa do país no período 1964-1980.

Vale observar que no Brasil, em termos históricos, a economia é estruturalmente *deficitária* em rendas. Esses recursos que devem ser enviados ao exterior originam uma permanente necessidade de geração de divisas geralmente não satisfeita pelo “lado real” da economia (*superávits* da balança comercial e de serviços), fazendo com que o país fique dependente do financiamento estrangeiro para fechar suas contas externas. Essa condição constitui-se, portanto, como uma das causas da vulnerabilidade externa brasileira, sobretudo em momentos de reversão do contexto internacional de liquidez.

A situação de escassez de liquidez no âmbito internacional afetou a economia brasileira na década de 1970, especialmente após o primeiro choque do petróleo em 1973. Apesar disso, adotou-se no período, sobretudo durante o II PND, uma política desenvolvimentista que visava promover uma rápida industrialização através de elevados investimentos e pela absorção de recursos reais do exterior. Alguns autores atribuem a essa tentativa de crescimento econômico – e as importações que foram realizadas com esse objetivo – o elevado endividamento externo observado no período.

Porém, de acordo com os dados apresentados, as rendas líquidas enviadas ao exterior contribuíram com 45% da variação da PII ao longo do período, enquanto o excesso de absorção doméstica em relação à produção doméstica causou 47% da variação da PII, corroborando com hipótese levantada nesse trabalho

não se definiu exatamente o que seriam os saldos reais nulos – considerou-se como critério valores inferiores a 100 milhões de dólares de saldo (positivo ou negativo).

de que o efeito “despoupança” (gerado pelas rendas líquidas enviadas ao exterior) deve ser mais bem qualificado nas análises referentes aos desequilíbrios observados nos balanços de pagamentos dos países e, portanto, sobre a vulnerabilidade externa.

Dessa forma, pode-se concluir que a dinâmica de evolução dos estoques externos brasileiros ao longo do período foi em grande parte determinada pelas rendas líquidas enviadas ao exterior, sendo que o lado “real” apenas acentuou a tendência de elevação do passivo externo líquido, enquanto o Efeito Circular ajudou a criar as condições para que a vulnerabilidade externa viesse a se manifestar na década de 1980.

Referências Bibliográficas

- ARAUJO, M. S. *Estimativa dos Ganhos de Detenção Nominais de ativos financeiros: uma aplicação para as estatísticas de Balanço de Pagamentos e de Posição Internacional de Investimento*. In: IBGE. II Encontro Nacional de Produtores e Usuários de Informações Sociais, Econômicas e Territoriais, 2006.
- _____. *Estatísticas do Setor Externo*. In: FEIJÓ, C.A. (et al.), *Para Entender a Conjuntura Econômica*. Barueri: Manoele, 2008.
- BACHA, E. *Choques externos e perspectivas de crescimento: o caso do Brasil – 1973-1989*. Pesquisa e Planejamento Econômico, v. 14, n. 3, dez./1984.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL. Disponível em: <www.bcb.gov.br>
- BASTOS, P. P. Z. (2014). *Razões econômicas, não economicistas, do golpe de 1964*. In: ENCONTRO NACIONAL DE ECONOMIA, 52, Natal, RN. *Anais*.
- BATISTA Jr., P.N. *Mito e realidade da dívida externa brasileira*. Rio de Janeiro: Paz e Terra, 1983.
- BRENNER, R. *O boom e a bolha: os Estados Unidos na economia mundial*. Rio de Janeiro, RJ: Record, 2003.
- CAMPOS, F. A. *A arte da conquista: o capital internacional no desenvolvimento capitalista brasileiro (1951-1992)*. 2009. 227 p. Tese (doutorado) - Universidade Estadual de Campinas, Instituto de Economia, Campinas, SP. Disponível em: <<http://libdigi.unicamp.br/document/?code=000472053>>. Acesso em: 12 mar. 2017.
- CARNEIRO, R. M. *Crise, estagnação e hiperinflação: (a economia brasileira nos anos 80)*. 1991. 259f. Tese (doutorado) - Universidade Estadual de Campinas, Instituto de Economia, Campinas, SP. Disponível em: <<http://libdigi.unicamp.br/document/?code=vtls000036071>>. Acesso em: 12 mar. 2017.
- CYSNE, R. P. *Passivo Externo Líquido Versus Dívida Externa Líquida*, 2008. Disponível em: <www.fgv.br/professor/rubens/HOMEPAGE/ARTIGOS_E_REPORTAGENS_DE_POL_ECON/Artigos_Publicados/2008/Passivo%20Externo.pdf>. Acesso em 16 de novembro, 2009.
- CRUZ, P. R. D. C. *Dívida externa, política econômica e padrões de financiamento: a experiência brasileira nos anos setenta*. 1984. [249]f. Tese (doutorado) - Universidade Estadual de Campinas, Instituto de Economia, Instituto de Filosofia e Ciências Humanas, Campinas, SP. Disponível em: <<http://libdigi.unicamp.br/document/?code=000075890>>. Acesso em: 12 mar. 2017.
- DUMÉNIL, G. & LÉVY, D. *O Neoliberalismo sob a Hegemonia Norte Americana*. In: FMI. *Quadro de Avaliação da Qualidade dos Dados Das Estatísticas da Dívida Externa*. Departamento de Estatística. Julho de 2003.
- FICO, C. *Além do golpe: versões e controvérsias sobre 1964 e a ditadura militar*. Rio de Janeiro, RJ; São Paulo, SP: Record, 2004.
- FISHLOW, A. *A economia política do ajustamento brasileiro aos choques do petróleo: uma nota sobre o período 1974/84*. Pesquisa e Planejamento Econômico, vol. 16, n. 3, dez./1986.
- FURTADO, C. *Análise do “Modelo” Brasileiro*. 6ª ed. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 1978.
- _____. *O Brasil Pós- “Milagre”*. 3ª ed. Rio de Janeiro: Paz e Terra, 1981.
- GASPARI, E. *A ditadura envergonhada*. São Paulo, SP: Companhia das Letras, 2002.
- GONÇALVES, R. Capítulo V. In: GONÇALVES, R (et al.) *A Nova Economia Internacional: Uma Perspectiva Brasileira*. São Paulo: Campus, 1998.
- _____. *Maxidesvalorização, vulnerabilidade externa e a crise brasileira*. *Revista Ensaios FEE*, Vol. 27, número 1, p. 50-69, Porto Alegre, 1999.

- _____. *Economia Política Internacional: fundamentos teóricos e as relações internacionais do Brasil*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2005.
- GREMAUD, A.P., VASCONCELLOS, M.A.S. e TONETO JR., R. *Economia Brasileira Contemporânea*. São Paulo: Atlas, 2009.
- LACERDA, A. C. *Globalização e Investimento Estrangeiro no Brasil*. São Paulo: Saraiva, 2004
- LAGO, L. A. C. *A retomada do crescimento e as distorções do 'milagre', 1967-1973*, In: Marcelo de Paiva Abreu (org.). *A ordem do progresso. Cem anos de política econômica republicana, 1889-1989*. Rio de Janeiro: Campus, 1995.
- LARA RESENDE, A. *Estabilização e Reforma: 1964-1967*. In: ABREU, M.P. *A Ordem do Progresso*. Rio de Janeiro: Campus, 1995.
- LESSA, C. *A estratégia de desenvolvimento, 1974-1976; sonho e fracasso*. Campinas: IE/Unicamp, 1998.
- MACARINI, J. P. *A política econômica do governo Médici: 1970-1973*. *Nova Economia*, vol. 15, n.3, set-dez/2005.
- _____. *A política econômica do governo Costa e Silva: 1967-1969*. *Revista de Economia Contemporânea*, vol. 10, n. 3, set-dez/2006.
- _____. *Crise e política econômica nos Estados Unidos: 1977-1984*. Campinas: IE, Unicamp, 2007.
- MACEDO E SILVA, A.C. & DOS SANTOS, C.H. *Além do curto prazo? Explorando os nexos entre a teoria pós keynesiana e a macrodinâmica de fluxos e estoques*. Texto para Discussão. IE/UNICAMP n. 141, abr. 2008.
- MANDEL, E. *A crise do capital. Os fatos e sua interpretação marxista*. São Paulo: Editora Ensaio/Editora da Unicamp, 1990.
- MATTOS, F.A.M.; BASTOS, P.P.Z; BARONE, R.S.. *As reformas estruturais promovidas pelo PAEG e seus efeitos distributivos*. Texto para Discussão. IE/Unicamp, Campinas, n. 254, jun. 2015.
- NOIJE, P.V. *A Vulnerabilidade Externa decorrente da Posição Internacional de Investimentos e do fluxo de rendas: uma análise da economia brasileira no período 1953-1963*. Dissertação de Mestrado, Pontifícia Católica de São Paulo, São Paulo, 2010.
- NOIJE, P. V. Vulnerabilidade externa e composição da posição internacional de investimentos: Brasil 2001-2010. *Revista de Economia Política*, vol. 34, nº 3 (136), pp. 471-484, julho-setembro/2014a.
- NOIJE, P. V. e DE CONTI, B. M. A vulnerabilidade externa decorrente da Posição Internacional de Investimentos e do fluxo de rendas da economia brasileira no período 2001-2010. *Nova Economia*, v.26 n.1 p.207-239, 2016
- OLIVEIRA, F. A. *Autoritarismo e crise fiscal no Brasil: (1964-1984)*. São Paulo, SP: Hucitec, 1995.
- OLIVEIRA, M. A. *Política trabalhista e relações de trabalho no Brasil: da era Vargas ao governo FHC*. 2002. 364 p. Tese (doutorado) - Universidade Estadual de Campinas, Instituto de Economia, Campinas, SP. Disponível em: <<http://libdigi.unicamp.br/document/?code=vtls000249027>>. Acesso em: 12 mar. 2017.
- SAMPAIO Jr., P. S. A. *Entre a nação e a barbárie: os dilemas do capitalismo dependente em Caio Prado, Florestan Fernandes e Celso Furtado*. Petrópolis, RJ: Vozes, c1999.
- SIMONSEN, M.H. e CYSNE, R.P. *Macroeconomia*, 3ª ed. Rio de Janeiro: Atlas, 2007.
- SINGER, P. *A crise do "milagre": interpretação crítica da economia brasileira*. 8. ed. Rio de Janeiro, RJ: Paz e Terra, 1989.
- TOLEDO, C. N. (org.). *1964: visões críticas do golpe: democracia e reformas no populismo*. Campinas, SP: Editora da Unicamp, c1997.