

**Sessões Ordinárias: Área2. *História Econômica e Economia Brasileira***  
**Subárea: 2.3. *Economia Brasileira Contemporânea***

**Autor: Paulo Van Noijs**

**Sessões Ordinárias: Área2. História Econômica e Economia Brasileira**  
**Subárea: 2.3. Economia Brasileira Contemporânea**

**A manifestação da vulnerabilidade externa decorrente da posição internacional de investimentos e do fluxo de rendas no Brasil na década de 1980.**

**Resumo**

O objetivo do trabalho é apresentar a vulnerabilidade externa, na esfera financeira, decorrente dos estoques externos, defendendo a hipótese de que, historicamente, um dos elos mais importantes da interação entre os fluxos e estoques externos brasileiros está na sua circularidade, ou seja, a Posição Internacional de Investimentos negativa causa uma saída de rendas, e este fluxo está diretamente relacionado com o aumento do passivo externo. Tal evidência se verifica ao menos desde os fins do século XIX. Assim, analisou-se o período marcado pela crise da dívida externa na década de 1980, apresentando-se uma estimativa da Posição Internacional de Investimentos e alguns indicadores de endividamento externo, concluindo-se que a vulnerabilidade externa da economia brasileira se manifestou nesse período, afinal, a economia teve que empreender um grande esforço para transferir recursos reais ao exterior para fazer frente aos compromissos engendrados pelos estoques externos. Porém, os saldos positivos gerados pelas exportações serviram apenas para amenizar a circularidade entre a Posição Internacional de Investimentos e as rendas enviadas, atenuando o aumento do passivo externo líquido ao longo do período analisado e gerando um baixo dinamismo econômico e o aumento das pressões inflacionárias.

**Palavras-chave:** vulnerabilidade externa; Posição Internacional de Investimentos; fluxo de rendas; crise da dívida; economia brasileira.

**Abstract**

The objective is to provide external vulnerability, in the financial sphere, resulting from foreign stocks, supporting the hypothesis that, historically, one of the most important links of the interaction between flows and stocks outside Brazil is in its circularity, ie, International Investment Position causes a negative output rents, and this flow is directly related to the increase in external liabilities. Such evidence is there at least since the late nineteenth century. Thus, we analyzed the period marked by the debt crisis in the 1980s, presenting an estimate of the International Investment Position and some indicators of external debt, concluding that the external vulnerability of the Brazilian economy was manifested in this period, after all, the economy had to undertake a major effort to transfer real resources abroad to face the commitments engendered by external supplies. However, the surpluses generated by exports only served to soften the connection between the International Investment Position and sent rents, reducing the increase in net foreign liabilities over the period and generating a low economic dynamism and increasing inflationary pressures.

**Keywords:** external vulnerability; International Investment Position; flow of income, debt crisis, the Brazilian economy.

**JEL:** N16, G00, E01

**Introdução**

Podemos considerar que Keynes contribuiu de diversas maneiras para o estudo da economia, inclusive com muitas ideias originais. Uma de suas preocupações era incorporar de forma mais incisiva

a influência dos estoques (financeiros) sobre a análise econômica. Dessa maneira, esse trabalho tem por objetivo seguir essa incorporação, através do estudo da relação entre os fluxos e estoques externos da economia brasileira no período da década de 1980, e como essa interação afetou a vulnerabilidade externa do país durante esses anos.

Vale ressaltar que esses dados dos estoques externos não estão disponibilizados para a economia brasileira, portanto, a estimativa realizada, apesar de ainda preliminar e com necessidades de ajustes e aperfeiçoamentos, pode ser considerada como uma das grandes contribuições dessa pesquisa. 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 – a atual crise europeia e sua crise de dívida pode ser pensada nesse contexto.

No caso brasileiro pode-se considerar que as rendas líquidas enviadas ao exterior exercem uma pressão por geração de divisas desde longa data. Por exemplo, de acordo com dados de Abreu (1990), de 1889 a 1900 o Brasil apresentou em todos os anos *superávits* nas contas da balança comercial e de serviços (serviços não fatores), porém, se deparou com *déficits* na conta de rendas (serviços fatores). Tais valores negativos, decorrentes dos serviços fatores, foram tão expressivos que fizeram com que o país tivesse *déficit* nas transações correntes em quase todos os anos do período. Desta maneira, ao menos desde o final do século XIX o Brasil já tinha uma permanente necessidade de geração de divisas para poder honrar o pagamento dessas rendas enviadas, e acabava tendo que aumentar ainda mais seu passivo externo para poder fazê-lo, já que só conseguia realizar tais pagamentos com a obtenção de empréstimos estrangeiros.

Dessa forma, um dos elos mais importantes dessa 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. Assim, um dos objetivos desse trabalho é demonstrar como essa circularidade evolui na década de 1980.

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

Tal situação, de escassez, afetou a economia brasileira na década de 1980, portanto, podemos considerar que o período analisado se caracterizou como de manifestação da vulnerabilidade externa decorrente da PII e do fluxo de rendas. Nesse período o país parece ter utilizado todos os instrumentos

disponíveis, inclusive em relação à inserção externa, em prol do objetivo de transferir recursos reais ao exterior para servir os encargos dos estoques externos. A política de ajustamento realizada gerou saldos positivos na balança comercial - através de uma forte diminuição da absorção interna -, porém, também contribuiu para a deterioração das contas públicas, para o baixo dinamismo econômico e no aumento das pressões inflacionárias.

A próxima seção aborda a conceituação da Posição Internacional de Investimentos e dos determinantes de sua evolução; a segunda parte explica o que significa a vulnerabilidade externa decorrente da Posição Internacional de Investimentos e do fluxo de rendas; a terceira trata do contexto Internacional e as políticas econômicas internas (sobretudo da tentativa de transferir recursos reais ao exterior); a quarta seção apresenta uma estimativa da Posição Internacional de Investimentos para a década de 1980; a quinta aborda as rendas líquidas enviadas no período; enquanto na sexta observamos uma estimativa de rentabilidade dos estoques externos; na sétima parte apresenta-se como a circularidade entre a Posição Internacional de Investimentos e as rendas líquidas enviadas evolui no período 1979-1990. Por fim, algumas considerações finais.

## 1. Posição Internacional de Investimentos: estrutura, conceituação e determinantes de sua evolução.

Apresenta-se abaixo 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<sup>1</sup>. 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)<sup>2</sup>: investimento direto, investimento em portfólio, derivativos e outros investimentos.

### Estrutura da Posição Internacional de Investimento (PII)

$$PII = \text{Ativo Externo Bruto (A)} - \text{Passivo Externo Bruto (B)}$$

(A) Ativo Externo Bruto	(B) Passivo Externo Bruto
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Investimento direto no exterior</li> <li>• Investimento em carteira</li> <li>• Derivativos</li> <li>• Outros Investimentos</li> <li>• Ativos de Reservas</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Investimento direto estrangeiro</li> <li>• Investimento em carteira</li> <li>• Derivativos</li> <li>• Outros Investimentos</li> </ul>

Fonte: Banco Central; (Elaboração própria)

<sup>1</sup> “Total de débitos do país, que equivale ao passivo externo bruto, denominado como o montante de compromissos acumulados em moeda forte. Esse passivo engloba não só o acumulado da dívida externa mas também o estoque de investimentos estrangeiros (diretos e portfólio). O conceito de passivo líquido leva em conta os ativos dolarizados do país, como reservas cambiais e os depósitos brasileiros no exterior [...]” (LACERDA, 2009: 112).

<sup>2</sup> Uma única diferença é a inclusão das reservas internacionais no item “Ativos de Reservas”.

O balanço de pagamentos 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).

O cálculo da PII é relativamente recente, e uma das principais transformações em relação à metodologia antiga foi que retirou do contexto do balanço de pagamentos os lançamentos relativos à alocação dos Direitos Especiais de Saque (DES), à monetização de ouro e às reavaliações de ativos. Tais lançamentos tiveram como contrapartida a criação da Posição Internacional de Investimentos, que os registram no seu balanço de estoques (CYSNE, 2008).

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 igual ao *déficit* acumulado na conta corrente do balanço de pagamentos; sendo que no caso brasileiro tal valor é calculado pelos dados acumulados a partir do início de 1947<sup>3</sup> (CYSNE, 2008). Além disso, é suposto, por simplificação, um passivo externo líquido igual a zero no final de 1946 (SIMONSEN & CYSNE, 2007). Dessa maneira, podemos 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 menos o estoque do ativo externo, ou seja, o simétrico, ou oposto, da Posição Internacional de Investimento, de forma que o  $PEL2 = -PII$ , ou  $PII = -PEL2$  (CYSNE, 2008). Dessa maneira, além de retratar, como o PEL1, o histórico das transações correntes do país, o PEL2 incorpora os efeitos das alterações de valor<sup>4</sup> e de quantidade<sup>5</sup> dos passivos e ativos externos.

Portanto, dada a semelhança entre ambos, já que um apenas é inverso do outro, usaremos nessa análise tanto o PEL como a PII. Logo, para explicarmos os conceitos de passivos externos líquidos (PEL1 e PEL2) e da Posição Internacional de Investimentos, utilizaremos as seguintes igualdades:

$$STC_t = -SCF_t \quad (1)$$

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

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

$$PEL2 = PEL1 + V, \text{ ou, } PEL2 = DCCA + V \quad (4)$$

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

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

<sup>3</sup> O motivo pelo qual se começa a contabilizar os *déficits* das transações correntes a partir do ano de 1947 reside no fato de que é a partir desse ano que o Banco Central do país disponibiliza os dados do BP brasileiro.

<sup>4</sup> Conforme apresentaremos adiante, tal fato é tratado como o efeito GDN.

<sup>5</sup> Conforme apresentaremos adiante, tal fato é tratado como o efeito OMV.

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 líquido<sup>1</sup>, PEL2 é o passivo externo líquido<sup>2</sup>, DCCA é o déficit acumulado na conta corrente do balanço de pagamentos, Aext é o estoque de ativos externos, Pext é o estoque de passivos externos, PII é a Posição Internacional de Investimento e V são as valorizações ou desvalorizações de ativos externos e passivos externos, monetizações ou desmonetizações de ouro e alocações ou cancelamentos de DES<sup>6</sup>.

Dessa maneira, com foco na questão do passivo externo líquido, identifica-se por (1) que o saldo em transações correntes é igual o inverso da conta financeira, ou seja, um *déficit* em transações correntes no ano t, por exemplo, é financiado pela entrada de capitais estrangeiros no ano t, gerando, conforme observamos em (2), um aumento do passivo externo líquido 1 (PEL1) no ano t.

Igualmente, é fundamental destacar que os fluxos financeiros por si só não alteram o saldo da PII. Isso fica evidente ao analisar-se, por exemplo, uma entrada de divisas decorrente de um investimento estrangeiro na Bolsa de Valores doméstica quando as transações correntes estão em equilíbrio, sendo utilizadas, portanto, na formação de reservas internacionais. Neste caso, a transação tem um efeito nulo no saldo da PII, já que o aumento do passivo externo decorrente dessa operação, contabilizado como “Investimento em carteira”, é igual ao aumento do ativo externo ocasionado pela formação de reservas internacionais.

Já por (3), o PEL1 pode ser entendido como o *déficit* acumulado<sup>7</sup> na conta corrente do balanço de pagamentos, ou seja, podemos perceber que o somatório (do oposto) dos saldos em conta corrente geram o Passivo Externo Líquido 1, retratando a parcela do PEL 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 às variações “V”: valorizações ou desvalorizações de ativos e passivos; monetizações ou desmonetizações de ouro; e alocações ou cancelamentos de DES.

Dessa maneira, pode-se dizer que a variável PEL1 é mais fácil de ser calculada do que o PEL2, já que basta somar os saldos das transações correntes disponíveis no Banco Central para obtê-la. Entretanto, apesar das dificuldades inerentes à obtenção dos valores do PEL2 (-PII), acreditamos que a utilização de seus valores pode contribuir para a análise da vulnerabilidade externa decorrente dos estoques externos e dos fluxos de rendas, já que retrata de forma mais fidedigna os reais valores dos estoques externos.

Assim, devemos lembrar que são as movimentações pelo lado financeiro do balanço de pagamentos que causam modificações nas posições patrimoniais, e representam transformações de

---

<sup>6</sup> DES: Direito Especial de Saque.

<sup>7</sup> Um *superávit* acumulado em conta corrente implica um Passivo Externo Líquido 1 negativo.

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 das transações correntes. Entretanto, 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. Explicaremos adiante como elas se configuram.

Para analisar como ocorrem essas variações nas posições patrimoniais serão utilizadas as seguintes identidades<sup>8</sup>, 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,  $OMV$  é o valor associado a outras mudanças do volume do ativo,  $GDN$  é o valor do ganho de detenção nominal do ativo.

Assim, podemos considerar a variação de uma conta da PII num intervalo “n” como sendo igual a (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). Portanto, são aquelas variações na PII causadas pelo volume de ativos/passivos adquiridos e cedidos e que podem ser captadas pela análise do BP, como, por exemplo, as entradas de investimentos estrangeiros diretos que são captadas nos fluxos do BP e elevam o passivo externo.

b)  $OMV$ : são decorrentes de variações no volume de ativos, e não captados pelo BP (ARAÚJO, 2008), 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 (ARAÚJO, 2008).

c)  $GDN$ : são os ganhos com a detenção de ativos financeiros e não financeiros decorrentes de variações nos preços (ARAÚJO, 2008), 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 [...]” (ARAÚJO, 2008: 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.

---

<sup>8</sup> Baseadas em ARAÚJO (2008).

Verificamos por (9) que os valores do ativo ou passivo na estatística da PII sofrem alterações decorrentes de mudanças nas quantidades e/ou nos preços<sup>9</sup>. Nesse aspecto, Cysne (2008) argumenta que o GDN é a variação (“V”) mais relevante; e, considerando que as OMV apresentam variação pouco expressiva<sup>10</sup>, atribuiremos valor zero para essa variável no restante dessa pesquisa<sup>11</sup>, e nos concentraremos na discussão do GDN e das VAA.

Além disso, vale destacar que os passivos e ativos externos podem ser denominados em vários tipos de moedas diferentes. Entretanto, utiliza-se uma moeda de referência para padronizar a elaboração da PII, da mesma forma como é feito com a mensuração do balanço de pagamentos. No caso brasileiro, a moeda de referência que é utilizada na contabilização da PII e do BP é o dólar americano.

## **2. A Vulnerabilidade Externa decorrente da Posição Internacional de Investimentos e do fluxo de Rendas: condicionando a inserção externa.**

Segundo Reinaldo Gonçalves,

[...] vulnerabilidade externa é a probabilidade de resistência a pressões, fatores desestabilizadores e choques externos (GONÇALVES, 1999: 59).

Existem diversas esferas em que a vulnerabilidade externa se manifesta: comercial, produtiva-tecnológica e monetária-financeira. Esse assunto é um dos mais tratados na área econômica, contudo, geralmente as análises sobre o tema são focadas na questão do comércio exterior (GONÇALVES, 2005), sendo que muitos modelos de crise do balanço de pagamentos consideram as rendas líquidas enviadas como nulas (GONÇALVES, 1998). Dessa maneira, partindo da análise da esfera financeira, pretende-se fazer justamente o oposto, inferindo-se de que forma a interação entre os estoques externos e as rendas enviadas/recebidas do exterior influenciam a vulnerabilidade externa.

No Brasil, em termos históricos, pode-se observar que a economia é estruturalmente *deficitária* em rendas<sup>12</sup>. Esses recursos enviados ao exterior originam uma permanente necessidade de geração de divisas; geralmente não satisfeita pelo “lado real<sup>13</sup>” da economia (através de *superávits* da balança comercial e de serviços), fazendo com que o país fique dependente do financiamento estrangeiro para fechar suas contas externas, se constituindo essa condição, portanto, em uma das causas da vulnerabilidade externa brasileira, sobretudo em momentos de reversão do contexto internacional em que uma situação de abundância de liquidez se modifica para uma de escassez de liquidez.

---

<sup>9</sup> Como podemos perceber, as OMV e as VAA são causadas por modificações nas quantidades. Já as GDN são acarretadas por reavaliações nos preços.

<sup>10</sup> De acordo com ARAÚJO (2006: 7).

<sup>11</sup> Entretanto, como esse foi um período de muitas negociações sobre o valor dos estoques externos, principalmente em relação à dívida externa, pode ser que o efeito OMV tenha sido importante, porém, tal análise demandaria um estudo muito mais detalhado e profundo sobre o tema.

<sup>12</sup> De acordo com dados do Banco Central, em todos os anos a partir de 1947 ocorreram saídas de rendas maiores do que entradas, ou seja, em todos os anos a partir de então ocorreram *déficits* nessa conta das transações correntes (obs: o ano de 1947 é o primeiro em que o Bacen disponibiliza dados para essa conta).

<sup>13</sup> Considerando as rendas como o “lado financeiro”.



Dessa forma, um dos elos mais importantes dessa interação entre fluxos e estoques está na sua circularidade, ou seja, a Posição Internacional de Investimentos negativa causa uma saída de rendas, e este fluxo está diretamente relacionado com o aumento do passivo externo.

Assim, pode-se considerar que um importante fator definidor da vulnerabilidade externa são os desequilíbrios entre os estoques de passivo e ativo externo, que geram fluxos de rendas registrados no balanço de pagamentos (BP), acabando por condicionar o lado real e financeiro das outras contas do BP, especialmente no caso dos *deficitários* em rendas, muitas vezes obrigados a atrelar suas estratégias de inserção externa à necessidade de geração de divisas para fazer frente aos desequilíbrios entre seus passivos e ativos externos.

Assim o sendo, para se analisar de que forma a PII e as rendas líquidas enviadas afetam a vulnerabilidade externa deve-se levar em conta três aspectos referentes aos estoques externos: *i)* suas magnitudes; *ii)* suas rentabilidades; *iii)* suas tendências de valorização/desvalorização.

Dessa maneira, em primeiro lugar (*i*), pode-se observar que

[...] A acumulação de ativos ou passivos promove igualmente a criação e distribuição de uma outra substância, mais dificilmente mensurável (e cujo nome é quase um tabu entre economistas), e que vem a ser o poder político [...] (MACEDO e SILVA & DOS SANTOS, 2008: 15).

Portanto, pode se considerar que a acumulação de um passivo externo líquido elevado significa o aumento da vulnerabilidade externa (CARNEIRO, 2002), ou seja, a diminuição do poder efetivo e uma perda de autonomia na política econômica<sup>14</sup>.

Dessa maneira, é importante analisar o que leva a formação de uma PII desfavorável. A ortodoxia atribui o aumento do passivo externo líquido (PEL1) a um excesso de gasto doméstico sobre a renda doméstica, conforme o trecho:

Em particular, o PEL1<sup>15</sup> 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).

Entretanto, nem todos os economistas preferem enfatizar a associação de que um *déficit* em transações correntes significa um excesso de investimento sobre a poupança, tampouco destacar outra causa, ou seja, em um excesso de demanda interna sobre a oferta doméstica, como fica evidente pelo trecho a seguir,

[...] 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; a parte grifada foi um acréscimo nosso).

<sup>14</sup> “[...] o conceito de vulnerabilidade externa nos remete ao conceito de poder no sistema internacional. O poder efetivo é inversamente proporcional à vulnerabilidade externa [...]” (GONÇALVES, 2005: 20).

<sup>15</sup> PEL1: Passivo Externo Líquido (obtido através de metodologia que soma os saldos em transações correntes (CYSNE (2008)).

Apesar das duas visões (Cysne e Gremaud) estarem corretas, elas evidentemente destacam aspectos diferentes. Assim, o sentido que conferem ao *déficit* das transações correntes acaba sendo muito distinto. No primeiro caso, para Cysne, é enfatizado um excesso de gastos sobre a renda. Já no segundo, para Gremaud, percebe-se que as rendas líquidas enviadas ao exterior são muito importantes na análise desse *déficit* externo.

Desta maneira, nos parece fundamental analisar a identidade obtida em ARAUJO (2008),

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

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

Como fica evidente em Cysne, o *déficit* nas transações correntes só ocorrerá caso a absorção de bens e serviços seja superior ao Produto Nacional Bruto (PNB). Contudo, o ponto que se tenta destacar, através de (10), é que o PNB é afetado pela renda líquida enviada ao exterior (RL). Ou seja, nas diversas análises, dentre elas Garcia (2001), que se referem a uma “insuficiência de poupança doméstica” como a causa do desequilíbrio das transações externas, não se encontra a devida ênfase na “despoupança” causada pela RL.

Essa discussão poderia ser tratada como um simples manuseio de identidades, contudo, não o é. As implicações decorrentes da mesma são muito importantes. Afinal, quando se trata os *déficits* nas transações correntes unicamente como um excesso de investimento sobre a poupança, temos a impressão de uma economia que está sendo ajudada através dos ingressos estrangeiros, ou, dito de outra maneira, pode-se considerar essa economia como “perdulária”, vide as “receitas” de melhoria das contas externas preconizadas pelo FMI<sup>16</sup>.

Entretanto, a PII negativa (passivo externo líquido desfavorável) tende a gerar uma “fuga/transferência de excedente” da economia doméstica para a estrangeira, através 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.

Portanto, se atentarmos ao fato de que a interação entre a PII com as rendas líquidas enviadas ao exterior exerce grande influência sobre a vulnerabilidade externa, o enfoque da discussão passa a ser outro, já que esses rendimentos decorrentes dos estoques de ativos e passivos externos podem ser analisados como na origem da permanente necessidade de geração de divisas, e por uma persistente perda de recursos por parte dos países *deficitários* em rendas, acentuando ou até mesmo causando a

---

<sup>16</sup> “O FMI financia o ajuste das contas externas dos países em desenvolvimento com base em acordos que envolvem condicionalidades. O enfoque do FMI para o ajuste das contas externas está na redução dos gastos da economia. Essa redução é provocada, fundamentalmente, por políticas macroeconômicas restritivas. Não é por outra razão que o ajuste fiscal é o critério de desempenho mais importante usado pelo FMI para liberar seus recursos.” (GONÇALVES, 2005: 177).

situação de “insuficiência de poupança”. A idéia implícita nesse raciocínio é 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<sup>17</sup>.

Dessa forma, levando-se em conta o segundo aspecto mencionado acima (ii), deve-se considerar não apenas as magnitudes dos valores acumulados dos estoques externos, mas também as rentabilidades observadas dos mesmos. Esse aspecto é importante porque muitas análises, dentre elas Simonsen & Cysne (2007), consideram uma taxa de remuneração sobre o saldo do passivo externo líquido<sup>18</sup>, ou seja, acabam desconsiderando o diferencial de rentabilidade entre os estoques externos dos diversos países<sup>19</sup>.

Tal método é insuficiente para analisar a questão da vulnerabilidade externa no presente estudo, afinal não leva em conta que existe uma hierarquia no sistema monetário internacional, em que se destaca o conceito de inconvertibilidade da moeda<sup>20</sup>, que redundaria no fato de que os países periféricos sofrem com maiores taxas de juros<sup>21</sup> e em dificuldades de obter financiamento de longo prazo (CARNEIRO, 2008).

Partindo desse arcabouço, Biancarelli (2010) aponta que os países em desenvolvimento com moeda inconvertível acabam representando uma possibilidade de alocação da riqueza internacional apenas em momentos de baixa preferência pela liquidez e de busca por maiores rentabilidades, ou seja, de baixa aversão ao risco em plano internacional, que acabam se caracterizando como um momento de “cheia” (aumento de liquidez para os periféricos). Porém, a reversão das expectativas é marcada por uma realocação das posições e uma grande saída desses mercados. Dessa maneira, o autor aponta que os ciclos de “cheia” e “seca” são muito mais condicionados por fatores externos do que internos aos países periféricos.

Já os países com moeda convertível ou no núcleo do sistema monetário internacional (caso atual do dólar americano) apresentam maiores facilidades em manejar suas políticas econômicas e conseguem manter uma taxa de juros menor do que os periféricos sem gerar uma fuga de capital (CARNEIRO, 2008), ou seja, um país nessa condição (de moeda convertível ou central na hierarquia das moedas) pode ter um ativo externo menor que o passivo externo e mesmo assim obter uma entrada líquida de rendas devido a uma rentabilidade mais elevada daquele em relação a este.

---

<sup>17</sup> Isso fica evidente ao verificarmos que o valor de um empréstimo é menor do que a soma da amortização e dos juros.

<sup>18</sup> A derivada em relação ao tempo do passivo externo líquido seria igual a “ $d = iD - H$ ”, sendo:  $d$  = derivada em relação ao tempo do passivo externo líquido;  $i$  = taxa média de remuneração dos capitais externos;  $D$  = Passivo Externo Líquido;  $H$ : transferência líquida de recursos para o exterior (Simonsen & Cysne, 2007).

<sup>19</sup> Para uma crítica dessa construção de Simonsen & Cysne (2007) ver Noije (2010).

<sup>20</sup> Princípio que apregoa que algumas moedas não conseguem desempenhar suas funções (unidade de conta, meio de pagamento e reserva de valor) em âmbito internacional. Tal fato ocorre com os países periféricos, não por conta de suas políticas internas (como apregoadas por correntes ortodoxas), mas, pelo “pecado original” (que é a incapacidade de determinado país de se endividar na sua moeda no mercado internacional) (CARNEIRO, 2008).

<sup>21</sup> As taxas de juros dos periféricos são uma função das taxas de juros nos países de moeda convertível (acrescidos de um prêmio de risco) mais as expectativas de desvalorização cambial (CARNEIRO, 2008).

Tal fato ocorreu, por exemplo, nos Estados Unidos no ano de 2000<sup>22</sup>. Ou seja, não obstante os Estados Unidos ostentarem um passivo externo maior que o ativo externo, ocorreu uma entrada líquida de rendas nesse ano devido ao diferencial de rentabilidade entre os ativos e passivos externos. Portanto, essa economia apresentou o que chamaremos de um *efeito rentabilidade* favorável. Tal fato foi possível porque o país ocupa uma posição central na hierarquia das moedas.

De tal forma, consideraremos que a vulnerabilidade externa, sob a ótica do presente trabalho, é crescente quando a rentabilidade do passivo externo aumenta e decrescente com a elevação da rentabilidade do ativo externo. Assim, o diferencial entre essas taxas será considerado nessa análise.

O terceiro aspecto mencionado acima (*iii*) está ligado à possibilidade dos estoques externos mudarem de valor por variações de preços (efeito GDN), seja pelo tipo de ativo que os caracteriza, seja porque podem ser denominados em vários tipos de moedas diferentes. Nesse sentido,

[...] 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).

Dessa maneira, deve-se levar em conta a composição dos estoques externos na análise, e pode-se considerar que quanto maior a proporção do passivo externo denominado em moeda doméstica menor será a vulnerabilidade externa resultante. Raciocínio parecido vale para o ativo externo, e quanto maior a participação de ativos denominados em moedas conversíveis ou do núcleo do sistema monetário internacional, menor tende a ser a vulnerabilidade externa, ou seja, a política de acumulação de reservas internacionais se enquadra nesse contexto.

Portanto, diante do exposto, deve-se levar em conta 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).

Dessa maneira, pode-se perceber que os estoques externos causam uma vulnerabilidade nos países com passivos externos maiores do que os ativos externos, sobretudo quando redundam em um efeito circular entre a PII e as rendas geradas pelos mesmos, resultando num crescimento endógeno do passivo externo líquido, aumentando as necessidades de financiamento para cobrir o pagamento das rendas geradas pelos próprios estoques. Essa vulnerabilidade externa acaba se **manifestando** de forma mais acentuada numa reversão do ciclo de liquidez que afete essa economia, retirando o financiamento que alimentava a mencionada circularidade, “obrigando” a economia a gerar recursos na esfera real para pagar as rendas dos estoques externos. A situação se agrava ainda mais quando o país tem que amortizar uma parte desses estoques.

---

<sup>22</sup> Os haveres dos Estados Unidos no resto do mundo (ativo externo) somavam 3.488 bilhões de dólares, enquanto os haveres do resto do mundo nos Estados Unidos (passivo externo) eram de 6.446 bilhões de dólares (DUMÉNIL & LÉVY, 2005: 96-97). Entretanto, ocorreu uma entrada de rendas de 353 bilhões de dólares, enquanto que as saídas de rendas desse país foram de apenas 331 bilhões de dólares.

Nesse contexto, a economia fragilizada que tenta gerar saldos positivos através da transferência de recursos reais ao exterior corre dois riscos principais: em primeiro lugar, pode sofrer de ajustes recessivos caso adote uma estratégia agressiva de diminuir a absorção interna para gerar um aumento das exportações líquidas; em segundo lugar, pode conviver com pressões inflacionárias por conta de desvalorizações cambiais que visem aumentar a competitividade dos produtos domésticos. Além disso, não se deve descartar a possibilidade da economia conviver com as duas situações ao mesmo tempo. Adicionalmente, a posição da economia na hierarquia das moedas afeta radicalmente a forma como essa vulnerabilidade externa se manifesta, sendo que os países periféricos correm riscos muito maiores nessas situações.

### **3. Conjuntura Internacional e política econômica interna do período**

Essa seção apresentará um breve resumo de alguns dos principais movimentos da economia mundial e das políticas econômicas internas no período marcado pela crise da dívida externa no Brasil na década de 1980, privilegiando os que influenciaram nas transações externas brasileiras e determinaram as condições de obtenção de divisas, seja através do saldo comercial, seja pela atração de recursos externos. Para tanto, a primeira parte é referente à Conjuntura Internacional, a segunda às políticas brasileiras no período.

#### **3.1 Conjuntura Internacional**

Nessa seção, aponta-se para algumas das transformações da economia capitalista no pós-guerra e a origem dos desequilíbrios globais na década de 1970, com destaque para o papel hegemônico dos Estados Unidos e das relações hierárquicas no sistema econômico internacional, sendo que o papel norte-americano é extremamente importante para a análise das transformações observadas nos pós-guerra.

Com o fim da segunda guerra mundial esse país resolveu seguir uma estratégia de se tornar uma potência hegemônica, em contraposição ao bloco comunista, criando uma nova ordem mundial marcada pela bipolaridade. Dessa maneira, podem-se apontar dois aspectos fundamentais desse arranjo: a) o padrão-dólar como dominante do sistema monetário internacional, que conferiu um grande poder ao país; b) a subordinação da economia à política, que ficou evidente nos países que acabaram recebendo os maiores incentivos econômicos do governo americano à época, ou seja, os que apresentavam um maior “risco” de um golpe comunista. Além disso, a nova divisão internacional do trabalho – com o crescente deslocamento das empresas americanas para os países europeus e asiáticos – acabou forçando a economia americana a aumentar seu grau de abertura comercial, ou seja, a gerar déficits comerciais para acomodar o aumento de produção desses países (TAVARES & BELLUZZO, 2005).

Nesse contexto, ocupa lugar de destaque o acordo de Bretton Woods, que conferiu o poder de emissor da moeda reserva do sistema aos Estados Unidos, com os objetivos americanos de: a) suportar os seus custos militares; b) a expansão da indústria americana por meio da empresa transnacional; c) a expansão internacional do sistema financeiro americano. Tais objetivos fizeram com que o país

exercesse um papel de “regulador” do sistema capitalista global, provendo a liquidez necessária e representando uma fonte autônoma de demanda efetiva. Assim, acabou permitindo aos demais países a prerrogativa da utilização de políticas keynesianas de estímulo à suas economias domésticas (BELLUZZO, 2006).

Além disso, é de se destacar que o próprio sucesso da política de Bretton Woods - e suas elevadas taxas de crescimento num contexto de fortes regulações – acabaram estimulando o processo de liberalização dos mercados financeiros domésticos, com transformações no sentido de permitir uma maior liberdade de capitais e a volta da hegemonia financeira<sup>23</sup> (BELLUZZO, 2006), também permitindo um longo período de crescimento do produto e de melhorias sociais, porém, com o aumento da concorrência intercapitalista (pelo fortalecimento das empresas dos países outrora devastados pela guerra) e do conflito distributivo (BELLUZZO, 1997).

Assim, na década de 1970 o “pacto” entre Estado, trabalhadores e detentores de riqueza começou a ruir, com início de um movimento de diminuição da participação do governo na economia. Isso num contexto de aumento da inflação e do surgimento de um ramo financeiro desregulamentado e com capacidade de criação de crédito, possíveis por inovações financeiras, sendo que, nesse aspecto, podemos observar a internacionalização do sistema financeiro e o aumento dos empréstimos aos países periféricos. No bojo dessas transformações, observa-se o aumento do endividamento público, redundando num aumento da dependência do governo em relação ao capital financeiro (BELLUZZO, 1997).

O padrão de financiamento externo que sustentou por mais de uma década o crescimento econômico com regime de baixa inflação na América Latina começou a ruir no ano de 1979, quando Volker<sup>24</sup> decidiu impor ao mundo e aos países devedores o aumento das taxas de juros para estabilizar a economia americana e defender o papel do dólar como moeda hegemônica. Esse choque acabou vindo em dose dupla: primeiro a elevação das taxas de juros americana; logo depois, o reajuste dos preços do petróleo (BELLUZZO & ALMEIDA, 2002).

Dessa maneira, a ameaça de degeneração do papel do dólar como reserva de valor do sistema monetário internacional, e o consequente lançamento da política do dólar forte no início dos anos 1980 acabou gerando: a) a transformação da dinâmica da economia mundial, através da redistribuição da capacidade produtiva em termos globais; b) duradouros desequilíbrios no balanço de pagamentos americano; c) o avanço da globalização financeira (tal fato acentuou a tendência rentista do capitalismo e aumentou a assimetria de crescimento entre os países e a piora da distribuição de renda entre as classes sociais); d) a crise de liquidez para os países do terceiro mundo, dentre eles o Brasil (aspecto que é fundamental para a análise desse trabalho) (TAVARES & BELLUZZO, 2005).

---

<sup>23</sup> O autor aponta que esse capitalismo contemporâneo revela de forma mais verdadeira sua própria natureza, com a revolução constante dos meios de produção, degradação das relações sociais e permanente incerteza (BELLUZZO, 2006).

<sup>24</sup> Na época chairman do Federal Reserve.

Esses fatores criaram sérios constrangimentos para as economias periféricas no início da década de 1980, redundando na moratória mexicana em 1982, encerrando o processo de financiamento em moeda estrangeira realizado pelos bancos comerciais internacionais. A partir de então, predominaram as políticas patrocinadas pelo FMI de ajustamento dos balanços de pagamentos dos países devedores, com o intuito de evitar o colapso dos sistemas bancários internacionais, que haviam feito muitos empréstimos aos países da periferia. Esses programas de ajustamento do FMI conseguiram resultados rápidos na redução dos *déficits* de transações correntes dos países devedores, entretanto, um fator fundamental para isso foi a recuperação econômica dos EUA a partir do final de 1982, apoiada na queda dos juros e por um *déficit* público significativo, que gerou uma demanda elevada para o resto do mundo e permitiu que os países devedores obtivessem expressivos *superávits* comerciais (BELLUZZO & ALMEIDA, 2002).

### **3.2. Políticas internas**

A década de 1980 foi marcada pela crise da dívida externa e por um baixo dinamismo econômico, tanto é que ficou conhecida como a “década perdida”. Duas correntes diferentes buscaram explicar o que aconteceu durante o período: uma mais ortodoxa argumentou que a década representou o esgotamento do padrão anterior de crescimento, marcado pelo processo de substituição de importações, enquanto outra corrente contrária preferiu enfatizar a reversão das condições externas e a necessidade de transferir recursos reais ao exterior - para fazer frente à dívida externa – e suas repercussões negativas sobre as incertezas da economia.

De acordo com a vertente mais ortodoxa representada por Malan & Bonelli (1983), argumenta-se que o início dos anos 1980 marca o fim de um ciclo de crescimento econômico que durou uma década e meia, baseado numa complexa interação entre a economia doméstica e a internacional, ou seja, baseada no endividamento externo.

Ainda de acordo com a vertente ortodoxa, representada por Franco (1998), na raiz da baixa produtividade brasileira estava o plano de substituição de importações, que gerava poucos incentivos ao investimento tecnológico e uma acomodação dos empresários. Assim, a década de 1980 representou o esgotamento desse modelo, e as tentativas de mantê-lo apenas geravam inflação, aumento da concentração de renda, poucos (FRANCO, 1998).

Já Bacha & Bonelli (2005), também da corrente ortodoxa, discutem as causas da desaceleração econômica no Brasil, sobretudo depois dos anos 1980. Os autores são favoráveis aos mecanismos de mercado como melhor alocador de recursos, portanto, favoráveis a um processo de liberalização econômica como melhor estratégia de desenvolvimento. Dessa maneira, o processo de desaceleração observado na década de 1980 estaria ligado às políticas de substituição de importações, que buscavam uma maior diversificação da economia, sendo que os autores sugerem que deveríamos ter nos especializado e buscado aumentar as exportações. Ao não fazer isso, a principal consequência teria sido o encarecimento relativo do investimento, argumento fundamental na construção dos autores. Assim, apontam que um mesmo nível de poupança poderia comprar menos bens de capital, fazendo com que o

potencial de crescimento da economia diminuísse. Em suma, o grande problema apontado foi a ausência de concorrência e o esgotamento de um modelo baseado no mercado interno, estratégia que seria decorrente de pressões de determinados grupos (ou seja, por fatores políticos).

A corrente de pensamento contrária a essa visão ortodoxa considera que o impacto da crise da dívida no crescimento econômico nos anos 1980 foi elevado, podendo ser diretamente relacionado com a política de transferência de recursos reais ao exterior e consequentemente com a volatilidade e diminuição do nível de atividade econômica observado na década.

De acordo com Carneiro (2002), a década de 1980 ficou marcada por uma expressiva deterioração da situação econômica dos países periféricos, com uma piora dos termos de troca e um forte racionamento do financiamento externo, fazendo com que esses países tivessem que fazer uma transferência de recursos para o exterior para que pudessem realizar o pagamento do serviço da dívida externa – momento que ficou conhecido como a “crise da dívida” ou a “década perdida”. Para entender tal processo, deve-se ter em mente o elevado grau de mobilidade de capitais permitido na ordem econômica internacional já na década de 1970, quando as restrições a essa mobilidade vão sendo progressivamente eliminados, gerando um expressivo aumento dos fluxos cambiais, sendo que os movimentos de capitais se tornaram autônomos em relação aos saldos em transações correntes<sup>25</sup>.

Nesse contexto, é importante destacar dois movimentos: em primeiro lugar, a tentativa de ajuste estrutural preconizado pelo II PND, obtido através do aumento do endividamento externo líquido; em segundo, pela forma em que esse endividamento adicional foi contratado (e pela forma em que o endividamento antigo foi “rolado”), ou seja, pelo aumento da participação da correção dos empréstimos através de taxas flutuantes. A maior liberdade dos capitais em âmbito internacional conjugado com essa composição de dívida acabou sendo decisivo nas dificuldades observadas na década de 1980, já que, a reversão da liquidez internacional nesse período aliado ao aumento das taxas de juros tornou o pagamento do serviço da dívida impraticável. Adicionalmente, pode-se considerar que uma das principais consequências da ruptura do padrão de financiamento externo e do excessivo endividamento foi o elevado grau de estatização da dívida externa<sup>26</sup> (CARNEIRO, 2002).

Portanto, para fazermos a ligação entre as transferências de recursos reais ao exterior e o baixo crescimento econômico, podemos considerar que a drástica redução do ritmo de crescimento observada na década de 1980 indicou o esgotamento de um padrão, diferindo significativamente das décadas anteriores, marcadas por um excepcional dinamismo. Essa queda acentuada do crescimento foi concomitante a estagnação do produto per capita, a regressão do investimento e a transferência de recursos reais ao exterior. Contudo, Carneiro (2002) salienta que existe uma hierarquia entre essas características como fatores determinantes da trajetória das variáveis econômicas, sendo a mais

---

<sup>25</sup> Dessa forma, por exemplo, acentuava-se a possibilidade de uma entrada de capitais na conta financeira maior do que o déficit em transações correntes, permitindo simultaneamente saldos negativos no “lado real” da economia com o acúmulo de reservas internacionais.

<sup>26</sup> A renegociação dessa dívida, sob a supervisão do FMI, implicou na centralização da dívida externa no Banco Central, colaborando para que a maior parcela do ônus da estratégia de transferência de recursos reais ao exterior recaísse no setor público (CARNEIRO, 2002).



importante delas a necessidade de transferir recursos reais ao exterior para pagar a dívida externa, que acabou criando grandes dificuldades para o desenvolvimento da economia nacional.

Isso ocorreu principalmente, de acordo com Carneiro (2002), porque o mercado interno era o elemento dinâmico por excelência na determinação do investimento. Adicionalmente, o pequeno grau de abertura da economia brasileira também teve seu papel. Dessa forma, a orientação exportadora não foi suficiente para dinamizar o investimento. Assim, pode-se observar que um aspecto comum a todas as variáveis econômicas durante a década de 1980 é a sua grande variabilidade, sendo que os dados empíricos apresentados pelo autor indicam que a incompatibilidade entre a geração de superávits comerciais e o crescimento econômico está diretamente associada com essa instabilidade das variáveis. Esse padrão de crescimento foi incompatível com a manutenção de elevados superávits comerciais, já que, uma vez esgotado a capacidade ociosa, era necessário aumentar as importações para realizar os investimentos em capacidade produtiva (CARNEIRO, 2002)<sup>27</sup>.

Diante desse cenário, observa-se a piora da situação econômica brasileira e a deterioração do padrão de financiamento do setor público, sobretudo devido: a) a ampliação da renúncia fiscal e dos subsídios que visavam intensificar a geração de saldos comerciais para realizar a transferência de recursos reais ao exterior; b) pela elevação dos pagamentos dos juros da dívida externa, já que o setor público era o principal devedor em moeda estrangeira.

Além disso, Cruz (1995) aponta que o setor público acabou absorvendo de forma praticamente isolada todo o impacto causado pela crise da dívida externa e pela necessidade de transferir recursos reais ao exterior. Nesse sentido, havia a dicotomia apontada pelo autor de que os encargos da dívida externa eram praticamente todos do setor público – decorrentes do processo de estatização da dívida -, porém, as divisas eram geradas pelas exportações, principalmente realizadas pelo setor privado (que se beneficiava de vários subsídios e isenções).

Esse processo de ruptura do financiamento público levou a crise de confiança dos agentes portadores de riqueza financeira, que passaram a exigir formas de “carregamento” dessa riqueza financeira na forma cada vez mais líquida, com taxas de juros mais elevadas e o encurtamento dos prazos dos ativos, gerando a permanente pressão da possibilidade de uma fuga para ativos reais, que acarretaria num processo de hiperinflação. Dessa maneira, ocorreu o desenvolvimento da moeda indexada, que representou a substituição monetária no sentido (ao menos indiretamente) da “dolarização” da economia (BELLUZZO & ALMEIDA, 2002; CARNEIRO, 2002).

De acordo com Carneiro (2002) a busca por indexação encontra seus motivos devido às incertezas quanto à evolução da taxa de câmbio (que acaba afetando as outras esferas da economia), e

---

<sup>27</sup> Castro & Souza (1985) apontam para a ausência de obstáculos externos ao crescimento, devido às mudanças preconizadas pelo II PND que permitiriam um superávit comercial estrutural, ou seja, que seria mantido mesmo com o crescimento econômico. Entretanto, Carneiro (2002) considera que uma falha dessa visão é de que analisou o coeficiente das exportações em relação à produção numa fase de baixa cíclica. Dessa forma, o saldo comercial só era possível com capacidade ociosa, ou melhor, essa visão não considerou que o crescimento do PIB levava ao esgotamento mais rápido da capacidade ociosa do setor exportador, caracterizando uma situação de impossibilidade entre a manutenção de um processo de crescimento econômico e a transferência de recursos reais ao exterior.

tal fato está ligado com a instabilidade cambial decorrente da política de transferência de recursos reais ao exterior.

O processo de transferência de recursos reais ao exterior permitiu elevados *superávits* comerciais a partir de 1983. Essa política redundou no reajuste patrimonial do setor privado na recessão e no reequilíbrio da conta corrente do balanço de pagamentos, porém, aumentou a instabilidade e a indeterminação da trajetória das variáveis econômicas. Contribuiu para tal a política monetária, que também ajudou a explicar o aumento da incerteza e a desorganização das avaliações dos possuidores de riqueza, realimentando as expectativas de variações de preços, fator que influenciou na aceleração inflacionária do período (BELLUZZO & ALMEIDA, 2002).

#### 4. Estimativa da Posição Internacional de Investimentos

Nessa parte pretende-se apresentar uma estimativa da Posição Internacional de Investimentos (PII) da economia brasileira para o período de 1979 a 1990.

Tabela 1- Estimativa da Posição Internacional de Investimentos (US\$ milhões), 1979-1990

	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990
IBD	3.893	4.259	4.466	4.842	5.030	5.072	5.153	5.297	5.435	5.611	6.134	6.758
Carteira	25	25	28	31	40	45	47	46	46	46	76	183
Reservas	9.689	6.913	7.507	3.994	4.563	11.995	11.608	6.760	7.458	9.140	9.679	9.973
<b>Ativos</b>	<b>13.606</b>	<b>11.197</b>	<b>12.001</b>	<b>8.867</b>	<b>9.633</b>	<b>17.112</b>	<b>16.808</b>	<b>12.103</b>	<b>12.939</b>	<b>14.797</b>	<b>15.889</b>	<b>16.914</b>
IDE	15.570	17.480	19.247	21.176	22.302	22.844	25.664	27.898	31.458	32.031	34.287	37.143
Carteira (ações)	771	760	774	790	786	784	773	758	819	1.008	951	1.054
Dívida Externa	55.803	64.260	73.963	85.488	93.745	102.127	105.171	111.203	121.188	113.511	115.506	123.439
<b>Passivos</b>	<b>72.144</b>	<b>82.499</b>	<b>93.984</b>	<b>107.453</b>	<b>116.834</b>	<b>125.755</b>	<b>131.608</b>	<b>139.859</b>	<b>153.465</b>	<b>146.550</b>	<b>150.744</b>	<b>161.636</b>
<b>PII (valores negativos)</b>	<b>58.538</b>	<b>71.303</b>	<b>81.983</b>	<b>98.586</b>	<b>107.201</b>	<b>108.643</b>	<b>114.800</b>	<b>127.756</b>	<b>140.526</b>	<b>131.753</b>	<b>134.855</b>	<b>144.722</b>

Fonte: Dívida Externa e Reservas Internacionais: Banco Central; IDE: UNCTAD (2010); Carteira: Banco Central, elaboração própria pelo método PEL1<sup>28</sup>; IBD: Banco Central, elaboração própria pelo método PEL1<sup>29</sup>. Obs: PII: Posição Internacional de Investimentos; IED: Investimento Estrangeiro Direto; IBD: Investimento brasileiro direto; Reservas: Reservas Internacionais.

Entretanto, apesar do aumento significativo do passivo externo, pode-se calcular que sua composição permaneceu relativamente estável, com uma participação da dívida externa próxima de 80% da PII, sendo que o passivo externo denominado em moeda doméstica permaneceu em torno de 20% da PII (cálculos a partir da tabela 1), ou seja, conforme apresentado em seção anterior, caracterizando por esse aspecto uma elevada vulnerabilidade externa, potencializada pelo fato do nível das reservas internacionais ter se mantido praticamente constante em torno de 9 bilhões de dólares ao

<sup>28</sup> Somando-se os fluxos anuais disponíveis pelo Banco Central.

<sup>29</sup> O valor de 1979 do IBD foi considerado como igual a um quarto do valor do IDE do mesmo ano disponibilizado pela UNCTAD (usou-se esse critério por dois motivos: a) os valores disponibilizados para o IBD pela UNCTAD são muito irrealistas, mais do que o dobro do que do IDE, sendo que pode-se encontrar uma crítica referente a esses dados em Noije (2010); b) a soma dos fluxos disponibilizados pelo Banco Central de 1947 a 1990 indicam que a entrada de IDE foi quatro vezes maior do que a do IBD). Os outros anos foram obtidos pelo método PEL1.

longo do período, enquanto a dívida externa se elevou em termos absolutos (tabela 1), ou seja, a dívida externa líquida aumenta consideravelmente no período, apesar de que em termos relativos (comparado ao PIB) ela aumenta somente até o ano de 1984 (conforme a tabela 2).

Tabela 2- Indicadores de Vulnerabilidade Externa, 1979-1990

	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990
Passivo Externo/PIB	0,32	0,35	0,36	0,40	0,62	0,66	0,62	0,54	0,54	0,48	0,36	0,34
Dívida Externa/PIB	0,25	0,27	0,29	0,32	0,49	0,54	0,50	0,43	0,43	0,37	0,28	0,26
Ativo Externo/PIB	0,06	0,05	0,05	0,03	0,05	0,09	0,08	0,05	0,05	0,05	0,04	0,04
Div. Ext. Líquida/PIB	0,21	0,24	0,26	0,30	0,47	0,48	0,44	0,41	0,40	0,34	0,25	0,24
<b>PII/ PIB</b>	-0,26	-0,30	-0,32	-0,36	-0,57	-0,57	-0,54	-0,50	-0,50	-0,43	-0,32	-0,31
PII/export. de bens	-3,8	-3,5	-3,5	-4,9	-4,9	-4,0	-4,5	-5,7	-5,4	-3,9	-3,9	-4,6
PII/export. de serviços	-42,8	-42,8	-37,9	-56,7	-65,6	-58,1	-56,5	-71,0	-72,2	-58,4	-43,2	-38,6
PII/Reservas	-6,0	-10,3	-10,9	-24,7	-23,5	-9,1	-9,9	-18,9	-18,8	-14,4	-13,9	-14,5

Fonte: a) PIB: Banco Central, pelo câmbio médio do ano<sup>30</sup> b) Dívida Externa, Reservas, exportações de bens e de serviços: Banco Central c) Passivo Externo, Ativo Externo, IED, PII: tabela 1. Obs1: Elaboração Própria; Obs2: export. = exportações; IED: Investimento Estrangeiro Direto; PIB: Produto Interno Bruto; PII: Posição Internacional de Investimentos; Div. Ext. Líquida = Dívida Externa Líquida.

Apresentam-se na Tabela 2 alguns indicadores de vulnerabilidade externa, obtidos através da utilização da estimativa da PII, com o intuito de analisar qual o efeito da política de transferir recursos reais ao exterior - através de saldos positivos na balança comercial - sobre as contas externas. Pode-se observar a deterioração das contas externas brasileiras até meados da década de 1980, sendo que a PII estimada durante o período se elevou do patamar de -26%, em 1979, para -57% do Produto Interno Bruto<sup>31</sup> em 1984, decorrente de um expressivo aumento da Dívida Externa. Entretanto, na segunda metade da década os indicadores melhoram.

## 5. Rendas Líquidas Enviadas ao Exterior

Conforme se pode observar na Tabela 3, as saídas de rendas sempre foram maiores do que as entradas, caracterizando o *déficit* estrutural dessa conta; além disso, o valor das rendas líquidas enviadas aumenta durante o período analisado, especialmente após o ano de 1979, quando ocorre o choque dos juros, sendo que em 1978<sup>32</sup> a saída líquida de outros investimentos foi de 2,6 bilhões de dólares, enquanto em 1979 (tabela 3) esse valor chegou a 4,1 bilhões de dólares, continuando a subir nos anos seguintes. Além dessa conta, a mais importante no período, pode-se destacar o montante das rendas provenientes do IDE, porém, grande parcela desta rubrica acabou por se constituir em reinvestimentos<sup>33</sup>, ou seja, que não pressionaram por uma geração de divisas.

<sup>30</sup> Teoricamente, o ideal seria utilizar o valor do PIB em dólares com a taxa de câmbio ao final do ano (NOIJE, 2010). Porém, a disponibilização dos dados não permitiu isso.

<sup>31</sup> Deve-se ressaltar que a mensuração do PIB em dólares nesse período é muito problemática por conta das fortes oscilações da taxa de câmbio, assim ganha relevância os indicadores que fazem a divisão da PII por fontes que podem ser utilizadas para o pagamento da mesma, como as exportações de bens, as exportações de serviços e as reservas internacionais, que apontam para um aumento dessa relação até meados da década, como, por exemplo, o PII/reservas que passa de -6,0 em 1979 para -23,5 em 1983, diminuindo para -14,5 no final da década

<sup>32</sup> Dados não mostrados da tabela, mas de acordo com dados do Banco Central.

<sup>33</sup> Dados não mostrados da tabela, mas de acordo com dados do Banco Central.

Tabela 3- Renda Líquida enviada ao Exterior (US\$ Milhões), 1979-1980.

	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990
Salário e ordenado (a)	-17	12	-3	-54	-36	-27	-25	-24	-100	-116	-120	-160
Renda de investimento direto (b)	-1267	-647	-1009	-2484	-1545	-1332	-1626	-1792	-1553	-2262	-2771	-1897
Renda de investimento em carteira (c)	-90	-75	-102	-341	-297	-267	-358	-355	-326	-263	-476	-385
Renda de outros investim. (juros) (d)	-4186	-6311	-9161	-10670	-9166	-9872	-9275	-8980	-8440	-9560	-9300	-9331
Receita	1162	1146	1144	1181	698	1198	1570	874	521	721	1283	1086
Despesa	-5348	-7457	-10305	-11851	-9864	-11070	-10845	-9853	-8960	-10281	-10583	-10417
<b>Rendas (a+b+c+d)</b>	<b>-5.560</b>	<b>-7.020</b>	<b>-10.275</b>	<b>-13.548</b>	<b>-11.044</b>	<b>-11.498</b>	<b>-11.283</b>	<b>-11.150</b>	<b>-10.418</b>	<b>-12.200</b>	<b>-12.667</b>	<b>-11.773</b>

Fonte: Banco Central; Elaboração Própria

Outro aspecto que pode ser salientado é que a economia brasileira também recebeu rendas, sendo que as entradas mais importantes ocorreram pelos juros de outros investimentos, decorrentes das reservas internacionais e pelo choque dos juros de 1979, que beneficiam as entradas nessa conta (vale observar, de acordo com dados do Banco Central, que no ano de 1978 essa rubrica apresentou uma entrada de 647 milhões de dólares e passou, de acordo com a tabela 3, para 1.162 milhões de dólares no ano seguinte).

## 6. Estimativa da Rentabilidade da Posição Internacional de Investimentos e alguns Indicadores de Endividamento Externo.

Após a apresentação da estimativa dos estoques dos passivos e ativos externos da economia brasileira no período 1979-1990, e da análise dos fluxos de rendas gerados pelos mesmos, é possível estimar a rentabilidade aparente da Posição Internacional de Investimentos e de suas diversas contas. Para tanto, a metodologia adotada consiste na divisão entre os fluxos de rendas de uma determinada conta durante um ano, pelo valor do estoque dessa conta no final do mesmo ano<sup>34</sup>.

Tabela 4- Estimativa da Rentabilidade da PII (%), Fluxo (anual)/Estoque (do fim do ano), 1979-1990

	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990
IBD	2,6%	5,5%	4,8%	5,7%	0,0%	0,1%	1,5%	0,8%	0,6%	0,0%	0,0%	0,2%
Carteira	5,3%	2,0%	13,4%	63,0%	29,1%	109,4%	21,0%	98,0%	14,5%	82,6%	28,6%	26,0%
Reservas	12,0%	16,6%	15,2%	29,6%	15,3%	10,0%	13,5%	12,9%	7,0%	7,9%	13,3%	10,9%
<b>Ativos</b>	<b>9,3%</b>	<b>12,3%</b>	<b>11,3%</b>	<b>16,6%</b>	<b>7,4%</b>	<b>7,3%</b>	<b>9,9%</b>	<b>7,9%</b>	<b>4,3%</b>	<b>5,1%</b>	<b>8,2%</b>	<b>6,8%</b>
IDE	7,8%	5,0%	6,3%	13,0%	6,9%	5,8%	6,6%	6,6%	5,0%	7,1%	8,1%	5,1%
Carteira (ações)	11,8%	9,9%	13,7%	45,6%	39,3%	40,3%	47,6%	52,7%	40,7%	29,9%	52,3%	41,0%
Dívida Externa	9,6%	11,6%	13,9%	13,9%	10,5%	10,8%	10,3%	8,9%	7,4%	9,1%	9,2%	8,4%
<b>Passivos</b>	<b>9,2%</b>	<b>10,2%</b>	<b>12,4%</b>	<b>14,0%</b>	<b>10,1%</b>	<b>10,1%</b>	<b>9,8%</b>	<b>8,7%</b>	<b>7,2%</b>	<b>8,8%</b>	<b>9,3%</b>	<b>8,0%</b>
<b>PII</b>	<b>9,2%</b>	<b>9,8%</b>	<b>12,5%</b>	<b>13,7%</b>	<b>10,3%</b>	<b>10,6%</b>	<b>9,8%</b>	<b>8,7%</b>	<b>7,4%</b>	<b>9,3%</b>	<b>9,4%</b>	<b>8,1%</b>

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

Pode-se considerar, conforme apresentado em seção anterior, que a vulnerabilidade externa na esfera financeira é diretamente relacionada com a rentabilidade do passivo externo, ou seja, quanto

<sup>34</sup> Ou seja, RENTABILIDADE = FLUXO anual da conta X / ESTOQUE ao final do ano da conta X.

maior essa rentabilidade, mais vulnerável externamente essa economia tende a ser<sup>35</sup>. Assim, o inverso ocorre entre o ativo externo e sua rentabilidade.

Dessa maneira, de acordo com a Tabela 4, podem-se observar algumas características da estimativa da rentabilidade da PII. Em primeiro lugar, de acordo com a questão da hierarquia das moedas<sup>36</sup>, espera-se que a rentabilidade estimada do ativo externo seja menor do que a do passivo externo, afinal, países que detenham moedas inconvertíveis, como é caso brasileiro, só conseguem atrair capitais estrangeiros caso ofereçam uma rentabilidade maior para os mesmos. Entretanto, nos anos de 1980 e 1982 a rentabilidade estimada do ativo externo foi consideravelmente maior do que a do passivo externo, enquanto em 1979 e 1985 os valores foram bastante próximos. Apesar disso, pode-se considerar que a economia brasileira tinha uma vulnerabilidade externa sob a ótica do *efeito rentabilidade*, afinal, nos outros anos da série a rentabilidade do passivo externo foi significativamente maior do que a do ativo externo. Em segundo lugar, chama a atenção os elevados valores de rentabilidade dos investimentos em carteira, tanto do ativo como do passivo externo. Isso é uma forte evidência de que os valores desses estoques estão subestimados<sup>37</sup>.

Em terceiro lugar, percebe-se que a rentabilidade aparente da dívida externa (e das reservas) foi sempre maior do que a do IDE (e do IBD). Esse resultado não é tão trivial, já que o fato do estoque de IDE se desvalorizar conjuntamente com o câmbio sugere que os investidores demandariam uma rentabilidade maior para que continuassem a realizar esse tipo de investimento (o IDE), ou seja, como se exigissem um prêmio contra o risco cambial. Entretanto, dois aspectos podem explicar o ocorrido: em primeiro lugar a excepcionalidade do momento, com o expressivo aumento das taxas de juros no âmbito internacional que aumentam a rentabilidade da dívida externa (e das reservas internacionais); em segundo lugar, pela estratégia das empresas multinacionais de se instalar nos países periféricos, evitando as barreiras comerciais impostas às importações nesses países, aceitando assim uma rentabilidade não tão elevada.

Na Tabela 5 são apresentados diversos indicadores de endividamento externo, que são utilizados pelo Banco Central do Brasil para fazer análises para períodos mais recentes. Dessa maneira, a disponibilização dos valores de tais indicadores para períodos anteriores é um processo importante para o aprofundamento do debate em relação à situação externa da economia brasileira.

Assim, pode-se perceber que os indicadores do grupo A (Tabela 5) apresentam uma significativa deterioração até o período 1982-1983, aumentando de valor<sup>38</sup>, para iniciarem um

---

<sup>35</sup> Contudo, tal análise deve levar em conta também o tamanho dos estoques dos passivos externos.

<sup>36</sup> Conforme discutido em seção anterior, baseado em Carneiro (2008).

<sup>37</sup> Porém, conforme já apontado na seção sobre a estimativa da PII, a disponibilidade desses dados não é satisfatória, sendo que aperfeiçoamentos nesse aspecto se mostram necessários. Entretanto, se considerarmos que nesse período a movimentação nessa rubrica não era das mais representativas, pode-se considerar que os resultados gerais não serão afetados por essa conta.

<sup>38</sup> O aumento dos indicadores no Grupo A, e a diminuição dos indicadores no grupo B, representam um aumento da vulnerabilidade externa.

movimento de queda no fim do período. Nota-se que os juros/exportações representam mais de 50% em 1982. A dívida total líquida chega a representar 48% do PIB em 1984. Além disso, pode-se perceber que, dentro desse contexto de piora da vulnerabilidade externa no início da década, as exportações se recuperaram mais rapidamente do que o PIB. Já os indicadores do grupo B (Tabela 5), também apresentam uma significativa deterioração no início da década, já que todos eles diminuem de valor.

Tabela 5- Diversos Indicadores de Endividamento Externo, 1979-1990.

	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990
<b>A-) Juros e dívida total</b>												
Juros/ exportações	0,27	0,31	0,39	0,53	0,42	0,37	0,36	0,40	0,32	0,28	0,27	0,30
Dívida total/ exportações	3,7	3,2	3,2	4,2	4,3	3,8	4,1	5,0	4,6	3,4	3,4	3,9
Dívida total/ PIB	0,25	0,27	0,29	0,32	0,49	0,54	0,50	0,43	0,43	0,37	0,28	0,26
Dívida total líquida/ exportações	3,0	2,8	2,9	4,0	4,1	3,3	3,6	4,7	4,3	3,1	3,1	3,6
Dívida total líquida/ PIB	0,21	0,24	0,26	0,30	0,47	0,48	0,44	0,41	0,40	0,34	0,25	0,24
<b>B-) Reservas</b>												
Reservas (liquidez)/ juros	2,31	1,10	0,82	0,37	0,50	1,22	1,25	0,75	0,88	0,96	1,04	1,07
Reservas (liquidez)/ dívida total	0,17	0,11	0,10	0,05	0,05	0,12	0,11	0,06	0,06	0,08	0,08	0,08
<b>C-) Transações correntes/PIB</b>												
	-4,8%	-5,4%	-4,5%	-6,0%	-3,6%	0,1%	-0,1%	-2,1%	-0,5%	1,4%	0,2%	-0,8%

Fonte: Banco Central, elaboração própria

Além disso, um dos indicadores mais utilizados para avaliar as contas externas, no Grupo C, é o saldo em transações correntes em relação ao PIB. Observa-se que os déficits em transações correntes eram bastante elevados no início da década, atingindo valores próximos de 5% do PIB. Somente a partir de 1984 esses valores se aproximam de zero, e permanecem relativamente equilibrados até o final da década, ou seja, não obstante o enorme esforço para transferir recursos reais ao exterior, a economia não conseguiu gerar saldos positivos expressivos em transações correntes.

## 7. Efeito Circularidade entre a Posição Internacional de Investimentos e as rendas líquidas enviadas: análise do período 1979-1990.

Como introdução a esse debate vale observar que, sob uma perspectiva histórica, o Brasil está no grupo dos países que, liquidamente, enviam renda para o exterior. No período em análise, de 1979 a 1990, não foi diferente. Para piorar essa situação, em poucos momentos desse período o Brasil obteve um saldo nas outras contas (ex: balança comercial e de serviços) suficiente para o pagamento das rendas enviadas, ou seja, na maioria dos anos o país apresentou uma necessidade de financiamento do resto do mundo por conta de *deficits* 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 em seção anterior que os países nessa situação tendem a adaptar sua inserção externa por essa condição. Além disso, conforme também apresentado em seções anteriores,

nesse período analisado o país parece ter utilizado todos os instrumentos disponíveis, inclusive em relação à inserção externa, em prol do objetivo de transferir recursos reais ao exterior para servir os encargos dos estoques externos, sendo que esses saldos positivos passaram a ocorrer a partir de 1983.

Portanto, podemos considerar que o período analisado se caracterizou como de manifestação da vulnerabilidade externa decorrente da Posição Internacional de Investimentos e do fluxo de rendas. De tal modo, analisaremos como essa política com um forte viés contracionista afetou a circularidade entre a variação dos estoques externos (PII) e as rendas líquidas enviadas ao exterior.

Foi feita uma estimativa dos fatores que levaram a variação anual da PII, comparando essa variação com o saldo das transações correntes. A diferença de valor entre essas duas variáveis (variação anual da PII e saldo anual das transações correntes) foi atribuída, por simplificação, ao fator GDN<sup>39</sup>. Dessa maneira, por exemplo, em 1983 a variação da PII foi de -8.614 milhões de dólares (Tabela 6), enquanto o saldo das transações correntes foi de -6.773 milhões de dólares (Tabela 6), ou seja, pela metodologia adotada concluímos que 79% ( $6.773/8614 = 0,79$ ) da variação da PII para esse ano foi causada pelo *déficit* das transações correntes e em 21% ocasionada pelo efeito GDN (Tabela 6). Portanto, por essa metodologia a variação anual da PII pode ser causada por dois fatores<sup>40</sup>: pelo saldo das transações correntes; e pelo efeito GDN.

Tabela 6- Variação da PII e contas das Transações Correntes (US\$ milhões). Participação de fatores geradores nas variações anuais da PII (%). 1979-1990.

	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	SOMA
Rendas	-5.560	-7.020	-10.275	-13.548	-11.044	-11.498	-11.283	-11.150	-10.418	-12.200	-12.667	-11.773	-128.437
Outras	-5.149	-5.719	-1.431	-2.725	4.271	11.593	11.035	5.827	8.980	16.380	13.699	7.989	64.751
TC	-10.708	-12.739	-11.706	-16.273	-6.773	95	-248	-5.323	-1.438	4.180	1.032	-3.784	-63.686
PII	-58.538	-71.303	-81.983	-98.586	-107.201	-108.643	-114.800	-127.756	-140.526	-131.753	-134.855	-144.722	
Var PII		-12.764	-10.680	-16.603	-8.614	-1.443	-6.156	-12.956	-12.770	8.773	-3.102	-9.867	-86.183
Rendas/Var PII		55%	96%	82%	128%	797%	183%	86%	82%	-139%	408%	119%	149%
(TC – Rendas)/Var PII		45%	13%	16%	-50%	-804%	-179%	-45%	-70%	187%	-442%	-81%	-75%
TC/Var PII		100%	110%	98%	79%	-7%	4%	41%	11%	48%	-33%	38%	74%
GDN/Var PII		0%	-10%	2%	21%	107%	96%	59%	89%	52%	133%	62%	26%

Fonte: Banco Central; Elaboração Própria. Obs: TC= Transações Correntes; Var PII = variação anual da PII; GDN = ganho de detenção nominal.

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 6: Rendas/Var PII). Com tal metodologia, chega-se a conclusão de que as rendas líquidas foram

<sup>39</sup> Contudo, também podem ser decorrentes, por exemplo, do efeito OMV.

<sup>40</sup> O principal objetivo desse cálculo é tentar inferir qual a participação das rendas líquidas enviadas no aumento do estoque do passivo externo líquido. De tal modo, as transações correntes foram desagregadas em dois grupos: a) Rendas; b) Transações Correntes menos Rendas (TC – Rendas).

responsáveis, no período 1979-1990, por 149% da variação total da PII, o que corresponde a um valor extremamente elevado. O esforço de transferir recursos reais ao exterior amenizou as saídas de rendas, significando um efeito de -75% na variação da PII. De tal forma, as transações correntes explicaram 74% da variação da PII no período.

Portanto, a formação do passivo externo líquido do período foi decorrente do efeito “despoupança” causado pelas rendas enviadas ao exterior, e não obstante a transferência de recursos reais ao exterior, ampliou-se o endividamento externo em termos absolutos, e este aumento do valor da PII negativa esteve totalmente relacionado ao efeito circular entre a PII e as rendas líquidas enviadas, podendo-se concluir que a dinâmica de evolução dos estoques externos brasileiros nesse período foi determinada por esse aspecto, sendo que as outras contas apenas atenuaram a tendência, ou seja, a política de transferir recursos reais ao exterior apenas amenizou o movimento mais geral de elevação do passivo externo líquido, conseguindo gerar um relativo equilíbrio no saldo das transações correntes no final do período.

Além disso, outra questão relevante, corroborando com Carneiro (2002) apresentado em seção anterior, foi a impossibilidade de a economia brasileira transferir recursos reais ao exterior no período e apresentar um crescimento satisfatório do PIB. Isso fica evidente no ano de 1986, quando o aquecimento econômico gerado no ano do Plano Cruzado causou um aumento do *déficit* das transações corrente.

### **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. Assim, um dos objetivos desse trabalho foi demonstrar como essa circularidade evoluiu e afetou a vulnerabilidade externa do país no período 1979-1990.

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

Tal situação, de escassez, afetou a economia brasileira entre 1979-1990, portanto, podemos considerar que o período analisado se caracterizou como de manifestação da vulnerabilidade externa decorrente da Posição Internacional de Investimentos e do fluxo de rendas. Assim, o país parece ter utilizado todos os instrumentos disponíveis, inclusive em relação à inserção externa, em prol do



objetivo de transferir recursos reais ao exterior para servir os encargos dos estoques externos. Os saldos positivos gerados pelas exportações - através de uma forte diminuição da absorção interna - serviram apenas para amenizar a circularidade entre a PII e as rendas enviadas, atenuando o aumento do passivo externo líquido ao longo do período analisado e gerando um baixo dinamismo econômico e o aumento das pressões inflacionárias.

De acordo com os dados apresentados sobre os fatores que levaram a variação da PII no período, chega-se a conclusão de que redução da absorção doméstica em relação à produção doméstica serviu apenas para amenizar o aumento do endividamento externo. Isso porque ocorreu uma elevação do passivo externo líquido de 86 bilhões de dólares no período, causado pelas rendas líquidas enviadas ao exterior (de acordo com a tabela 6, esse fator representou 149% da variação da PII), ou seja, corroborando com hipótese levantada nesse trabalho 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 sob a ótica financeira.

Dessa maneira, pode-se concluir sobre a incapacidade de se gerar fluxos para se salvar uma crise de estoques. Além de ser demonstrado um expressivo aumento do passivo externo líquido e que o efeito circularidade entre as rendas líquidas enviadas e a PII foi seu principal determinante, foram apresentados elementos suficientes, através de diversos indicadores de endividamento externo, para se concluir que a vulnerabilidade externa da economia brasileira, sob a ótica do presente estudo, se deteriorou no começo da década, e que o enorme esforço de transferir recursos reais ao exterior para satisfazer os credores apenas amenizou essa situação na segunda metade da década de 1980, gerando um período de baixo dinamismo econômico - o que pode servir de lição para os países europeus que enfrentam uma crise de dívida nos dias de hoje-, ou seja, realmente foi uma década perdida.

### Referências Bibliográficas

- ABREU, M. P. (Org.). *A Ordem do Progresso: cem anos de política econômica republicana 1889-1989*. Rio de Janeiro, Elsevier, 1990.
- \_\_\_\_\_. Inflação, Estagnação e Ruptura: 1961-64. In: Abreu M.(Org.), *A Ordem do Progresso: cem anos de política econômica republicana 1889-1989*. Rio de Janeiro, Elsevier, 1990.
- 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, Ed. Manoele, 2008.
- BACHA, E “Prólogo para a Terceira Carta”, in Fórum Gazeta Mercantil. *FMI x Brasil: a armadilha da recessão*. S.P., G.M., 1983.
- BACHA, E. & BONELLI, R. Uma interpretação das causas da desaceleração econômica do Brasil. *Revista de Economia Política*, v. 25, n. 3 (99), p. 163-189, jul./set. 2005.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL. Disponível em: <[www.bcb.gov.br](http://www.bcb.gov.br)>
- BELLUZZO, L. G. M. “O dinheiro e as metamorfoses da riqueza”. Em: Tavares, M.C e Fiori, J. L. *Poder e dinheiro*. Uma economia política da globalização. Rio de Janeiro: Vozes. 1997.

- \_\_\_\_\_. “As transformações da economia capitalista no pós-guerra e a origem dos desequilíbrios globais. Em: Carneiro, R. (org., 2006) *A supremacia dos mercados e a política econômica do governo Lula*. São Paulo: Ed. Unesp, 2006.
- BELLUZZO, L.G. E ALMEIDA, J.S. *Depois da queda: A economia brasileira da crise da dívida aos impasses do Real*. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira. (2002).
- BIANCARELI, A. “A abertura financeira no Brasil: um balanço crítico”. In Carneiro, R. & Marcolino, L. C. *Sistema financeiro e desenvolvimento no Brasil: do Plano Real à crise financeira*. São Paulo: Publisher Brasil e Editora Gráfica Atitude, 2010.
- CARNEIRO, R. *Desenvolvimento em crise: a economia brasileira no último quarto do século XX*. São Paulo, Editora Unesp, IE-UNICAMP, 2002.
- \_\_\_\_\_, R. Globalização e Inconvertibilidade Monetária. *Revista de Economia Política*, vol. 28, nº 4 (112), pp. 539-556, outubro-dezembro/2008.
- CASTRO, A.B. E PIRES DE SOUZA, F.E. *A economia brasileira em marcha forçada*. Rio de Janeiro: Paz e Terra, 1985.
- CRUZ, P.D. “Endividamento Externo e Transferência de Recursos Reais ao Exterior: os setores público e privado na crise dos anos oitenta”. *Nova Economia*, vol. 4, n. 1, agosto 1995.
- 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](http://www.fgv.br/professor/rubens/HOMEPAGE/ARTIGOS_E_REPORTAGENS_DE_POL_ECON/Artigos_Publicados/2008/Passivo%20Externo.pdf)>. Acesso em 16 de novembro, 2009.
- DUMÉNIL, G. & LÉVY, D., *O Neoliberalismo sob a Hegemonia Norte Americana*. In: CHESNAIS, F. (Org.), *A Finança Mundializada*, São Paulo, Boitempo Editorial, 2005.
- FMI. *Quadro de Avaliação da Qualidade dos Dados Das Estatísticas da Dívida Externa*. Departamento de Estatística. Julho de 2003.
- FRANCO, G. H. B. A inserção externa e o desenvolvimento. *Revista de Economia Política*. Vol 18, nº 3, Jul-Set – 1998.
- GARCIA, M.G.P. *Vulnerabilidade externa e deficiência de poupança interna*, 2001. Disponível em: <<http://www.econ.puc-rio.br/mgarcia/Artigos/Artigos%20Valor/vulnerabilidade.PDF>>
- GONÇALVES, R. Capítulo V. In: GONÇALVES, R. (et al.) *A Nova Economia Internacional: Uma Perspectiva Brasileira*, São Paulo, Ed. Campus, 1998.
- \_\_\_\_\_. Maxidesvalorização, vulnerabilidade externa e a crise brasileira. *Revista Ensaios FEE*, Vol. 27, número 1, pág 50-69, Porto Alegre (RS), 1999.
- \_\_\_\_\_. *Economia Política Internacional: fundamentos teóricos e as relações internacionais do Brasil*. Rio de Janeiro, Elsevier, 2005.
- GREMAUD, A. P., VASCONCELLOS, M.A.S. & TONEDO JÚNIOR, R. *Economia Brasileira Contemporânea*, São Paulo, Ed. Atlas, 2009.
- LACERDA, A. C. *Globalização e Investimento Estrangeiro no Brasil*. São Paulo, Saraiva, 2004
- \_\_\_\_\_. Financiamento e Vulnerabilidade Externa da Economia Brasileira, In: FERREIRA, M.R.J. (Org.) e MARQUES, R.M. (org.), *O Brasil Sob a Nova Ordem*, São Paulo, Saraiva, 2009.
- 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.
- MALAN, P.S. e BONELLI, R. *Crescimento Econômico, Industrialização e Balanço de Pagamentos: o Brasil dos anos 70 aos anos 80*. R. J. IPEA/INPES, Texto para Discussão, n. 60, 1983.
- 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.
- SIMONSEN, Mário Henrique & CYSNE, Rubens Penha, *Macroeconomia*, 3ª edição. Rio de Janeiro. Editora Atlas, 2007
- TAVARES, M.C. e BELLUZZO, L. G. M. ‘A mundialização do capital e o poder americano’ Em: Fiori, J.L. *O poder americano*. RJ: Vozes, 2005.
- UNTAD, Disponível em: <<http://www.unctad.org>> Acesso em 05 jan. de 2010.