

## **Vulnerabilidade Externa Brasileira nos anos 1980: uma Análise a partir da Posição Internacional de Investimentos e do Fluxo de Rendas**

**Julio Manuel Pires  
Paulo Van Noije  
Bruno de Conti**

**Texto a ser enviado para a Revista Análise Econômica – Abril/2016**

### **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. Assim, analisou-se o período marcado pela crise da dívida externa na década de 1980, apresentando-se uma estimativa da Posição Internacional de Investimentos - deve-se destacar que esses dados são inéditos e não são disponibilizados por nenhuma outra fonte - e alguns indicadores de endividamento externo, concluindo-se que 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, em contrapartida, 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.

**JEL:** N16, G00, E01

### **Abstract**

The objective of this paper is to present the 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 external stocks in Brazil is in its circularity. Thus, we analyzed the period marked by the Brazilian debt crisis in the 1980s, presenting an estimate of its International Investment Position and some indicators of external debt, concluding that the surpluses generated by exports only served to soften the circularity 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

Keynes contribuiu para o estudo da economia em distintas esferas, tendo como uma de suas principais preocupações a incorporação, de forma mais incisiva, da influência dos estoques (financeiros) sobre a análise econômica. O presente trabalho tem por objetivo seguir essa linha de raciocínio mediante o estudo da relação entre os fluxos e estoques externos da economia brasileira na década de 1980, e como essa interação afetou a vulnerabilidade externa do país durante esses anos.

Vale ressaltar que os dados dos estoques externos não estão disponibilizados para a economia brasileira na década em questão, portanto, a estimativa realizada, apesar de ainda preliminar e com necessidades de ajustes e aperfeiçoamentos, pode ser considerada como uma das principais 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, por exemplo, pode ser pensada sob esse arcabouço.

No caso brasileiro, pode-se considerar que as rendas líquidas enviadas ao exterior exercem uma pressão por geração de divisas desde longa data. Embora não haja dados disponíveis sobre o balanço de pagamentos brasileiro antes de 1871, sabemos que o reconhecimento de nossa independência por parte de Inglaterra e Portugal dependeu do Brasil assumir parte da dívida deste país para com aquele. Portanto, desde os primórdios de nossa história como nação independente, já tivemos encargos associados ao pagamento de juros. Os dados disponibilizados pelo IPEA<sup>1</sup> para o período 1871-1900 revelam valores líquidos sistematicamente negativos para os itens relacionados a juros, remessas de lucros e garantia de juros, os quais se incrementaram de forma substancial na primeira década republicana. Isto fez com que, a despeito do saldo positivo na balança comercial em todos os anos do período (à exceção de 1886), este não fosse suficiente, na maioria dos anos, para cobrir o déficit na conta de serviços e principalmente na conta de rendas.

Portanto, 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 as últimas décadas do século XIX o Brasil já tinha uma permanente necessidade de geração de divisas para

---

<sup>1</sup> [www.ipeadata.gov.br](http://www.ipeadata.gov.br)

poder honrar o pagamento dessas rendas, e acabava tendo que aumentar seu passivo externo, já que só conseguia realizar tais pagamentos com a obtenção de novos 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, não tendo uma contrapartida equivalente nos saldos positivos da balança comercial e de serviços, está diretamente relacionado ao aumento do passivo externo. Um dos objetivos desse trabalho, portanto, é demonstrar como essa circularidade evoluiu na década de 1980, um dos períodos mais críticos da economia brasileira no tocante aos problemas do balanço de pagamentos.

Assim, conforme observado, o Brasil, em termos históricos, apresentou-se como uma economia 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, tornando-se, portanto, extremamente dependente das condições de liquidez internacional e particularmente vulnerável 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 de liquidez em âmbito internacional afetou duramente a economia brasileira na década de 1980, manifestando a vulnerabilidade externa decorrente da PII e do fluxo de rendas. Nesse período, o país utilizou 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 contribuiu para a deterioração das contas públicas, para o baixo dinamismo econômico e para o aumento das pressões inflacionárias.

A próxima seção aborda a conceituação da Posição Internacional de Investimentos (PII) e dos determinantes de sua evolução; a segunda parte explica o que significa a vulnerabilidade externa decorrente da PII e do fluxo de rendas; a terceira

trata do contexto internacional e das políticas econômicas internas (sobretudo da tentativa de transferir recursos reais ao exterior); a quarta seção apresenta uma estimativa da PII para a década de 1980; a quinta examina as rendas líquidas enviadas no período; na sexta, realiza-se uma estimativa de rentabilidade dos estoques externos; na sétima, apresenta-se como a circularidade entre a PII e as rendas líquidas enviadas evoluiu na década de 1980. Por fim, passamos para as 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<sup>2</sup> é igual à diferença entre os ativos e os passivos externos brutos de um país. 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>3</sup>: investimento direto, investimento em portfólio, derivativos e outros investimentos.

#### **Estrutura da Posição Internacional de Investimento (PII)** **PII = Ativo Externo Bruto (A) – Passivo Externo Bruto (B)**

<b>(A) Ativo Externo Bruto</b>	<b>(B) Passivo Externo Bruto</b>
<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)

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:

<sup>2</sup> No caso brasileiro, a moeda utilizada na contabilização da PII é o dólar americano

<sup>3</sup> Uma única diferença é a inclusão das reservas internacionais no item “Ativos de Reservas”.

a) PEL1: O Passivo Externo Líquido 1 é igual ao *déficit* acumulado na conta corrente do balanço de pagamentos; no caso brasileiro tal valor é calculado pelos dados acumulados a partir do início de 1947<sup>4</sup> (CYSNE, 2008).

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

Para a explicação dos conceitos de passivos externos líquidos (PEL1 e PEL2) e da PII, utilizam-se as seguintes igualdades:

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

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

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

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

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

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  $V$  são as valorizações ou desvalorizações de ativos externos e passivos externos, monetizações ou desmonetizações de ouro e alocações ou cancelamentos de DES<sup>5</sup>.

Identifica-se por (1) que o saldo em transações correntes é igual ao 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 estrangeiros 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  $t$ .

Já por (3), o  $PEL1$  pode ser entendido como o *déficit* acumulado na conta corrente do balanço de pagamentos, ou seja, pode-se perceber que o somatório (do

---

<sup>4</sup> Ano a partir do qual o Banco Central disponibiliza os dados do balanço de pagamentos brasileiro. Supõe-se, por simplificação, um passivo externo líquido igual a zero no início de 1947 (SIMONSEN & CYSNE, 2007)

<sup>5</sup> DES: Direito Especial de Saque.

oposto) dos saldos em conta corrente gera 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 as 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 PEL2, mas a segunda retrata o PEL de forma mais fidedigna. Assim, sempre que possível utilizaremos o método PEL2 na estimativa da PII realizada adiante, contudo, no cálculo de alguns estoques externos utilizaremos o método PEL1.

Para analisar como ocorrem as variações dos saldos das posições patrimoniais será utilizada a seguinte identidade, que relaciona as diferentes contas da PII em dois pontos distintos no tempo (ARAUJO, 2008):

$$A_N - A_0 = VAA + OMV + GDN \quad (6)$$

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 ( $i=N$ ), 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 associado à detenção nominal do ativo.

Assim, pode-se considerar a variação de uma conta da PII num intervalo “n” como sendo igual a (6), 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 [...]” (ARAUJO, 2008, p. 272).

b) OMV: são decorrentes de variações no volume de ativos e não são captados pelo BP, dentre as quais podemos citar: alocação e cancelamento dos direitos especiais de saque do FMI; cancelamento de débitos; monetização e desmonetização de ouro; lançamentos de contrapartida; reclassificações; e medidas de erro (ARAUJO, 2008).

c) GDN: são os ganhos com a detenção de ativos financeiros e não financeiros decorrentes de variações nos preços (ARAUJO, 2008), dentre eles, a variação da taxa de câmbio.

Cysne (2008) argumenta que o GDN é a variação (“V”) mais relevante. Considerando que as OMV apresentam variação pouco expressiva (ARAUJO, 2006, p. 7), atribui-se valor zero para essa variável no restante da pesquisa<sup>6</sup>, e se concentrará na discussão do GDN e das VAA.

## **2. A Vulnerabilidade Externa decorrente da circularidade entre a Posição Internacional de Investimentos e o fluxo de Rendas**

A vulnerabilidade externa de um determinado país se manifesta em distintas dimensões, devendo ser destacadas as esferas comercial, produtivo-tecnológica e monetário-financeira. No entanto, a despeito do amplo tratamento dado pelos economistas ao tema da vulnerabilidade, as análises usualmente restringem-se a apenas uma daquelas esferas, qual seja, a do comércio exterior. Conforme aponta Gonçalves (1998), esse enfoque restritivo resulta em um conjunto de modelos de crise do balanço de pagamentos que considera as rendas líquidas enviadas ao exterior como nulas, uma simplificação que pode comprometer bastante as análises. Esse artigo pretende, portanto, colaborar com o preenchimento dessa lacuna por meio da atenta observação da esfera financeira da vulnerabilidade e, notadamente, da interação entre os estoques externos e as rendas enviadas/recebidas do exterior.

A economia brasileira, em termos históricos, é estruturalmente *deficitária* em rendas<sup>7</sup>. Esses recursos que devem ser enviados ao exterior determinam uma permanente necessidade de geração de divisas, geralmente não satisfeita pelo pelos *superávits* da balança comercial e de serviços<sup>8</sup>. Com isso, o país fica dependente do

---

<sup>6</sup> 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 não tenha sido desprezível, porém, tal análise demandaria um estudo muito mais detalhado e profundo sobre o tema, fugindo ao escopo deste trabalho. Isso não invalida, no entanto, as conclusões da pesquisa.

<sup>7</sup> Conforme já mencionado anteriormente, é quase certo que tal situação se configure desde a independência do Brasil, havendo, no entanto, dados oficiais apenas para o período 1871-1900, já comentados, e de 1947 em diante, quando as contas nacionais e o balanço de pagamentos passaram a ser oficialmente contabilizados, primeiramente pela Fundação Getúlio Vargas do Rio de Janeiro e depois pelo IBGE. Os dados disponíveis revelam, inequivocamente, que o saldo líquido da conta de rendas foi negativo em todos os anos: de 1871 a 1900 e de 1947 até os dias atuais.

<sup>8</sup> Relativamente à balança comercial, cujos dados estão disponibilizados desde 1821, é importante destacar que, após as quatro primeiras décadas seguintes a 1822, quando o país apresentou déficits na

financiamento estrangeiro para fechar suas contas externas, configurando uma das principais causas da vulnerabilidade externa do país, sobretudo em momentos de reversão dos contextos internacionais de abundância de liquidez.

A interação entre fluxos e estoques determina, portanto, uma “circularidade” – ou uma dinâmica de retroalimentação – cuja compreensão é essencial para o tema em tela, já que uma Posição Internacional de Investimentos negativa causa uma saída de rendas, e este fluxo contribui com o aumento do passivo externo.

Destarte, fica nítido que um importante determinante da vulnerabilidade externa são os desequilíbrios entre os estoques de passivo e de ativo externo, que geram fluxos de rendas que muitas vezes condicionam os resultados das outras contas do Balanço de Pagamentos, especialmente no caso dos países *deficitários* em rendas, geralmente impelidos 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, para 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 a valorização/desvalorização.

De tal modo, 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 e SANTOS, 2008: 15).

Por conseguinte, pode-se considerar que a acumulação de um passivo externo líquido elevado significa por si só o aumento da vulnerabilidade externa, já que implica diminuição do poder efetivo e, geralmente, perda de autonomia na política econômica.

Dessa maneira, é importante analisar o que leva à 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 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,

---

maioria dos anos, a ocorrência destes tornou-se rara posteriormente. Nos mais de 150 anos desde então, em apenas dezoito as importações excederam as exportações, cabendo chamar a atenção para o fato de que oito destes anos ocorreram entre 1971 e 1980 e seis entre 1995 e 2000. Portanto, em condições bem particulares, marcadas pela situação de pleno emprego do “Milagre”, pelos choques do petróleo e pelas características do processo de estabilização do Plano Real.

equivalentemente, se o país absorve poupança externa, investindo mais do que poupa internamente (CYSNE, 2008: 4).

Entretanto, nem todos os economistas enfatizam que um *déficit* em transações correntes significa um excesso de investimento sobre a poupança, tampouco destacam o 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, mais amplamente, 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 *et al.*, 2009: 276; inserção e grifo nossos).

Apesar de as duas visões supracitadas estarem corretas, elas evidentemente destacam aspectos diferentes, atribuindo ao *déficit* das transações correntes sentidos muito distintos: Cysne (2008) enfatiza um excesso de gastos sobre a renda, enquanto Gremaud *et al.* (2009) percebem que as rendas líquidas enviadas ao exterior podem ser muito importantes na análise desse *déficit* externo.

Desta maneira, parece fundamental analisar a identidade obtida em Araújo (2008):

$$RD = Y - RL = PNB \quad (7)$$

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

Como fica evidente em Cysne (2008), o *déficit* nas transações correntes só ocorrerá se a absorção de bens e serviços for superior ao Produto Nacional Bruto (PNB). Contudo, o ponto que se tenta destacar, por meio da identidade (7), 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 não é um mero manuseio de identidades, já que suas implicações são muito importantes: quando se tratam os *déficits* nas transações correntes unicamente como um excesso de investimento sobre poupança, gera-se a impressão de que a

economia em questão é “perdulária” – vide o receituário de melhoria das contas externas preconizado pelo FMI, que passa pela moderação dos gastos<sup>9</sup>.

Entretanto, a PII negativa (passivo externo líquido desfavorável) tende por si só 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, autorizando a hipótese de que a PII desfavorável esteja, em algum grau, na causa da mencionada “insuficiência de poupança doméstica”, e não que seja apenas a sua consequência.

Portanto, atentando-se para esse impacto que a interação entre a PII e as rendas líquidas enviadas ao exterior exerce sobre a vulnerabilidade externa, o enfoque da discussão passa a ser outro, já que esses rendimentos decorrentes dos estoques de ativos e passivos externos assumem protagonismo na explicação da permanente necessidade de geração de divisas, e da persistente perda de recursos por parte dos países *deficitários* em rendas, acentuando – ou até mesmo causando – a situação de “insuficiência de poupança”. A ideia implícita nesse raciocínio é de que as entradas de divisas ocasionadas pelos financiamentos externos e as posteriores saídas por conta das amortizações e das rendas podem significar, intertemporalmente, uma perda líquida de divisas.

Dessa forma, levando-se em conta o segundo aspecto mencionado acima (ii), deve-se considerar não apenas a magnitude dos valores acumulados dos estoques externos, mas também as suas rentabilidades. Esse aspecto é importante porque muitas análises (e.g. Simonsen & Cysne, 2007) consideram uma taxa de remuneração sobre o saldo do passivo externo líquido, desconsiderando o diferencial de rentabilidade entre os estoques externos dos diversos países<sup>10</sup>.

Tal método é insuficiente para analisar a questão da vulnerabilidade externa, pois não leva em conta que o sistema monetário internacional é hierarquizado, determinando que os países periféricos tenham, em geral, taxas de juros maiores do que

---

<sup>9</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).

<sup>10</sup> Para uma crítica dessa construção de Simonsen & Cysne (2007), ver Noije (2010).

os centrais<sup>11</sup> (CARNEIRO, 2008). Assim, os países do centro do sistema monetário internacional, tendo geralmente taxas de juros menores que os periféricos, podem ter um ativo externo menor que o passivo externo e ainda assim obter uma entrada líquida de rendas, devido a uma rentabilidade mais elevada daquele em relação a este.

Isso ocorreu, por exemplo, nos Estados Unidos em 2000, quando o país detinha um passivo externo maior que o ativo externo, mas, mesmo assim, recebeu uma entrada líquida de rendas em função do diferencial de rentabilidade entre seus ativos e passivos externos<sup>12</sup>. Essa economia apresentou, portanto, o que aqui se chama de um *efeito rentabilidade* favorável.

Fica nítido, então, que a vulnerabilidade externa é crescente quando a rentabilidade do passivo externo aumenta e é decrescente com a elevação da rentabilidade do ativo externo. Assim, o diferencial entre essas deverá ser considerado nas análises, como se fará abaixo.

O terceiro aspecto mencionado acima (*iii*) está ligado à possibilidade de os estoques externos mudarem de valor por variações de preços (efeito GDN), seja pelo tipo de ativo que os caracteriza, seja porque são 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, p. 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 centrais, menor tende a ser a vulnerabilidade externa – a política de acumulação de reservas internacionais se enquadra nessa lógica.

Percebe-se, então, a necessidade de olhar para os estoques externos, já que países com passivos externos maiores do que os ativos externos tendem a ser mais vulneráveis, sobretudo quando se engendra o efeito circular entre a PII e as rendas por

---

<sup>11</sup> Segundo De Conti (2011), as taxas de juros dos países periféricos devem pagar um prêmio pela iliquidez de sua moeda no âmbito internacional.

<sup>12</sup> Os haveres dos Estados Unidos no resto do mundo (ativo externo) somavam US\$ 3.488 bilhões, enquanto os haveres do resto do mundo nos Estados Unidos (passivo externo) eram de US\$ 6.446 bilhões, mas ocorreu uma entrada de rendas de US\$ 353 bilhões, enquanto as saídas foram de apenas US\$ 331 bilhões (DUMÉNIL & LÉVY, 2005, p. 96-97).

ele geradas, que determinam um crescimento endógeno do passivo externo líquido, aumentando as necessidades de financiamento externo para cobrir o pagamento das rendas geradas pelos próprios estoques. Essa vulnerabilidade externa acaba se **manifestando** de forma mais acentuada nos momentos de escassez de liquidez em âmbito internacional, que dificulta o financiamento que alimentava a mencionada circularidade, gerando a necessidade de obtenção de divisas na esfera real para pagamento das rendas. A situação se agrava ainda mais quando o país tem que amortizar uma parte desses estoques.

Nesse contexto, a economia fragilizada que tenta gerar saldos positivos por meio 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 – não se devendo descartar a possibilidade de a economia conviver com as duas situações ao mesmo tempo. Adicionalmente, os países periféricos correm riscos muito maiores nessas situações, principalmente quando constatamos que o fluxo de capitais externos a eles direcionado tende a ser pró-cíclico, afluindo com maior intensidade nos momentos de prosperidade e refluindo rapidamente aos primeiros sinais de crise no cenário internacional ou nacional.

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

Essa seção apresentará um 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 acontecimentos 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 trata da conjuntura internacional e a segunda das políticas brasileiras no período.

#### **3.1 Conjuntura Internacional**

Nessa subseção, 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 as 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 – abandonando as hesitações que caracterizaram sua política externa no entre guerras – resolveu seguir uma estratégia para 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, gerando 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, sendo que os objetivos americanos eram: a) o financiamento dos 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 a suas economias domésticas (BELLUZZO, 2006).

Além disso, é de se destacar que o próprio sucesso da política de Bretton Woods - e as elevadas taxas de crescimento decorrentes de um 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>13</sup> (BELLUZZO, 2006). O longo período de crescimento do produto e de melhorias sociais associou-se com o aumento da concorrência

---

<sup>13</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).

intercapitalista (pelo fortalecimento das empresas dos países outrora devastados pela guerra) e, ao fim, com um acirramento do conflito distributivo (BELLUZZO, 1997).

Assim, na década de 1970 o “pacto” entre Estado, trabalhadores e detentores de riqueza começou a ruir, com o 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 crescente capacidade de criação de crédito, facilitada pelas inovações financeiras, mas também pela reciclagem dos chamados petrodólares. A criação do Euromercado potencializou o movimento de internacionalização do sistema financeiro, com expressivo 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 sustentara por mais de uma década o crescimento econômico com regime de moderada inflação na América Latina começou a ruir no ano de 1979, quando Paul Volker<sup>14</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 conseqüente lançamento da política do dólar forte no final dos anos 1970 acabou gerando: a) a transformação da dinâmica da economia mundial, por meio da redistribuição da capacidade produtiva em termos globais; b) duradouros desequilíbrios no balanço de pagamentos americano; c) o avanço da globalização financeira (acentuando a tendência rentista do capitalismo, aumentando a assimetria de crescimento entre os países e piorando a distribuição de renda entre as classes sociais); d) uma crise de liquidez para os países do terceiro mundo, dentre eles o Brasil (aspecto fundamental para a análise desse trabalho) (TAVARES & BELLUZZO, 2005).

Esses fatores criaram sérios constrangimentos para as economias periféricas no início da década de 1980, redundando na moratória mexicana em 1982, que encerrou o

---

<sup>14</sup> Na época, *chairman* do *Federal Reserve*.

processo de financiamento dos países periféricos 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 expressivos 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**

Os dois violentos choques externos sofridos pela economia mundial no final dos anos 1970 (segundo choque do petróleo e choque dos juros norte-americanos), cujos efeitos se estenderam aos anos iniciais da década de 1980, inviabilizaram totalmente o esforço delfiniano de “reeditar” o “milagre” econômico brasileiro, como ele vinha tentando fazer desde agosto de 1979, quando o ex-ministro dos governos Costa e Silva e Médici assumiu novamente o comando da economia no governo Figueiredo.

Em vista da imposição de limites e exigências rígidas para a rolagem da dívida externa brasileira a partir do último trimestre de 1980 e sobretudo a partir de setembro de 1982, com a suspensão abrupta dos financiamentos externos em virtude da moratória mexicana, o governo brasileiro viu-se constrangido a adotar rigoroso programa de estabilização externa, lastreado essencialmente na redução abrupta da absorção doméstica, visando à constituição de elevados superávits na balança comercial.

A partir dos últimos meses de 1980, a economia brasileira, que vinha apresentando trajetória de crescimento espetacular, com crescimento de 6,8% em 1979 e 9,2% no ano seguinte entrou num processo recessivo agudo, com queda do PIB de 4,2% em 1981, relativa estagnação no ano seguinte (+0,8%) e nova rodada recessiva em 1983, com queda de 2,9% do PIB. Nesses três anos, a renda per capita declinou, em termos reais, 12,4%, com óbvias repercussões negativas sobre o nível de emprego, salário real, pobreza e distribuição de renda. O determinante principal dessa situação

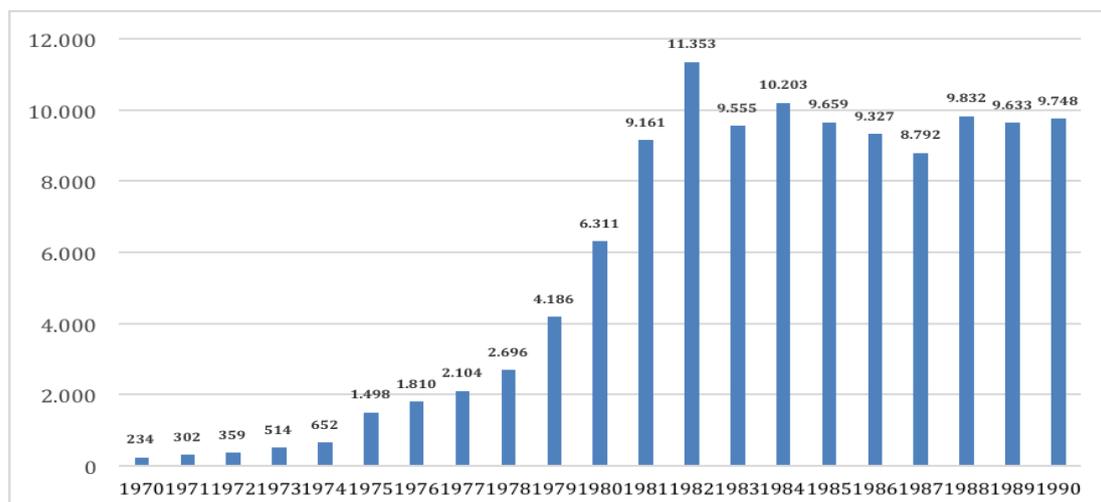
estava relacionado à crise da dívida externa. O acúmulo expressivo de passivo externo nos anos precedentes tornou inevitável a adoção de políticas recessivas no início dos anos 1980. Tais políticas tiveram que ser mais severas, na medida em que, até o início de 1983 a economia mundial encontrava-se em recessão, dificultando mais ainda o desempenho do setor exportador.

O governo fez uso de praticamente todos os instrumentos de que dispunha para restringir a demanda agregada: contenção salarial (alterando a legislação salarial vigente), controle de gastos, aumento da arrecadação (subcorreção das faixas do imposto de renda, aumento do IOF), elevação das taxas de juros (promovendo-se sua liberação, à exceção da parcela do crédito destinado ao setor agrícola e às exportações) e violenta contração da liquidez real (CARNEIRO & MODIANO, 1989, p. 325-6). Além disso, em fevereiro de 1983, promoveu uma maxidesvalorização de 30% da taxa de câmbio, visando alterar de forma rápida e substancial os preços relativos entre a produção voltada para o mercado doméstico e para o mercado internacional.

Todo esse empenho repercutiu favoravelmente sobre a balança comercial. Todavia, o incremento observado na conta de juros relacionados à dívida externa tornou o ajuste muito mais penoso.

Para que formemos uma ideia clara do processo torna-se indispensável, antes da análise do desempenho das contas externas no período 1980-84, uma referência à evolução dos gastos associados aos juros da dívida externa brasileira. O gráfico 1 abaixo mostra essa evolução nas décadas de 1970 e 1980.

**Gráfico 1: Juros da dívida externa – Brasil (1970-1990), US\$ milhões**



Fonte: Banco Central do Brasil. *Apud*: Ipeadata ([www.ipeadata.gov.br](http://www.ipeadata.gov.br))

Se no início dos anos 1970 o pagamento líquido de juros era de US\$ 234 milhões, oito anos depois, antes, portanto, do movimento ascendente das taxas de juros norte-americanas, esse valor já tinha se multiplicado mais de onze vezes, alcançando quase US\$ 2,7 bilhões. Daí em diante, até 1982, a elevação dessa despesa mostrou-se ainda mais vigorosa, chegando a mais de US\$ 11,3 bilhões. Com a mudança da postura do *Federal Reserve*, reduzindo-se a rigidez da política monetária a partir do segundo semestre de 1982 (LARA RESENDE, 1983, p. 48), houve algum alívio para nossas contas externas nesse quesito, mas, como fica evidenciado no gráfico acima, os valores despendidos se mantiveram, até 1990, em níveis quase sempre próximos a US\$ 10 bilhões. A estes valores, temos que acrescentar as despesas relacionadas às remessas de lucros e dividendos (cujas médias, entre 1980 e 1990, foi de US\$ 1,7 bilhões) e o saldo, sempre negativo, da conta de serviços (em média de US\$ 2,6 bilhões).

Como, a partir da moratória mexicana, em 1982, o Brasil ficou marginalizado do sistema financeiro internacional, o financiamento dessas contas deficitárias passou a depender, fundamentalmente, dos saldos obtidos na balança comercial.

Em virtude das políticas acima enunciadas – e também por conta da maturação de parte dos investimentos realizados durante o II Plano Nacional de Desenvolvimento (CASTRO & SOUZA, 1985) – já em 1981 o déficit de US\$ 2,8 bilhões de 1980 transformou-se num superávit de US\$ 1,2 bilhão. Todavia, o impacto sobre o saldo em conta corrente, que era mais importante do ponto de vista da redução da necessidade de novos financiamentos externos, revelou-se bem mais modesto, em vista do aumento substancial das despesas com juros, a qual ampliou-se quase US\$ 3 bilhões nesse período (de US\$ 6,3 para US\$ 9,2 bilhões). O déficit em conta corrente reduziu-se apenas de US\$ 12,7 para US\$ 11,7 bilhões entre 1980 e 1981.

O ano da moratória mexicana, 1982, coincidiu com um importante marco no processo de redemocratização brasileiro, as primeiras eleições diretas para os governos de estado desde 1965. Ademais, também seriam eleitos os deputados e senadores que deveriam compor o colégio eleitoral que escolheria o presidente da República que sucederia a Figueiredo. Em virtude disso, há claramente uma atenuação da política recessiva implementada no ano anterior, com uma leve recuperação da economia – crescimento de 0,8% – o que, juntamente com o quadro internacional ainda bastante

desfavorável no que toca às taxas de crescimento da economia mundial, fez regredir as exportações em mais de US\$ 3 bilhões. Assim, mesmo com a continuidade da queda das importações, o saldo da balança comercial reduziu-se para US\$ 780 milhões. É exatamente nesse ano que a conta de juros atinge seu valor mais elevado na década, alcançado mais de US\$ 11,3 bilhões, fazendo com que o saldo negativo da conta corrente, considerando-se os outros itens negativos da conta de renda e serviços, atinja o valor recorde de US\$ 16,2 bilhões. Em face de tal quadro, a perda de reservas internacionais, juntamente com a moratória mexicana de agosto de 1982, e a recusa em fazer uso da moratória, obrigou o governo brasileiro a recorrer ao Fundo Monetário Internacional. Constrangido pelas condicionalidades impostas pelo FMI, a política econômica brasileira dá início a uma nova rodada de políticas contracionistas no âmbito fiscal, monetário e creditício, com profundos reflexos sobre a economia nacional no ano de 1983. Conforme assinalava corretamente Paulo Nogueira Batista Júnior, em artigo escrito “no calor da hora”,

“implícita no programa elaborado pelo FMI para o Brasil está a premissa de que é possível e desejável reverter imediatamente o fluxo de recursos reais e transformar a economia brasileira em exportadora de um volume substancial e crescente de recursos para o exterior” (BATISTA JR. 1984, p. 133).

A queda do PIB foi de 2,9%, com óbvios resultados negativos no que tange ao desemprego, pobreza e distribuição de renda. A conjugação desse processo recessivo com a maxidesvalorização da taxa de câmbio em fevereiro de 1983 e o início da recuperação da economia mundial no segundo semestre do ano, ensejou uma vigorosa reação da balança comercial com seu saldo, de forma algo surpreendente, ultrapassando o valor fixado no acordo com o FMI (US\$ 6 bilhões), chegando a US\$ 6,47 bilhões. Com isso e a queda da taxa de juros internacionais, o saldo negativo em conta corrente reduziu-se US\$ 9,5 bilhões, chegando a US\$ 6,8 bilhões.

O denominado ajuste externo completou-se em 1984, quando a economia mundial, agora em plena recuperação, abriu espaço para um aumento de mais de US\$ 5 bilhões nas exportações, permitindo a constituição de um saldo de pouco mais de US\$ 13 bilhões na balança comercial, valor muito próximo do déficit na conta de serviços e rendas, praticamente zerando o saldo da conta de transações correntes.

Todavia, é fundamental chamar a atenção para o fato de que a conquista desse ajuste externo se fez à custa da geração de profundos desequilíbrios em alguns dos

principais indicadores macroeconômicos internos, notadamente no que diz respeito à forte aceleração inflacionária, que, em pleno contexto recessivo, ascende do patamar de 100% para 210% ao ano entre 1981 e 1983, e ao expressivo aumento da dívida interna líquida como porcentagem do PIB. De forma mais ampla, podemos afirmar, juntamente com Cruz (1994, p. 75), que a crise da dívida externa conduziu “a economia brasileira a um quadro de estagnação, de crescente instabilidade macroeconômica e de inibição generalizada dos investimentos produtivos”. A mesma ideia, formulada de forma mais enfática, pode ser encontrada em Carneiro (2002, p. 140):

A drástica redução do crescimento, a estagnação do produto per capita, a regressão do investimento e a transferência de recursos reais ao exterior são, assim, os pontos de destaque numa caracterização da década de 1980. Essas características, por sua vez, não podem ser tomadas como independentes entre si. Há entre elas uma hierarquia ou, mais precisamente, uma maior relevância da transferência de recursos reais como fator determinante da trajetória das demais variáveis econômicas.

Em suma, tendo em vista a necessidade premente de gerar elevados superávits na balança comercial para fazer frente aos encargos associados, sobretudo, ao acúmulo de expressivo saldo negativo na Posição Internacional de Investimentos nas décadas anteriores, o Brasil viu-se submetido à pior recessão de sua história desde a grande depressão dos anos 1930. A mudança da posição brasileira de receptor para exportador líquido de capitais para o restante do mundo, ocorrida nesse período, cobrou um alto preço para a maioria da população brasileira, com especial destaque para sua fração mais pobre.

Colocando de outra forma, podemos dizer que a interrupção dos fluxos voluntários de financiamento externo, sobretudo após a moratória mexicana de agosto de 1982, obrigou a uma reversão drástica das contas externas do país, fazendo com que o Brasil, até o final do governo Itamar, se transformasse, na maior parte dos anos, em exportador líquido de poupança para o restante do mundo. Situação esta só revertida durante os dois governos FHC, quando o Brasil volta novamente a usufruir do acesso à poupança externa.

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

Nesta seção pretende-se apresentar uma estimativa da Posição Internacional de Investimentos (PII) da economia brasileira para o período de 1980 a 1990. Vale ressaltar

que não existem dados para a PII brasileira no período anterior a 2001, de forma que uma das contribuições dessa pesquisa é justamente a disponibilização desses dados.

**Tabela 1: Estimativa da Posição Internacional de Investimentos (US\$ milhões), 1980-1990**

	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990
IBD	1.889	2.336	3.021	3.576	4.031	4.582	5.266	6.022	6.905	8.277	9.918
Carteira (ações)	25	28	31	40	45	47	46	46	46	76	183
Reservas	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>8.827</b>	<b>9.870</b>	<b>7.046</b>	<b>8.179</b>	<b>16.071</b>	<b>16.237</b>	<b>12.072</b>	<b>13.526</b>	<b>16.091</b>	<b>18.032</b>	<b>20.074</b>
IDE	17.480	19.247	21.176	22.302	22.844	25.664	27.898	31.458	32.031	34.287	37.143
Carteira (ações)	760	774	790	786	784	773	758	819	1008	951	1054
Dívida Externa	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>82.499</b>	<b>93.983</b>	<b>107.454</b>	<b>116.834</b>	<b>125.755</b>	<b>131.608</b>	<b>139.858</b>	<b>153.465</b>	<b>146.550</b>	<b>150.743</b>	<b>161.636</b>
<b>PII (valores negativos)</b>	<b>73.673</b>	<b>84.113</b>	<b>100.407</b>	<b>108.655</b>	<b>109.683</b>	<b>115.371</b>	<b>127.786</b>	<b>139.939</b>	<b>130.459</b>	<b>132.712</b>	<b>141.562</b>

Fonte: Dívida Externa<sup>15</sup> e Reservas Internacionais: Banco Central; IDE: UNCTAD; Carteira (ações)<sup>16</sup>: Banco Central, elaboração própria pelo método PEL1<sup>17</sup>; IBD: Banco Central, elaboração própria pelo método PEL2<sup>18</sup>.  
Notas: PII: Posição Internacional de Investimentos; IDE: Investimento Estrangeiro Direto; IBD: Investimento brasileiro direto; Reservas: Reservas Internacionais.

Os valores da PII da economia brasileira para o período de 1980 a 1990 são apresentados na Tabela 1, mostrando que o Brasil tem um passivo externo maior do que o ativo externo, podendo ser considerado mais vulnerável externamente, sob a ótica do presente estudo, por causa de sua condição patrimonial.

Pode-se observar, pela Tabela 1, que ao longo do período o ativo externo apresenta uma tendência de ligeiro aumento no seu valor. No entanto, o passivo externo tem um aumento muito maior, passando de um valor de US\$ 82 bilhões em 1980 para

<sup>15</sup> Na Dívida Externa estão os Outros Investimentos, os investimentos em títulos de renda fixa (dos Investimentos em Carteira) e os empréstimos intercompanhia (do IDE). Vale ressaltar que esse último item apresentou resultados insignificantes (de acordo com dados do Banco Central, ao longo da década o saldo de entradas e saídas dessa conta foi menor do que 400 milhões de dólares), amenizando o problema de dupla contagem no IDE, já que esta rubrica faz parte tanto da dívida externa como do estoque de IDE. Além desses fluxos serem insignificantes, a movimentação na rubrica começa a partir de 1982, portanto, não havia o registro de um estoque acumulado prévio de empréstimos intercompanhia.

<sup>16</sup> 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.

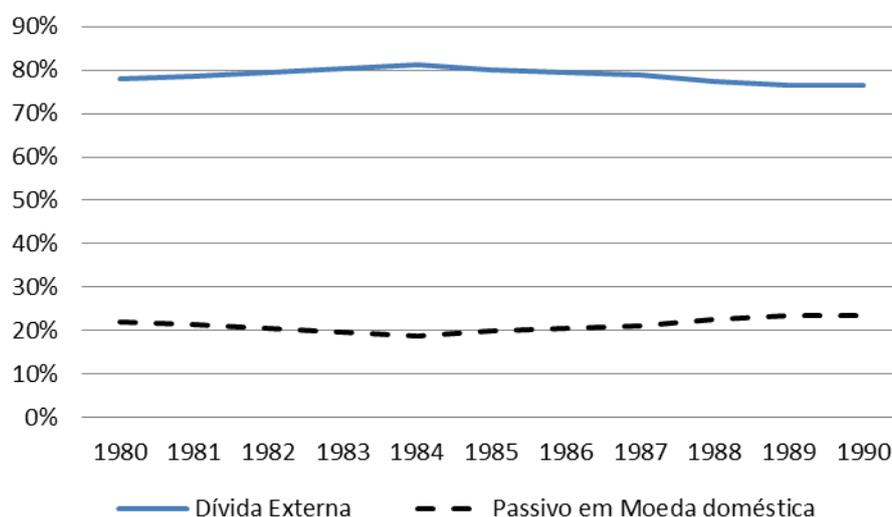
<sup>17</sup> Conforme apresentado em seção anterior, no método PEL1 somam-se os fluxos anuais disponibilizados pelo Banco Central a partir de 1947, considerando nesse ano um estoque no valor de zero.

<sup>18</sup> 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).

US\$ 162 bilhões em 1990 (Tabela 1). Como resultado, o passivo externo líquido (PEL), ou seja, o oposto da PII, varia de US\$ 74 bilhões para US\$ 142 bilhões durante o período 1980-1990.

Entretanto, apesar do aumento significativo do passivo externo, pode-se observar, pelo Gráfico 2, 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. Conforme apresentado em seção anterior, isso caracteriza uma elevada vulnerabilidade externa pela preponderância do passivo externo na forma de dívida externa.

**Gráfico 2 - Composição do Passivo Externo brasileiro, 1980-1990, (%).**



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)

Tal situação foi potencializada pelo nível das reservas internacionais, que se manteve num patamar relativamente baixo (sem passar dos US\$ 12 bilhões) ao longo do período, enquanto a dívida externa se elevou em termos absolutos (tabela 1), de maneira que a dívida externa líquida aumentou 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, 1980-1990**

	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990
Passivo Externo/PIB	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	0,27	0,29	0,32	0,49	0,54	0,50	0,43	0,43	0,37	0,28	0,26
Ativo Externo/PIB	0,04	0,04	0,03	0,04	0,08	0,08	0,05	0,05	0,05	0,04	0,04
Div. Ext. Líquida/PIB	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>	<b>-0,31</b>	<b>-0,33</b>	<b>-0,37</b>	<b>-0,57</b>	<b>-0,58</b>	<b>-0,55</b>	<b>-0,50</b>	<b>-0,50</b>	<b>-0,43</b>	<b>-0,32</b>	<b>-0,30</b>
PII/export. de bens	-3,7	-3,6	-5,0	-5,0	-4,1	-4,5	-5,7	-5,3	-3,9	-3,9	-4,5
PII/export. de serviços	-44,2	-38,9	-57,7	-66,5	-58,7	-56,7	-71,1	-71,9	-57,8	-42,5	-37,7
PII/Reservas	-10,7	-11,2	-25,1	-23,8	-9,1	-9,9	-18,9	-18,8	-14,3	-13,7	-14,2

Fonte: a) PIB: Banco Central, pelo câmbio médio do ano 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 -31%, em 1980, para -58% do Produto Interno Bruto<sup>19</sup> em 1984, decorrente de um expressivo aumento da dívida externa. Entretanto, na segunda metade da década os indicadores melhoram. Se considerarmos que o esforço mais significativo para viabilizar o ajuste externo ocorreu na primeira metade da década, sobretudo entre 1981 e 1983, fica claro que este esforço, apesar de extremamente perverso no que diz respeito ao nível de renda e emprego, mostrou-se bem menos importante que as mudanças favoráveis no contexto internacional a partir de 1984 (redução da taxa de juros norte-americana, queda do preço do petróleo e retomada do crescimento da economia mundial).

## 5. Rendas Líquidas Enviadas ao Exterior

Conforme corroborado pela Tabela 3, as saídas de rendas sempre foram maiores, no Brasil, do que as entradas, caracterizando o *déficit* estrutural dessa conta. Como se nota, o valor das rendas líquidas enviadas aumenta substancialmente no período

<sup>19</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, ganham relevância os indicadores que fazem a divisão da PII por fontes que podem ser utilizadas para o seu pagamento, 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 -10,7 em 1980 para -23,8 em 1983, diminuindo para -14,2 no final da década

imediatamente após o ano de 1979<sup>20</sup>, quando ocorre o choque dos juros. No que diz respeito à saída líquida de outros investimentos, que reflete principalmente as despesas com juros da dívida externa, o saldo passa de US\$ 2,6 bilhões em 1978<sup>21</sup> a quase US\$ 4,2 bilhões em 1979, continuando a subir até 1982, quando alcança mais de US\$ 10,6 bilhões. A partir de 1983, com a redução da taxa de juros norte-americana, a conta de juros recua para um patamar em torno de US\$ 9 bilhões. 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>22</sup>, não pressionando por uma geração de divisas.

**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
Total das receitas	1162	1146	1144	1181	698	1198	1570	874	521	721	1283	1086
Total das despesas	-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

	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)	-1.267	-647	-1.009	-2.484	-1.545	-1.332	-1.626	-1.792	-1.553	-2.262	-2.771	-1.897
Renda de investimento em carteira (c)	-90	-75	-102	-341	-297	-267	-358	-355	-326	-263	-476	-385
Renda de outros investim. (juros) (d)	-4.186	-6.311	-9.161	-10.670	-9.166	-9.872	-9.275	-8.980	-8.440	-9.560	-9.300	-9.331
Total das receitas	1.162	1.146	1.144	1.181	698	1.198	1.570	874	521	721	1.283	1.086
Total das despesas	-5.348	-7.457	-10.305	-11.851	-9.864	-11.070	-10.845	-9.853	-8.960	-10.281	-10.583	-10.417
<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>

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

<sup>20</sup> Optou-se por construir a tabela 3 a partir de 1979 justamente por conta do choque dos juros desse ano.

<sup>21</sup> Dados não mostrados na tabela 3, mas de acordo com dados do Banco Central.

<sup>22</sup> Dados não mostrados da tabela, mas de acordo com dados do Banco Central.

Central, que no ano de 1978 essa rubrica apresentou uma entrada de US\$ 647 milhões que passou, de acordo com a tabela 3, para US\$ 1.162 milhões 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 1980-1990 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 e o valor do estoque dessa conta no final do mesmo ano<sup>23</sup>.

Pode-se considerar, conforme apresentado em seção anterior, que a vulnerabilidade externa na esfera financeira se encontra diretamente relacionada com a rentabilidade do passivo externo, ou seja, quanto maior essa rentabilidade, mais vulnerável externamente essa economia tende a ser<sup>24</sup>. Em contrapartida, o inverso ocorre com a rentabilidade do ativo externo.

Dessa maneira, de acordo com a Tabela 4, podem-se observar algumas características da estimativa da rentabilidade da PII. Em primeiro lugar, em função da hierarquia das moedas<sup>25</sup>, espera-se que a rentabilidade do ativo externo seja menor do que a do passivo externo, afinal, países que detenham moedas periféricas, como é o caso brasileiro, só conseguem atrair capitais estrangeiros caso ofereçam uma alta rentabilidade. Entretanto, nos anos de 1980 e 1982 a rentabilidade estimada do ativo externo foi consideravelmente maior do que a do passivo externo, em função da forte elevação das taxas de juros nos EUA (“política do dólar forte”) e da decorrente crise que eclode na economia brasileira. Apesar disso, pode-se considerar que a economia brasileira tinha uma vulnerabilidade externa sob a ótica do *efeito rentabilidade*, afinal, na maior parte dos outros anos da série – e sobretudo no final da década – a rentabilidade do passivo externo foi significativamente maior do que a do ativo externo.

---

<sup>23</sup> Ou seja,  $RENTABILIDADE = \text{FLUXO anual da conta X} / \text{ESTOQUE ao final do ano da conta X}$ .

<sup>24</sup> Contudo, tal análise deve levar em conta também o tamanho e a composição dos estoques dos passivos externos.

<sup>25</sup> Para detalhes, ver Prates (2002) e Carneiro (2008).

Em particular, chama atenção a elevada rentabilidade do passivo relativo aos investimentos em carteira.

**Tabela 4- Estimativa da Rentabilidade da PII (%), Fluxo (anual)/Estoque (do fim do ano), 1980-1990**

	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990
IBD	12,4%	9,1%	9,1%	0,1%	0,1%	1,7%	0,8%	0,5%	0,0%	0,0%	0,1%
Carteira (ações)	2,0%	13,4%	10,6%	5,0%	1,3%	1,3%	1,5%	0,7%	0,4%	0,3%	7,4%
Reservas	16,6%	15,2%	30,0%	15,5%	10,4%	13,6%	13,6%	7,1%	8,3%	13,5%	11,2%
<b>Ativos</b>	<b>15,9%</b>	<b>14,0%</b>	<b>21,1%</b>	<b>8,8%</b>	<b>7,8%</b>	<b>10,3%</b>	<b>8,0%</b>	<b>4,2%</b>	<b>4,8%</b>	<b>7,3%</b>	<b>5,8%</b>
IDE	5,0%	6,3%	13,0%	6,9%	5,8%	6,6%	6,6%	5,0%	7,1%	8,1%	5,1%
Carteira (ações)	9,9%	13,7%	14,5%	14,2%	14,3%	17,9%	21,9%	14,6%	11,0%	21,4%	11,6%
Dívida Externa	11,6%	13,9%	14,2%	10,7%	11,0%	10,5%	9,1%	7,6%	9,2%	9,4%	8,7%
<b>Passivos</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>8,9%</b>	<b>9,3%</b>	<b>8,0%</b>
<b>PII</b>	<b>9,4%</b>	<b>12,1%</b>	<b>13,3%</b>	<b>10,0%</b>	<b>10,3%</b>	<b>9,6%</b>	<b>8,5%</b>	<b>7,3%</b>	<b>9,1%</b>	<b>9,2%</b>	<b>8,0%</b>

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

Em terceiro lugar, percebe-se que a rentabilidade aparente da dívida externa (e das reservas) foi quase sempre maior do que a do IDE (e do IBD). Esse resultado não é trivial, já que o fato de o 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, como 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 aumentaram a rentabilidade da dívida externa (e das reservas internacionais); em segundo lugar, pela estratégia das empresas multinacionais de se instalarem nos países periféricos, evitando as barreiras comerciais impostas às importações nesses países, aceitando assim uma rentabilidade momentânea menos 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 passo 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>26</sup>, para iniciarem um movimento de queda no fim do período. Nota-se que os juros/exportações representam aproximadamente 0,6 em 1982. 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.**

	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990
<b>A-) Juros e dívida total</b>											
Juros/ exportações	0,3	0,4	0,6	0,4	0,4	0,4	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3
Dívida total/ exportações	3,2	3,2	4,2	4,3	3,8	4,1	5,0	4,6	3,4	3,4	3,9
Dívida líquida total/ exportações	2,8	2,9	4,0	4,1	3,3	3,6	4,7	4,3	3,1	3,1	3,6
<b>B-) Reservas</b>											
Reservas (liquidez)/ juros	1,10	0,82	0,35	0,48	1,18	1,20	0,72	0,85	0,93	1,00	1,02
Reservas (liquidez)/ dívida total	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>	<b>-5,4%</b>	<b>-4,5%</b>	<b>-6,0%</b>	<b>-3,6%</b>	<b>0,1%</b>	<b>-0,1%</b>	<b>-2,1%</b>	<b>-0,5%</b>	<b>1,4%</b>	<b>0,2%</b>	<b>-0,8%</b>

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, chegando inclusive ao patamar de 6% 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 1980-1990**

<sup>26</sup> O aumento dos indicadores no Grupo A e a diminuição dos indicadores no grupo B representam um aumento da vulnerabilidade externa.

Como introdução a esse debate vale lembrar que, sob uma perspectiva histórica, o Brasil está no grupo dos países que, liquidamente, enviam renda para o exterior. No período sob análise, de 1980 a 1990, não foi diferente. Para piorar essa situação, em poucos momentos desse período o Brasil obteve um saldo nas outras contas (e.g. 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 *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 tem a necessidade de gerar divisas na balança comercial para o pagamento de rendas, mas, geralmente, esse superávit revela-se insuficiente para reduzir o saldo negativo da PII. Foi sugerido em seção anterior que os países nessa situação tendem a adaptar sua inserção externa por conta dessa 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 do passivo externo, 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 associado. 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 à 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>27</sup>. Dessa maneira, por exemplo, em 1983, nota-se pela Tabela 6 que a variação da PII foi de US\$ -8.614 milhões, enquanto o saldo das transações correntes foi de US\$ -6.773 milhões, de modo que pela metodologia adotada concluímos que 82% ( $6.773/8.247 = 0,82$ ) da variação da PII para esse ano foi causada pelo *déficit* das transações correntes e 18% ocasionada pelo efeito GDN.

---

<sup>27</sup> Apesar de também poder ser decorrente do efeito OMV que, no entanto, costuma ser menos significativo, como discutido na seção 1.

Portanto, por essa metodologia, a variação anual da PII pode ser causada por dois fatores<sup>28</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 (%): 1980-1990.**

	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	SOMA
Rendas	-7.020	-10.275	-13.548	-11.044	-11.498	-11.283	-11.150	-10.418	-12.200	-12.667	-11.773	-122.877
Outras	-5.719	-1.431	-2.725	4.271	11.593	11.035	5.827	8.980	16.380	13.699	7.989	69.899
TC	-12.739	-11.706	-16.273	-6.773	95	-248	-5.323	-1.438	4.180	1.032	-3.784	-52.978
PII	-73.673	-84.113	-100.407	-108.655	-109.683	-115.371	-127.786	-139.939	-130.459	-132.712	-141.562	
Variação PII		-10.440	-16.294	-8.247	-1.029	-5.687	-12.415	-12.153	9.480	-2.253	-8.851	-67.890
Rendas/Variação PII		98%	83%	134%	1118%	198%	90%	86%	-129%	562%	133%	181%
(Outras)/Variação PII		14%	17%	-52%	-1127%	-194%	-47%	-74%	173%	-608%	-90%	-103%
TC/Variação PII		112%	100%	82%	-9%	4%	43%	12%	44%	-46%	43%	78%
GDN/Variação PII		-12%	0%	18%	109%	96%	57%	88%	56%	146%	57%	22%

Fonte: Banco Central; 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.

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 à conclusão de que as rendas líquidas foram responsáveis, no período 1980-1990, por 181% da variação total da PII, um percentual extremamente elevado. O esforço de transferir recursos reais ao exterior contrabalançou as saídas de rendas, significando um efeito de -103% na variação da PII. Desta forma, as transações correntes explicaram 78% da variação da PII no período.

Portanto, a variação 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 líquido em termos absolutos. 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 primordialmente por esse aspecto, com as outras contas apenas atenuando a

<sup>28</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).

tendência. Nota-se, destarte, que 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 as ideias de Carneiro (2002) apresentadas 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 pelo Plano Cruzado causou um aumento do *déficit* de transações correntes.

### **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 1980-1990, um dos momentos de nossa história econômica no qual essa vulnerabilidade se manifestou de forma mais explícita.

Vale observar que no Brasil, em termos históricos, a economia é estruturalmente *deficitária* em rendas, praticamente desde a constituição do país como nação independente. Esses recursos que devem ser 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. 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 entre 1980-1990 de forma aguda, portanto, podemos considerar que o período analisado se caracterizou como de manifestação inequívoca da vulnerabilidade externa decorrente da Posição Internacional de Investimentos e do fluxo de rendas. Diante disso, 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 associada a mádesvalorizações cambiais – serviram apenas para amenizar a circularidade entre a PII e as rendas enviadas ao exterior, atenuando o aumento do passivo externo líquido ao longo do período analisado, mas gerando um baixo dinamismo econômico e o aumento das pressões inflacionárias.

De acordo com os dados apresentados sobre os fatores que levaram à variação da PII no período, chega-se à conclusão de que a 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 US\$ 68 bilhões no período, causado pelas rendas líquidas enviadas ao exterior (de acordo com a tabela 6, esse fator representou 181% da variação da PII), corroborando a hipótese levantada nesse trabalho de que o efeito “despoupança” (gerado pelas rendas líquidas enviadas ao exterior) deve ser melhor 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 a economia brasileira gerar fluxos para resolver uma crise de estoques. Foi possível demonstrar ao longo deste artigo que houve 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, por meio 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 e realmente configurando 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: Manoele, 2008.
- BACHA, E. “Prólogo para a Terceira Carta”, in Fórum Gazeta Mercantil. *FMI x Brasil: a armadilha da recessão*. São Paulo: Gazeta Mercantil, 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)>
- BATISTA JR., Paulo Nogueira. “Crise financeira internacional e transferência de recursos reais”. *Revista de Economia Política*, v. 4, n. 3, jul/set 1984.
- 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.
- BIANCARELLI, 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.
- CARNEIRO, D.D. & MODIANO, E. Ajuste externo e desequilíbrio interno: 1980-1984. In: ABREU M. (Org.), *A Ordem do Progresso: cem anos de política econômica republicana 1889-1989*. Rio de Janeiro: Elsevier, 1990.
- 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.
- \_\_\_\_\_. “Notas sobre o financiamento de longo prazo na economia brasileira do pós-guerra”. *Revista Economia e Sociedade*, v. 3, n. 3, dez/1994.
- CYSNE, R. P. *Passivo Externo Líquido Versus Dívida Externa Líquida*, 2008. Disponível em: <[www.fgv.br/professor/rubens/HOMEPAGE/ARTIGOS\\_E\\_REPORTAGENS\\_D\\_E\\_POL\\_ECON/Artigos\\_Publicados/2008/Passivo%20Externo.pdf](http://www.fgv.br/professor/rubens/HOMEPAGE/ARTIGOS_E_REPORTAGENS_D_E_POL_ECON/Artigos_Publicados/2008/Passivo%20Externo.pdf)>. Acesso em 16 de novembro, 2009.
- DE CONTI, B. M. Políticas cambial e monetária: os dilemas enfrentados por países emissores de moedas periféricas. Tese de doutoramento, IE/Unicamp e CEPN/Universidade Paris 13.
- 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: 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
- LARA RESENDE, André. “A ruptura no mercado internacional de crédito”. In: ARIDA, Pérsio. *Dívida externa, recessão e ajuste estrutural: o Brasil diante da crise*. Rio de Janeiro: Paz e Terra, 1983, p. 41-54.
- 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*. Rio de Janeiro. 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, M.H. e CYSNE, R.P. *Macroeconomia*, 3ª ed. Rio de Janeiro: Atlas, 2007
- TAVARES, M.C. e BELLUZZO, L. G. M. “A mundialização do capital e o poder americano” In: Fiori, J.L. *O poder americano*. Rio de Janeiro: Vozes, 2005.
- UNCTAD, Disponível em: <<http://www.unctad.org>> Acesso em 05 janeiro de 2010.