

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DE SÃO PAULO

Paulo Van Noije

**A Vulnerabilidade Externa decorrente da Posição
Internacional de Investimento e do fluxo de
Rendas: Uma análise da economia brasileira no
período de 1953-1963**

MESTRADO EM ECONOMIA POLÍTICA

SÃO PAULO

2010

**PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DE SÃO
PAULO**

Paulo Van Noije

**A Vulnerabilidade Externa decorrente da Posição
Internacional de Investimento e do Fluxo de
Rendas: uma Análise da Economia Brasileira no
Período de 1953-1963**

Dissertação apresentada à Banca Examinadora como requisito parcial à obtenção do título de MESTRE em Economia Política pela Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, sob orientação do Prof. Dr. Júlio Manuel Pires.

SÃO PAULO

2010

BANCA EXAMINADORA

Agradecimentos

Com certeza são muitas pessoas as quais devo meus agradecimentos. Não cabem todas neste espaço.

Gostaria de agradecer a Capes pelo apoio financeiro.

Além disso, nesse período foram fundamentais todos os meus amigos. Desde a turma de Holambra e os vários momentos de alegria, simbolizados nos meus grandes amigos e primos Rudy, Gerrard e Arien. Além da turma dos Potrão, sempre companheiros, que podem ser simbolizados pelo grande Leo, que dividiu por quatro anos o quarto comigo na faculdade. Sem contar o André de São Paulo, sempre pronto pra ajudar. Também não tem como não mencionar os outros grandes amigos da época da Unicamp, e destes, não posso deixar de mencionar alguns que deram conselhos e incentivos singulares em algum momento dessa dissertação: Didi, Vitor, Dudu e Guto.

Muito Obrigado a todo pessoal da PUC-SP. O ambiente de companheirismo foi fundamental na minha evolução como pessoa e aluno, muito mais do que se estivesse num ambiente onde prevalecesse à pura competição entre os alunos. Valeu Sônia! Muito obrigado a todos os amigos do Mestrado, desde os “mais novos” Kimie e Dada, até os “mais velhos” veteranos nossos. Além é claro, do pessoal do meu ano: Marcos Paulo, Daniel, Richard, Mariana, Joanito, Ronaldo, Rodrigo, Lodovico, Olívia, Ricardo, Gustavo. Aquelas aulas de seminário foram fundamentais. Gostaria de agradecer as dicas especiais que Joanito e Mariana fizeram ao meu trabalho.

Também foram vitais os grandes Mestres do Programa. O Prof. Dr. Julio Manuel Pires foi muito mais do que um orientador e professor. Muito obrigado pelas preciosas dicas, pelas divagações e troca de idéias, elas foram fundamentais, sem a sua colaboração esse trabalho não existiria! Também quero agradecer e muito a Professora Dra. Laura Valladão de Mattos, pelos “rabiscos” nos textos que me guiaram pro caminho correto, e pelo exemplo de comprometimento. A Professora Dra. Rosa Maria Marques, pelo inestimável conhecimento que me proporcionou, meus sinceros Parabéns pela postura! E um abraço a todos os integrantes do grupo PDH! Muito obrigado aos prof. Dr. Carlos Eduardo de Carvalho e João Machado, pelo enorme aprendizado que me ofereceram. Também gostaria de agradecer ao Prof. Dr. Cesar Roberto Leite por ter

participado de minha banca de qualificação e pelas dicas. E muito obrigado para o Prof. Dr. Antonio Corrêa de Lacerda, pelo comando do grupo DEPE- abraço a todos – e pelas orientações “cirúrgicas” na banca de qualificação, fundamentais na evolução do trabalho. Também gostaria de agradecer os Mestres da Unicamp, especialmente ao Pr. Dr. José Pedro Macarini, fundamental pela semente plantada que permitiu que esse trabalho germinasse. E ao Pr. Dr. Paulo Roberto Davidoff Chagas, por ter sido o melhor professor que já tive, e abrindo (), foram muitos bons professores que tive na vida.

Realmente faltou muita gente ainda. Muito obrigado meus amigos. Só de não ter citado a grande Inês, por exemplo, já é uma prova de quantas pessoas faltam...

E muito Obrigado a todos meus familiares!! Como é bom ter uma família tão boa. Como é bom ter uma irmã psicóloga para dar conselhos. Um pai professor para ensinar os caminhos acadêmicos, meus sinceros agradecimentos por toda a ajuda oferecida em toda a minha vida, sobretudo pelo exemplo de caráter e dignidade. E muito obrigado a minha mãe, onde quer que esteja, pelo enorme carinho sempre...

E como um homem não vive sem um Coração, muito obrigado para Fabiana Lima Silva, minha mestre, por todo o companheirismo e bons momentos que passamos juntos, e que me faz ver que a vida vale à pena.

Paulo Van Noije

RESUMO

Este trabalho busca analisar a vulnerabilidade externa da economia brasileira, especialmente na esfera financeira, decorrente da Posição Internacional de Investimentos e do fluxo de rendas para o período de 1953 a 1963. Para tanto, é descrito que os estoques de passivos e ativos externos são determinados pelos saldos das transações correntes (obtidos pelo Balanço de Pagamentos) e pelas variações de valor dos mesmos (que não podem ser obtidas pelo Balanço de Pagamentos), sendo apresentada uma metodologia alternativa ao simples somatório de fluxos para inferir os valores dos passivos e ativos externos, especialmente no caso dos estoques dos Investimentos Estrangeiros Diretos. Já no capítulo 2 apresenta-se a Conjuntura Internacional do período, marcada pela situação de escassez de divisas, num contexto que lograva obter um forte crescimento através do Plano de Metas e de estímulos aos investimentos estrangeiros. Adicionalmente, são demonstradas as reformas cambiais do período. Por fim, no último capítulo faz-se uma análise das principais contas do Balanço de Pagamentos para o período e uma tentativa de elaboração da Posição Internacional de Investimentos decorrentes desses fluxos e das alterações de valor desses estoques, obtida através da metodologia apresentada no primeiro capítulo. Conclui-se pela deterioração da vulnerabilidade externa da economia brasileira causada pelo aumento do passivo externo líquido. Esse aumento foi causado, de acordo com a metodologia empregada, pela proporção de: a) 68% por causa do envio de rendas, principalmente pela elevação da participação dos juros em detrimento dos lucros e dividendos; b) em 37% pelas outras contas das transações correntes exceto rendas; c) e em -5% pelas variações de valor dos estoques, especialmente pelas desvalorizações dos passivos externos na forma de Investimentos Estrangeiros Diretos. Assim, a Posição Internacional de Investimentos estimada durante o período se elevou de -6%, em 1953, para -16% do Produto Interno Bruto em 1963, decorrente da queda das reservas internacionais e do grande aumento da dívida externa, fazendo com que a capacidade de resistência a choques externos da economia brasileira diminuísse.

Palavras-chave: Vulnerabilidade externa, Posição Internacional de Investimentos, Balanço de Pagamentos, Plano de Metas, Economia Brasileira.

ABSTRACT

This paper analyzes the external vulnerability of the Brazilian economy, especially in the financial sphere, arising from the International Investment Position and the flow of income for the period 1953 to 1963. Therefore, it is reported that the stocks of external assets and liabilities are determined by the balance of current account (obtained from the Balance of Payments) and the variations of the same value (which can not be obtained by the Balance of Payments), and presents a methodology alternative to the simple sum of flows to infer the values of liabilities and foreign assets, especially stocks of Foreign Direct Investment. In chapter 2 presents the International Situation of the period, marked by shortage of foreign currency, in a context which secured a strong growth through the “*Plano de Metas*” and incentives for foreign investment. Additionally, we demonstrated the reforms of the exchange period. Finally, the last chapter makes an analysis of key Balance of Payments for the period and an attempt of elaboration of the International Investment Position resulting from these flows and changes in value of inventories, obtained through the methodology presented in the first chapter. It is the deterioration of the external vulnerability of the Brazilian economy caused by the increase in net external liabilities. This increase was caused, according to the methodology employed, the proportion of: a) 68% because of shipping revenues, mainly by increasing the participation of interest at the expense of profits and dividends, b) 37% for other accounts current transactions except rents, c) and -5% for changes in value of stocks, especially by devaluations of foreign liabilities in the form of Foreign Direct Investment. Thus, the International Investment Position estimated during the period amounted to -6% in 1953 to -16% of Gross Domestic Product in 1963, due to the decrease in international reserves and the large increase of foreign debt, causing the resilience to external shocks of the Brazilian economy falls.

Keywords: External vulnerability, International Investment Position, Balance of Payments, “*Plano de Metas*”, the Brazilian Economy.

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

A_0 e A_n :	valores do ativo ou passivo na estatística de PII em um momento inicial ($i=0$) e em um outro final ($i=n$)
X_t :	Variável X no período t
A:	Ativo Externo Bruto
AD:	Absorção Doméstica
AEb:	Ativo Externo bruto
Aext:	Estoque de Ativos Externos
ANPNF:	aquisição de ativos não produzidos não financeiros
AR:	ativos de reserva
B:	Passivo Externo Bruto
BC:	balança comercial
BC:	Banco Central
BNDES:	Banco Nacional de Desenvolvimento
BP:	Balanço de pagamentos
BSR:	balanço de serviços e rendas
C:	consumo
Cacex:	Carteira de Comércio Exterior do Banco do Brasil
CEPAL:	Comissão Econômica para América Latina e Caribe
d' :	Derivada em relação ao tempo do passivo externo líquido
D:	Passivo Externo Líquido.
DCCA:	Déficit acumulado na conta corrente do balanço de pagamentos
De:	derivativos
DEL:	Dívida Externa Líquida.
DES:	Direitos Especiais de Saque
Dext:	Dívida Externa bruta
Edom:	Estoque de Investimento Doméstico no Exterior
Eext:	Estoque de Investimento Estrangeiro no Brasil
EO:	erros e omissões
EUA:	Estados Unidos da América
FMI:	Fundo Monetário Internacional

G:	setor governo
GDN:	valor do ganho de detenção nominal do ativo
H :	transferência líquida de recursos para o exterior ¹
i :	Taxa média de remuneração dos capitais externos
i*	Taxa média de remuneração dos capitais nacionais no exterior
I:	Investimento
IBD:	Investimentos brasileiros diretos (IBD)
IC:	investimento em carteira
IDE:	Investimento Direto Estrangeiro.
IHH:	Índice de Herfindahl-Hirschman
INCC:	Índice nacional de custo da construção (INCC)
JK:	Juscelino Kubitschek
M:	Importações
NFD:	necessidade de financiamento do setor doméstico
NFG:	necessidade de financiamento do setor governo
NFP:	necessidade de financiamento do setor privado
NFRM	necessidade de financiamento do setor resto do mundo
OI:	outros investimentos
OMV:	valor associado a outras mudanças do volume do ativo
P:	Transformações de valor causadas pela variação no preço do ativo
PEb:	Passivo Externo bruto
PEL:	Passivo Externo Líquido.
PEL1:	Passivo Externo Líquido1
PEL2:	Passivo Externo Líquido2
Pext:	Estoque de Passivos Externos
Pi:	preço do ativo em um momento i
PIB:	Produto Interno Bruto
PII :	Posição Internacional de Investimento
PNB:	Produto Nacional Bruto
Q:	Transformações de valor causadas pela variação na quantidade do ativo.
Qi:	quantidade do ativo em um momento i
R:	Rendas

RD:	Renda doméstica
RES:	Reservas Internacionais
RL:	Renda Líquida Enviada ao Exterior
RL:	renda líquida enviada ao exterior
S:	Poupança
S:	Serviços
SBC:	Saldo Balança Comercial
SCC:	saldo da conta de capital
SCF:	saldo na conta financeira
STC:	saldo em transações correntes
SUMOC:	Superintendência da moeda do crédito.
T:	Imposto
TC:	saldo transações correntes
TK:	transferências de capital
TU:	transferências unilaterais
V:	valorizações ou desvalorizações de ativos externos e passivos externos; monetizações ou desmonetizações de ouro; e alocações ou cancelamentos de DES.
VAA:	valor associado às quantidades de ativo adquirido ou cedido nas transações, registrado no BP
X:	Exportações
Y:	Produto

LISTA DE ILUSTRAÇÕES

Gráfico 1- Renda Líquida Enviada (US\$ milhões), 1947-1973	38
Gráfico 2- Renda Líquida Enviada (US\$ milhões), 1947-2007	38
Gráfico 3- Dinâmicas das Transações Correntes brasileira (1 a 14), 1953-1963.....	99
Gráfico 4-Saldo da Balança Comercial, Exportações e Importações, US\$ Milhões, 1953-1963.....	101
Gráfico 5-Saldo da Balança Comercial sobre as Exportações, %, 1947-2007.....	102
Gráfico 6- Índice de relações de troca, Índice de preços de Importação e Exportação. 1953=100. 1953-1963.....	104
Gráfico 7- Índice de capacidade para importar, quantum de Exportação e Importação. 1953=100. 1953-1963.....	106
Gráfico 8- Índice de relações de troca, índice de capacidade para importar e quantum de exportação. 1953=100. 1953-1963.	107
Gráfico 9- <i>Quantum</i> de importação por grupos de Bens de Consumo Final: Duráveis e Não Duráveis. 1953 = 100. 1953-1961.	117
Gráfico 10- <i>Quantum</i> de importação de Combustíveis e Lubrificantes. 1953 = 100. 1953-1961.....	120
Gráfico 11- <i>Quantum</i> de importação de grupos de Bens Intermediários: Metálicos; Não metálicos. 1953 = 100. 1953-1961.	122
Gráfico 12- <i>Quantum</i> de importação de grupo de Bens Intermediários: Partes Complementares. 1953 = 100. 1953-1961.	123
Gráfico 13- Comparação do <i>Quantum</i> de importação de Bens de Capital por distintas fontes: Tavares e Conjuntura Econômica. 1953 = 100. 1953-1963.	124
Gráfico 14- Conta de Serviços e rubricas de Serviços, déficit em US\$ milhões, 1953-1963.	127
Gráfico 15- Recebimento e Pagamento pelo Serviço de Transportes; e Comércio Internacional (Exportações + Importações), US\$ milhões. Relação entre Saldo de Transportes e Comércio Internacional, %. 1953-1963.	129
Gráfico 16- Serviços Empresariais, profissionais e técnicos: Receitas e Despesas. US\$ milhões. 1953-1963.	130
Gráfico 17- Exportações de Serviços/Exportações de Bens, 1953-1963.	131
Gráfico 18- Pagamento de Rendas/Pagamento de Serviços, %, 1953-1963.	132

Gráfico 19- Investimento Estrangeiro Direto e formas de entrada: Reinvestimento, Moeda e Mercadoria. US\$ milhões, 1953-1963.....	134
Gráfico 20-“Outros Investimentos” (líquido), Pagamentos e Recebimentos, US\$ milhões, 1953-1963.	137
Gráfico 21- Capitais Autônomos de “Outros Investimentos”, Ingresso e Amortização, US\$ milhões, 1953-1963.	141
Gráfico 22- Capitais Autônomos: Ingresso e Amortização anual do grupo “Compradores” de “Outros Investimentos”. US\$ milhões. 1953-1963.	144
Gráfico 23- Déficit anual das “Transações Correntes” e Entrada líquida dos “Capitais Compensatórios” (US\$ milhões), 1953-1963.....	147
Gráfico 24- Estoque Estimado do IDE: IED (Na) e IED (PEL1) (US\$ milhões), 1951-1963.	157
Gráfico 25- Estimativa do Passivo Externo Líquido (PEL), do Ativo Externo e do Passivo Externo (US\$ milhões), 1953-1963.	166
Gráfico 26- Dívida Externa, Estimativa do Passivo Externo Bruto e do Estoque de IDE (US\$ milhões), 1953-1963.	167
Gráfico 27- Comparação entre as Rendas Enviadas (coluna) e o saldo das Transações Correntes menos Rendas (linha), (US\$ milhões), 1953-1963.....	170
Gráfico 28- Rendas Líquidas Enviadas: Rendas de IDE e Rendas de Juros (US\$ Milhões), 1953-1963.	172
Gráfico 29- Relações entre Rendas e PIB (%); Relação entre Rendas e Exportações (%). 1953-1963.....	174
Gráfico 30- Estimativa da Rentabilidade do Passivo Externo e do Ativo Externo (%), Fluxos (anual)/Estoques (do fim do ano). Estimativas de Tendência do Passivo e do Ativo. 1951-1963.....	177
Gráfico 31- Participação de Fatores geradores das variações anuais da PII (%). Tendência Linear das Rendas/Variação Anual da PII. 1953-1963.....	184
 Quadro 1- Diferentes Dinâmicas de Transações Correntes (+ superávit) e (- déficit) ..	53
Quadro 2- Variáveis OMV, VAA e GDN em relação às transformações das contas da PII.	60
Quadro 3- Depreciação de bens de imobilizado de uso: Taxa de depreciação anual (%)	68
Quadro 4– Indicadores de Endividamento Externo.....	71

LISTA DE TABELAS

Tabela 1- Investimento Estrangeiro Direto (FDI Inward) e Investimento Brasileiro Direto (FDI Outward). Estoques (Stock) e Fluxos (Flow); US\$ milhões; 1980-2008...	62
Tabela 2- Investimentos e reinvestimentos estrangeiros no Brasil, US\$ mil, até 1950 e 1951-1960.....	64
Tabela 3- Estoque Estimado do IDE (IED (Na)) (US\$ milhões), 1956-1958. (VAA, OMV, GDN, Ao e IED (PEL1): US\$ milhões), (GDN depreciação, GDN inflação e GDN câmbio: índice).....	69
Tabela 4- Índice de Financeirização do Balanço de Pagamentos. Divisas (unidades monetárias) e participação relativa de diversas contas do Balanço de Pagamentos (%)	73
Tabela 5- Exemplo hipotético: Índice de Herfindahl-Hirschman (IHH) para Exportações de Primários (P), Intermediários (I) e Manufaturados (M).	75
Tabela 6- Auxílio Oficial Norte-Americano Segundo Regiões (% do Total)	82
Tabela 7 - Movimento de capital dos EUA em 1946-61, total e para América Latina (bilhões de U\$)	83
Tabela 8- Média anual das taxas de câmbio múltiplas por categoria (Cr\$/US\$). Porcentagem de divisas alocadas por categoria nos leilões de Importação (%). 1953-1957.	88
Tabela 9- Taxa de crescimento do Produto Interno Bruto (PIB) e da taxa de inflação, (%), 1953-1963.....	97
Tabela 10- Saldo da Balança Comercial (conceito FOB) (SBC), Exportações (X) e Importações, US\$ Milhões. SBC/X, %. 1953-1963.....	100
Tabela 11- Média anual das Transações Correntes e da Balança Comercial (US\$ Milhões), para os períodos: 1953-1956 (A), 1957-1960 (B) e 1961-1963 (C). Comparação entre períodos (%) e Diferença (US\$ Milhões).....	103
Tabela 12- Taxas de variação em relação ao ano anterior (%): preços de exportação e importação; quantum exportação e importação.....	103
Tabela 13- Índice de preços de exportação e importação; e Índice de relações de troca. 1953=100. 1953-1963.....	104
Tabela 14- Quantum de exportação e importação; e Índice de capacidade para importar. 1953 = 100. 1953-1963.....	105
Tabela 15- Grau de Abertura Economia: (Exportações + Importações)/PIB (%), 1950-1963.	107

Tabela 16- Evolução das exportações de café: Exportações (mil sacas); Receita das exportações (US\$ milhões); Percentual das exportações de café em relação ao total (%); Participação do café brasileiro no consumo total mundial (%). 1950-1960.....	109
Tabela 17- Média Anual de Exportação de Café: Quantidade (mil sacas) e Receita (milhões US\$) por períodos (A= 1953 a 1956; B= 1957 a 1960). Diferença entre períodos (US\$ milhões). Porcentagem de crescimento entre períodos (%).	109
Tabela 18- Evolução do mercado produtor de Café: Produção Exportável (milhões de sacas) por região (Brasil, Suaves e Africanos) em diferentes períodos (Médias quinquenais). Participação por região do total (%). Taxa de crescimento entre períodos (%). Períodos: a) 1945/46 a 1950/51; b) 1954/55 a 1959/60.....	110
Tabela 19- Evolução das Exportações de Café (milhões de sacas) por região (Brasil, Suaves e Africanos) em diferentes períodos. Participação por região do total (%). Taxa de crescimento entre períodos (%). Períodos: a) 1946 a 1950; b) 1953 a 1957.	110
Tabela 20- Receita por saca (US\$). 1950-1960.....	111
Tabela 21- Valor de Exportações brasileiras por grupos de produtos (US\$ milhões), 1953-1963.....	111
Tabela 22- Índice de Herfindahl-Hirschman (IHH) para a concentração das exportações brasileiras. Participação relativa (%) e o quadrado dessa participação por diferentes grupos, 1953-1963.....	112
Tabela 23: Participação relativa de grupos na pauta de importação, %. 1948 e 1961.	114
Tabela 24- Índice do “ <i>Quantum</i> ” das Importações por grupos principais, 1953-63 (1953=100).	115
Tabela 25- Comparação entre as Médias do Quantum dos períodos (1953 a 1956, 1957 a 1961), 1948=100. Taxa de crescimento entre períodos (%).	115
Tabela 26- <i>Quantum</i> de importação por grupos de Bens de Consumo Final: Duráveis e Não Duráveis. 1953 = 100. 1953-1961.	116
Tabela 27- <i>Quantum</i> de importação de Combustíveis e Lubrificantes. 1953 = 100. 1953-1961.	118
Tabela 28- Metas e Realizações do Plano de Metas nos setores: Rodoviário e Ferroviário.	119
Tabela 29- Petróleo: evolução da produção, do consumo e da capacidade de refino, 1000b/dia. Relação entre a produção nacional e o consumo nacional, %. 1955-61.....	120
Tabela 30- <i>Quantum</i> de importação de grupos de Bens Intermediários: Metálicos; Não metálicos; e Partes Complementares. 1953 = 100. 1953-1961.	121
Tabela 31- Comparação do <i>Quantum</i> de importação de Bens de Capital por distintas fontes: Tavares e Conjuntura Econômica. 1953 = 100. 1953-1963.	124

Tabela 32- Serviços e grupos, US\$ milhões, 1953-1963.	126
Tabela 33- Comparação entre as Médias Anuais da conta de Serviços para três períodos: 1953-1956; 1957-1960; e 1961-1963. US\$ milhões, 1953-1963.	128
Tabela 34- Recebimento, Pagamento e Saldo pelo Serviço de Transportes; e Comércio Internacional (Exportações + Importações), US\$ milhões. Relação entre Saldo de Transportes e Comércio Internacional, %. 1953-1963.	128
Tabela 35- Serviços Empresariais, profissionais e técnicos: Instalação/manutenção de escritórios, administrativos e aluguel de imóveis; Publicidade. US\$ milhões. 1953-1963.	129
Tabela 36- Investimento Direto Estrangeiro, Diversas Rubricas, US\$ milhões, 1953-1963.	133
Tabela 37- Média anual de Investimento Estrangeiro Direto por diferentes formas de entrada: Moeda, Mercadoria e Reinvestimento. US\$ milhões. Taxa de crescimento por período (%). Períodos: A= 1953 a 1956; B= 1957 a 1960; C= 1961 a 1963.	135
Tabela 38- “Outros Investimentos” (líquido), Pagamentos e Recebimentos por grupos, US\$ milhões, 1953-1963.	137
Tabela 39- Movimentação de Capitais Autônomos: Grupo “Outros Investimentos”. “Empréstimos e Financiamentos- demais setores LP” (Ingresso e Amortização) e “Empréstimos e Financiamentos- demais setores CP (líquido)”. US\$ milhões. 1953-1963.	139
Tabela 40- Financiamentos autorizados pela SUMOC, “com prioridade” e “sem prioridade” (US\$ milhões). Porcentagem de “com prioridade” (%). 1953-1963.	140
Tabela 41- Capitais Autônomos: Saldo anual de grupos de “Outros Investimentos” e total do período. US\$ milhões. 1953-1963.	142
Tabela 42- Destinação de Empréstimos e Financiamentos por grupos: Equipamentos; Trigo e Moeda. US\$ milhões. 1956-1963.	145
Tabela 43- “Empréstimos Compensatórios”: “Autoridade monetária” e “Outros passivos LP e CP”. US\$ milhões. 1953-1963.	145
Tabela 44- Saldo anual das Transações Correntes e dos Capitais Compensatórios (US\$ milhões). Relação entre Capitais Compensatórios e Transações Correntes (%). 1957-1963.	148
Tabela 45- Diversas Contas do Balanço de Pagamentos (BP): Transações Correntes; Conta Capital e Financeira; Capitais Compensatórios; Resultado do BP; e Erros e Omissões (US\$ milhões). Relação entre as contas (%). 1953-1963.	152
Tabela 46- Entrada Total (US\$ milhões) e Participação Relativa por conta (%). 1953-1963.	153

Tabela 47- Saída Total (US\$ milhões) e Participação Relativa por conta (%). 1953-1963.	154
Tabela 48- Entrada e Saída Total do BP e das Conta Financeira (US\$ milhões). Índice de Financeirização do BP (%). 1953-1963.	154
Tabela 49- Estoque Estimado do IDE (IED (Na)) (US\$ milhões), 1951-1963. (VAA, OMV, GDN, Ao e IED (PEL1), US\$ milhões), (depreciação e GDN inflação, índice) e (GDN câmbio, Cr\$/US\$).	156
Tabela 50- Reservas Internacionais e Estoque Estimado (Na) e Fluxos (VAA) de Outros Investimentos Brasileiros (US\$ milhões), 1953-1963.	159
Tabela 51- Dívida Externa Total, Reservas Internacionais e Dívida Líquida (US\$ milhões), 1950-1963.	160
Tabela 52- Contas do Balanço de Pagamentos: Transações Correntes (TC); Investimento Estrangeiro Direto (IDE); e Erros e Omissões (Erros). Somatório de TC, IDE e Erros. Variação Anual da Dívida Externa (US\$ milhões), 1950-1963.	162
Tabela 53- Reservas Internacionais e Resultado do Balanço de Pagamentos (US\$ milhões), 1956-1969.	163
Tabela 54- Comparação entre a variação da Dívida Externa e a soma de Outros Investimentos com a variação das Reservas Internacionais (US\$ milhões), 1953-1963.	164
Tabela 55- Estimativa da Posição Internacional de Investimentos (US\$ milhões), 1953-1963.	165
Tabela 56- Indicadores de Vulnerabilidade Externa decorrentes da Estimativa da Posição Internacional de Investimentos (PII), 1953-1963.	168
Tabela 57- Conta de Renda Líquida e Rubricas de Rendas Líquidas (US\$ Milhões), 1953-1963.	171
Tabela 58- Média anual por período do Saldo da conta de Rendas (US\$ milhões) e comparação entre períodos (%), 1953-1963.	172
Tabela 59- Relações entre Rendas e PIB (%); Relação entre Rendas e Exportações (%). 1953-1963.	173
Tabela 60- Estimativa da Rentabilidade da PII (%), Fluxos (anual)/Estoques (do fim do ano), 1951-1963.	175
Tabela 61- Diversos Indicadores de Endividamento Externo, 1953-1963.	178
Tabela 62- Variação anual da PII e contas que afetam a PII (US\$ milhões). Participação de Fatores geradores das variações anuais da PII (%). 1953-1963.	183

SUMÁRIO

Introdução	19
1. O BALANÇO DE PAGAMENTOS E A POSIÇÃO INTERNACIONAL DE INVESTIMENTOS. INDICADORES DE VULNERABILIDADE EXTERNA. ...	22
1.1. A Vulnerabilidade Externa Decorrente da Posição Internacional de Investimentos e do Fluxo de Rendas Condicionando a Inserção Externa.	22
1.2. Estrutura do Balanço de Pagamentos.....	26
1.3. Estrutura e Conceituação da Posição Internacional de Investimento (PII). Conceitos de Passivo Externo Líquido (PEL) e Dívida Externa Líquida (DEL).31	
1.4. Qual a situação da Posição Internacional de Investimentos (PII) e do fluxo de Rendas da economia Brasileira?	37
1.5. Os fatores que determinam a Posição Internacional de Investimentos.....	39
1.5.1. Determinantes dos Saldos nas Transações Correntes.....	40
1.5.2 Diferentes Dinâmicas das Transações Correntes.....	52
1.5.3. Sistemas de câmbio e mobilidade de capitais.....	55
1.5.4. Determinantes da Posição Internacional de Investimentos.	57
1.6. Indicadores de Vulnerabilidade Externa	71
1.6.1. Entradas e Saídas Totais do Balanço de Pagamentos e Índice de Financeirização do Balanço de Pagamentos.....	72
1.6.2 Desempenho Comercial.....	75
1.6.3 Desempenho das Rendas: Índice de Rentabilidade do Passivo Externo.	76
1.6.3.1 Saldo em Conta Corrente e o Passivo Externo Líquido (Simonsen).....	76
1.6.3.2 Saldo em Conta Corrente e o Passivo Externo Líquido (Outra Metodologia).	78
1.6.3.3. Índice de Rentabilidade Aparente do Passivo Externo e do Ativo Externo.	79
1.6.4. Dados a serem utilizados.	79
2. CONJUNTURA INTERNACIONAL E POLÍTICA ECONÔMICA INTERNA DO PERÍODO	81
2.1- Conjuntura Internacional.	81
2.2. Reformas Cambiais.	86
2.3. Outras Políticas Econômicas Internas e o Plano de Metas.....	94
3. EVOLUÇÃO DA VULNERABILIDADE EXTERNA DECORRENTE DA POSIÇÃO INTERNACIONAL DE INVESTIMENTOS E DO FLUXO DE RENDAS.....	98
Introdução	98
3.1. Desempenho das Transações Correntes	99

3.1.1. Balança Comercial.....	100
3.1.2. Exportações	108
3.1.3. Importações	113
3.1.3.1. Bens de Consumo Final.....	116
3.1.3.2. Combustíveis e Lubrificantes	117
3.1.3.3. Produtos Intermediários.....	121
3.1.3.4. Bens de Capital.....	123
3.1.4. Balança de Serviços.....	125
3.2. Desempenho da conta Capital e Financeira	132
3.2.1 Investimento Direto Estrangeiro (IDE)	133
3.2.2. Outros Investimentos: Empréstimos e Financiamentos.....	136
3.2.3. Erros e Omissões	151
3.3. Entradas e Saídas Totais do Balanço de Pagamentos e Índice de Financeirização do Balanço de Pagamentos.	152
3.4. Estimativa da Posição Internacional de Investimentos.....	155
3.5. Rendas Enviadas.....	169
3.6. Estimativa da Rentabilidade da Posição Internacional de Investimentos e alguns Indicadores de Endividamento Externo.....	174
4. Considerações Finais	180
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	187
APÊNDICES	191

Introdução

O objetivo desse trabalho é analisar a vulnerabilidade externa da economia brasileira, especialmente na esfera financeira, decorrente da Posição Internacional de Investimentos² e do fluxo de rendas para o período de 1953 a 1963.

A questão da vulnerabilidade externa é um dos assuntos mais tratados na área econômica. Contudo, geralmente as análises são focadas na questão do comércio exterior, sendo que muitos modelos de crise do Balanço de Pagamentos consideram as rendas líquidas enviadas como nulas. Dessa maneira, na presente análise se faz justamente o oposto, tentando inferir de que forma as rendas enviadas influenciam a vulnerabilidade externa.

No caso brasileiro, em termos históricos, pode se considerar que as rendas enviadas exercem uma pressão desde longa data. Por exemplo, de acordo com dados de Abreu (1990: 388-389), de 1889 a 1900 o Brasil apresentou em todos os anos *superávits* nas contas da balança comercial e de serviços (serviços fatores), porém, se deparou com *déficits* na conta de rendas (serviços fatores). Tais valores negativos, decorrentes dos serviços fatores, foram tão expressivos que fizeram que em todos os anos o país tivesse *déficit* nas transações correntes. Desta maneira, desde o final do século XIX o Brasil 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.

Assim o sendo, para se entender de que forma as rendas enviadas/recebidas se comportam, é fundamental levar em conta os estoques dos passivos e ativos externos, em termos de: a) suas magnitudes; b) suas rentabilidades; c) suas tendências de valorização/desvalorização.

Nesse sentido, além da utilização das contas disponíveis do Balanço de Pagamentos, que registram os fluxos das transações externas entre residentes e não residentes, dentre os quais as rendas, é necessária a utilização da Posição Internacional de Investimentos, que registra esses estoques de passivos e ativos externos para algum momento determinado do tempo. Porém, já que esses dados só são disponibilizados a

² Conforme será demonstrado adiante, a Posição Internacional de Investimentos apresenta os ativos externos e os passivos externos.

partir de 2001 para a economia brasileira, realizou-se uma tentativa de elaboração da PII para o período de 1953-1963.

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.

Dessa maneira, foi identificado que o Brasil se encontra no grupo dos países que enviam renda para o exterior, assim, pode se considerar que o país apresenta uma situação patrimonial prejudicial em termos de vulnerabilidade externa. Tal condição, ou seja, uma PII negativa (passivo externo maior que ativo externo), pode ser decorrente de dois fatores: de *déficits* acumulados nas transações correntes que necessitam de financiamentos, portanto, aumentam o passivo externo; e de alterações de valor nesses estoques.

Já em relação à escolha do período que será avaliado nesse estudo, tal delimitação não foi aleatória, mas determinada por eventos que tendem a representar mudanças significativas nos rumos da economia, em especial nos aspectos externos. Em 1951-52, havia o medo de uma nova Guerra Mundial, com a Guerra da Coréia, que resultou num grande volume de importações³. Dessa forma, a escolha do ano de 1953 para início do período, além de ter marcado o início do sistema de taxas múltiplas de câmbio, tornou-se menos viesada para servir de base de comparação, por exemplo, com o Plano de Metas, que ocorreu aproximadamente entre os anos de 1957 até 1961, e provocou transformações estruturais na economia. Os anos posteriores a este plano foram marcados por tentativas de ajuste aos desequilíbrios internos e externos. O fim do período analisado, no ano de 1963, foi escolhido devido ao golpe militar de 1964.

Assim o sendo, a escolha do período 1953-63 parece pertinente por diversas razões: permite um afastamento do objeto de estudo; analisa uma fase muito rica em transformação da economia, que devem se refletir no Balanço de Pagamentos e na Posição Internacional de Investimentos; e pode dar base para estudos similares no

³ De acordo com dados obtidos em Abreu (1990), se considerarmos a partir do ano de 1889, o primeiro déficit da balança comercial brasileira foi apenas em 1952.

período atual, utilizando-se a mesma metodologia. Além disso, conta-se com uma riqueza de bibliografia secundária sobre o período, o que pode facilitar o embasamento da análise a ser realizada.

Dessa maneira, ao longo do primeiro capítulo é apresentada: de que forma a vulnerabilidade externa pode ser decorrente da Posição Internacional de Investimentos e do fluxo de rendas gerados pela mesma; a estrutura do Balanço de Pagamentos e da Posição Internacional de Investimentos; alguns instrumentos que serão utilizados para inferir a vulnerabilidade externa da economia brasileira para o período de 1953-1963. Naturalmente, uns dos mais importantes serão os dados do Balanço de Pagamentos disponibilizados pelo Banco Central. E, já que os dados da Posição Internacional de Investimentos só são disponibilizados a partir de 2001, também é apresentada uma metodologia alternativa ao simples somatório de fluxos para inferir os valores dos passivos e ativos externos, especialmente no caso dos estoques dos Investimentos Estrangeiros Diretos.

Já no capítulo 2 apresenta-se a Conjuntura Internacional do período, marcada pela situação de escassez de divisas, num contexto que lograva obter um forte crescimento através do Plano de Metas e de estímulos aos investimentos estrangeiros. Adicionalmente, são demonstradas as reformas cambiais do período e algumas outras políticas econômicas internas.

Já no capítulo 3 é feita uma análise das diversas contas do Balanço de Pagamentos, através da apresentação dos dados disponibilizados pelo Banco Central e com a utilização de alguns autores que escreveram sobre o período, para tentar respaldar os valores observados. Além disso, é feita uma tentativa de elaboração da Posição Internacional de Investimentos para o período. Com base na mesma, são apresentadas as possíveis taxas de rentabilidade dos ativos e passivos externos.

O trabalho se encerra com um breve capítulo de considerações finais, em que é feita uma análise relacionando os fluxos de rendas com as variações do passivo externo líquido.

1. O BALANÇO DE PAGAMENTOS E A POSIÇÃO INTERNACIONAL DE INVESTIMENTOS. INDICADORES DE VULNERABILIDADE EXTERNA.

“Na realidade, os investidores ianques não estão interessados em resolver os problemas do povo americano, mas em garantir suas posições no mundo dos negócios” (Aristóteles Moura, 1959: 114-115).

1.1. 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).

Para estudar a vulnerabilidade externa é fundamental analisar a estratégia de inserção externa, seja nos âmbitos comercial, produtivo-real, tecnológico e monetário-financeiro. Partiremos da suposição de que não existe um nível natural de abertura da economia, sendo que a combinação entre os fatores citados varia ao longo do tempo, de acordo com as políticas adotadas, com os resultados podendo ser os almejados ou não.

A inserção externa pode ser analisada pela ótica das condições do mercado de câmbio, ou seja, pelas possibilidades do lado da oferta e da demanda por divisas. A vulnerabilidade externa pode ser entendida como uma situação em que desequilíbrios nesse mercado afetem decisivamente o desempenho econômico. Dessa maneira, tanto o excesso como a escassez de divisas pode ser prejudicial, sendo que os problemas decorrentes de uma insuficiência de geração das mesmas costumam ser mais nocivos. Isso porque, segundo Lacerda, o país fica dependente de recursos externos para o financiamento dessa necessidade de divisas (LACERDA, 2004: 71)

O ponto de partida do estudo, para um determinado período, da condição de vulnerabilidade externa na esfera financeira pode ser feito abstraindo-se as diversas transações econômicas que irão influenciar na demanda e na oferta por divisas, exceto uma, que é decorrente do histórico de transações externas até então, ou seja, dos níveis

do passivo externo e do ativo externo. Isso porque se pode considerar que “independentemente” das atividades que irão se realizar no período estudado, esses estoques (ativo e passivo externo) geram um fluxo de rendas entre os países.

Dessa forma, adotando como um primeiro nível de abstração a condição de um país que não tenha, para o período estudado, “nenhuma” transação com outros países⁴, pode-se considerar que o passivo externo e o ativo externo é que irão determinar a oferta e a demanda de divisas. O motivo de tal metodologia é inferir, isolando os demais fatores, como a vulnerabilidade externa é determinada pelo fluxo de rendas decorrentes de sua posição patrimonial. Dito de outra maneira, um país com remunerações decorrentes de seu ativo externo maiores do que saídas por causa de seu passivo externo apresenta, abstraindo-se as outras transações, uma condição favorável devido a essa oferta de divisas. Já um país deficitário em rendas, antes mesmo das outras transações externas, já se depara com a necessidade de geração de divisas para fazer frente a essa saída de recursos.

Dessa maneira, o ponto central de nosso estudo sobre a vulnerabilidade externa, focada principalmente na esfera financeira, se dará através da análise do fluxo de divisas oriundos de fatores que não envolvem diretamente transações decorrentes do comércio de bens e serviços, mas, devido às posições dos estoques de passivo e ativo externos. Nessa análise, deve-se considerar não apenas as magnitudes dos valores acumulados (na forma de passivos e ativos externos), como também, as rentabilidades observadas dos mesmos. Até porque, por exemplo, um país 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.

Tal fato ocorreu nos Estados Unidos no ano de 2000. 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 desse país foram de apenas 331 bilhões de dólares. Ou seja, não obstante os Estados Unidos ostentarem um passivo externo maior que o ativo externo, ocorreu uma entrada líquida de rendas no

⁴ Por nenhuma transação pode-se entender como o caso de um país que não exporte ou importe mercadorias e serviços, tampouco realize algum tipo de movimentação financeira internacional.

ano de 2000 devido ao diferencial de rentabilidade entre os ativos e passivos externos. Portanto, essa economia apresentou um Efeito Rentabilidade favorável.

Feita essa primeira análise e constatado um primeiro condicionante em relação à oferta e demanda por divisas decorrentes do fluxo de rendas, pode-se retirar o primeiro nível de abstração realizado, ou seja, reintroduzir no atual estudo da vulnerabilidade externa as diversas formas de transações externas que não as rendas decorrentes das posições patrimoniais do passivo e ativo externo.

Dessa maneira, pode-se fazer uma divisão entre países que recebem rendas e aqueles que enviam rendas. Obviamente que os valores observados referentes a esses fluxos precisam ser relativizados, principalmente em relação à capacidade de geração de divisas em outras esferas. Porém, mesmo sem essa relativização, ainda é possível elencar diferenças entre os que enviam ou recebem rendas.

Assim, um país recebedor líquido de rendas terá uma oferta “inicial” de divisas que poderá ser utilizada nas diversas fontes de demanda pelas mesmas, como em *déficits* comerciais ou de serviços. Outra possibilidade é emprestá-las a países *deficitários*, aumentando seu ativo externo⁵. Ou seja, tal país parte de uma situação favorável, podendo ser considerado, sob este primeiro prisma, menos vulnerável externamente devido a essa disponibilização “inicial” de divisas. Um risco que tal país incorre, evidentemente, uma vez assumidas posições *deficitárias* em outras esferas (comerciais, de empréstimos, etc...), é do não pagamento dos fluxos de rendas esperados, causados, entre outros motivos, por dificuldades cambiais dos países devedores.

Já um país que envie renda para o exterior, devido a sua posição desfavorável em termos de passivo externo, tem a necessidade de gerar divisas para esse pagamento. Assim, pode-se considerá-lo mais vulnerável externamente do que se não tivesse essa “obrigação”. Dessa forma, restariam duas fontes alternativas para obtenção das divisas necessárias. Em primeiro lugar, pelo lado real da economia, através de *superávits* no comércio de bens e serviços, ou seja, fazendo com que uma parte da produção tenha que ser, liquidamente, transferida para o exterior. Uma segunda fonte, pelo lado financeiro,

⁵ Como demonstraremos adiante, esse superávit na conta de rendas, ou seja, das transações correntes, quando utilizado na conta financeira aumenta o ativo externo.

através da entrada líquida de capitais estrangeiros, ou seja, pelo aumento do passivo externo⁶, que, porém, está/estava na origem da necessidade de geração de divisas.

Assim, pode-se considerar como um importante fator definidor da vulnerabilidade externa 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, que muitas vezes são 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).

Isso pode ser feito através de incentivos econômicos para as exportações e/ou restrições às importações. Outra forma, referente à inserção externa pelo lado financeiro, pode ser obtida através da flexibilização da legislação concernente à mobilidade dos capitais internacionais, com o intuito de obter divisas com a entrada dos mesmos.

Contudo, em momentos de crise no âmbito internacional, essas possibilidades de geração de divisas se alteram, evidenciando as economias que são mais vulneráveis aos choques externos. Nessas situações, pode-se apontar que esses países enfrentam as seguintes dificuldades: precisam continuar honrando os pagamentos de rendas; parte do estoque do passivo externo pode sair do país, acentuando as necessidades por divisas; e, além disso, o comércio internacional tende a enrijecer, tornando mais difícil a geração de um saldo através do aumento das exportações. Ou seja, as crises internacionais dificultam a obtenção de “moeda forte”, fazendo com que os países que tenham que enviar renda sejam mais vulneráveis a choques externos.

Assim,

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 identificar um elemento de circularidade na vulnerabilidade externa, quando o estoque de passivo externo gera um fluxo de rendas,

⁶ Como demonstraremos, caso o déficit em transações correntes seja financiado por entrada de capital, aumenta-se o passivo externo.

e este fluxo só pode ser suprido pela entrada de recursos estrangeiros, ocasionando um aumento do passivo externo, e este, por sua vez, acaba gerando uma maior saída de rendas do que no primeiro momento...

Dessa maneira, tal circuito fica, corroborando com Lacerda, dependente dos financiamentos externos, podendo ser interrompido por forças alheias ao controle do país, ou seja, num claro indício de uma baixa capacidade de resistência a fatores desestabilizadores externos. Assim, um dos objetivos do trabalho será analisar possíveis elos de circularidade entre esses fluxos e estoques.

Adicionalmente, consideramos importante iniciar a análise da vulnerabilidade externa pelos fluxos gerados pela posição do ativo e passivo externo porque,

Na grande maioria dos modelos analíticos usados para o comércio internacional, investimento externo ou ajuste do balanço de pagamentos, encontra-se a hipótese simplificadora de que o serviço relativo a fatores de produção (rendas) é nulo (GONÇALVES, 1998:117; entre parênteses (rendas) foi acréscimo nosso).

Entretanto,

[...] do ponto de vista analítico, fica difícil um exame mais criterioso do movimento internacional de capitais (por exemplo, empréstimos bancários) ao se deixar de lado os fluxos de pagamentos sobre juros da dívida externa [...] e na forma de pagamentos de lucros e dividendos (GONÇALVES, 1998: 117)

Deste modo, pode-se perceber que muitos modelos de crise do Balanço de Pagamentos, como por exemplo, um dos mais importantes deles que é o de Krugman (1979), assumem que o déficit de transações correntes é igual ao da balança comercial, ou seja, consideram as rendas líquidas enviadas como nulas. Portanto, a conclusão que esses modelos invariavelmente chegam- insuficiência de poupança interna- deve ser qualificada, uma vez que partem de uma hipótese muito simplificadora.

1.2. Estrutura do Balanço de Pagamentos

Geralmente define-se o Balanço de Pagamentos (BP) como sendo o registro sistemático das transações entre residentes⁷ e não-residentes de um país durante

⁷ Teoricamente, são os agentes econômicos que possuem o respectivo país como centro de interesse.

determinado período de tempo, normalmente um ano. Dessa maneira, pode-se considerá-lo como uma mensuração de **fluxos**. Entretanto, algumas qualificações devem ser feitas a essa definição, como o fato de que um nome mais apropriado ao BP deveria ser “balanço de transações”, já que inúmeras operações não envolvem pagamentos diretos em moeda, ou de nenhuma espécie, como é o caso das transferências unilaterais (SIMONSEN & CYSNE, 2007: 66).

Estrutura do Balanço de Pagamentos

1. Balança Comercial

1.1.1 Exportações

1.1.2 Importações

2. Balanço de Serviços e Rendas

2.1 Serviços

2.1.1 Transportes

2.1.2 Turismo

2.1.3 Governo

2.1.4 Diversos

2.2 Rendas

2.2.1 Salário e Ordenado

2.2.2 Renda de Investimento Direto

2.2.3 Renda de Investimento em Carteira

2.2.4 Renda de Outros Investimentos (juros)

3. Transferências Unilaterais

4. Saldo das Transações Correntes: 1+2+3

5. Conta Capital e Financeira 6+7

6. Conta Capital

6.1.1 Transferências Unilaterais de Capital

6.1.2 Bens não financeiros não produzidos

7. Conta Financeira

7.1.1 Investimentos Diretos

7.1.2 Investimento em Carteira

7.1.3 Outros Investimentos

7.1.4 Derivativos

8. Erros e Omissões

9. Saldo Total do Balanço de Pagamentos 4+5+8

10. Transações Compensatórias

10.1.1 Operações de regularização

10.1.2 Atrasados

10.1.3 Demais

Fonte: Banco Central; Elaboração Própria. Obs: O Banco Central não faz a divisão entre capitais autônomos e compensatórios, sendo que as “Transações Compensatórias” (item 10) são incluídas em “Outros investimentos” (item 7.1.3).

Já em relação à estrutura do BP, dois grandes grupos se destacam (PAULANI & BRAGA, 2006): as Transações Correntes (item 4 da estrutura acima) e a Conta Capital e Financeira (item 5). No primeiro, encontra-se a movimentação de mercadorias, serviços e rendas, sendo dividido em três partes: 1) Balança Comercial, que envolve exportações e importações; 2) Serviços e Rendas, englobando entre outras: Viagens Internacionais; Transportes; Serviços Governamentais; Serviços Diversos; Renda de Investimento Direto; Renda de Investimento em Carteira; e Renda de outros Investimentos e 3) Transferências Unilaterais.

No que se refere à conta de Serviços e Rendas, cabe fazer uma menção de algumas modificações de nomenclatura introduzidas pela quinta versão do manual de balanço de pagamentos (MBP5), relativamente à versão anterior, e que tem sido utilizada pelo Banco Central brasileiro desde 2001⁸ (SIMONSEN & CYSNE, 2007:71). As versões mais antigas costumavam distinguir duas categorias: os serviços não-fatores, que eram os fretes, seguros, viagens internacionais e serviços governamentais; e os serviços fatores, que eram os juros, as remessas de lucros, os royalties, os aluguéis de equipamentos, os pagamentos de assistência técnica e as rendas do trabalho (SIMONSEN, 1974:79). Porém, as mencionadas modificações de nomenclatura denominaram os “serviços não fatores” de apenas “Serviços”, enquanto os “serviços fatores” passaram a ser denominados de “Rendas” (SIMONSEN & CYSNE, 2007:71).

Disso decorrem duas definições importantes. Em primeiro lugar, a soma do saldo da balança comercial com o saldo dos serviços (antigo serviços não-fatores (SIMONSEN, 1974:89)) apresenta como resultado a “transferência líquida de recursos para o exterior”, que, quando positivo, significa que a produção do país foi maior do que a absorção interna, e, quando negativo o contrário. Essa transferência demonstra o “hiato de recursos”⁹ da economia (SIMONSEN & CYSNE, 2007: 88-89).

A segunda definição apresenta que o saldo de rendas (antigo serviços-fatores (SIMONSEN, 1974:89 e 91)) mais o de transferências unilaterais determinam, quando negativo, a renda líquida enviada ao exterior¹⁰. Esse fato, muito recorrente no caso brasileiro, significa que o país pagou ao exterior pelo uso de fatores de produção pertencentes ao resto do mundo. Vale ressaltar que a renda líquida enviada ao exterior é

⁸ Para maiores detalhes dessas transformações ver (SIMONSEN & CYSNE, 2007: 71-72)

⁹ O “hiato de recursos” indica o excesso do que o país absorve sobre aquilo que produz, mas com sinal invertido em relação à transferência líquida de recursos (SIMONSEN, 1974:89). Ou seja, quando existe um hiato de recursos (positivo), significa que o país absorveu mais do que produziu, e, portanto, apresentou uma transferência líquida de recursos negativa.

¹⁰ Quando positivo determinam a renda líquida recebida do exterior.

um componente do déficit em conta corrente que a política econômica, no curto prazo, pouco pode afetar¹¹, já que, geralmente e em sua maior parte, corresponde a juros e remessas de lucros, determinados por obrigações herdadas do passado e decorrentes de investimentos realizados por estrangeiros no país (SIMONSEN & CYSNE, 2007:75 e 88).

O segundo grupo da estrutura do BP, o da “Conta Capital e Financeira”, é caracterizado pelos deslocamentos de moeda, créditos e títulos representativos de investimentos (SIMONSEN & CYSNE, 2007: 69), e é dividido nas seguintes principais contas: Investimentos Diretos; Investimentos em Carteira; Outros Investimentos; e Derivativos. Deste modo, a “Conta Capital” (item número 6 da estrutura do BP) não apresenta nenhuma conta entre as mais importantes, isso acontece porque os valores observados para as mesmas não são muito representativos.

Já o grupo da “Conta Financeira” (item 7 da estrutura do BP), tem uma importante subdivisão de contas, para efeito do saldo total do balanço de pagamentos. A primeira parte corresponde aos capitais autônomos, que são representados pelas entradas e saídas voluntárias de capital, sob a forma de investimentos diretos, investimentos de portfólio e outros empréstimos e financiamentos. Já a segunda, corresponde aos capitais compensatórios, utilizados para solucionar déficits do BP, e são representados pelos empréstimos de regularização¹², os atrasados¹³, e os demais¹⁴ (SIMONSEN & CYSNE, 2007: 75-77). Contudo, vale frisar que,

Na metodologia atualmente utilizada pelo Banco Central do Brasil não é feita uma distinção explícita, no balanço de pagamentos, entre capitais autônomos e capitais compensatórios. Além disso, o saldo total do balanço coincide, com o sinal invertido, com a conta de Haveres da Autoridade Monetária (Reservas) (SIMONSEN & CYSNE, 2007: 80-81).

Feita essa breve apresentação da estrutura do BP, cabe agora expor algumas das relações mais importantes que se tentará analisar nessa pesquisa. Em primeiro lugar, tentar-se-á indicar os fatores que influenciam na determinação dos valores apresentados em cada conta. No limite, pode-se dizer que praticamente todas as transações

¹¹ Quando se diz que “pouco pode afetar”, leva-se em conta os casos em que o país não adota controles para a saída de remessas ou até mesmo uma moratória dos juros.

¹² Destinados a cobrir déficits no BP, provindos do FMI e outras instituições (SIMONSEN, 1974:82).

¹³ Contas vencidas no exterior e não pagas pelo país (SIMONSEN, 1974: 82).

¹⁴ É constituído por: a-) haveres a curto prazo no exterior b-) ouro monetário c-) direitos especiais de saque d-) posição de reservas no FMI. Registram o movimento dos meios de pagamento internacionais à disposição do país (SIMONSEN, 1974: 76).

econômicas, pelo menos indiretamente, acabam afetando o BP. Assim, uma das primeiras e principais questões que se coloca é identificar, no período em análise, os fatores mais importantes a serem estudados, como possíveis transformadores dessas contas. Existem alguns, contudo, que parecem relevantes para qualquer período que se queira estudar, quais sejam, o sistema cambial vigente e a situação da economia internacional (que serão apresentados no segundo capítulo).

Esses dois fatores mencionados acabam sendo determinantes para o BP brasileiro, já que, na medida em que verificamos que as contas de Serviços e Rendas são estruturalmente deficitárias¹⁵, a situação da economia internacional vai influenciar diretamente na forma de cobertura desse déficit. Quando o cenário externo se apresenta de forma positiva, existe uma forte tendência de que saldos comerciais superavitários e/ou entradas de capitais sejam obtidos. Do contrário, diante de um cenário externo desfavorável, a economia brasileira, sob uma perspectiva histórica, sempre teve que empreender fortes mecanismos de ajuste, sendo que um dos mais importantes tem sido através do sistema cambial¹⁶.

Para o entendimento dos mecanismos de cobertura do já citado déficit estrutural da conta de Serviços e Rendas, será necessário um estudo das duas fontes possíveis de geração de divisas para o caso brasileiro. Em primeiro lugar, o saldo comercial e sua evolução, através da análise das pautas exportadoras e importadoras, em seus aspectos quantitativos, medidos em divisas e *quantum*, como também qualitativos, verificáveis através do grau de diversificação.

A segunda fonte possível de geração de divisas, a entrada de capitais, merece uma atenção especial pelo mencionado efeito circularidade sobre a vulnerabilidade externa que ela pode gerar. Isso acontece porque, o imaginável alívio que proporcionam no curto prazo, pela entrada de divisas, acaba sendo um dos principais mecanismos responsáveis pela manutenção e até agravamento do déficit estrutural da conta de Rendas, já que, posteriormente, provocam uma saída de capitais na forma de pagamentos de juros e remessas de lucros, além das amortizações. Dessa forma, se mostra necessário não só uma análise individualizada de cada uma das contas, mas também, das possíveis interações que elas possam apresentar ao longo do tempo.

¹⁵ Serviços e Rendas são estruturalmente deficitários porque apresentam déficits em todos os anos que existem dados disponíveis para os mesmos.

¹⁶ Seja através, por exemplo, de desvalorizações cambiais ou da adoção de um sistema de taxas múltiplas de câmbio.

1.3. Estrutura e Conceituação da Posição Internacional de Investimento (PII). Conceitos de Passivo Externo Líquido (PEL) e Dívida Externa Líquida (DEL).

Apresentamos abaixo a estrutura da Posição Internacional de Investimentos (PII). A PII do Brasil é igual à diferença entre os ativos externos brutos do país e seu passivo externo¹⁷ bruto. O cálculo e a apresentação¹⁸ da PII seguem a metodologia da quinta edição do Manual do Balanço de Pagamentos do Fundo Monetário Internacional (SIMONSEN & CYSNE, 2007: 71-72). A categorização dos estoques de ativos e passivos na PII corresponde aos componentes da conta financeira do Balanço de Pagamentos (BP): investimento direto, investimento em portfólio, derivativos e outros investimentos.

Estrutura da Posição Internacional de Investimento (PII)

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

(A) Ativo Externo Bruto (1+2)

1) Reservas Internacionais

2) Estoque de Investimento

2.1 Investimento direto estrangeiro

2.2 Investimento em carteira

2.3 Derivativos

2.4 Outros Investimentos

(B) Passivo Externo Bruto (3+4)

(3) Dívida Externa bruta

3.1 Títulos de renda fixa emitidos no exterior

3.2 Créditos comerciais

3.3 Empréstimos do exterior

(4) Estoque de Investimento¹⁹

4.1 Investimento direto estrangeiro

4.2 Investimento em carteira

4.3 Derivativos

4.4 Outros Investimentos

Fonte: Dívida Externa Bruta: CYSNE (2008: 3); Demais itens: Banco Central; (Elaboração própria)

¹⁷ “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).

¹⁸ Fizemos uma pequena alteração, que explicaremos adiante, para diferenciar as “Reservas Internacionais e a “Dívida Externa bruta” dos outros componentes dos ativos e passivos externos.

¹⁹ Vale a pena ressaltar que os 3 itens da Dívida externa bruta (títulos de renda fixa emitidos no exterior, os créditos comerciais e os empréstimos obtidos no exterior) fazem, originalmente, parte dos 4 itens do estoque de investimentos, e foram separados, por motivos que apresentaremos adiante. Sendo que “títulos de renda fixa emitidos do exterior” pertencem a “Investimento em carteira”. Já “créditos comerciais” e “empréstimos do exterior” pertencem a “Outros Investimentos”.

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

O cálculo da PII é relativamente recente, advindo de instruções da quinta edição do Manual do Balanço de Pagamentos do Fundo Monetário Internacional, 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: 2).

Ao simétrico, ou oposto, da PII, ou seja, o estoque de passivos externos menos o estoque de ativos externos constitui o Passivo Externo Líquido (PEL), de forma que o $PII = -PEL$ (SIMONSEN e CYSNE, 2007: 81). Existem duas maneiras diferentes de se calcular o PEL:

a) PEL1: O Passivo Externo Líquido 1 é calculado como igual ao déficit acumulado na conta corrente do balanço de pagamentos (DCCA) desde 1947 (CYSNE, 2008: 1). 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 disponibiliza os dados do BP brasileiro. Além disso, é suposto, por simplificação, um passivo externo líquido igual a zero em 1946 (SIMONSEN & CYSNE, 2007: 125). 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 simétrico da Posição Internacional de Investimento, ou seja, o estoque do passivo externo menos o estoque do ativo externo, de forma que o $PEL2 = -PII$, ou $PII = -PEL2$ (CYSNE, 2008: 1). Dessa maneira, além de retratar, como o PEL1, o histórico das transações correntes do país, o PEL2 incorpora os efeitos das alterações de valores, em termos da moeda de referência²⁰, dos passivos e ativos externos.

²⁰ No caso brasileiro, a moeda de referência que é utilizada na contabilização da PII é o dólar americano.

Para que cheguemos nesses conceitos de passivos externos (PEL1 e PEL2), utilizaremos as seguintes igualdades

$$(1) \quad STC = -SCF$$

$$(2) \quad PEL_t = -STC_t = SCF_t$$

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

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

$$(5) \quad Aext - Pext = PII = -PEL2$$

$$(6) \quad PEL2 = Pext - Aext$$

STC: saldo em transações correntes

SCF: saldo na conta financeira

X_t : Variável X no período t

PEL: Passivo Externo Líquido

PEL1: Passivo Externo Líquido1

PEL2: Passivo Externo Líquido2

DCCA: déficit acumulado na conta corrente do balanço de pagamentos

Aext: Estoque de Ativos Externos

Pext: Estoque de Passivos Externos

V: valorizações ou desvalorizações de ativos externos e passivos externos; monetizações ou desmonetizações de ouro; e alocações ou cancelamentos de DES.

PII: Posição Internacional de Investimento

Dessa maneira, identificamos 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, tem que ser financiado pela entrada de capitais estrangeiros²¹ no ano t,

²¹ Ou pela utilização de reservas internacionais, que também geram um aumento do Passivo Externo Líquido, pela queda do Ativo Externo.

gerando, conforme observamos em (2), um aumento do passivo externo no ano t . Porém, vale à pena observar que os fluxos financeiros por si só não alteram a PII. Isso fica evidente ao analisarmos, por exemplo, uma entrada de divisas decorrentes de um investimento em Bolsa de Valores quando as transações correntes estão em equilíbrio, sendo utilizadas, portanto, na formação de reservas. Neste caso, a transação tem um efeito nulo²² 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), podemos perceber que o somatório dos saldos em conta corrente geram o Passivo Externo Líquido 1, já que retratam a parcela do PEL de uma economia que se explica unicamente em função do histórico de transações entre residentes e não residentes (CYSNE, 2008: 3). Dessa maneira, o PEL1 pode ser entendido como o déficit acumulado²³ na conta corrente do balanço de pagamentos.

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. Destes três itens, segundo Cysne 2008,

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

Dessa maneira, pode-se dizer que o conceito do PEL1 é uma variável mais fácil de ser calculada do que o PEL2, já que basta somar os saldos das transações correntes disponíveis no Banco Central. Entretanto, apesar das dificuldades inerentes à obtenção dos valores do PEL2 (-PII), acreditamos que a tentativa de estimar seus valores pode contribuir para a análise da vulnerabilidade externa brasileira no período estudado (1953-1963). Portanto, um fator fundamental nesse trabalho será a metodologia utilizada para obter essas variações “V”, procedimento que será explicado na próxima parte.

²² Este efeito nulo na PII ocorre no momento da operação. Posteriormente, podem ocorrer variações no saldo da PII decorrentes de mudanças nos preços em que são denominados os ativos e passivos externos.

²³ Um superávit acumulado em conta corrente implica um Passivo Externo Líquido negativo.

Assim sendo, outro fator deve ser considerado, relativo à denominação dos itens que constituem a PII, já que,

[...] 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, não obstante a categorização dos estoques de ativos e passivos na PII corresponderem aos componentes da conta financeira do Balanço de Pagamentos (investimento direto, investimento em portfólio, derivativos e outros investimentos), optou-se por uma separação na estruturação da PII, de forma que distinguimos as Reservas Internacionais e a Dívida Externa (como podemos observar na estrutura da PII), das categorias restantes. Isso foi feito para facilitar a visualização de um dos mais importantes indicadores utilizados na mensuração da vulnerabilidade externa, que é a Dívida Externa Líquida (DEL), representada por (10). Assim, podemos considerar as seguintes identidades:

$$(7) \quad PEb = Dext + Eext$$

$$(8) \quad AEb = RES + Edom$$

$$(9) \quad PEL = (Dext + Eext) - (RES + Edom)$$

$$(10) \quad DEL = Dext - RES$$

$$(11) \quad PEL = DEL + (Eext - Edom)$$

PEb=Passivo Externo bruto

Dext: Dívida Externa bruta

Eext: Estoque de Investimento Estrangeiro no Brasil

AEb=Ativo Externo bruto

RES: Reservas Internacionais

Edom: Estoque de Investimento Doméstico no Exterior

PEL: Passivo Externo Líquido

DEL: Dívida Externa Líquida

Dessa maneira, em (9) destacamos que o Passivo Externo Líquido é a diferença entre o Passivo Externo bruto (7), sendo uma parte denominada em moeda internacional (Dívida Externa), e outra parte em moeda nacional (Estoque de Investimento Estrangeiro no Brasil), e o Ativo Externo bruto (8), que também segue uma divisão metodológica, de forma que as Reservas Internacionais, que são denominadas em moeda Internacional e podem ser utilizadas imediatamente em momentos de crise externa, sejam separadas do Estoque de Investimento Brasileiro no Exterior, que é denominado nas moedas dos países em que se localizam, porém, que não podem ser utilizados rapidamente em momentos de crise externa.

Já em (10), demonstramos o mencionado importante indicador que é a Dívida Externa Líquida (DEL), que é obtido pela Dívida Externa bruta subtraída pelas Reservas Internacionais²⁴, ou seja, por um passivo externo que é denominado em moeda estrangeira e pela parte do ativo externo que num momento de crise externa e de dificuldades cambiais podem ser imediatamente utilizados para amenizar o problema.

Assim, pelo motivo apresentado por Cysne na última citação, com esse indicador é possível uma boa aproximação das prováveis dificuldades que essa economia pode incorrer numa crise externa, já que, quanto maior a Dívida Externa Líquida, maiores serão os prejuízos causados por choques externos.

Entretanto, vale a pena ressaltar que o tamanho em si desse indicador (DEL) não é tão elucidativo, ganhando poder explicativo quando é relativizado, como, por exemplo, quando calculado em termos do PIB ou das exportações, uma vez que o relevante é a análise da capacidade de geração de divisas frente a esse estoque (Dívida Externa).

Outro fato que deve ser destacado é que o DEL não é o único indicador que deve ser utilizado na análise da vulnerabilidade externa. Isso porque, por exemplo, um país pode apresentar reservas internacionais maiores do que a Dívida Externa, ou seja, uma DEL negativa e ainda assim ser muito vulnerável externamente devido a um elevado passivo externo líquido nas outras contas (por exemplo, de investimentos estrangeiros

²⁴Quando as Reservas Internacionais são maiores que a Dívida Externa bruta temos uma Dívida Externa Líquida negativa.

na Bolsa de Valores). Neste caso, a utilização apenas da DEL poderia levar a conclusões enganosas a respeito da situação externa dessa hipotética economia.

Já em (11), apenas demonstramos que o Passivo Externo Líquido pode ser obtido pela soma entre a Dívida Externa Líquida e a diferença entre o Estoque de Investimento Estrangeiro no Brasil e o Estoque de Investimento Doméstico no Exterior.

Um último fator importante de se ressaltar é que o cálculo da PII (ou –PEL2) é relativamente recente, sendo que não existem informações disponibilizadas pelo Banco Central brasileiro para os períodos anteriores ao ano de 2001. Dessa maneira, a tentativa de elaboração dessas contas para o período analisado (1953-1963) será uma aproximação apenas, sendo que possíveis ajustes sejam necessários em pesquisas futuras. Também vale a pena frisar que muitas contas que a constituem não tinham movimentação no período, como, por exemplo, os investimentos em carteira.

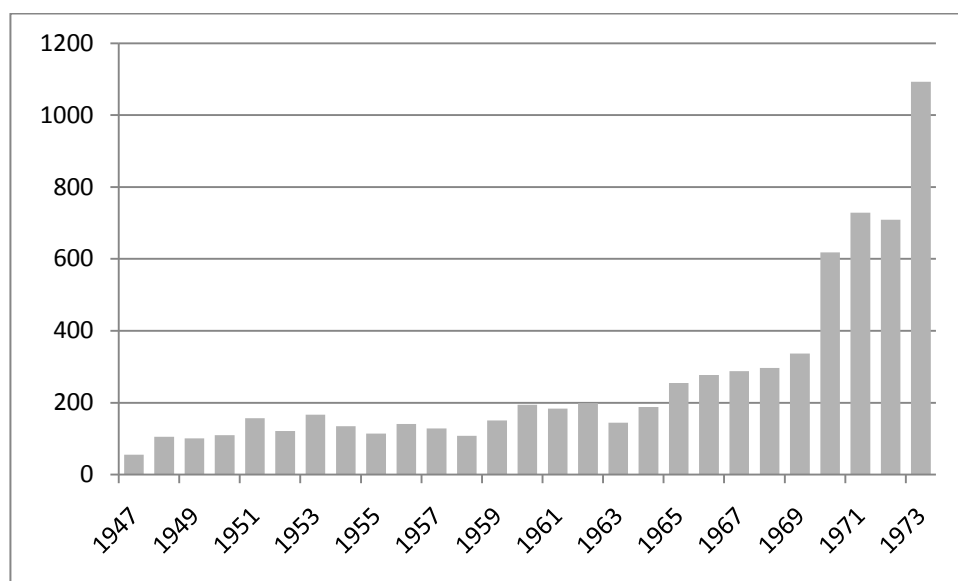
1.4. Qual a situação da Posição Internacional de Investimentos (PII) e do fluxo de Rendas da economia Brasileira?

Partindo de nossa hipótese de iniciar a análise da vulnerabilidade externa através dos 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, devemos identificar qual a situação da Posição Internacional de Investimentos (PII) da economia brasileira e dos fluxos decorrentes da mesma.

Dessa forma, e sob uma perspectiva histórica, identifica-se que o Brasil está no grupo dos países que enviam renda para o exterior, ou seja, o fluxo de saída de divisas decorrentes da remuneração do passivo externo é maior do que a da entrada das mesmas por causa do ativo externo. Pode-se perceber isso pelos gráficos 1 e 2, onde se mostra a renda líquida enviada ao exterior no período de 1947 a 2007²⁵. É de se notar que em todos os anos, sem exceção, o país teve uma saída de recursos para o pagamento de rendas, e a tendência ao longo do tempo é de crescimento desse valor.

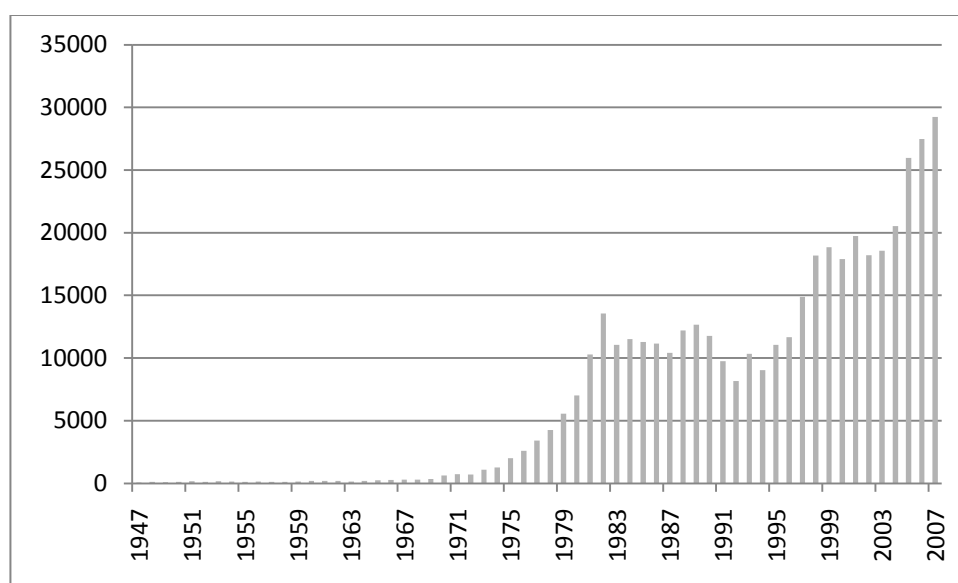
²⁵ O ano de 1947 é o primeiro ano que o Banco Central disponibiliza dados. Além disso, fizemos a divisão em dois gráficos porque os valores iniciais são muito menores do que os finais.

Gráfico 1- Renda Líquida Enviada (US\$ milhões), 1947-1973



Fonte: Banco Central, Elaboração Própria.

Gráfico 2- Renda Líquida Enviada (US\$ milhões), 1947-2007



Fonte: Banco Central, Elaboração Própria.

Dessa maneira, sob a ótica de nosso estudo, devemos considerar o Brasil na pior condição de vulnerabilidade externa, já que ele se encontra no caso que tem a necessidade de gerar divisas para o pagamento de rendas. Assim, de forma simplificada, e sem maiores aprofundamentos, podemos deduzir que a PII brasileira é negativa, ou seja, que o país apresenta um passivo externo líquido positivo.

Realmente, essa conclusão é corroborada pelos dados, como demonstraremos no terceiro capítulo. Deste modo, na próxima seção apresentaremos os fatores que levam um país a apresentar uma Posição Internacional de Investimentos negativa.

1.5. Os fatores que determinam a Posição Internacional de Investimentos.

No item referente à conceituação e estruturação da PII, foi demonstrado que a Posição Internacional de Investimentos é determinada basicamente por dois fatores: pelo histórico das transações correntes; e pelas variações “V” de valor, na moeda de referência, dos ativos e passivos externos²⁶. Assim, será desenvolvido nesta seção esses dois fatores transformadores desses estoques patrimoniais.

Para tanto, relembremos que a PII é o oposto do Passivo Externo Líquido. Este indicador pode ser calculado de duas formas, o PEL1, que retrata o histórico das transações correntes do país, e o PEL2, que incorpora ao PEL1 os efeitos das alterações de valores, em termos da moeda de referência, dos passivos e ativos externos.

O cálculo do PEL1 é mais fácil de ser obtido, e justamente por isso acaba sendo o mais utilizado. Entretanto, a utilização da PII, ou seja, do PEL2, apesar das dificuldades inerentes a obtenção de seus valores, parece ser mais apropriado para o estudo que pretendemos realizar.

Desta forma, iremos primeiramente focar na análise dos determinantes dos saldos em transações correntes, assim como apresentaremos diferentes visões sobre os significados de desequilíbrios nessas contas, as diferentes dinâmicas possíveis das mesmas e os efeitos do sistema cambial e da mobilidade de capitais sobre as transações correntes. Depois, partiremos para o estudo das causas das variações de valor dos estoques dos passivos e ativos externos que não envolvem diretamente transações entre residentes e não residentes e os determinantes da Posição Internacional de Investimentos.

²⁶ Variações de valor que não estão associadas, diretamente, aos fluxos das transações correntes.

1.5.1. Determinantes dos Saldos nas Transações Correntes.

Poucos agregados macroeconômicos recebem tanta atenção como as transações correntes do Balanço de Pagamentos. É curioso como um desequilíbrio nessa conta é tratado algumas vezes como algo benéfico e outras como maléfico, dependendo do foco da análise (PITCHFORD, 1995: 3).

Entretanto, já que essas análises são ligadas por identidades, as diferentes interpretações sobre os benefícios líquidos finais não podem estar todas corretas ao mesmo tempo (PITCHFORD, 1995: 3). Dessa maneira, segundo Pitchford, seria muito importante ter clareza sobre esse problema, já que os governos tenderiam a utilizar políticas econômicas visando interferir no equilíbrio das transações correntes.

Assim, mostraremos brevemente algumas das principais identidades²⁷ que são utilizadas para pautar o debate referente ao equilíbrio em economias abertas.

- (1) $Y = C + I + G + (X - M)$
- (2) $C + S + T + RL = Y$
- (3) $(I - S) + (G - T) + \{(X - M) - RL\} = 0$
- (4) $C + I + G = AD$
- (5) $C + S + T = RD$
- (6) $\{(X - M) - RL\} = TC$
- (7) $(AD - RD) + TC = 0$
- (8) $NFP + NFG + NFRM = NF = 0$

Y: produto

C: consumo

S: poupança

I: investimento

G: gastos do Governo

(X - M): saldo das transações de bens e serviços

S: poupança

T: taxas e impostos

²⁷ Nesta parte, as identidades começam do número 1 novamente.

(I-S): setor privado
 (G-T): setor governo
 {(X-M)-RL}: setor resto do mundo
 RL: renda líquida enviada ao exterior
 AD: absorção doméstica de bens domésticos
 RD: renda doméstica
 TC: saldo transações correntes
 NFP: necessidade de financiamento do setor privado
 NFG: necessidade de financiamento do setor governo
 NFRM: necessidade de financiamento do setor resto do mundo (setor externo)

A identidade (1) demonstra a demanda por bens domésticos, e podemos perceber que o produto²⁸ é igual ao consumo (das famílias) mais os investimentos (das empresas) somados ao gasto do governo mais o saldo das transações de bens e serviços. Se utilizarmos (4) veremos que os três primeiros membros (C, I e G) representam a absorção doméstica de bens domésticos²⁹.

Já em (2) encontramos a destinação da renda dessa economia, que é dividida entre o consumo, a poupança, os impostos e a renda líquida enviado ao exterior³⁰. Entretanto, caso queiramos a renda doméstica deparada em (5), devemos subtrair de “Y”, na identidade (2), a renda líquida enviada ao exterior (RL), de forma que “ $RD = Y - RL$ ”³¹ (renda doméstica é igual o produto menos a renda líquida enviada ao exterior).

Já pela subtração entre (1) e (2) obtemos (3), ou seja, a demanda por bens domésticos menos a destinação da renda. Dessa maneira, podemos segmentar a economia em três setores (privado, governo e resto do mundo), e analisar suas demandas por bens domésticos em relação à sua renda disponível. Dito de outra maneira, segundo Araujo, “os gastos [...] são contrapostos com a poupança interna de cada setor institucional, resultando na identificação de sua capacidade (poupança superior a investimento) ou necessidade de financiamento (caso contrário).” (Araujo, 2001:113).

²⁸ Em equilíbrio, o produto é igual a demanda por bens domésticos.

²⁹ As importações representam demanda doméstica por bens do estrangeiro. Já as exportações significam uma demanda estrangeira por bens domésticos.

³⁰ Conforme já mencionamos, uma renda líquida enviada negativa representa um recebimento de renda.

³¹ Mais adiante discutiremos essa importante identidade para o nosso trabalho.

Assim, quando, por exemplo, “ $I > S$ ” (investimento do setor privado é maior do que a poupança do setor privado), significa que o setor privado demandou além de sua renda, portanto, apresenta uma necessidade de financiamento. Tal montante de recursos poderia provir, por exemplo, caso o “ $G < T$ ” (gastos do governo sejam menores do que a arrecadação de impostos), ou seja, quando o setor governo tem uma capacidade de financiamento, que é utilizado pelo setor privado.

Em relação ao último setor, o resto do mundo, cabe uma explicação um pouco mais detalhada para o correto entendimento de seu significado. Na verdade, as identidades que envolvem esse setor ficam mais intuitivas se tivermos clareza a complementaridade entre o setor doméstico e o setor externo, sendo que os dois apresentam resultados opostos. Dessa maneira, segundo Araujo, “ [...] o setor doméstico é fornecedor ou tomador de liquidez internacional para o período de tempo em estudo [...]” (ARAUJO, 2008: 267).³²

Assim, como podemos perceber por (6), “ $\{(X - M) - RL\}$ ” é igual o saldo das transações correntes. De tal modo, quando seu resultado é positivo, ou seja, “ $X > (M + RL)$ ” (as exportações são maiores do que a soma das importações e da renda líquida enviada ao exterior), significa que o setor resto do mundo absorveu mais bens domésticos liquidamente do que recebeu de rendas enviadas, logo, tem uma necessidade de financiamento, o que expressa, por outro lado, que a economia doméstica tem uma capacidade de financiamento.

Já quando as transações correntes apresentam resultado negativo, ou seja, “ $X < (M + RL)$ ” (as exportações são menores do que a soma das importações e da renda líquida enviada ao exterior), denota que o setor resto do mundo absorveu menos bens domésticos liquidamente do que recebeu de rendas enviadas, portanto, apresenta uma necessidade de financiamento negativa, o que significa uma capacidade de financiamento, em contraposição à necessidade de financiamento da economia doméstica.

Tal relação pode ser visualizada em (7), quando mostramos que se “ $AD > RD$ ” (absorção doméstica for maior que a renda doméstica), as transações correntes precisam ser negativas no mesmo montante dessa diferença para que o resultado encontrado na identidade seja igual a zero.

³² No primeiro caso, quando o setor doméstico for tomador de recursos, o setor externo será fornecedor. E vice-versa.

Neste ponto, cabe uma menção do significado das identidades (3), (7) e (8) apresentarem como resultado o valor zero. Com isso, assume-se uma condição de equilíbrio entre a demanda por bens domésticos e a renda disponível para essa demanda por parte dos setores mencionados. Além disso, é decorrente da já citada complementaridade entre o fluxo de bens, serviços e rendas entre a economia doméstica e o setor externo.

Dessa maneira, em (8) evidenciam-se, conforme já havíamos adiantado, a segmentação das necessidades e capacidades de financiamento dessa economia por setor, de forma que: a necessidade de financiamento do setor privado é “I - S”; a necessidade de financiamento do setor governo é “G - T”; e a necessidade de financiamento do setor resto do mundo (setor externo) é “(X - M) - RL”.

Assim o sendo, como a soma das três necessidades apontadas em (8) tem que dar o valor zero, isso significa que uma necessidade de financiamento de um setor tem que ser suprida por outro. Deste modo, pode-se perceber como os diferentes setores, para que o equilíbrio seja mantido, se financiam, ou seja, quando, por exemplo, o governo gasta mais do que arrecada em impostos e é financiado pelo setor privado.

Deste modo, esse equilíbrio entre a economia doméstica e o setor externo sempre ocorre, já que, até por se tratar de uma identidade, necessariamente um setor irá financiar o outro, ou seja, é impossível um excesso de absorção interna sobre a renda doméstica senão através de um déficit nas transações correntes. Assim, antes de introduzirmos os significados dos desequilíbrios nas transações correntes, é importante reenfatar a ligação entre o desequilíbrio de financiamento interno e o déficit nas transações correntes.

Podemos considerar que as necessidades de financiamento da economia doméstica precisam ser supridas de alguma forma. Entretanto, o que nos interessa é analisar o caso em que esse financiamento é obtido através da entrada de capitais externos na conta capital e financeira do BP.

Essa necessidade de financiamento pode ser analisada pelas seguintes identidades (ARAUJO, 2008: 269-270):

Lado real:

$$(9) \quad NFD = STC + SCC$$

$$(10) \quad STC = BC + BSR + TU$$

$$(11) \quad SCC = ANPNF + TK$$

Pelo lado financeiro:

$$(12) \quad NFD = SCF + EO$$

$$(13) \quad SCF = ID + IC + De + OI + AR$$

NFD: necessidade de financiamento do setor doméstico

STC: saldo em transações correntes

BC: balança comercial

BSR: balanço de serviços e rendas

TC: transferências correntes

BSR: balanço de serviços e rendas

TU: transferências unilaterais

SCC: saldo da conta de capital

ANPNF: aquisição de ativos não produzidos não financeiros

TK: transferências de capital

SCF: saldo na conta financeira

ID: investimento direto

IC: investimento em carteira

De: derivativos

OI: outros investimentos

AR: ativos de reserva

EO: erros e omissões

Dessa maneira, a necessidade de financiamento do setor doméstico (NFD) está descrita tanto do lado real como financeiro. Do lado real, observamos os agregados correspondentes às despesas associadas a gastos correntes e em ativos fixos, e, como demonstraremos, geralmente apresenta uma necessidade de financiamento no caso brasileiro. Tal fato é obtido pelo lado financeiro, onde se registram as variações nos ativos e passivos externos que explicam a mudança da PII.

Assim, em (9) é mostrado que a necessidade de financiamento do setor doméstico é igual o saldo em transações correntes mais o saldo da conta de capital. Este último, conforme já havíamos descrito no item referente ao BP, apresenta valores pouco expressivos, de forma que iremos focar a análise nas transações correntes.

Outro ponto importante de se destacar é que em (9) podemos assumir que as necessidades de financiamento do setor privado e do setor governo já estão incorporadas ao saldo de transações correntes, afinal, se desenvolvermos (7) conforme abaixo,

$$(7) \quad (AD - RD) + TC = 0$$

$$(7.1) \quad TC = (RD - AD)$$

Assim, percebemos por (7.1) que o saldo das transações correntes é igual a renda doméstica menos a absorção doméstica. E, para relacionar a necessidade de financiamento com os desequilíbrios internos, utilizamos e desenvolvemos (8),

$$(8) \quad NFP + NFG + NFRM = NF = 0$$

$$(8.1) \quad NFRM = -(NFP + NFG)$$

Deste modo, caso o saldo em transações correntes apresente um resultado negativo, ele é decorrente de uma necessidade de financiamento (NF) dos setores domésticos.

Neste caso, essa NF será suprida, conforme (12), pelo saldo na conta financeira mais os erros e omissões. Desconsiderando esses últimos (supondo erros e omissões como igual a zero), a explicação pode ser encontrada em Araujo, já que, “*A conta financeira tem por função específica mostrar por quais instrumentos a capacidade de financiamento é empregada ou como a necessidade de financiamento é satisfeita. Esses valores são idênticos ao saldo final das contas não financeira [...]*” (ARAUJO, 2001: 113).

Relembrando que são os movimentos da conta financeira que afetam a PII, chega-se a conclusão que os déficits das transações correntes, quando financiados pela entrada de capitais estrangeiros, aumentam o passivo externo. Ou seja, o acúmulo de um passivo externo líquido elevado é em parte explicado pelas necessidades de financiamento da economia doméstica.

Dessa maneira, passemos para os significados desses desequilíbrios nas transações correntes³³. De acordo com Pitchford (1995), podemos encontrar três visões diferentes a respeito dos mesmos:

1) um julgamento favorável a esses desequilíbrios é feito por aqueles que reconhecem que essa situação permite que ocorram diferenças entre as taxas nacionais de investimento e de poupança, ou seja, que através da mobilidade de capitais, um país que tenha uma baixa taxa de poupança, por exemplo, possa obter maiores níveis de

³³ Utilizaremos na explicação das diferentes visões as identidades e os termos apresentados nas mesmas.

investimento através da absorção de recursos do exterior, e dessa maneira incorra em déficit nas transações correntes.

2) se as transações correntes forem vistas como a utilização líquida de divisas, os déficits são geralmente vistos como um problema macroeconômico, especialmente de gerenciamento de taxas de câmbio, que têm que ser resolvidos.

3) uma terceira interpretação se preocupa com o fato de que esses desequilíbrios são uma fonte de aumento de obrigações com investidores estrangeiros.

Segundo a primeira visão apresentada, o déficit das transações correntes pode ser demonstrado como idêntico ao excesso do investimento privado sobre a poupança privada mais o déficit fiscal do governo ($TC = (I - S) + (G - T)$). Supondo esse último como igual a zero ($G - T = 0$), temos que o referido déficit em transações correntes demonstra a diferença entre o investimento e a poupança no setor privado ($TC = I - S$).

Esse valor (déficit das transações correntes), segundo essa visão, não deveria ser igual a zero. Isso porque consideram, por exemplo, que se um país não deve financiar seus investimentos com empréstimos externos, não teríamos motivos para defender empréstimos entre regiões de um mesmo país, ou de geração para geração. Tal negação seria um erro, já que emprestar e tomar emprestado seriam a essência do sistema capitalista (PITCHFORD, 1995: 8).

Prosseguindo, alegam que toda forma de investimento apresenta alguma forma de financiamento. A diferença de fazer isso com recursos externos é que ele envolve também o risco cambial, tanto para quem assume o débito como para quem fornece o crédito, decorrentes de variações nas taxas de câmbio, e do risco soberano para os emprestadores, causados pelas dificuldades de cobranças em países diferentes do de sua origem (PITCHFORD, 1995: 11). Assim, por essa visão, aparentemente os credores correriam mais riscos até do que os devedores.

Continuando com a primeira visão apresentada, e deixando de supor que os déficits fiscais do governo são nulos ($G - T \neq 0$), afirma-se que alterações nos gastos do governo ou na arrecadação de impostos induziriam alterações nos gastos privados, o que também influiria nas transações correntes. Dessa maneira, apesar da identidade da renda nacional apontar uma forte relação entre o déficit fiscal e o déficit em transações correntes, não poderíamos afirmar que uma redução do déficit fiscal iria implicar uma mudança aproximada do déficit em transações correntes (PITCHFORD, 1995: 10).

Estes governos que incorrem em déficit orçamentário ($G > T$) podem financiá-lo de duas maneiras (BLANCHARD, 2007:464). Em primeiro lugar, por meio de um

empréstimo, através da emissão de títulos (BLANCHARD, 2007:464). Este pode ser de um agente nacional ou internacional, fazendo com que a dívida do governo aumente (no segundo caso, o empréstimo internacional, ocorre através do aumento do passivo externo).

A segunda forma de financiamento do déficit orçamentário é quando o governo emite títulos e faz com que o Banco Central os compre, e este o faz com a criação de moeda, num processo chamado de monetização da dívida. A receita real obtida com essa criação de moeda é chamada de senhoriagem (BLANCHARD, 2007:465). Nesse caso, não ocorre aumento da dívida do governo, porém, existe uma pressão inflacionária. Além disso, esse tipo de receita é uma espécie de imposto inflacionário, já que retira recursos de outros setores em benefício do governo, sendo que poderíamos considerá-lo como um aumento em “T” na identidade (3), alterando a necessidade de financiamento do setor governo que é “G - T” (demonstrada em (8)).

Entretanto, nesse trabalho pretendemos focar na análise do componente NFRM (necessidade de financiamento do setor resto do mundo), que pela identidade (8) pode ser entendida como $(X - M) - RL$, ou seja, pelo saldo das transações de bens e serviços menos a renda líquida enviada ao exterior. Mais especificamente, uma análise da relação entre a NFRM e seus efeitos sobre o Passivo Externo Líquido. Sobre o assunto, Cysne escreve que,

[...] Em particular, o PEL1³⁴ 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).

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 interna³⁵ 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

³⁴ PEL1: Passivo Externo Líquido 1, demonstrado na parte referente a estrutura da Posição Internacional de Investimentos.

³⁵ O investimento é um dos componentes da demanda.

definido, ser deficitário, devido ao pagamento de juros **(ou melhor dizendo, 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).

Apesar das duas visões 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, percebemos que as rendas líquidas enviadas ao exterior são muito importantes na análise desse déficit externo.

Desta maneira, nos parece fundamental analisar a próxima identidade,

$$(14) \quad RD = Y - RL = PNB$$

PNB: Produto Nacional Bruto

RD: Renda Doméstica

RL: Renda Líquida Enviada

Y: Produto

Como fica evidente em Cysne, o déficit das transações correntes só ocorrerá caso a absorção de bens e serviços seja superior ao Produto Nacional Bruto. Entretanto, o ponto que intentamos destacar, através de (14), é que o PNB é afetado pela renda líquida enviada ao exterior (RL). Ou seja, nas análises que se referem a um excesso de investimento sobre a poupança, não encontramos 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 investimentos estrangeiros, ou, dito de outra maneira, pode-se considerar essa economia como perdulária, vide as “receitas” de melhoria das contas externas preconizadas pelo FMI³⁶. Em relação às mesmas,

³⁶ “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).

Após inúmeros problemas associados à crise asiática³⁷, os governantes dos países desenvolvidos chegaram a uma conclusão óbvia: os acordos e os recursos do FMI são incapazes de resolver problemas de balanço de pagamentos que têm, na origem, um extraordinário desequilíbrio de estoque vinculado à dívida externa (GONÇALVES, 2005: 170).

Assim, se atentarmos ao fato de que as rendas líquidas enviadas ao exterior exercem 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 “constante” perda de renda por parte dos países deficitários em rendas³⁸, acentuando ou até mesmo causando a situação de “insuficiência de poupança”.

Dessa maneira, ressaltados os efeitos das saídas de rendas sobre a vulnerabilidade externa, introduziremos no debate a segunda visão apresentada anteriormente por Pitchford, ou seja, a que alega que se as transações correntes forem vistas como a utilização líquida de divisas, os déficits são geralmente vistos como um problema macroeconômico.

Isso porque, diferentemente dos países credores internacionalmente, podemos considerar que os mais vulneráveis, ou seja, nos países que enviem rendas, “[...] *as restrições ao crescimento econômico se manifestam quando diminuem as disponibilidades de divisas externas, revelando que a restrição externa certamente possui um papel significativo no baixo desempenho econômico do Brasil [...]*” (SOUZA JR. & JAYME JR., 2002: 2).

Assim, os desequilíbrios em transações correntes não devem ser analisados apenas como uma diferença entre poupança e investimento. Isso porque existem diferenças na capacidade de obtenção de divisas entre os diferentes países. Contudo, nem sempre essas são levadas em conta no campo teórico, como fica evidente no trecho abaixo,

Poucos modelos de crescimento econômico foram desenvolvidos para analisar, especificamente, economias de países em desenvolvimento. Em um desses modelos, o modelo de dois hiatos [...] existem dois entraves importantes ao investimento e, por conseguinte, ao crescimento econômico de países em desenvolvimento, o hiato de divisas e o hiato de poupança. É

³⁷ A crise asiática ocorreu no final dos anos 90. Para mais detalhes, ver Carneiro (2002).

³⁸ Dessa maneira, um dos indicadores que mostraremos no terceiro capítulo será as rendas enviadas em relação ao PIB, como detalharemos adiante.

uma tentativa de estender a formulação de Harrod-Domar³⁹, incorporando o conceito de “estrangulamento externo” desenvolvido por economistas da Comissão Econômica para América Latina e Caribe (CEPAL) (SOUZA JR. & JAYME JR., 2002: 2).

Esse modelo de dois hiatos ressalta que um país pode ter restrições ao crescimento econômico decorrentes de uma incapacidade de obtenção de divisas, como no caso de um acesso limitado ao mercado de capital internacional. Tal restrição (ao crescimento econômico) poderia ser decorrente de dois motivos. Em primeiro lugar, quando o hiato de divisas limita as importações, que são fundamentais para o desenvolvimento desses países. Em segundo lugar, o país devedor pode passar da situação de receptor líquido de recursos, em que, a entrada de recursos estrangeiros pela conta financeira é maior do que a saída de rendas, para a situação em que é forçado a transferir parte da renda doméstica aos credores estrangeiros num montante mais elevado do que a entrada de capital internacional, ou seja, essa incerteza na questão da disponibilidade cambial poderia desestimular o processo de acumulação desses países devedores (SOUZA JR. & JAYME JR., 2002: 2).

Assim o sendo, uma idéia que podemos considerar implícita nesse raciocínio de dificuldades de geração de divisas é o fato de que não é possível, necessariamente, a transformação automática de moeda doméstica em divisas, devido à questão da conversibilidade das moedas. Tal conceito é explicado no trecho abaixo,

O conceito de conversibilidade refere-se à aceitação das moedas nacionais como meio de pagamento, unidade de conta e de denominação dos contratos, e ativo de reserva no sistema monetário internacional [...] Contudo, existem diferentes graus de conversibilidade (PRATES & CINTRA, 2007: 14).

Desse modo, existem diferenças entre os países em relação a sua capacidade de conversibilidade, conforme fica evidente na continuação do trecho (mostrado abaixo). Contudo, vale a pena frisar que a citação abaixo está se referindo a um período diferente do nosso estudo, quando o sistema monetário internacional vigente já era o padrão dólar. Porém, acreditamos que a idéia da assimetria de poder de conversibilidade é válida para nosso trabalho,

³⁹ “[...] *que analisava a relação entre o crescimento econômico e a oferta de poupança [...]*” (SOUZA JR. & JAYME JR., 2002: 3).

Na hierarquia de moedas, somente o dólar, enquanto moeda-chave, desempenha integralmente essas três funções e, assim, tem o maior grau de conversibilidade. O dólar é a moeda utilizada, preponderantemente, nas transações monetárias (meio de troca) e financeiras, bem como o ativo mais líquido e seguro, portanto, mais desejado pelos agentes como ativo de reserva e “receptáculo” da incerteza [...] (PRATES & CINTRA, 2007: 14)

Esse conceito de hierarquia das moedas faz todo sentido no contexto de nosso trabalho, já que certas economias apresentam maiores dificuldades de solucionar seus problemas de escassez de divisas, especialmente os devedores do sistema, como fica evidente no trecho,

[...] ao realçar a importância do ‘poderio financeiro’ para determinar a maior ou menor liberdade de execução das políticas monetárias, Keynes estava apontando para a hierarquia entre as moedas nacionais. Pretendia sublinhar a capacidade inferior das economias devedoras e ‘dependentes’ de atrair recursos livres para a aquisição de ativos e bens denominados na moeda nacional. Dessa diferença de poder financeiro nascem importantes assimetrias nos processos de ajustamento de balanço de pagamentos entre países credores e devedores [...] (PRATES & CINTRA, 2007: 7)

Do trecho acima fica muito bem ilustrado a questão entre a hierarquia das moedas e as dificuldades de ajustamento das contas externas dos países. Uma questão que surge, referente a esse trabalho, é se existe alguma relação entre os países que enviam rendas ao exterior, como é o caso brasileiro, e a hierarquia das moedas.

Essa questão é muito pertinente. Contudo, obviamente que ela é muito ampla para ser resolvida aqui, já que envolveria a análise de diversos países em relação a essas variáveis. Não obstante, parece-nos evidente que países que sejam devedores, ou seja, com passivos externos líquidos elevados, e que enviem rendas ao exterior, devam ocupar uma posição não muito privilegiada na hierarquia das moedas. Porém, vale a pena ressaltar que nesse debate, no caso de um país emissor de uma moeda que seja o lastro do sistema monetário internacional, talvez os fatos sejam um pouco diferentes.

Já a terceira visão (mostrada por Pitchford) sustenta que, quando se apresentam déficits em transações correntes, surgem indagações decorrentes do aumento do endividamento externo líquido. Entretanto, segundo Pitchford (1995), tal argumentação não teria base, a não ser que se demonstrasse que existe uma perda, atual ou potencial, de bem estar decorrente dessa situação. Neste caso, medidas teriam que ser tomadas pra enfrentar os problemas que esse endividamento gera, e não apenas sob seu nível, já que conclusões sobre o nível de endividamento externo de um país não fariam sentido caso não analisássemos os custos incorridos dessa condição (PITCHFORD, 1995: 10).

Isso porque, segundo Pitchford, para um país importador líquido de capitais o nível de equilíbrio das transações correntes seria um déficit igual a essa entrada de capitais. Entretanto, de acordo com o autor, o equilíbrio externo costumaria ser tratado como o equilíbrio das transações correntes, e não do balanço de pagamentos, quando na verdade seria o equilíbrio deste último que significaria a manutenção de um nível estável de reservas no curto prazo. (PITCHFORD, 1995: 4).

Contudo, obviamente que Pitchford não leva em conta em sua argumentação questões como a conversibilidade e hierarquia das moedas. Caso o fizesse, ficaria mais fácil demonstrar que existe uma perda, atual ou potencial, de bem estar decorrente dessa situação de possuir um passivo externo líquido, ou seja, de ficar dependente da entrada de capitais estrangeiros para poder “fechar” o Balanço de Pagamentos. Além disso, podemos observar outra questão que envolve os estoques externos, como no trecho abaixo,

[...] 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).

Dessa maneira, caso levemos em conta que “[...] *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), fica evidente que a acumulação de um passivo externo significa aumentar a vulnerabilidade externa, ou seja, a diminuição do poder efetivo e uma perda de bem estar decorrente dessa situação.

Assim, feita a discussão dos determinantes dos desequilíbrios das transações correntes e sobre o significado dos mesmos, seguiremos através da análise das diferentes dinâmicas das transações correntes, ou seja, das diferentes combinações possíveis de superávits e déficits que formam essa conta e suas implicações.

1.5.2 Diferentes Dinâmicas das Transações Correntes.

Como foi demonstrado na parte anterior, os saldos das transações correntes são determinantes nos resultados observados na Posição Internacional de Investimentos. Assim, apresenta-se nessa seção um indicador que fornece o sentido desses saldos de transações correntes em termos de superávit ou déficit, contudo, sem fornecer a magnitude desses valores. Com ele, proporciona-se um indício da tendência de aumento

ou diminuição da PII⁴⁰, já que um saldo negativo em transações correntes tende a gerar uma elevação no passivo externo líquido, o oposto ocorrendo no caso de um saldo positivo.

Assim, no Quadro 1 foi feita uma divisão das diferentes combinações de superávits (+) e déficits (-) possíveis das transações correntes em relação aos superávits e déficits das seguintes contas: balança comercial, de serviços e de rendas.

Assim, cada linha representa uma dinâmica diferente, sendo que, por exemplo, a dinâmica 3 (primeira coluna da tabela) representa um superávit nas transações correntes (quinta coluna), originados por um déficit na conta de serviços (terceira coluna) e por superávits na balança comercial (segunda coluna) e de rendas (quarta coluna).

Quadro 1- Diferentes Dinâmicas de Transações Correntes (+ superávit) e (- déficit)

Dinâmica	BC	S	R	TC
1	+	+	+	+
2	-	+	+	+
3	+	-	+	+
4	+	+	-	+
5	-	-	+	+
6	-	+	-	+
7	+	-	-	+
8	-	+	+	-
9	+	-	+	-
10	+	+	-	-
11	-	-	+	-
12	-	+	-	-
13	+	-	-	-
14	-	-	-	-

Fonte: Elaboração Própria

BC: *Balança Comercial*

S: *Serviços*

R: *Rendas*

TC: *Transações Correntes*

+: *Superávit*

-: *Déficit*

Como se pode observar no Quadro 1, foram levantados 14 diferentes tipos de dinâmicas de transações correntes⁴¹. Entretanto, algumas considerações têm que ser feitas a essa metodologia:

⁴⁰ Não é definitivo porque podem ocorrer, conforme demonstrado, variações de valor na PII não decorrentes de transações realizadas no BP.

⁴¹ Uma combinação de 4 variáveis por 4 apresenta 16 diferentes resultados. Nesse caso, não é possível que tenhamos superávits em BC, S e R ao mesmo tempo de um déficit em TC. O caso inverso também não é possível, resultando em 14 combinações.

- A classificação das dinâmicas das transações correntes ficou com os superávits dessa conta distribuídos entre as dinâmicas de 1 a 7, e os déficits de 8 a 14.

-A classificação das contas em superávit e déficit não demonstra a magnitude dos valores. Entretanto, é uma demonstração de como se estrutura o Balanço de Pagamentos, mais especificamente no caso as contas das Transações Correntes. Dessa forma, não se pode dizer, necessariamente, que se trata de uma classificação ordinal. Por exemplo, um superávit da dinâmica de número 3 pode não ser melhor/maior do que um da classificação 5.

-Porém, tentou-se, dentro do possível, construir uma classificação ordinal, com os supostos de que: superávits são melhores do que déficits; classificação das dinâmicas em ordem decrescente⁴²; quanto maior o número de contas apresentando superávit, melhor, já que indicam uma maior diversificação na possibilidade de geração de saldos positivos; e sendo a importância relativa de cada uma das 3 contas (BC, S e R) muito variável, o ordenamento seguiu o seguinte critério de importância: $R > S > BC$ ⁴³.

-O caso de superávit nas três outras contas utilizadas (BC, S e R) ficou num extremo da classificação, na dinâmica 1. Já o triplo déficit ficou na outra, com a classificação da dinâmica 14.

-Os casos de dois superávits nas três contas (BC, S e R) que também apresentaram superávit nas transações correntes ficaram logo na sequência da dinâmica 1 (com as dinâmicas: 2; 3; e 4), sendo considerados “melhores” do que a combinação com apenas um superávit nas três contas (BC, S e R) que também apresentam superávit nas transações correntes (que são as dinâmicas: 5, 6 e 7).

-Foram escolhidas apenas três contas (BC, S e R) das transações correntes. A omissão das transferências unilaterais é por uma questão de simplificação, apesar dessa rubrica ser muito relevante em alguns países.

Dessa forma, essa metodologia demonstra como evoluem as dinâmicas das transações correntes de cada país ao longo do tempo. Pode-se assumir que aqueles que se mantiverem por um período muito longo acima da dinâmica de número 7, ou seja, que são deficitários em transações correntes, provavelmente estarão agravando sua

⁴² Ou seja, a número 1 é melhor do que a 14.

⁴³ Essa escolha não se baseou em nenhum estudo prévio, e envolve certa dose de arbitrariedade. Contudo, podemos dizer que a escolha das rendas como o primeiro critério definidor foi por estarmos estudando a vulnerabilidade externa a partir das rendas enviadas. Um segundo critério, baseando-se no caso brasileiro, foi observar que serviços e rendas não apresentam tanta variação em termos de superávits ou déficits do que em relação à balança comercial, até porque apresentam déficits para todos os anos a partir de 1947.

vulnerabilidade externa, já que, conforme demonstrado, podemos esperar um aumento do passivo externo líquido.

Um dos objetivos dessa metodologia é facilitar a visualização do desempenho das transações correntes, sendo que com apenas um índice é possível analisar como evolui⁴⁴, além da própria conta (TC), as outras contas que a constituem (BC, S e R).

A principal deficiência desse indicador é não captar as magnitudes dos valores envolvidos das diversas contas, entretanto, buscar-se-á resolver esse problema com a introdução de outros indicadores nas próximas seções.

Assim, no terceiro capítulo demonstraremos a evolução das dinâmicas das transações correntes da economia brasileira no período 1953 a 1963. Além disso, no APÊNDICE-A apresenta-se a aplicação dessa metodologia para o Brasil, China e Estados Unidos durante o período de 1982 a 2006.

1.5.3. Sistemas de câmbio e mobilidade de capitais.

Os tipos de sistemas de câmbio e o nível de mobilidade de capitais permitido fazem toda diferença na análise sobre o nível das transações correntes e as políticas macroeconômicas adotadas. Desta maneira, serão apresentados a seguir algumas das características que esses diferentes sistemas tendem a “provocar” sobre o equilíbrio das transações correntes, porém, o objetivo é fazer apenas um breve resumo dos principais aspectos dessa discussão.

Quando existe um controle rígido na mobilidade de capitais, de fato as transações correntes acabam determinando o saldo do balanço de pagamentos. Em caso de déficit sob tal arcabouço, as formas de cobri-lo podem ser ou pela utilização de reservas internacionais ou por empréstimos de regularização estrangeiros. Caso esse déficit permaneça por um período longo, a taxa de câmbio tem que ser ajustada. Assim, nesse tipo de sistema, é comum que as autoridades governamentais tenham algum tipo de meta para as transações correntes, de forma a evitar uma perda significativa de reservas, que pode até levar a uma crise externa pela falta de divisas. Da mesma maneira, os gestores da política econômica que utilizam um sistema de taxas de câmbio fixo tendem a controlar a mobilidade de capitais, já que alterações nos fluxos

⁴⁴ Observar como evolui em termos de déficit ou superávit apenas.

internacionais de capitais podem causar desequilíbrios no balanço de pagamentos (PITCHFORD, 1995: 4).

Entretanto, Pitchford (1995) considera que o fluxo de capitais internacionais pode ser considerado benéfico tanto para os que emprestam como para os países que contraem empréstimos. Isso porque, no primeiro caso, em que temos um país poupador, parte dos recursos podem não encontrar oportunidades de investimento tão rentáveis como em alguns casos no estrangeiro. Já os países que poupam pouco e apresentam oportunidades lucrativas de investimento, podem ser beneficiados com a possibilidade de contraírem empréstimos externos. O nível apropriado desse excesso de investimento sobre o financiamento seria, de acordo com o autor, melhor determinado pelas forças do mercado (PITCHFORD, 1995: 8). Dessa maneira, fica evidente que o autor não leva em consideração os efeitos que esse aumento de empréstimos estrangeiros acarreta sobre a formação de passivos externos, que podem representar no futuro numa elevação da vulnerabilidade externa.

Já quando as taxas de câmbio são determinadas pela livre negociação entre os agentes e existe uma liberdade de movimentação de capitais entre países, qualquer nível de déficit em transações correntes pode ser acomodado sem pressionar as reservas, já que o equilíbrio é obtido de acordo com as forças do mercado, ou seja, a oferta e a demanda por divisas é que determinam a taxa de câmbio. Entretanto, essa solução pode gerar grandes alterações nas taxas de câmbio (PITCHFORD, 1995: 5 e 7). Assim, parece que para o autor a manutenção de um nível de reservas é mais importante do que uma taxa de câmbio que não oscile muito. Porém, os efeitos dessas variações cambiais podem ser muito maléficos para o país, seja no âmbito inflacionário ou na questão da incerteza gerada.

No caso oposto, quando as taxas de câmbio são fixas, mudanças nas mesmas podem ocorrer, caso se considere que desequilíbrios de longo prazo estão afetando o balanço de pagamentos. Entretanto, nesses casos uma questão relevante é quando uma desvalorização cambial é eficiente na redução do déficit de transações correntes, já que existem ocasiões em que essa desvalorização não gera os efeitos esperados, podendo até aumentar os desequilíbrios (PITCHFORD, 1995: 5 e 6). Dois casos muito importantes que geram essa situação são:

-quando o país tem muitas obrigações denominadas em moeda estrangeira. Nesse caso, a desvalorização aumenta a dívida em moeda doméstica, podendo dificultar que se honrem os compromissos assumidos.

-quando a demanda por exportações e/ou importações são muito inelásticas em relação ao preço. No primeiro caso, a desvalorização tende a diminuir os preços, em moeda estrangeira, dos produtos que são exportados, o que teoricamente aumentaria a competitividade externa dos mesmos. Entretanto, o aumento do volume de vendas acaba não sendo suficiente para contrabalançar a queda do preço, fazendo com que a arrecadação total com as vendas externas diminua. Já no caso das importações, quando os bens são essenciais para a economia doméstica e/ou não possuem substitutos similares no mercado interno, o aumento dos preços desses produtos, que deveriam diminuir o volume dessas compras, acaba fazendo com que o valor total das importações aumente. Nesses casos, para sabermos os efeitos que a desvalorização gera sobre a balança comercial, devemos verificar a condição de Marshall/Lerner⁴⁵ sobre as elasticidades envolvidas.

Para Pitchford (1995), a regulação da mobilidade de capital, do comércio e das taxas de câmbio tiveram seus méritos no pós guerra. Entretanto, tal fato teria valido apenas para um período de transição. Isso pode ser sentido, segundo o autor, pelos custos de uma má alocação de recursos, sobretudo decorrentes de níveis desequilibrados das taxas de câmbio, por crises periódicas causadas pela falta de divisas dos países deficitários e pela crise de confiança que esses países sofriam (PITCHFORD, 1995: 7).

Assim, feito esse breve resumo sobre alguns sistemas cambiais e sobre os possíveis efeitos do controle ou liberação da mobilidade dos capitais, no segundo capítulo apresentaremos a evolução desses fatores para o período de nosso estudo.

1.5.4. Determinantes da Posição Internacional de Investimentos.

Como se demonstrou, são as movimentações pelo lado financeiro do Balanço de Pagamentos que causam modificações nas posições patrimoniais, e representam transformações de estoque ou riqueza, afetando a contabilidade da PII, ou seja, alteram o passivo externo líquido. 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.

⁴⁵ A condição de Marshall-Lerner analisa os efeitos de uma variação cambial sobre as variações das exportações e importações. Para mais detalhes ver BLANCHARD (2007: 393).

Tal fato é importante de ser mencionado quando se pretende analisar a vulnerabilidade externa decorrente dos estoques de passivos e ativos externos. Outro detalhe que deve ser ressaltado é a diferença entre o fluxo de rendas gerado por um passivo/ativo externo e a variação de valor do mesmo. Para a explicação desses conceitos, utilizaremos um exemplo.

Supondo o passivo externo no começo de um período composto por um investimento em ações por parte de estrangeiros no valor de 100 unidades monetárias. Caso no final do período essas ações valham 120, e gerem dividendos de 12, podemos considerar que o fluxo de rendas foi de 12 unidades monetárias (dividendos) e a variação de valor do estoque de 20 (120 – 100). Assim, a rentabilidade de um passivo/ativo externo deve ser decomposto entre o fluxo de rendas que gera e a sua capacidade de valorização ou alteração de valor, destacando apenas que no primeiro caso (rendas) trata-se de um “lucro” de fato para o investidor estrangeiro, enquanto que no segundo caso (variação de valor do estoque) esse “lucro” ainda tem que ser realizado através da venda desse ativo⁴⁶.

Dessa maneira, é importante analisar como ocorrem essas variações nas posições patrimoniais, o que será feito pela avaliação das seguintes identidades⁴⁷, que ligam as diferentes contas da PII em dois pontos distintos no tempo:

$$(15) \quad A_0 + VAA + OMV + GDN = A_n$$

$$(16) \quad A_n - A_0 = VAA + OMV + GDN$$

$$(17) \quad A_i = P_i \times Q_i$$

A_0 e A_n : valores do ativo ou passivo na estatística de PII em um momento inicial ($i=0$) e em um outro final ($i=n$)

P_i : preço do ativo em um momento i

Q_i : quantidade do ativo em um momento i

VAA: valor associado às quantidades de ativo adquirido ou cedido nas transações, registrado no BP

OMV: valor associado a outras mudanças do volume do ativo

GDN: valor do ganho de detenção nominal do ativo

⁴⁶ Ativo sob o ponto de vista do investidor estrangeiro. Para o país em que se encontra o investimento trata-se de passivo externo.

⁴⁷ Baseadas em ARAUJO (2008: 271-273)

Assim, podemos considerar a variação de uma conta da PII num intervalo “n” como sendo igual a (16), ou seja, por “ $An-A_0$ ”, decorrentes da possibilidade de alterações em três variáveis, que são:

a) VAA: “[...] *representam fluxos financeiros explicitados nas transações da conta financeira do BP [...]*” (ARAUJO, 2008: 272). Ou seja, são aquelas variações na PII causadas pelo volume de ativos “adquiridos” e que podem ser captadas pela análise do BP, como, por exemplo, um aumento do passivo externo decorrente da contração de um empréstimo, por parte de um residente, em um banco estrangeiro. Outro caso são as entradas de investimentos estrangeiros diretos, que são captadas nos fluxos do BP e também elevam o passivo externo.

b) OMV: são decorrentes de variações no volume de ativos, e não captados pelo BP (ARAUJO, 2008: 272), 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 (ARAUJO, 2008: 273).

c) GDN: são os ganhos com a detenção de ativos financeiros e não financeiros decorrentes de variações nos preços (ARAUJO, 2008: 270-273), 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 [...]*” (ARAUJO, 2008: 271), como, por exemplo, as dívidas contraídas em dólar, já que essa é a moeda de referência na qual se calcula a PII. Outro exemplo de GDN são os dos investimentos em Bolsas de Valores, que sofrem variações de valor conforme as modificações das cotações das ações.

Assim, verificamos por (17) que os valores do ativo ou passivo na estatística da PII sofrem alterações decorrentes de mudanças nas quantidades ou/e nos preços. Como podemos perceber, as OMV e as VAA causam modificações nas quantidades. Já as GDN são causadas por mutações nos preços. Tentou-se sintetizar essas transformações através do Quadro 2 abaixo:

Quadro 2- Variáveis OMV, VAA e GDN em relação às transformações das contas da PII.

	OMV	VAA	GDN
Investimento Direto	Q	Q; BP	P; câmbio
Investimento em carteira	Q	Q; BP	P; câmbio
Outros Investimentos	Q	Q; BP	nulo

Fonte: Elaboração própria

OMV: valor associado a outras mudanças do volume do ativo

GDN: valor do ganho de detenção nominal do ativo

VAA: valor associado às quantidades de ativo adquirido ou cedido nas transações

Q: Transformações de valor causadas pela variação na quantidade do ativo

P: Transformações de valor causadas pela variação no preço do ativo

Câmbio: Conta e variável afetadas pela variação do câmbio

BP: Mudanças de valor que podem ser captadas pelo Balanço de Pagamentos

Em relação ao Quadro 2, não colocamos os derivativos, já que seus valores, tanto na PII como no BP são pouco significativos⁴⁸. Além disso, mostramos que a única variável que pode ser obtida através do BP são as VAA e que os GDN dos outros investimentos são nulos. Adicionalmente, apontamos as contas e variáveis que são afetadas pela taxa de câmbio, já que essas alterações se mostram importantes.

Dessa maneira, para a tentativa de elaboração da PII para o período do estudo realizado, de 1953-1963, apresentada no terceiro Capítulo, assim como a aplicação da mesma metodologia para o período 1951-2007 demonstrada no Apêndice B, devemos enfatizar que:

- as OMV apresentam variação pouco expressiva⁴⁹, sendo que atribuímos valor zero para os valores dos períodos elaborados.
- os valores das VAA foram retirados do BP. Em relação ao IDE, contabilizamos não só as entradas como também os lucros reinvestidos.
- não existiam investimentos estrangeiros em carteira e derivativos no período de 1953 a 1963.

⁴⁸ De acordo com os dados obtidos no Banco Central.

⁴⁹ De acordo com ARAUJO (2006: 7)

- as GDN da dívida externa são consideradas nulas⁵⁰, e dessa maneira são mais fáceis de ser obtidas. Assim, para a elaboração da PII da dívida externa basta utilizar os dados disponibilizados dessa variável.

- o cálculo da PII do IDE apresenta mais dificuldades de ser elaborado, principalmente devido aos problemas da obtenção do GDN do IDE. Aliás, ao longo de nossa pesquisa encontramos algumas evidências das dificuldades de mensuração do estoque de IDE, que apresentaremos a seguir:

1) De acordo com a Receita Federal, “[...] *A ausência de padrões contábeis, a má fiscalização e as diferenças nas definições do IDE concorrem para as divergências existentes nas estatísticas disponíveis sobre investimento estrangeiro [...]*” (RECEITA FEDERAL, 2009)

2) Os Reinvestimentos deixam de ser calculados a partir de 1999: “*A compilação de lucros reinvestidos no balanço de pagamentos brasileiros foi interrompida em 1999, em função da qualidade insatisfatória da informação*” (VIEIRA, 2009).

Dessa maneira, esse fato apresentado por Viera nos faz questionar os valores apresentados para a década de 50 e 60, uma vez que se em 1999 a compilação dos lucros reinvestidos não eram satisfatórias, podemos supor que em anos pregressos as dificuldades eram ainda maiores⁵¹.

3) De acordo com dados obtidos na UNCTAD (Tabela 1), pode-se observar que o estoque de investimento brasileiro direto, para o ano de 1980, era de 38.545 milhões de dólares. Já o estoque de investimento estrangeiro direto, para o mesmo ano, totalizava 17.480 milhões de dólares. Ou seja, segundo essa fonte o Brasil tinha mais investimentos diretos no exterior do que investimentos estrangeiros no país.

⁵⁰ Porém, conforme demonstraremos no terceiro capítulo, é levantada a hipótese de que os câmbios múltiplos utilizados no período possam ter gerado algum tipo de GDN na categoria “outros investimentos”

⁵¹ Por questões ligadas, por exemplo, a tecnologia da informação, que facilita a disponibilização e checagem dos dados.

Tabela 1- Investimento Estrangeiro Direto (FDI Inward) e Investimento Brasileiro Direto (FDI Outward). Estoques (Stock) e Fluxos (Flow); US\$ milhões; 1980-2008.

Ano	MODO	Direct investment in reporting economy (FDI Inward)	Direct investment abroad (FDI Outward)
1980	Flow	1.910	367
	Stock	17.480	38.545
1981	Flow	2.522	207
	Stock	19.247	38.752
1982	Flow	3.115	376
	Stock	21.176	39.128
1983	Flow	1.326	188
	Stock	22.302	39.316
1984	Flow	1.501	42
	Stock	22.844	39.358
1985	Flow	1.418	81
	Stock	25.664	39.439
1986	Flow	317	144
	Stock	27.898	39.583
1987	Flow	1.169	138
	Stock	31.458	39.721
1988	Flow	2.805	176
	Stock	32.031	39.896
1989	Flow	1130	523
	Stock	34.287	40.420
1990	Flow	989	625
	Stock	37.143	41.044
1991	Flow	1.102	1.015
	Stock	38.580	42.059
1992	Flow	2.061	137
	Stock	47.262	42.196
1993	Flow	1.291	.492
	Stock	54.594	42.688
1994	Flow	2.150	.690
	Stock	61.826	43.378
1995	Flow	4.405	1.096
	Stock	47.887	44.474
1996	Flow	10.792	-.469
	Stock	54.846	44.005
1997	Flow	18.993	1.116
	Stock	69.721	45.120
1998	Flow	28.856	2.854
	Stock	99.505	47.974
1999	Flow	28.578	1.690
	Stock	102.331	49.665
2000	Flow	32.779	2.282
	Stock	122.250	51.946

(CONTINUA...)

Ano	MODO	Direct investment in reporting economy (FDI Inward)	Direct investment abroad (FDI Outward)
2001	Flow	22.457	-2.258
	Stock	121.948	49.689
2002	Flow	16.590	2.482
	Stock	100.863	54.423
2003	Flow	10.144	249
	Stock	132.818	54.892
2004	Flow	18.146	9.807
	Stock	161.259	69.196
2005	Flow	15.066	2.517
	Stock	181.344	79.259
2006	Flow	18.822	28.202
	Stock	220.621	113.925
2007	Flow	34.585	7.067
	Stock	309.668	136.103
2008	Flow	45.058	20.457
	Stock	287.697	162.218

Fonte: UNCTAD; (Obs: Nessa tabela, a manutenção de linhas verticais e horizontais pareceu facilitar a visualização dos dados, e por isso foram mantidas).

Obviamente que se trata de um erro, afinal, os estrangeiros investiram muito mais no Brasil do que o contrário. Os dados dos investimentos brasileiros diretos (IBD) disponibilizados pela UNTAD, para o período de 2001 a 2008⁵², foram iguais aos da Posição Internacional de Investimentos. Para os anos anteriores, aparentemente, utilizou-se o método do PEL1 de modo inverso, ou seja, subtraiu-se os fluxos de IBD em relação ao ano base de 2001. Assim, por exemplo, para o estoque do ano de 2000, subtraiu-se o fluxo de IBD do ano de 2001 (-2258 milhões de dólares) do estoque do mesmo ano (49689 milhões de dólares), chegando-se ao valor de 51946 milhões de dólares para o estoque de IDE no ano de 2000. E assim sucessivamente para os anos pregressos.

Já os estoques de Investimentos Estrangeiros Diretos (IDE) disponibilizados pela UNTAD também apresentam valores iguais aos da Posição Internacional de Investimentos para o período 2001-2008. Porém, para a obtenção dos estoques dos anos anteriores não se subtraiu os fluxos de IDE, ou seja, não se utilizou o método do PEL1 de modo inverso, mas, aparentemente, esses valores podem ter sido obtidos pelo método PEL2⁵³.

⁵² Lembrando que os dados da PII para o Brasil são disponibilizados a partir do ano de 2001.

⁵³ Contudo, não encontramos elementos para ter certeza dessa possibilidade.

Essa diferença de metodologia explica as diferenças, daquilo que seria esperado, entre os valores apresentados dos estoques de IDE e IBD para o período anterior a 2001 (Podemos observar pela Tabela 1 que apenas em 1992 o estoque de IDE teria ficado maior que o IBD). Dessa maneira, essa discrepância acaba sendo mais um indício das mensurações insatisfatórias dos estoques dos IDE.

4) Aparentemente uma das maiores falhas na mensuração dos estoques de IDE no Brasil ocorre no início da série que é disponibilizada pelo Banco Central. Apesar das notas explicativas do mesmo, referentes a estoques de IDE, já advertirem que, “*III - Os dados são obtidos a partir dos registros expedidos pelo Departamento de Capitais Estrangeiros -FIRCE até a data-base, não cabendo comparações diretas com os fluxos do balanço de pagamento.*” (BANCO CENTRAL, 2010A).

Mesmo assim, podemos deduzir que se os dados dos fluxos do Balanço de Pagamentos forem muito discrepantes dos expedidos pelo FIRCE, teremos mais um indício de mensurações insatisfatórias dos estoques dos IDE⁵⁴.

No caso específico podemos considerar, pela Tabela 2 (obtida do Banco Central), que o estoque acumulado para o ano de 1950 seria de 307 milhões de dólares (<http://www.bcb.gov.br/?INVEDIR>). Contudo, esse valor parece muito baixo. Em primeiro lugar, apesar da ressalva da nota explicativa acima, observamos que a soma da entrada de IDE nos anos de 1947, 1948, 1949 e 1950 totalizou 205 milhões de dólares⁵⁵, ou seja, se considerarmos o método PEL1, praticamente 2/3 do valor do estoque teria se formado em apenas quatro anos, o que parece um erro.

Tabela 2- Investimentos e reinvestimentos estrangeiros no Brasil, US\$ mil, até 1950 e 1951-1960.

	até 1950	1951 a 1960
TOTAL GERAL		
Investimentos	183.813	599.797
Reinvestimentos	123.304	356.534
Total	307.117	956.331

Fonte: Banco Central

Em segundo lugar, se analisarmos as rendas enviadas dos IDE, de acordo com dados do Banco Central, podemos observar que no ano de 1951 a renda obtida pelo estoque de IDE foi de 137 milhões de dólares. Ou seja, se considerarmos os 307

⁵⁴ Ou de mensurações insatisfatórias dos fluxos do BP.

⁵⁵ De acordo com dados do Banco Central.

milhões de dólares como o estoque de IDE, ele teria gerado 137 milhões de rendas. Tal relação (137/307), que pode ser entendida como uma forma de rentabilidade do IDE, podemos considerar muito elevada⁵⁶, o que evidencia que algum dos valores deve estar errado, provavelmente o estoque.

Assim, levando em conta os quatro pontos levantados referentes às mensurações insatisfatórias dos estoques dos IDE, buscamos obter apenas uma aproximação dos possíveis valores para essa variável. Dessa maneira, apresenta-se uma metodologia alternativa ao simples somatório de fluxos (método PEL1) para inferir os valores dos passivos e ativos externos, especialmente no caso dos estoques dos Investimentos Estrangeiros Diretos. Vale ressaltar que sua natureza é exploratória, o que sugere que possíveis aprimoramentos podem ser realizados em pesquisas futuras.

Assim, a metodologia consiste na obtenção de algum valor (que explicaremos adiante) para o A_0 (de (15)), que expressa o valor do estoque de IDE no começo do período, ou seja, no início de algum ano. O valor do estoque ao final desse ano pelo método PEL1 será igual ao A_0 somado ao fluxo obtido no BP (VAA). Além disso, faremos uma transformação no valor desse resultado, tentando incorporar as variações “V” de valor do estoque, ou seja, acrescentando os efeitos GDN e OMV sobre o mesmo. Após esse procedimento obteremos o A_n , ou seja, o valor do estoque no final do ano. Já para o ano seguinte, o A_0 será igual ao A_n do ano anterior.

Dessa maneira, em primeiro lugar, levando em conta que consideramos irrealista o estoque de IDE de aproximadamente 300 milhões de dólares para o ano de 1950, buscou-se outras fontes. Assim, quanto ao A_0 do IDE da identidade (15), utilizamos um estudo da revista Conjuntura Econômica, que chegou ao valor de Cr\$ 28,9 bilhões para 31.12.1951 (Relatório do Banco do Brasil de 1951, p. 125 e 302-303, *Apud*, CONJUNTURA ECONÔMICA, 1972: 89), que convertido pela taxa de câmbio de 18,55 Cr\$/US\$⁵⁷, representou um estoque de IDE para o final desse ano de 1.560 milhões de dólares⁵⁸. Tal valor nos parece mais condizente com a realidade, como ficará evidente no capítulo 3. Assim, o A_0 do IDE de 1952 foi considerado igual a 1.560 milhões de dólares.

⁵⁶ Conforme demonstramos no terceiro capítulo, essa relação rendas/estoques parece ser muito menor.

⁵⁷ Essa taxa de câmbio foi obtida conforme se explicará adiante, na parte referente ao “GND câmbio”.

⁵⁸ Caso existisse uma série confiável de dados para os estoques de IDE, como a partir de 2001 nas estatísticas da PII, não seria necessário uma metodologia para o cálculo dessa variável. Porém, a importância concedida ao estoque *vis-a-vis* ao fluxo foi incrementada apenas no período recente.

Já para o cálculo do GDN do IDE realizou-se uma abstração maior, no sentido da utilização de um indicador que representasse a valorização desses estoques. Apesar de esse investimento ser tratado como “*Uma empresa de investimento direto é aquela em que o investidor estrangeiro possui 10% ou mais de suas ações que representam o controle da empresa*” (ARAUJO, 2008:260), ou seja, sugerindo que a variação de valor do estoque de IDE seguisse o mercado de ações, adotou-se outro método. Isso porque no período de 1953 a 1963 não ocorriam investimentos em carteira.

Dessa maneira, uma boa aproximação de como o estoque de investimentos se valorizava pode ser obtido de um trecho de Tavares, referente ao esquema inflacionário durante o processo de substituição de importações,

A inflação havia permitido um relativo amortecimento das tensões salários-lucros, mediante a preservação de uma taxa ilusória de lucro para um número interminável de novos investimentos [...] A rentabilidade esperada do capital empregado era mantida artificialmente pela valorização dos ativos reais frente à desvalorização da moeda [...] (TAVARES, 1978: 169)

Assim, utilizou-se a metodologia de que os estoques de IDE se valorizavam pela inflação doméstica.

Para tanto, consideramos que a entrada de IDE, mensurável através dos fluxos do BP (VAA), inicialmente contabilizado em moeda estrangeira, se transforma em moeda doméstica para a realização desse investimento. Assumimos que tais recursos sejam utilizados na obtenção de ativos com o intuito da produção, ou seja, na compra, por exemplo, de máquinas, terrenos para instalação, equipamentos e edificações. Portanto, adotamos a hipótese de que essas compras realizadas têm seu valor alterado pela inflação doméstica. Além disso, supusemos uma taxa anual de depreciação para esses investimentos (explicada adiante).

Dessa maneira, após aplicarmos a taxa de inflação doméstica sobre o mencionado investimento e descontarmos a depreciação, obtemos um estoque de IDE em moeda doméstica decorrente dessa operação. Assim, transformamos esse valor em moeda estrangeira através da utilização da taxa de câmbio. De tal modo, podemos considerar que se a taxa de inflação doméstica descontada da depreciação for maior que a desvalorização do câmbio⁵⁹, o valor do estoque de IDE, em termos de moeda estrangeira, se eleva.

⁵⁹ Caso o câmbio se valorize, o estoque de IDE se valoriza tanto pela inflação como pelo efeito cambial.

Por isso, para captar esses três efeitos, utilizamos como *proxy* da variação interna do valor dos investimentos do IDE um índice de inflação doméstica, um índice de depreciação e um índice de variação cambial. Assim, fizemos uma decomposição do GDN do IDE em três variáveis- “GDN inflação”, “GDN depreciação” e “GDN câmbio”- que explicaremos adiante.

Para a construção do “GDN inflação” utilizamos um índice disponibilizado no Banco Central pelo Sistema Gerenciador de Séries Temporais (SGS, disponíveis em <http://www4.bcb.gov.br/?SERIESTEMP>; BANCO CENTRAL, 2010B), que foi o Índice nacional de custo da construção (INCC),(var. % men.; código 192). A escolha do mesmo foi pelo fato de acreditarmos que tal índice deve representar melhor a variação de valor das plantas produtivas do que, por exemplo, um índice de preços ao consumidor que retrata melhor a variação de valor das mercadorias.

O “GDN inflação” é igual ao INCC, sendo que no capítulo 3 e no APÊNDICE B mostramos a variação anual desse índice, ou seja, uma inflação de 23%, por exemplo, apresenta o índice “GDN inflação” igual a 1,23. Vale ressaltar que este indicador é uma aproximação apenas, e estamos assumindo que as empresas que tinham IDE no país obtinham uma variação dos seus ativos domésticos pela taxa de inflação dos custos da construção, ou seja, que o valor das máquinas, equipamentos, do terreno da instalação, etc... de posse dessas empresas estrangeiras que realizaram IDE, tinham uma variação equivalente ao do INCC.

Assim, a variável depreciação serve para registrar a perda de valor que sofrem esses mencionados itens (do parágrafo anterior) em função do desgaste pelo uso, ação da natureza ou obsolescência normal (NIYAMA & GOMES, 2009: 130). Como podemos observar no Quadro 3, a taxa de depreciação anual utilizada deve ser um valor próximo de 10%, já que é o valor da maioria dos itens. Como os “Imóveis de uso-edificações” devem representar, supostamente, um valor mais expressivo do que os “veículos” e “sistema de processamento de dados”, que são os únicos itens que divergem dos 10%, deduzimos que uma taxa de depreciação anual coerente deva ser menor do que 10%.

Assim o sendo, percebemos que uma taxa de depreciação anual de 8%, ou seja, com o “GDN depreciação” considerado igual a 1,08, fez com que a construção da série de estoques de IDE a partir de 1951 apresentasse valores próximos dos da PII para os anos em que são disponíveis esses dados, ou seja, após 2001 (conforme demonstrado no

Apêndice B). Deste modo, esta foi a taxa de depreciação utilizada para todos os anos da série.

Quadro 3- Depreciação de bens de imobilizado de uso: Taxa de depreciação anual (%)

	Taxa de depreciação
Imóveis de uso- edificações	4%
instalações, móveis e equipamentos	10%
sistema de comunicação	10%
sistema de transporte	10%
Sistema de segurança	10%
sistema de processamento de dados	20%
Veículos	20%

Fonte: NIYAMA & GOMES (2009: 130)

Já para a elaboração do “GDN câmbio” também utilizamos o SGS do Banco Central, através das tabelas de código 3691- “Taxa de câmbio - Livre - Dólar americano (compra) – (fim de período - anual - u.m.c./US\$)” e de código 3692 – “Taxa de câmbio - Livre - Dólar americano (venda) – (fim de período - anual - u.m.c./US\$)”. Através das mesmas, obtivemos uma cotação média para o fim do período, ou seja, para o final do ano, entre a compra e a venda no mercado livre⁶⁰. Não usamos a média da cotação do câmbio anual porque os estoques são medidos em um determinado instante do tempo⁶¹, no caso no fim do ano.

Dessa maneira, uma taxa de câmbio que apresentasse uma cotação de 100 Cr\$/US\$ no fim do ano t , e passasse para 150 Cr\$/US\$ no FM do ano $t+1$, geraria um índice “GDN câmbio” igual a 1,5 para o ano $t+1$. Assim, estamos assumindo que a evolução do passivo externo em dólar do IDE deve ser descontado por essa variável (pela variação da taxa de câmbio).

Deste modo, resumidamente, para o cálculo da PII do IDE utilizou-se o BP para obter as VAA. Já as OMV tiveram valor zero. A GDN, por simplificação, foi obtida através de ganhos decorrentes da inflação interna pelo índice do INCC descontados pela taxa de depreciação e de perdas da desvalorização cambial. Quanto ao A_0 do IDE, utilizamos um estudo da revista Conjuntura Econômica. Dessa forma, por exemplo, o

⁶⁰ Referente ao período de nosso estudo, “O registro do capital era realizado à taxa do mercado livre” (LESSA, 1981: 58), e por isso utilizamos essa taxa para mensurar os estoques de IDE.

⁶¹ Diferentemente dos fluxos que são medidos em um determinado período, por exemplo, durante um ano.

An do IDE de 1957, que pode ser visto na Tabela 3 (como também no capítulo 3 ou no Apêndice B), foi obtido, utilizando-se (15), da seguinte maneira:

$$(15) \quad An = A_0 + VAA + OMV + GDN$$

$$An = (A_0 + VAA + OMV) \times (GDN_{inflação} \div GDN_{depreciação}) \div (GDN_{câmbio})$$

$$An_{1957} = ((A_{0_{1957}} + VAA_{1957} + OMV_{1957}) \times GDN_{inflação}) \div GDN_{depreciação} \div GDN_{câmbio}$$

$$A_{1957} = ((1076 + 178 + 0) \times 1,07) \div 1,08 \div (1,39) = 889$$

Tabela 3- Estoque Estimado do IDE (IED (Na)) (US\$ milhões), 1956-1958. (VAA, OMV, GDN, Ao e IED (PEL1): US\$ milhões), (GDN depreciação, GDN inflação e GDN câmbio: índice).

IED (A)	1956	1957	1958
VAA	139	178	128
OMV	0	0	0
GDN depreciação	1,08	1,08	1,08
GDN câmbio	0,98	1,39	1,55
GDN inflação	1,28	1,07	1,28
GDN	180	-364	-239
A0	757	1076	889
IED (Na)	1076	889	778

Fonte: a) VAA; GDN câmbio; e GDN inflação: Banco Central b) OMV; GDNdepreciação; GDN: Elaboração própria c) IED (Na) de 1951: Conjuntura Econômica, Nov. 1972: 82).

VAA: valor associado às quantidades de ativo adquirido ou cedido nas transações, registrado no BP; OMV: valor associado a outras mudanças do volume do ativo; GDN: valor do ganho de detenção nominal do ativo; Ao: valor do estoque estimado no início do ano; IED (Na): valor do estoque estimado no final do período; IED (PEL1): valor de estoque estimado pelo método PEL1. Obs: Para a realização dos cálculos, não se utilizou de arredondamentos, ao contrário da apresentação na tabela, o que explica eventuais divergências entre ambos.

Nesse caso, pode-se notar (Tabela 3) que não obstante uma entrada (VAA_{1957}) de 178 milhões de dólares no ano de 1957, o passivo externo na forma de investimento direto estrangeiro caiu de 1.076 milhões de dólares, no ano de 1956, para 889 milhões de dólares no ano seguinte, decorrentes de uma taxa de inflação de 7% (GDN inflação igual a 1,07), que foi menor do que a desvalorização do câmbio, que foi de 39% (GDN câmbio igual a 1,39) e da taxa de depreciação de 8%.

Já o GDN da Tabela 3 pode ser obtido pela identidade (4)⁶² do item referente a estrutura da Posição Internacional de Investimentos⁶³, ou seja, pela diferença entre o valor obtido pelo método do PEL1 e a metodologia adotada neste trabalho. No ano de 1957, por exemplo, o método PEL1 aponta um estoque de IED no valor de 1.254 milhões de dólares ($1076 + 178 = 1.254$). Já pela metodologia obtivemos 889 milhões de dólares. Assim, o GDN foi igual a -364 milhões de dólares ($889 - 1254 = -365$)⁶⁴.

Por fim, consideramos importante analisar um trecho de Simonsen e Cysne,

[...] o aumento do passivo externo líquido de um país em determinado período de tempo guarda estreita relação, nesse período, com o movimento de capitais autônomos e compensatórios. A diferença fica por conta das variações de reservas não diretamente decorrentes das transações entre residentes e não-residentes [...] (SIMONSEN & CYSNE, 2007: 82).

Pelo que foi apresentado, realmente a variação do PEL guarda estreita relação com o movimento de capitais autônomos e compensatórios. Contudo, não podemos concordar com a afirmação de que a diferença fica por conta das variações das reservas internacionais. Como atenuante para Simonsen e Cysne, eles apontam no parágrafo anterior a essa citação que “[...] a maior parte do passivo externo líquido dos países em desenvolvimento costuma ser representada pela sua dívida externa líquida [...]”.

Entretanto, tal afirmação também não é verdadeira, sendo que em 2007⁶⁵, por exemplo, o Brasil possuía um passivo externo na forma de investimentos em ações de aproximadamente 364 bilhões de dólares, enquanto os ativos externos nessa rubrica somavam menos de 7 bilhões de dólares (Banco Central). Assim, o país apresentava um elevado passivo externo líquido sem ser representado pela sua dívida externa líquida.

Consideramos um fator relevante mencionar esse fato, uma vez que as transações correntes podem estar em equilíbrio em determinado período e mesmo assim ocorrer um aumento do passivo externo líquido, no próprio período, decorrentes de um efeito GDN maior no passivo externo do que no ativo externo. Tal fato pode acontecer no caso brasileiro nos dias atuais, por exemplo, caso as ações na Bolsa de Valores apresentem uma elevação expressiva, fazendo com que, mesmo numa situação de equilíbrio nas transações correntes, ocorra uma elevação do passivo externo líquido e, portanto, sob a hipótese do presente trabalho, um aumento da vulnerabilidade externa.

⁶² (4) $PEL2 = PEL1 + V$

⁶³ Referente ao item: 1.3. Estrutura e Conceituação da Posição Internacional de Investimento (PII). Conceitos de Passivo Externo Líquido (PEL) e Dívida Externa Líquida (DEL).

⁶⁴ A diferença entre 364 e 365 é decorrente dos arredondamentos realizados.

⁶⁵ Ano em que foi escrito o livro.

1.6. Indicadores de Vulnerabilidade Externa

Existem diversos tipos de indicadores utilizados na análise econômica. Entretanto, uma parcela deles é subjetiva, como, por exemplo, alguns dos utilizados pelas agências de classificação de risco, como os baseados em notas atribuídas por seus analistas. Uma forte crítica que pode ser feita a esse método é o conflito de interesses que ele engendra, já que muitos dos clientes das agências, quando não elas próprias, podem obter ganhos substanciais nas mudanças de classificação realizadas.

Dessa forma, o uso de indicadores de vulnerabilidade externa com critérios mais objetivos, baseados em dados de “fácil”⁶⁶ acesso, provavelmente aumenta a transparência na discussão sobre a solvibilidade externa dos países.

Assim, apresentam-se no Quadro 4, alguns dos indicadores de endividamento externo utilizados pelo Banco Central brasileiro, baseados em critérios objetivos. No capítulo 3 será mostrada a evolução desses indicadores para a economia brasileira durante o período de 1953-63.

Quadro 4– Indicadores de Endividamento Externo

A-) Serviço, juros e dívida total
Serviço da dívida/ exportações
Serviço da dívida/ exportações bens e serviços
Serviço da dívida/ PIB
Juros/ exportações
Juros/ exportações de bens e serviços
Dívida total/ exportações
Dívida total/ exportações de bens e serviços
Dívida total/ PIB
Dívida total líquida/ exportações
Dívida total líquida/ exportações de bens e serviços
Dívida total líquida/ PIB
B-) Reservas Internacionais
Reservas (liquidez)/ serviço da dívida
Reservas (liquidez)/ juros
Reservas (liquidez)/ dívida total
Reservas (liquidez)/ dívida de curto prazo

Fonte: Banco Central; (obs: divisão em A e B próprias)

⁶⁶ Por fácil acesso, pode-se entender os dados que são disponibilizados pelos principais organismos internacionais, em relação aos diferentes países.

Como se pode observar no Quadro 4, os indicadores são essencialmente formados pela divisão de dois valores. Realizou-se uma separação dos mesmos em dois grupos.

No grupo A, denominado de “Serviço, juros e dívida total”, foi feita uma separação de forma que no numerador estivesse uma obrigação externa brasileira, seja na forma de fluxos (serviço e juros) ou de estoque (dívida total). Já no denominador encontra-se uma forma de financiamento dessa obrigação, medidos pelas exportações de bens e serviços ou pelo PIB. Dessa forma, quanto maior o valor de um indicador pertencente ao grupo A, pior a situação da vulnerabilidade externa da economia.

No grupo B, denominado de “Reservas Internacionais”, foi feita uma separação de forma que no numerador estivessem as reservas internacionais, no conceito de liquidez, que “[...] *constituem de fato liquidez internacional* [...]” (PAULANI & BRAGA, 2006:133), ou seja, que são, potencialmente, uma importante fonte de divisas em momentos de dificuldades e/ou crises externas. Já no denominador, observa-se uma obrigação externa brasileira, seja na forma de fluxos (serviço e juros) ou de estoque (dívida total). Dessa forma, quanto maior os indicadores desse grupo, maior a capacidade da economia de responder às necessidades de divisas.

Além desses indicadores de endividamento externo utilizados pelo Banco Central, outros indicadores podem contribuir com o debate. As próximas partes serão dedicadas a esse intuito, ou seja, na apresentação de outras maneiras de se inferir a vulnerabilidade externa da economia brasileira.

1.6.1. Entradas e Saídas Totais do Balanço de Pagamentos e Índice de Financeirização do Balanço de Pagamentos.

A maior parte da literatura referente ao Balanço de Pagamentos trata as contas através dos saldos. Esse indicador é relevante, entretanto, para algumas análises se mostra necessário mostrar as entradas e saídas totais de cada conta. Isso permite uma visão das magnitudes envolvidas em cada rubrica.

Além disso, pode-se questionar se as magnitudes influenciam mais do que o saldo na questão da definição da taxa de câmbio no mercado livre. Imaginemos um exemplo. Supondo uma economia que apresentou para determinado ano exportações no valor de 140 unidades monetárias e importações de 90, gerando um saldo na balança

comercial de 50. Já as contas de serviços e rendas tiveram um déficit de 40 (saídas de 50 e entradas de 10), fazendo com que as transações correntes apresentassem um superávit de 10 unidades monetárias. Já a conta capital e financeira obteve uma entrada de IDE de 25 e uma saída de IDE de 25, enquanto entraram em “Carteira” 340 e saíram 350, fazendo com que o saldo ficasse em -10. Assim, o balanço de pagamentos estava em equilíbrio, com um saldo de 10 nas transações correntes e de -10 na conta capital e financeira. Supondo que durante esse ano o câmbio, que apresentava uma taxa flutuante e era determinado pela oferta e demanda de divisas no mercado, se valorizou. Uma análise que levasse em conta apenas os saldos, provavelmente atribuiria essa valorização cambial ao superávit da balança comercial. Contudo, caso leve-se em conta as entradas e saídas totais de divisas, teríamos elementos para apontar, neste exemplo hipotético, que as negociações realizadas na rubrica “Carteiras” tiveram papel determinante na definição, portanto, valorização da taxa de câmbio, já que representaram a conta com maior movimentação.

Tabela 4- Índice de Financeirização do Balanço de Pagamentos. Divisas (unidades monetárias) e participação relativa de diversas contas do Balanço de Pagamentos (%)

	Divisas	Relativo (%)
Exportações	140	27%
Serviços e Rendas	10	2%
IDE	25	5%
Carteira	340	66%
Total de Entrada	515	100%
Importações	-90	17%
Serviços e Rendas	-50	10%
IDE	-25	5%
Carteira	-350	68%
Total de Saída	-515	100%
Total Financeiro	740	
Total BP	1030	
Índice de Financeirização do BP	0,72	

Fonte: Elaboração Própria; Obs: exemplo hipotético

Adicionalmente, através das entradas e saídas totais de divisas, pretende-se mostrar, proporcionalmente, como foram geradas as divisas e como estas foram gastas por rubrica. No caso do exemplo mencionado acima, foi feita a apresentação dos valores

na Tabela 4. Pode-se perceber que as exportações foram responsáveis por 27% das entradas de divisas, enquanto a rubrica carteira gerou a saída de 68% das divisas. O Índice de Financeirização do Balanço de Pagamentos (IFBP) é obtido pelo somatório das entradas e saídas das contas Financeiras (no caso do exemplo as rubricas “IDE” e “carteira”) dividido pelo somatório das entradas e saídas totais do Balanço de Pagamentos. No caso do exemplo, as entradas e saídas totais na conta financeira foram de 740, enquanto o total do BP foi de 1030, gerando um IFBP de 0,72, ou seja, de 72%.

Em relação ao IFBP, algumas considerações devem ser feitas. Em primeiro lugar, o índice varia de 0 a 1. Quanto maior esse valor, maior é a participação das transações financeiras nas transações externas da economia, e, provavelmente, maior é a probabilidade de uma taxa de câmbio flutuante ser determinada pelos agentes do mercado financeiro *vis-à-vis* do mercado real. Além disso, outro aspecto fundamental de ser ressaltado é que a disponibilização dos dados do Banco Central apresenta algumas rubricas na forma líquida, ou seja, não sendo possível analisar as entradas e saídas totais. Dentre essas contas, todas elas são do lado financeiro do BP, como, por exemplo, os “Derivativos” e algumas rubricas de “Outros investimentos”. Assim sendo, o mais correto em relação ao índice apresentado, enquanto não for possível uma melhor disponibilização de dados, é denominá-lo de Índice de Financeirização Mínimo do Balanço de Pagamentos (IFMBP), já que uma parte de entradas e saídas da conta financeira não pode ser obtida através dos dados disponibilizados pelo Banco Central, fazendo com que o índice fique subestimado.

Desta maneira, devido ao fato de algumas contas serem disponibilizadas de forma líquida, optou-se, metodologicamente, por incluir os valores líquidos positivos de determinado ano nas entradas de divisas, atribuindo valor zero, no mesmo ano, para essa rubrica nas saídas de divisas. O inverso sendo realizado no caso dos valores líquidos negativos.

Além disso, considerou-se que algumas operações, apesar de não envolverem diretamente a entrada ou saída de divisas⁶⁷, têm o potencial de interferir na definição da taxa de câmbio, na medida em que envolvem algum tipo de negociação para definir o valor a ser contabilizado de tal transação. Assim, optou-se por fazer os cálculos do IFMBP para essas duas situações, ou seja, um primeiro índice que leva em conta as

⁶⁷ Um exemplo dessa operação era a importação sem cobertura cambial.

transações que não envolvem a entrada e saída de divisas, e outro índice que exclui essas variáveis.

1.6.2 Desempenho Comercial

O desempenho comercial, como já foi demonstrado, é de fundamental importância na determinação da vulnerabilidade externa. Alguns indicadores que serão utilizados para inferi-lo são o “índice de relações de troca” e o “índice de capacidade para importar”, obtidos do *quantum* para importar e exportar e dos índices de preços de exportações e importações. A metodologia utilizada será baseada em Sandroni (1989).

Também será verificado o grau de abertura da economia, obtida através da soma entre as exportações e importações dividido pelo PIB ((exportações+importações)/PIB). Quanto maior esse indicador, mais elevado é o grau de abertura da economia, e maior tende a ser a transmissão dos ciclos econômicos internacionais sobre esse determinado país (GONÇALVES, 2005: 144).

Além disso, utilizar-se-á o índice de Herfindahl-Hirschman (IHH) que mostra o grau de concentração das exportações. Tal índice é obtido somando-se os quadrados da participação relativa de cada grupo da pauta de exportação em relação ao total. Os valores variam de 0 a 1, sendo que quanto maior o IHH maior a concentração da pauta de exportações de um dado país (SIMONSEN & CYSNE, 2007: 120; GONÇALVES, 2005: 144).

Tabela 5- Exemplo hipotético: Índice de Herfindahl-Hirschman (IHH) para Exportações de Primários (P), Intermediários (I) e Manufaturados (M).

	Participação Relativa de cada Grupo				Participação ao quadrado			IHH
	Primários	Intermediários	Manufaturados	Total	P	I	M	Total
2000	100%	0%	0%	100%	1,00	0,00	0,00	1,00
2001	70%	20%	10%	100%	0,49	0,04	0,01	0,54
2002	50%	25%	25%	100%	0,25	0,06	0,06	0,38

Fonte: Elaboração Própria (Exemplo hipotético); obs: eventuais erros no total são decorrentes dos arredondamentos realizados.

Na Tabela 5 é apresentado um exemplo hipotético para ilustrar o funcionamento do IHH. Em 2000, 100% das exportações foram de produtos “primários”, fazendo com

que o índice tenha o valor máximo 1 (1 ao quadrado é igual a 1). Já em 2002, as exportações se diversificam, fazendo com que o IHH diminua para 0,38.

Outro indicador utilizado será o Saldo da Balança Comercial/Exportações (SBC/X), que varia de $-\infty$ (só importações) a +1 (só exportações), e demonstra o saldo da balança comercial em relação às exportações. Normalmente, os valores se situam próximos de zero, e pode-se considerar que valores menores do que -0,2 ou maiores do que 0,2 já representam um significativo desequilíbrio no comércio internacional.

1.6.3 Desempenho das Rendas: Índice de Rentabilidade do Passivo Externo.

Nessa parte pretende-se apresentar indicadores da vulnerabilidade externa sob o foco dos fluxos de rendas. As entradas de rendas estão diretamente relacionadas com o ativo externo que os residentes possuem. Já as saídas de rendas relacionam-se com o passivo externo, de posse dos estrangeiros. Entretanto, além do montante de passivo e ativo externo, a rentabilidade que esses obtêm é um importante indicador que tem que ser incorporado na análise. Os próximos itens dedicam-se ao tema.

1.6.3.1 Saldo em Conta Corrente e o Passivo Externo Líquido (Simonsen)

Segundo Simonsen e Cysne, desequilíbrios nas transações correntes podem ser considerados normais, sendo que os capitais internacionais tendem a fluir para países em que obtenham maior remuneração. Esta condição, de acordo com as teorias de desenvolvimento das décadas de 1950 e 1960, seria maior nos países em desenvolvimento⁶⁸, fazendo com que esses capitais se deslocassem dos países ricos para os mais pobres, contribuindo para a diminuição das desigualdades econômicas, porém, apenas se utilizados em processos produtivos (SIMONSEN & CYSNE, 2007: 89).

Entretanto, os déficits das transações correntes tendem a de certa forma se realimentar⁶⁹. Isso acontece porque a entrada de capitais utilizados para cobrir esses déficits acaba gerando transferências futuras, sob a forma de juros e remessas de lucros, fazendo pressão para que ocorram déficits nas transações correntes nos períodos

⁶⁸ A rentabilidade seria maior porque nos países em desenvolvimento o capital seria mais escasso (SIMONSEN & CYSNE, 2007: 89).

⁶⁹ Conforme apontado no início do capítulo, pelo efeito circularidade da vulnerabilidade externa.

posteriores. Dessa forma, essa necessidade de entrada de capitais só não cresceria indefinidamente se fossem utilizados em projetos de investimento que melhorassem o saldo da balança comercial (SIMONSEN & CYSNE, 2007: 89).

Para operacionalizar essa discussão, Simonsen e Cysne (2007: 90) utilizam a equação (1) para descrever a derivada em relação ao tempo do passivo externo líquido:

$$(1) \quad d' = iD - H$$

d' : derivada em relação ao tempo do passivo externo líquido

i : taxa média de remuneração dos capitais externos

D : Passivo Externo Líquido = (Saldo devedor dos empréstimos contraídos pelo país no exterior + Estoque de capitais Estrangeiros de risco investidos no país + saldo das obrigações de curto prazo do país com exterior) - (Saldo credor dos empréstimos concedidos pelo país no exterior + Estoque de capitais de risco Nacionais investidos no exterior + saldo das reservas internacionais)

H : transferência líquida de recursos para o exterior⁷⁰

Por (1), o aumento do passivo externo líquido de um país é o déficit do balanço de transações correntes. Entretanto, além de não incorporar as variações “V”, para explicar as mudanças nos estoques do passivo externo líquido, outra crítica pode ser feita a essa equação, referente ao componente “ i ” (taxa média de remuneração dos capitais externos). Isso porque os autores atribuem a remuneração dessa taxa ao **saldo** entre passivo externo e ativo externo. Contudo, a taxa de rentabilidade obtida pelo estoque de capitais estrangeiros no Brasil pode ser significativamente diferente das obtidas pelo estoque de capitais brasileiros no exterior.

Dessa maneira, uma nova fórmula mostra-se necessária para inferir essa possibilidade, sobretudo devido à hipótese levantada no começo do capítulo, de que países que ofereçam uma rentabilidade mais elevada aos seus passivos externos do que as obtidas pelos seus ativos externos sofrem de uma vulnerabilidade externa maior pelo Efeito Rentabilidade.

⁷⁰ transferência líquida de recursos para o exterior: o saldo da balança comercial mais o saldo de serviços não-fatores (fretes, seguros, viagens internacionais e serviços governamentais)

1.6.3.2 Saldo em Conta Corrente e o Passivo Externo Líquido (Outra Metodologia).

Segue abaixo uma proposta alternativa de equação (2), a ser utilizada para a mensuração do crescimento do Passivo Externo Líquido, além de ser possível inferir, pela mesma, as diferenças de rentabilidade entre os passivos e ativos externos⁷¹:

$$(2) \quad d = (A.i^* - P.i) - H$$

d: derivada em relação ao tempo do passivo externo líquido

i: taxa média de retorno de capitais no país

i*: taxa média de retorno de capitais no estrangeiro

P: Passivo externo: Saldo devedor dos empréstimos contraídos pelo país no exterior + Estoque de capitais Estrangeiros investidos no país + saldo das obrigações de curto prazo do país com o exterior

A: Ativo externo: Saldo credor dos empréstimos contraídos pelo país no exterior + Estoque de capitais Nacionais investidos no exterior + reservas internacionais

H: transferência líquida de recursos para o exterior

A principal diferença em relação à equação de Simonsen e Cysne é incorporar a diferença de rentabilidade entre os capitais estrangeiros investidos no país e os capitais brasileiros investidos no exterior⁷². Dessa forma, ao invés de inferir “simplesmente” os saldos das diversas contas, serão analisadas também as magnitudes das entradas e saídas totais de divisas.

A importância dessa distinção é analisar a hipótese de que países que geram rentabilidades maiores para os capitais estrangeiros acabam sendo mais vulneráveis externamente (obviamente que tal condição deve ser relativizada pelo tamanho dos estoques externos). Isso porque, apesar do fato de que oferecer uma rentabilidade maior aos capitais estrangeiros possa parecer uma vantagem, em termos de atração de investimentos internacionais, estimulando a entrada dos mesmos, o ponto fundamental é que essa condição implica uma maior vulnerabilidade externa, devido a maiores saídas na conta de rendas do que ocorreriam se a rentabilidade fosse menor.

⁷¹ Porém, também não foram levados em consideração, diretamente, os efeitos das variações “V”.

⁷² Pela equação (2), apresentam-se as taxas de rentabilidade MÉDIA dos ativos e passivos externos. Contudo, na análise do terceiro capítulo serão realizadas, também, cálculos das rentabilidades das diversas contas dos passivos e ativos externos.

1.6.3.3. Índice de Rentabilidade Aparente do Passivo Externo e do Ativo Externo.

A rentabilidade aparente do Passivo Externo e do Ativo Externo será calculada pela Saída de rendas/Passivo Externo e pela Entrada de rendas/Ativo Externo.

As saídas e entradas de rendas serão calculadas para o período de um ano. Já os estoques de ativo e passivo externo serão os valores obtidos ao final do ano. Portanto, o índice de rentabilidade aparente será composto pela divisão de um fluxo por um estoque.

Além disso, deve se destacar que se trata de uma aproximação apenas das possíveis rentabilidades. Até mesmo porque, por exemplo, um fluxo que é gerado no começo do ano não terá sido, provavelmente, decorrente do mesmo nível de estoque do final do ano. Porém, mesmo assim acreditamos que essa estimativa de rentabilidade oferece uma boa aproximação dos reais valores existentes das rentabilidades dos passivos externos e dos ativos externos.

1.6.4. Dados a serem utilizados.

Nessa parte apresentaremos alguns dados complementares que serão utilizados, e suas fontes:

- Deficit serviços transporte/comércio internacional (esfera comercial): Tal valor apresenta o déficit da conta dos serviços de transporte dividido pelo comércio internacional, ou seja, pela soma de valor das exportações com as importações. Dessa maneira, quanto menor esse índice, menores serão os problemas que a economia enfrentará em decorrência de um aumento do comércio externo brasileiro.

- PIB: foi obtido em dólares no IPEADATA, que disponibiliza o valor pela taxa de câmbio média da taxa de mercado livre. Foi feita uma transformação, obtendo-se o PIB através das taxas ao final do período. Isso foi feita para permitir uma melhor comparação com os dados da PII, que foi elaborada com dados do fim do período.

- Média entre 3 períodos (1953-1956; 1957-1960, 1961-1963): em diversos momentos no terceiro capítulo utilizou-se da comparação dos valores entre as médias de três períodos. Essa divisão representa, aproximadamente, uma divisão entre o antes, durante e depois do Plano de Metas.

-erros e omissões: foram apresentados os erros e omissões no terceiro capítulo. De acordo com Simonsen (2007: 76), deve-se ter receio desses valores caso eles representem 5% da soma entre as exportações e importações.

2. CONJUNTURA INTERNACIONAL E POLÍTICA ECONÔMICA INTERNA DO PERÍODO

Esse capítulo será um breve resumo de alguns dos movimentos da Economia Mundial e das políticas econômicas internas no período do pós Guerra até meados da década de 60, 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 das políticas cambiais brasileiras e por fim outras políticas internas e o Plano de Metas.

2.1- Conjuntura Internacional.

O período do pós Guerra até meados da década de 60 foi caracterizado, principalmente nos países menos desenvolvidos, pela “**escassez de divisas**”. Dentro desse contexto de escassez, alguns movimentos foram mais importantes para as transações externas brasileiras, dentre os quais podemos citar: a "reconstrução do mundo" no pós guerra, com os EUA ocupando a posição de nação hegemônica; a recuperação européia; a internacionalização produtiva e o fluxo de capitais; e o comportamento do comércio internacional.

Com o final da Segunda Guerra Mundial, os EUA assumiriam a responsabilidade pela formulação e implementação de uma nova ordem internacional, evitando medidas que pudessem desestabilizar a economia mundial e perdendo dívidas de guerra. (PINHO NETO, 1996: 6).

O novo sistema financeiro internacional, estruturado no acordo de Bretton Woods (1944), oficializou o dólar como moeda universal, convertível em ouro à taxa fixa de US\$ 35 a onça. (KILSZTAJN, 1989).

A supremacia da economia americana garantiu superávits nas suas contas-correntes que, conjugados com a demanda internacional de dólares para a constituição de reservas, caracterizava a escassez de dólar do período. (KILSZTAJN, 1989)

Dentro dessa ordem, o Plano Marshall (1947) significou elevados investimentos na Europa e Japão. Vale ressaltar que tais transferências só foram admissíveis devido ao clima político da época, caracterizado pelo início das disputas entre os Estados Unidos e

a União Soviética, as potências do período. É justamente nas regiões em que os EUA vislumbravam maior perigo de um golpe comunista que os recursos foram mais generosos. (PINHO NETO, 1996: 8; & GRIFFITH JONES & SUNKEL, 1990).

Felizmente para os aliados dos EUA, a situação da Europa Ocidental em 1946-47 parecia tão tensa que Washington sentiu que o fortalecimento da economia européia e, um pouco depois, também a japonesa, era a prioridade mais urgente, e o Plano Marshall, um projeto maciço para recuperação européia, foi lançado, em junho de 1947. Ao contrário da ajuda anterior, que fazia claramente parte de agressiva diplomacia econômica, essa assumiu mais a forma de verbas que de empréstimos. (HOBBSAWM, 1995: 237)

Em relação à América Latina, esta não recebeu níveis consideráveis de auxílio. “A principal razão (explicitamente citada em documentos oficiais norte-americanos) era que a América Latina desempenhava, na época, papel insignificante na guerra fria”. (GRIFFITH JONES & SUNKEL, 1990: 64). A Tabela 6 evidencia o auxílio oficial norte-americano às diversas regiões no período.

Tabela 6- Auxílio Oficial Norte-Americano Segundo Regiões (% do Total)

Destino\Período	1946/48	1949/52	1953/61
Europa	77,0	73,0	38,6
Ásia e Oriente Médio	21,2	24,3	50,3
América Latina	1,7	2,5	8,5
África	0,1	0,2	2,6

Fonte: United States/Agency for International Development (1972) *Apud* PINHO NETO, 1996: 13; Elaboração Própria.

De acordo com a Tabela 6, pode se perceber que a Europa era a principal prioridade da política externa dos Estados Unidos até o início da década de 50, recebendo a maior parcela do auxílio oficial norte-americano. Porém, ao longo dos anos 50 a prioridade muda em direção aos países do Oriente Médio e na Ásia, que receberam aproximadamente 50% do total dos recursos entre 1953 e 1961. Já em relação aos países da América Latina, embora a participação no total tenha se elevado durante os anos 50, o volume de auxílio oficial destinado a esta região era significativamente inferior ao fluxo para os chamados países estratégicos, caracterizando assim a situação de escassez de divisas para a região.

Se por um lado o Plano Marshall não destinava recursos significativos para os países Latino Americanos,

[...] a recuperação européia gerou uma externalidade positiva em termos de financiamento para os países latino-americanos, já que estava implícito naquela recuperação um grande esforço para estimular as exportações para países fora do continente, através da concessão de financiamento aos importadores. Numa conjuntura externa desfavorável à obtenção de divisas pelos países latino-americanos, os créditos desses fornecedores tornaram-se de extrema importância, apesar de apresentarem taxas de juros mais altas e prazos de maturação mais curtos, *vis-à-vis* os empréstimos oficiais, o que contribuiu para a deterioração da estrutura da dívida externa de alguns países na região no final dos anos 50. (PINHO NETO, 1996: 17).

Assim, no terceiro capítulo será demonstrada a evolução desses financiamentos externos para a economia brasileira e como se comporta a dívida externa, que é um dos componentes da Posição Internacional de Investimentos, durante o período de 1953 a 1963.

Além disso, os Estados Unidos recomendavam aos países latino-americanos, devido as suas posições insignificantes na Guerra Fria, que melhorassem o clima para investimentos privados, com uma política macroeconômica confiável, principalmente via controle da inflação e redução de controles sobre os fluxos de lucros dos investidores estrangeiros. De fato, na década de 50 pode-se observar um processo de transnacionalização da produção, uma vez que as companhias multinacionais, visando evitar as barreiras tarifárias dos países latino-americanos, acabaram comprando ou estabelecendo empresas nesses países. (GRIFFITH JONES & SUNKEL, 1990: 65) Conforme a Tabela 7, os fluxos financeiros para a América Latina assumiram principalmente a forma de investimento privado direto.

Tabela 7 - Movimento de capital dos EUA em 1946-61, total e para América Latina (bilhões de U\$)

	1946-8		1945-55		1956-61	
	América Latina	Total	América Latina	Total	América Latina	Total
Capital EUA (líquido)	-0,38	-3,52	-0,33	-1,3	-0,99	-4,12
Privado	-0,32	-0,77	-0,24	-1,04	-0,69	-3,3
Governo	-0,06	-2,75	-0,09	-0,26	-0,3	-0,82

Fonte: GRIFFITH JONES & SUNKEL (1990:66)

Já em relação ao Comércio Internacional, o período entre o fim da Segunda Guerra Mundial e o início da década de 70 foi caracterizado,

[...] por uma expansão sem precedentes do comércio internacional. Não obstante, esta notável expansão do comércio concentrou-se assimetricamente nos países industrializados e em produtos manufaturados por eles fabricados. A situação nos mercados de produtos primários era caracterizada por um razoável excesso de oferta, responsável pela contínua queda dos preços até o início dos anos 60. Em boa parte, isto era resultado do esforço de reconstrução econômica da Europa, que tinha como uma de suas metas a auto-suficiência no setor agrícola, o que gerou uma grande expansão da produção no período estimulada por toda sorte de barreiras tarifárias e não-tarifárias (PINHO NETO, 1996: 14).

Segundo Pinho Neto, seria possível identificar um padrão muito claro de nível de proteção nos países industrializados, ou seja, quanto mais intensivo em capital e tecnologia fosse o processo produtivo, menor era esse nível de proteção. Já em processos que países em desenvolvimento tinham óbvias vantagens comparativas -devido ao baixo custo de mão-de-obra e a disponibilidade de insumos produtivos intensivos no fator trabalho baratos- o nível de proteção efetiva era bastante elevado (PINHO NETO, 1996: 15).

Dentro desse processo de aumento do comércio internacional, em que se criaram barreiras aos produtos primários e facilidades aos produtos manufaturados, fica evidente um cenário de dificuldades de se obter divisas através de um esforço exportador para uma economia que apresentava uma pauta de exportação primordialmente concentrada no café⁷³. Assim, será mostrado no terceiro capítulo como essa queda dos preços de produtos primários até o início da década de 60 acentuou as dificuldades cambiais brasileiras no período.

Outro fator muito importante no período foi a criação de novas instituições para administrar o funcionamento da recuperação do pós guerra, dentre elas temos:

- o Fundo Monetário Internacional (FMI), criado para abordar problemas cambiais e de balanço de pagamentos (PINHO NETO, 1996: 7-8)
- o Banco Mundial, originalmente criado para prover fundos para a reconstrução de países devastados pela guerra. Somente mais tarde acrescentaria às suas funções o financiamento ao desenvolvimento (PINHO NETO, 1996: 8).
- o Acordo Geral de Tarifas e Comércio (Gatt), estabelecido como uma solução transitória e que acabou se tornando de fato o instrumento final para redução das tarifas,

⁷³ Como era o caso brasileiro, conforme será demonstrado no terceiro capítulo.

dada a dificuldade de se estabelecer uma Organização Internacional do Comércio no pós guerra (PINHO NETO, 1996: 8).

Além disso, outro fato importante para a economia brasileira no pós guerra foi que no início dos anos 50 observou-se um receio de generalização da Guerra da Coréia em uma nova Guerra Mundial. Isso gerou um grande aumento das importações de máquinas e equipamentos -devido à lembrança das dificuldades de abastecimento de produtos importados em conflitos mundiais- permitidas pelo relaxamento na política de concessão das licenças para importar. Dessa forma, temos um forte movimento de importações nos anos de 1951 e 1952 (SERRA, 1982: 74).

Por fim, resumidamente, pode se considerar que a evolução do comércio internacional no período deu-se com um nível de proteção bastante elevado nos países industrializados, em particular sobre os produtos exportáveis dos países em desenvolvimento. Além disso, esses países contavam com acesso restrito aos fluxos internacionais de capitais, em sua vasta maioria oficiais e sujeitos às prioridades geopolíticas norte-americanas. Assim, restavam poucas alternativas à América Latina para aliviar a chamada restrição de divisas, fazendo com que,

A estratégia de desenvolvimento seguida por alguns países latinoamericanos no chamado pós-guerra deve ser entendida muito menos como uma opção de política econômica do que como uma resposta a uma conjuntura internacional francamente adversa. Estando as prioridades geopolíticas norte-americanas concentradas em outras partes do mundo e com os mercados internacionais razoavelmente fechados, particularmente no que tange a produtos em que os países em desenvolvimento tinham nítidas vantagens comparativas, restavam a estes poucas alternativas senão aprofundar o processo de industrialização via substituição de importações. Da mesma forma, o protecionismo no qual tal modelo se alicerçava resultou, em boa medida, da escassez de recursos externos, que levou estes países a priorizar a importação de equipamentos e bens de capital que não eram produzidos domesticamente (PINHO NETO, 1996: 24-25)

Dessa maneira, o Brasil e alguns outros países latinoamericanos não obtiveram muitas vantagens do grande esforço de reconstrução internacional observado no pós guerra, apresentando recorrentes crises cambiais, sendo constantemente forçados a desvalorizar suas moedas, já que tiveram dificuldades em se adaptar ao regime de paridades fixas. Assim, dentro desse contexto de uma conjuntura internacional francamente adversa, sistemas de taxas múltiplas de câmbio eram muito comuns a esses países no período (PINHO NETO, 1996: 9), como uma tentativa de contornar a “escassez de divisas”.

2.2. Reformas Cambiais.

Nesta parte serão apresentadas as principais reformas cambiais brasileiras observadas no período do pós guerra até meados da década de 60. Vale observar que a taxa cambial representa um fator essencial nas condições de obtenção de divisas. Além disso, de acordo com a metodologia adotada, influencia na contabilização dos estoques dos passivos e ativos externos, ou seja, desempenham papel relevante dessa pesquisa.

O primeiro governo no pós guerra foi o de Dutra, e caracterizou-se, inicialmente, pela defesa do liberalismo cambial e alfandegário e por uma menor intervenção do Estado na economia. Os déficits na balança comercial levaram o governo a rever essa política ainda em 1947. Porém, decidiu-se que não se adotaria uma simples desvalorização cambial. Isso porque, na opinião da equipe econômica, tal medida traria diversas conseqüências: poderia gerar uma pressão inflacionária; dificilmente reduziria o dispêndio total em produtos importados, devido à inelasticidade relativa a preços de importação, além de não assegurar uma seletividade dessas importações; e um câmbio sobrevalorizado sustentaria os preços internacionais do café, já que a demanda estrangeira pelo café seria relativamente inelástica (VIANNA, 1990:110).

Criou-se então, em 1947, o sistema de licença prévia, o que significou que as divisas para importar só eram liberadas de acordo com as prioridades do governo e após exame, caso a caso, dos pedidos de importação. Existem indícios de que esse princípio, a partir de 1949, acabou se constituindo em um instrumento de proteção industrial, mediante a promoção da substituição de importações (VIANNA, 1990: 114). Tal sistema foi, em síntese, a política praticada até 1953, quando o desequilíbrio no balanço de pagamentos se agravou.

Isso porque, conforme mencionado na parte anterior, o temor da Guerra da Coréia causou um grande aumento de importações em 1951 e 1952. Além disso, em 1952 a taxa cambial estava muito valorizada, já que permaneceu praticamente nos mesmos níveis de 1939, num período em que a inflação total chegou a níveis próximos de 400% (CONJUNTURA ECONÔMICA, 1972: 77)

Dessa maneira, no início de 1953, o governo tentou negociar um acordo com o governo norte-americano que lhe permitisse uma melhor posição frente a atrasados comerciais acumulados⁷⁴. Essa dificuldade cambial fez com que o governo promulgasse a Lei 1807, conhecida como a Lei do Mercado Livre. Na prática, ela acabou instituindo

⁷⁴ Acumulados principalmente em 1951 e 1952, no período do temor da Guerra da Coréia.

o sistema de taxas múltiplas de câmbio, algumas flutuantes, com basicamente dois objetivos em relação ao comércio exterior. Em primeiro lugar, possibilitar o escoamento da exportação de outros produtos que não cacau e café, uma vez que esses já obtinham altas cotações no mercado mundial. Em segundo, reduzir a propensão a importar, encarecendo alguns produtos deslocados para taxas de câmbio mais desvalorizadas (VIANNA, 1990:134), fazendo com que a importação dos mesmos ficasse mais dispendiosa. Porém, apenas o segundo objetivo obteve melhores resultados.

Em meados de 1953 foi idealizada a Instrução 70 da SUMOC, sendo que importantes mudanças cambiais foram introduzidas, entre as quais o monopólio cambial voltou ao Banco do Brasil, além da extinção do controle quantitativo das importações, substituído pelo regime de leilões de câmbio em bolsa de fundos públicos do país, que acabou criando um mecanismo de mercado para equilibrar a oferta e a demanda por divisas (VIANNA, 1990: 139; BAER, 2003:71).

Além disso, a partir de 1953 o governo adotou,

[...] uma política extremamente liberal quanto à incorporação de poupança externa contrastando fortemente com a adotada no período 47/52. Todas as transações neste setor passaram a se realizar por um mercado financeiro onde se determinava livre formação da taxa de câmbio (LESSA, 1981: 58).

Já a partir de 1954 (lei 2.145), e com maior firmeza em 1955, através da Instrução 113 da SUMOC (conforme será explicado adiante), estabeleceram-se neste esquema geral dispositivos pelos quais a CACEX⁷⁵ poderia,

[...] após exame técnico do pedido, conceder um conjunto adicional de favores a entidades públicas e empresas privadas, particularmente atraentes aos setores de 'particular interesse ao desenvolvimento da economia nacional'. Em resumo, via aqueles diplomas poderia o organismo conceder câmbio de custo (taxa cambal favorecida) para a remessa de rendimentos e amortizações das inversões diretas do exterior, até o limite de 10% do capital registrado da empresa no tocante a rendimentos. O registro do capital era realizado à taxa do mercado livre, o que elevava substancialmente a rentabilidade em moeda estrangeira do investimento (LESSA, 1981: 58).

Dessa maneira, fica evidente que uma série de instrumentos podiam ser utilizados para incentivar a entrada de capitais estrangeiros, especialmente pela possibilidade de internalizar o investimento pela taxa de mercado livre e remeter uma parte do mesmo pela taxa oficial, que era mais valorizada e permitia, portanto, uma rentabilidade maior.

⁷⁵ Carteira de Comércio Exterior do Banco do Brasil.

Analisando a Tabela 8, que trata do sistema cambial vigente no período de 1953-1957, pode se identificar basicamente quatro tipos diferentes de taxas de câmbio, sendo que algumas delas ainda contavam com divisões. Tínhamos a taxa oficial, a taxa do mercado livre, “uma” taxa de importação (na verdade dividida em cinco categorias) e “uma” taxa de exportação (na verdade quatro categorias).

A taxa oficial era a mais valorizada de todas, e pode-se considerá-la como fixa, já que era determinada pelo governo e, como demonstra a Tabela 8, permaneceu constante de 1953 a 1957 no valor de 18,82 Cr\$/US\$. Essa taxa era utilizada para pagar os exportadores, acrescidos de uma bonificação, no valor de Cr\$ 5 por 1 US\$ para o café e de Cr\$ 10 por 1 US\$ para os demais produtos (a média das bonificações pagas aos exportadores ficou conhecida como custo de câmbio). Além disso, ela era usada na importação dos produtos considerados mais importantes, como papel e material de imprensa, livros e objetos destinados a instituições educativas, trigo, petróleo e derivados, importações do governo, e algumas máquinas e equipamentos, e a ela era acrescido o custo de câmbio (CERQUEIRA, 1999:102).

Tabela 8- Média anual das taxas de câmbio múltiplas por categoria (Cr\$/US\$). Porcentagem de divisas alocadas por categoria nos leilões de Importação (%). 1953-1957.

Categoria / ano	1953	1954	1955	1956	1957	% Total alocado na categoria
Taxa Oficial	18,82	18,82	18,82	18,82	18,82	-
Taxa do mercado livre	43,3	62,18	73,54	73,59	75,7	-
Leilões de Importação						
Categoria 1	31,77	39,55	87,70	83,05	60,76	40%
Categoria 2	38,18	44,63	105,23	111,10	81,56	30%
Categoria 3	44,21	57,72	176,00	149,99	106,34	20%
Categoria 4	52,19	56,70	223,16	219,58	151,93	8%
Categoria 5	78,90	108,74	303,54	309,28	316,39	2%
Leilões de Exportação						
Categoria 1	-	-	31,50	37,06	38,16	-
Categoria 2	-	-	37,91	40,10	43,06	-
Categoria 3	-	-	43,18	49,88	55,00	-
Categoria 4	-	-	50,98	59,12	67,00	-

Fonte: Cerqueira (1999: 103)

Já pela taxa do mercado livre era onde ocorriam os movimentos de capitais. É importante salientar que o governo, como política econômica, permitia que determinados agentes negociassem nessa esfera. Para estimular a exportação de produtos menos competitivos no mercado internacional, como, por exemplo, os gravosos, ele aceitava que parte das divisas auferidas fossem vendidas nesse mercado, garantindo uma soma maior de moeda doméstica para esses setores, já que, como podemos observar na Tabela 8, a taxa anual média do mercado livre era mais desvalorizada do que as taxas de exportação. Outro exemplo é quando permitia que capitais internalizados pelo mercado livre, e considerados de “interesse nacional”, fossem convertidos pela taxa oficial acrescida do câmbio de custo (CERQUEIRA, 1999: 103).

Apresentaremos um exemplo hipotético de como esse mecanismo de internalizar capital pelo mercado livre e remetê-lo pela taxa oficial podia ser muito vantajoso. Um capital estrangeiro no valor de 100 US\$, considerado de interesse nacional, que entrasse no país pela taxa do mercado livre no ano de 1954 obteria 6.218 Cr\$ (Tabela 8)⁷⁶. Caso fosse remetido totalmente no mesmo ano, sem obter nenhuma valorização ou desvalorização, pela taxa oficial (18,82 Cr\$/US\$) acrescida de um custo de câmbio (5 Cr\$/US\$), seria remetido por uma taxa cambial de 23,82 Cr/US\$, obtendo assim 261,04 US\$ ($6.218/23,82 = 261,04$). Deve-se ressaltar que não era possível remeter 100% do capital no mesmo ano pela taxa oficial, já que isso representaria uma rentabilidade insustentável em termos de remessa de divisas, mas era permitido remeter, conforme a citação de Lessa, apenas 10% do capital registrado da empresa. Assim, apesar da simplificação realizada no exemplo, que superestimou a rentabilidade em moeda estrangeira do investimento, tal valor obtido da uma amostra das vantagens oferecidas ao capital estrangeiro.

Contudo, vale à pena destacar que não foi encontrado na literatura do período como se processava **exatamente** esse mecanismo de internalizar e remeter capitais estrangeiros através de taxas cambiais diferenciadas. Outra possibilidade levantada de como isso se processava, com os mesmos dados do exemplo anterior, é que o referido capital só pudesse ser remetido em 10%, no mesmo ano, por uma taxa preferencial, ou seja, na quantia de 621,8 Cr\$ ($10\% \text{ de } 6.218 = 621,8$), permitindo uma amortização de

⁷⁶ Nos exemplos apresentados nessa parte, consideraremos as médias anuais das taxas cambiais apresentadas na Tabela 8.

26,10 US\$ (621,8/23,82) no ano. Ou seja, pela contabilidade da empresa em moeda nacional ela remeteria apenas 10% do seu capital em Cr\$ (621,8 Cr\$ de 6.218 Cr\$), contudo, apenas nesse primeiro ano já teria remetido 26% em dólares (26,10 US\$ de 100 US\$), fazendo com que os restantes 5.596,2 Cr\$ ($6.218 - 621,8 = 5.596,2$) fossem remetidos pela taxa de mercado livre (62,18 Cr\$/US\$) no mesmo ano⁷⁷, ou aguardassem os próximos anos para serem remetidos pela taxa oficial.

Dessa maneira, apesar de não sabermos exatamente como se processava esse mecanismo de entrada de capitais pela taxa de mercado livre com uma remessa pela taxa oficial, parece evidente que possibilitava expressiva rentabilidade aos capitais estrangeiros considerados de “interesse nacional”. Além disso, tal fato é muito importante para esse trabalho porque parece indicar a existência de GDN⁷⁸ para esses investimentos, diferentemente do que foi demonstrado no primeiro capítulo, quando se explicou que o GDN de ativos e passivos financeiros cujos valores são fixados em termos monetários são sempre nulos. No terceiro capítulo essa discussão será pautada pelos dados observados no período, e, adiantando um pouco, a evidência empírica sugere a ocorrência de GDN para tais investimentos.

Já em relação aos leilões de câmbio para importadores, havia cinco categorias, e as mercadorias estrangeiras foram divididas de acordo com um critério de prioridades. As categorias preferenciais se davam em ordem crescente, ou seja, a primeira categoria era considerada a mais essencial, e recebia a maior parte de divisas (pela Tabela 8, 40% do total), garantindo, através dos leilões, uma cotação mais valorizada, e conseqüentemente preços menores em moeda doméstica. Já a última, no caso a quinta, considerada de bens supérfluos, recebia menos divisas (2%), gerando um câmbio mais desvalorizado e o pagamento de um ágio⁷⁹ maior.

Neste quadro nota-se o poder de política econômica que esse sistema cambial conferia ao governo. Em primeiro lugar, porque este podia incentivar setores que considerava mais importantes, através da definição das categorias, uma vez que ocorriam substanciais distorções nos preços relativos devido aos leilões cambiais. Na época, de fato, acabou propiciando a proteção da indústria doméstica existente, já que, mantendo os bens de produção nas categorias inferiores, propiciava baixos custos de

⁷⁷ Gerando 90 US\$ ($5596,2/62,18 = 90$), obtendo um total de 116,10 US\$ ($26,10 + 90 = 116,10$).

⁷⁸ Conforme demonstrado no primeiro capítulo, GDN são os ganhos de detenção nominal de ativos e passivos externos.

⁷⁹ No caso, diferença entre o valor obtido pela divisa na taxa de câmbio oficial e o valor pago nos leilões.

investimento, e, ao mesmo tempo, garantia a proteção do mercado doméstico, encarecendo a importação de produtos concorrentes, mantendo-os em categorias mais elevadas. Em segundo lugar, conferiu tratamento favorável ao capital estrangeiro, quando considerado pelas autoridades monetárias como essencial para o desenvolvimento do país, pelo fato de poderem remeter lucros, juros e amortizações convertidos à taxa oficial. E por último, permitiu a geração de receita pelo governo (entre 1954 e 1960, chegou a representar 16% da receita fiscal da União), já que, ao manter para as exportações um câmbio valorizado e para as importações um relativamente desvalorizado, ficava com o “lucro” desse sistema, ou seja, a diferença entre o que recebia de ágios e pagava em bonificações⁸⁰ (CERQUEIRA, 1999: 103-4).

Em 1955, já no governo Café Filho, o novo ministro da Fazenda, Eugênio Gudin, tentou conter o déficit do governo com um novo plano econômico que tinha como uma das medidas mais importantes a Instrução 113 da Sumoc. Através desta, ficava a CACEX (Carteira de Comércio Exterior do Banco do Brasil) autorizada a emitir licenças de importação sem cobertura cambial para equipamentos considerados essenciais na complementação dos conjuntos já existentes no país. Além disso, também ficava autorizada a licenciar a importação de conjuntos de equipamentos financiados no exterior em prazo não inferior a cinco anos. Porém, como não era comum o financiamento para a compra de bens de produção com prazos de amortização superiores a cinco anos para empresas de países em subdesenvolvimento, essa medida acabou beneficiando o capital estrangeiro (PINHO NETO, 1990:154).

Porém, vale à pena frisar que a importação de equipamentos sem cobertura cambial já era permitida pela legislação anterior. Entretanto, a diminuição de empecilhos para que isso ocorresse, acabou por consolidar um maior fluxo de capitais estrangeiros (CERQUEIRA, 1999: 104).

A prioridade dessa nova Instrução era o saneamento econômico e financeiro doméstico, criando condições favoráveis à realização de investimentos estrangeiros no país (PINHO NETO, 1990: 155). Embora essa fosse uma medida amplamente criticada pelos setores nacionalistas, foi a política que prevaleceu durante o governo Kubitschek (JK) e foi de fundamental importância para o Plano de Metas, já que permitiu uma forte entrada de investimentos por esse mecanismo.

⁸⁰ Como será demonstrado adiante, parte desses recursos era utilizada na política de defesa do café (LESSA, 1981: 81)

Não obstante a facilidade de importação permitida pela Instrução 113 da SUMOC, no governo JK ocorreu uma importante reforma na política cambial, através da Lei Tarifária de 1957. As principais medidas foram: introdução de tarifas *ad valorem*, variando de 0 a 150%; a redução das cinco categorias de importação anteriores a duas categorias de importação obtidas por leilões (através da “categoria Geral” eram importados matérias primas, equipamentos e bens que não eram suficientemente atendidos pelo mercado interno. Já a “categoria Especial” incluía todos os bens não considerados essenciais); e foi criada uma terceira categoria de importação, a “Preferencial” (que não estava sujeita a leilão), que era utilizada para a importação de produtos privilegiados (trigo, petróleo, papel, fertilizantes e alguns equipamentos) e na remessa de juros e amortizações considerados fundamentais ao desenvolvimento do país. Essa era uma taxa mais valorizada, garantindo preços menores, porém, com uma cotação mínima, igual ao custo de câmbio (ORENSTEIN & SOCHACZEWSKI, 1990: 174 e BAER, 2003: 72).

Os principais objetivos dessa reforma de 1957 eram: simplificar o sistema de taxas múltiplas; trocar uma fonte de arrecadação com vinculações determinadas por lei (o saldo obtido pela diferença entre ágios e bonificações) por outra mais flexível, alcançada através da cobrança tarifária, que não tinha as mesmas vinculações; ampliar a proteção oferecida à indústria doméstica, acelerando a substituição de bens de capital sem prejudicar a oferta interna dos mesmos. Para que isso ocorresse, era permitida a importação de equipamentos a baixo custo, desde que comprovado a impossibilidade de adquiri-los no mercado interno, situação na qual havia um forte protecionismo (ORENSTEIN & SOCHACZEWSKI, 1990: 173-74 e BAER, 2003: 72).

Esse sistema, que vigorou até 1961, ainda sofreu algumas transformações, principalmente na passagem de algumas exportações para o mercado livre. Quanto a seus efeitos, “[...] *implicou um aprofundamento do processo de substituição, na medida em que se alcançava estágios mais avançados na industrialização*” (ORENSTEIN & SOCHACZEWSKI, 1990: 175), permitindo um forte crescimento da indústria de bens de capital. Entretanto, também gerou uma série de distorções nos preços relativos, subsidiando as importações preferenciais, já que a correção do câmbio de custo não acompanhava o ritmo da inflação, situação que redundou em perturbações na alocação dos recursos, favorecendo o sobreinvestimento.

Em 1961, Jânio Quadros assume a Presidência, herdando de JK uma série de dificuldades econômicas, como a deterioração do BP, a indisciplina fiscal e a inflação

em processo de aceleração. Dessa forma, o governo instituiu uma nova política cambial, através da Instrução 204 da SUMOC. Tal reorientação visava resolver os problemas de déficits do governo, seja interno, manifestado pelos déficits de caixa do Tesouro, como externos, observáveis no BP. Tal intenção se daria sem deixar de lado a preocupação com a inflação (ABREU, 1990: 198 e SILVA, 2000: 87).

Para atingir tais objetivos, a Instrução 204 visava a desvalorização da taxa de câmbio⁸¹, a unificação do mercado cambial e o reequacionamento das condições de financiamento do setor público. Suas principais medidas foram: o reajuste do câmbio de custo, utilizado nas importações preferenciais, de Cr\$/US\$ 100 para Cr\$/US\$ 200; as importações pertencentes à categoria geral foram transferidas para o mercado livre, assim como as exportações (exceto o café); e “[...] *os importadores ao comprarem suas divisas eram obrigados a realizar operação colateral depositando no Banco do Brasil por 150 dias o valor em cruzeiros correspondente à importação e recebendo Letras de Importação.*” (ABREU, 1990: 198).

Essa reforma de 1961, apesar de eliminar uma importante fonte de receitas para o governo, proveniente do sistema de leilões cambiais, contrabalanceou esse efeito com a instituição dos depósitos prévios das importações, gerando conseqüências positivas para o orçamento do setor público. Já no plano externo, também se obteve resultados satisfatórios, sendo que o BP foi beneficiado pela recuperação das exportações e pela renegociação da dívida externa, fato que foi auxiliado pelo bom recebimento das medidas pela comunidade financeira internacional (ABREU, 1990: 202 e SILVA, 2000: 88).

Entretanto, esse otimismo inicial não durou muito. A incerteza política da época, que acabou por aumentar a desconfiança dos agentes em relação à política econômica, se manifestou na contração da entrada de capitais estrangeiros. Dessa forma, o BP se deteriorou de forma considerável. Entretanto, nenhuma reforma cambial mais significativa foi implementada até o final do período analisado, ou seja, no ano de 1963 (ABREU, 1990: 200-210).

⁸¹ “Em março de 1961, houveram as primeiras tentativas de restabelecimento daquilo que se convencionou chamar, na época, de “verdade cambial” [...]” (CONJUNTURA ECONÔMICA, 1972: 77).

2.3. Outras Políticas Econômicas Internas e o Plano de Metas.

Após serem demonstradas na seção anterior as principais reformas cambiais do pós-guerra a meados da década de 60, nesta parte serão apresentadas algumas das outras políticas econômicas internas brasileiras ocorridas no período, especialmente aquelas com maior influência nas contas do Balanço de Pagamentos, enfatizando as transformações realizadas pelo Plano de Metas⁸², que foi um importante projeto transformador da economia brasileira.

O período que vai desde a guerra até meados da década de 50 apresentou transformações internas determinantes para o Brasil, dentre as quais se podem destacar (SERRA, 1982: 73-74):

- o início da operação de empreendimentos iniciados pelo Estado durante a guerra, com a finalidade da produção de minério de ferro (Companhia Vale do Rio Doce), aço (Companhia Siderúrgica Nacional), barrilha e soda cáustica (Companhia Nacional de Álcalis) e aços especiais (Acesita).
- a manutenção de vantagens a produção industrial doméstica, através da proteção do mercado interno.
- a criação do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico, com a finalidade de amparar a ampliação da infra-estrutura (especialmente transportes e energia).
- a criação da Petrobrás, que desenvolveu as atividades de prospecção, produção e refino do petróleo, e era um monopólio estatal desse produto.

Em relação à política de defesa do preço do café, os agricultores e exportadores de café desfrutaram da garantia de compra de toda a produção cafeeira. Isso foi um estímulo para um ciclo expansivo da oferta interno do produto, já que a garantia de compra do café pelo governo se dava num nível de preço que acabava permitindo uma rentabilidade atraente tanto para as antigas produções como para a expansão da produção em novas terras. Contudo, apesar dessa transferência de recursos para o mencionado grupo, o financiamento desse processo se dava com o “lucro” entre os ágios recebidos e as bonificações pagas no sistema de taxas de câmbio múltiplas, ou seja, em última instância era o próprio setor exportador que permitia que tal sistema

⁸² O objetivo é apresentar os efeitos do Plano de Metas na questão das mudanças ocorridas nas transações externas. Para uma análise mais aprofundada do Plano de Metas, nos seus mais diversos aspectos, ver Lessa (1981).

funcionasse, e ainda assim transferindo recursos para o governo estimular a industrialização substitutiva (LESSA, 1981: 81-82).

Já em relação ao Plano de Metas, este,

[...] constituiu o mais completo e coerente conjunto de investimentos até então planejados na economia brasileira. Por isto mesmo, o Plano foi implementado com sucesso alcançando-se a maioria das metas estabelecidas tanto para o setor público como para o setor privado. A economia cresceu a taxas aceleradas, com razoável estabilidade de preços e em um ambiente político aberto e democrático (ORENSTEIN & SOCHACZEWSKI, 1990:171).

Tal fenômeno se deu através de uma industrialização com transformações estruturais decisivas, num espaço de tempo relativamente curto e articulado diretamente pelo Estado. Nesse período, observou-se um substantivo crescimento do setor de bens de capital, em muito explicado pela instalação no país das indústrias automobilística, de construção naval, material elétrico pesado e outras de máquinas e equipamentos. Ao mesmo tempo, as indústrias básicas expandiram-se consideravelmente, entre as quais a siderúrgica, a de metais não-ferrosos, química pesada, petróleo, papel e celulose (SERRA, 1982:75).

Entretanto, para que pudesse ser realizado, o Plano de Metas necessitava de um grande volume de investimentos. Os mecanismos de financiamento internos eram muito inferiores às necessidades, e as exportações começaram a declinar em 1955, não apresentando indícios de tendência de recuperação, num contexto em que a evolução da economia tendia a tornar mais rígida a pauta de importações (LESSA, 1981: 57). Dessa forma, utilizou-se o capital estrangeiro, através de um forte endividamento externo, como mecanismo de se obter os bens de capitais importados, indispensáveis para a economia sustentar seu nível de investimento.

A política de capital estrangeiro assumia, assim, lugar fundamental dentro do esquema geral do Plano, como única via aberta, dadas as regras de jogo das instituições brasileiras, à continuidade do processo de substituição de importações (LESSA, 1981: 57)

As entradas líquidas de poupança do exterior, através de inversões diretas e via concessões de financiamentos pelo resto do mundo, constituíram a forma de superar o fato de que as receitas de exportações estavam virtualmente comprometidas, com importações incompressíveis e amortizações assumidas no passado. Isto, em um contexto que lograva obter altas taxas de investimento, importando equipamentos (LESSA, 1981: 57).

Essa política, que acabou sendo considerada extremamente liberal quanto à incorporação de poupança externa, incluía a prioridade e garantias para as transferências e remessas de câmbio para o exterior. Além disso, o governo utilizou os instrumentos criados pela administração anterior (INSTRUÇÃO 113), para estimular a industrialização naquelas faixas consideradas de maior interesse, através do processamento das importações de equipamentos, tanto pelas empresas privadas como pelo setor público, sem cobertura cambial e assegurando taxas cambiais favorecidas para as remessas de rendimentos das inversões diretas e amortizações e juros aos financiamentos (LESSA, 1981: 58).

Contudo, mesmo com as fortes entradas autônomas de recursos exteriores no período do Plano de Metas, foram necessárias operações de regularização, devido à queda de receita das exportações e as crescentes amortizações. Entretanto, as condições externas não eram das mais favoráveis para a obtenção de recursos por essa via. Desta maneira, acabou-se lançando mão da contração de “swaps”- que era uma das formas mais onerosas de se obter poupança do exterior-, através do qual o Banco do Brasil assumia uma dívida em dólares e entregava cruzeiros ao depositante de divisas. Este tinha o direito de refazer a operação, pela mesma taxa de câmbio, o que se revelou muito lucrativo num contexto de desvalorizações cambiais (LESSA, 1981: 59).

Observado panoramicamente, a política de capital estrangeiro do Plano de Metas representa um conjunto de práticas altamente eficazes em termos de obtenção de recursos externos vitais ao êxito do Plano, ainda que tais recursos encerrem um alto custo para a Nação, em virtude da forma pela qual foram obtidos (LESSA, 1981: 69).

Desta maneira, fica evidente que o Plano de Metas conseguiu sustentar importações de equipamentos, o que foi fundamental aos objetivos estabelecidos, e num contexto extremamente adverso. O que se pretende analisar no terceiro capítulo é o quanto esse esforço comprometeu, ou não, o Balanço de Pagamentos, tanto para o próprio período, como para o seguinte, além das transformações que realizou na Posição Internacional de Investimentos e no fluxo de rendas.

Tabela 9- Taxa de crescimento do Produto Interno Bruto (PIB) e da taxa de inflação, (%), 1953-1963.

	PIB	Inflação
1953	4,7	14,3
1954	7,8	22,6
1955	8,8	23,0
1956	2,9	21,0
1957	7,7	16,1
1958	10,8	14,8
1959	9,8	39,2
1960	9,4	29,5
1961	8,6	33,2
1962	6,6	49,4
1963	0,6	72,8

Fonte: Abreu, 1990; obs: Inflação: preços ao consumidor do Rio de Janeiro.

Cabe destacar ainda a evolução do PIB e da inflação no período (conforme a Tabela 9). Pela tabela podemos perceber, especialmente no período do Plano de Metas, como os dados indicam “[...] *a subordinação das medidas da política de estabilidade ao atendimento dos objetivos de transformação da economia* [...]” (LESSA, 1981: 72). Isso porque as taxas de crescimento do PIB são relativamente elevadas no período 1957-1961, enquanto a taxa de inflação se acelera a partir de 1958. Além disso, o país rompe as negociações com o FMI por não aceitar a adoção de uma política de estabilização⁸³ nos moldes do Fundo (SERRA, 1982: 79). Assim, o financiamento inflacionário durante o Plano de Metas acabou seguindo a linha de menor resistência (LESSA, 1981: 84).

Por fim, em 1963 ocorreu à implementação do Plano Trienal, elaborado por conta da aceleração inflacionária e dos problemas externos da economia, e apresentava um diagnóstico ortodoxo da inflação, destacando o excesso da demanda por conta do déficit do setor público. Ainda no final do ano o Plano já é tido como fracassado (ABREU, 1990: 197 e 206).

⁸³ O Brasil chegou a adotar um Plano de Estabilização Monetária (PEM) em 1958-1959, contudo, foi abandonado por força das várias reações políticas (SILVA, 2000: 83-84).

3. EVOLUÇÃO DA VULNERABILIDADE EXTERNA DECORRENTE DA POSIÇÃO INTERNACIONAL DE INVESTIMENTOS E DO FLUXO DE RENDAS

Introdução

Neste capítulo analisar-se-á como a vulnerabilidade externa decorrente da Posição Internacional de Investimentos e do fluxo de rendas evoluiu. Para tanto, serão levados em conta as circunstâncias apresentadas no capítulo 2 referentes às condições da conjuntura Internacional e da situação cambial, já que, como demonstrado no capítulo 1, o valor do câmbio influi diretamente sobre os estoques dos passivos denominados em moeda doméstica e nas possibilidades de obtenção de divisas.

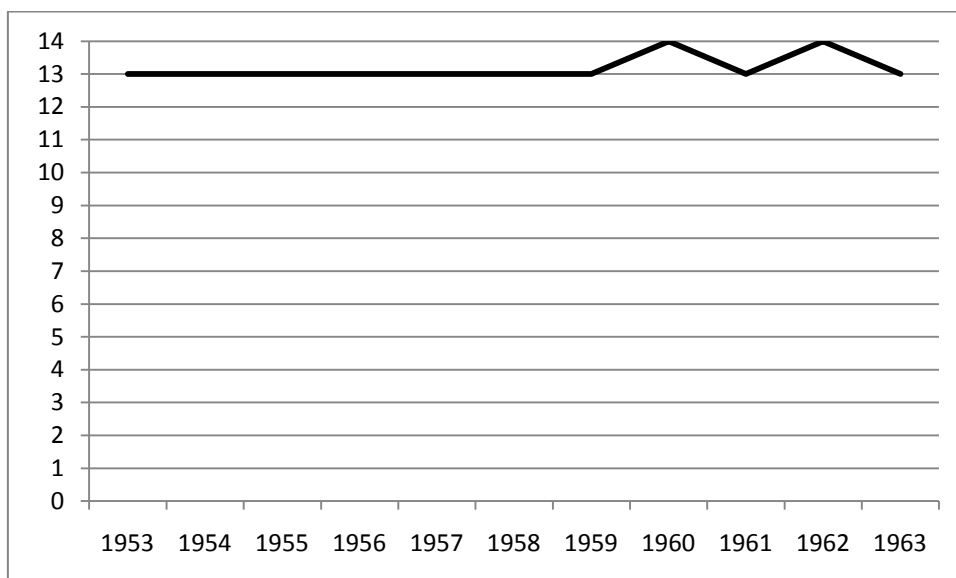
Além disso, considerou-se que o Plano de Metas foi um momento fundamental da economia brasileira, ainda mais sob a ótica de nosso estudo, devido à transformação de estratégia de inserção externa realizado pelo mesmo, permitindo uma maior participação do capital estrangeiro no plano doméstico, com o intuito de acelerar o crescimento do país. Dessa forma, um dos objetivos será testar a hipótese de que o Plano de Metas aumenta os passivos externos para financiar o lado real/produtivo da economia, e outro será analisar como esse plano afeta a PII e o fluxo de rendas brasileiro.

Assim, faz-se uma análise das principais contas do Balanço de Pagamentos para o período, através do exame do desempenho das transações correntes e as principais mudanças dentre as contas que a constituem, prosseguindo com a apreciação das contas de capital e financeira, para depois serem apresentados alguns indicadores de endividamento externo e uma tentativa de elaboração da Posição Internacional de Investimentos decorrentes desses fluxos do BP e das alterações de valor desses estoques, obtida através da metodologia apresentada no primeiro capítulo. Por fim, descreve-se o comportamento do fluxo de rendas do Brasil para o período de 1953 e 1963, decorrentes da situação da PII.

3.1. Desempenho das Transações Correntes

Partiremos da análise das dinâmicas das Transações Correntes⁸⁴ para estudar o desempenho dessas contas ao longo do período de 1953-1963. Como se pode perceber pelo Gráfico 3, o Brasil se situou basicamente na dinâmica de número 13, ou seja, com *déficits* nas transações correntes causados por um *superávit* na balança comercial e *déficits* nas contas de serviços e rendas. As exceções foram os anos de 1960 e 1962, quando o país estava na dinâmica 14, ou seja, na pior situação em termos de transações correntes sob a ótica de nosso estudo, já que se trata do triplo *déficit* nas contas da balança comercial, serviços e rendas gerando o *déficit* das transações correntes.

Gráfico 3- Dinâmicas das Transações Correntes brasileira (1 a 14), 1953-1963.



Fonte: Banco Central; Elaboração Própria, obs: geralmente, como recurso gráfico, não é normal deixar um espaço vazio tão grande no gráfico. Contudo, tal espaço foi mantido para destacar a baixa variação de combinações que a economia brasileira apresentou, dentre a gama de possibilidades (de 1 a 14).

Deste modo, apenas por essa primeira análise, já se pode deduzir que a Posição Internacional de Investimentos deve ter se deteriorado ao longo do período, já que a economia apresentou *déficit* nas transações correntes em todos os anos entre 1953 a 1963. Porém, antes da apreciação desses estoques, será feito uma análise das principais contas das Transações Correntes, exceto das Rendas, que ficará para o final do capítulo, ou seja, da Balança Comercial e da conta de Serviços.

⁸⁴ Conforme metodologia apresentada no primeiro capítulo.

3.1.1. Balança Comercial

Na análise do desempenho da balança comercial será incorporado o fato de que o Plano de Metas necessitava de um grande volume de investimentos para que pudesse ser realizado. E dentro desse contexto, os mecanismos de financiamento interno eram muito inferiores às necessidades, enquanto as exportações, que representavam uma fonte de financiamento externo através da possibilidade de importar, começaram a declinar em 1955, vide a Tabela 10, não apresentando indícios de recuperação, num contexto em que a evolução da economia tendia a tornar mais rígida a pauta de alguns itens de importação.

Além disso, em 1953 o país enfrentava uma dificuldade cambial, como demonstrado no capítulo anterior, que fez com que o governo promulgasse a Lei 1807, conhecida como a Lei do mercado Livre. Na prática, ela acabou instituindo o sistema de taxas múltiplas de câmbio, algumas flutuantes, com basicamente dois objetivos em relação ao comércio exterior. Primeiramente possibilitar o escoamento da exportação de outros produtos que não cacau e café, que obtinham altas cotações no mercado mundial. Em segundo, reduzir a propensão a importar, encarecendo alguns produtos deslocados para taxas de câmbio mais desvalorizadas.

Tabela 10- Saldo da Balança Comercial (conceito FOB) (SBC), Exportações (X) e Importações, US\$ Milhões. SBC/X, %. 1953-1963.

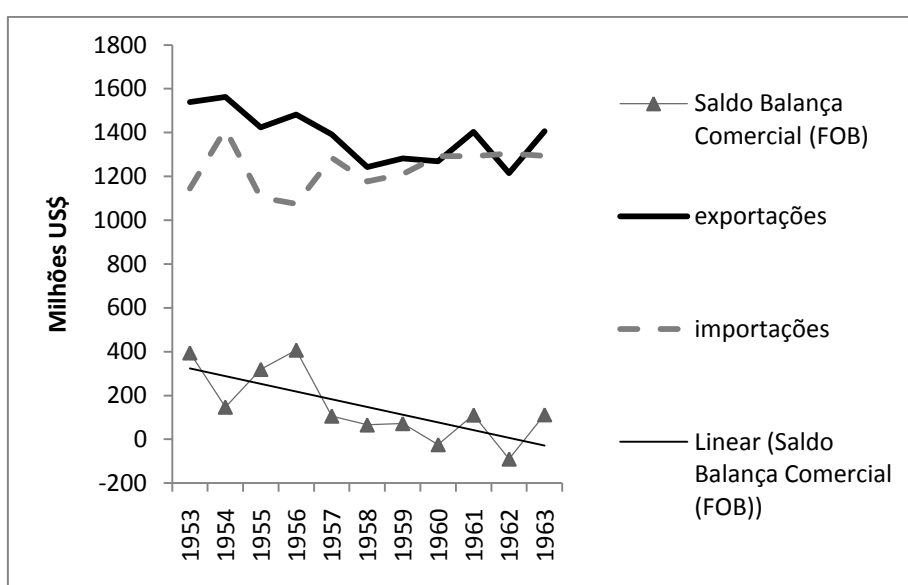
	Saldo Balança Comercial =SBC	Exportações = X	Importações	SBC/X
1953	395	1539	-1145	25,6%
1954	147	1562	-1415	9,4%
1955	319	1423	-1104	22,4%
1956	407	1482	-1075	27,5%
1957	106	1392	-1285	7,6%
1958	66	1243	-1177	5,3%
1959	72	1282	-1210	5,6%
1960	-24	1269	-1293	-1,9%
1961	111	1403	-1292	7,9%
1962	-90	1214	-1304	-7,4%
1963	112	1406	-1294	8,0%

Fonte: Banco Central, Elaboração Própria.

Como se pode perceber pela Tabela 10 e pelo Gráfico 4, o período analisado começa com um superávit da Balança Comercial relativamente elevado, já que em 1953 o saldo da Balança Comercial representava 25,5% das exportações. Esse índice, SBC/X,

atinge seu auge, para o período em questão, no ano de 1956, com 27,5%, declinando nos anos seguintes para patamares inferiores a 10%. Observando o período de 1947 a 2007, através do Gráfico 5, percebe-se que esse índice acima de 20% não foi algo muito frequente na situação do comércio externo brasileiro, salvo em meados da década de 50 e 60 e do período compreendido entre o começo da década de 80 até o início do Plano Real em 1994.

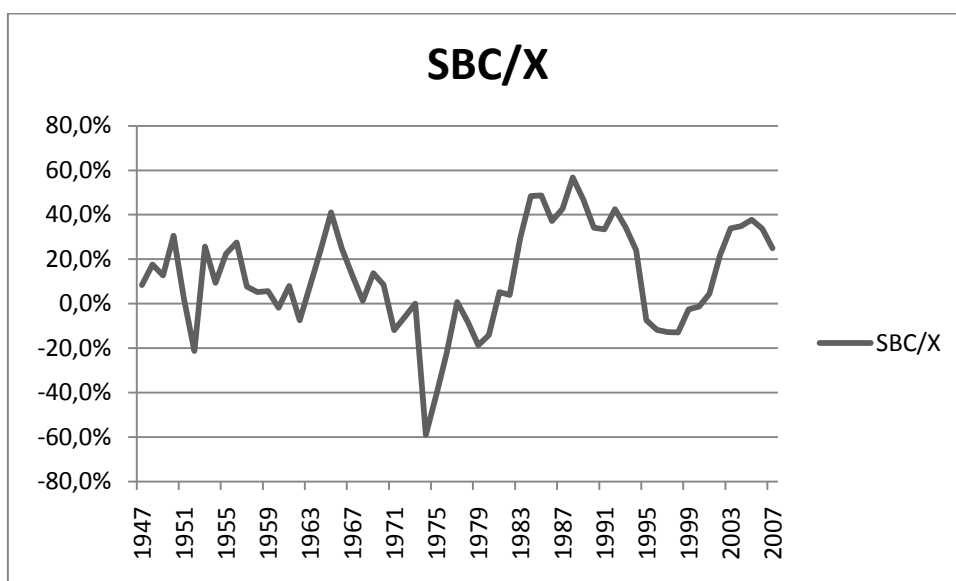
Gráfico 4-Saldo da Balança Comercial, Exportações e Importações, US\$ Milhões, 1953-1963.



Fonte: Banco Central, Elaboração Própria.

Através da avaliação do Gráfico 4 percebe-se uma tendência de queda das exportações para o período analisado. Já as importações, após um auge em 1954 seguido por uma queda no ano seguinte, iniciam um leve movimento de tendência de alta até 1960, quando permanecem relativamente estáveis até 1963.

Gráfico 5-Saldo da Balança Comercial sobre as Exportações, %, 1947-2007.



Fonte: Banco Central, Elaboração Própria.

Quando analisamos através das médias anuais dos três períodos (1953-1956, 1957-1960 e 1961-1963), pela Tabela 11, podem-se observar alguns movimentos importantes:

- a elevada deterioração das transações correntes, 368%, para o período 1957-1960, com uma queda da média anual em 281 milhões de dólares em relação ao período anterior, chegando a um déficit de 357 milhões de dólares. O período seguinte, 1961-1963, apresenta uma ligeira melhora da situação, em 17%, mas mesmo assim permanecendo com uma média anual de 295 milhões de dólares de déficit.

- a piora das transações correntes para o período 1957-1960 pode ser explicado em grande parte pela queda de 83% da balança comercial, sendo que dos 281 milhões de dólares de queda das transações correntes, 262 milhões foram consequência da balança comercial. Entretanto, a referida melhora do terceiro período não pode ser atribuída a essa conta.

- a piora da balança comercial para o período 1957-1960 pode ser explicado em grande parte pela queda de 14% das exportações, sendo que dos 262 milhões de dólares de queda da balança comercial, 205 milhões foram consequência das exportações. Já em relação à pequena melhora das transações correntes no terceiro período, o fato de não podermos atribuí-la a melhora da balança comercial se deve a um incremento das importações, porque as exportações também se elevam quase na mesma magnitude das transações correntes (45 contra 62 milhões de dólares).

- as importações apresentaram o comportamento mais regular, com um incremento de 5% na média anual no segundo período e de 4% no terceiro.

Tabela 11- Média anual das Transações Correntes e da Balança Comercial (US\$ Milhões), para os períodos: 1953-1956 (A), 1957-1960 (B) e 1961-1963 (C). Comparação entre períodos (%) e Diferença (US\$ Milhões).

Contas/Médias	US\$, Média anual			%		US\$	
	1953-1956 (A)	1957-1960 (B)	1961-1963 (C)	B/A	C/B	B-A	C-B
A) TRANSAÇÕES CORRENTES							
Balança comercial (FOB)	-76	-357	-295	368%	-17%	-281	62
Exportação de bens	317	55	45	-83%	-19%	-262	-10
Importação de bens	1502	1296	1341	-14%	3%	-205	45
	-1184	-1241	-1297	5%	4%	-57	-55

Fonte: Banco Central; Elaboração Própria.

Para aprofundar o entendimento dos movimentos observados nas médias anuais dos referidos períodos, serão apresentados os valores das taxas de variação em relação ao ano anterior dos: preços de exportação; dos preços de importação; do *quantum* de exportação; e do *quantum* importação (vide Tabela 12).

Tabela 12- Taxas de variação em relação ao ano anterior (%): preços de exportação e importação; quantum exportação e importação.

	Taxa de variação em relação ao ano anterior (%)			
	Preços de exportação	Preços de importação	Quantum exportação	Quantum importação
1953	-2,0	-4,9	10,7	-31,0
1954	18,8	-6,2	-14,8	34,5
1955	-20,6	-1,6	14,7	-20,7
1956	-2,4	-3,2	7,1	-1,6
1957	-0,9	0,8	-5,4	21,9
1958	-5,7	-2,4	-5,1	-6,0
1959	-12,1	-8,8	17,1	12,5
1960	1,7	8,1	-2,5	-1,2
1961	4,4	4,8	5,9	-4,7
1962	-6,5	-0,1	-7,3	1,1
1963	1,1	2,2	14,4	-3,0

Fonte: Abreu (1990: 405).

Através da Tabela 12, foi possível a elaboração da Tabela 13, que demonstra, com o ano de 1953 como base da série, índices de: preços das exportações; preços de importações; e de relações de troca.

Tabela 13- Índice de preços de exportação e importação; e Índice de relações de troca. 1953=100. 1953-1963.

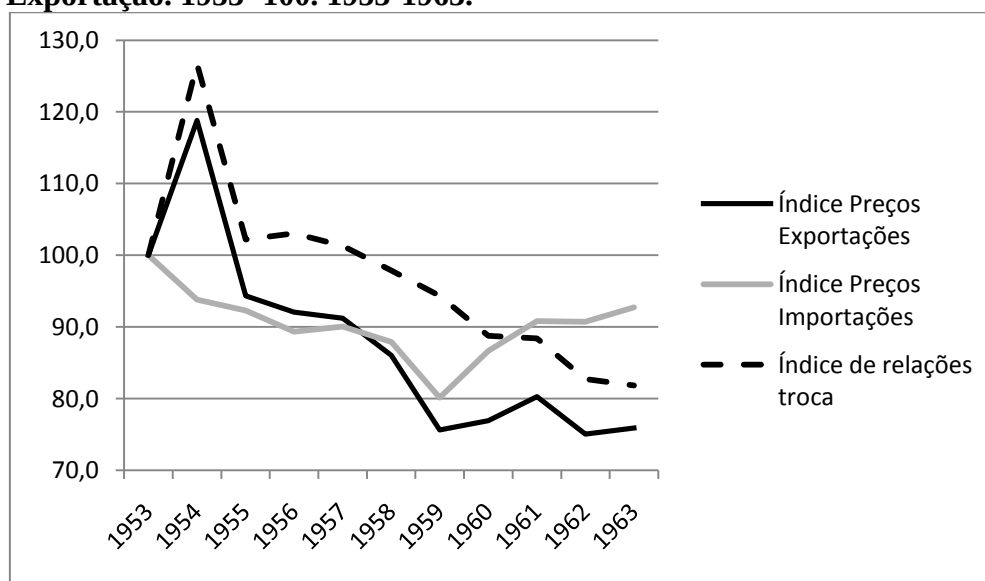
	Índice de Preços Exportações	Índice de Preços Importações	Índice de relações troca
1953	100,0	100	100,0
1954	118,8	93,8	126,7
1955	94,3	92,3	102,2
1956	92,1	89,3	103,0
1957	91,2	90,1	101,3
1958	86,0	87,9	97,9
1959	75,6	80,2	94,3
1960	76,9	86,7	88,8
1961	80,3	90,8	88,4
1962	75,1	90,7	82,7
1963	75,9	92,7	81,9

Fonte: Abreu (1990: 405). Elaboração Própria

Como se pode observar pela Tabela 13 e pelo Gráfico 6, o índice de relações de troca apresenta uma tendência de queda ao longo do período. Apenas em 1954 observa-se que esse índice contraria o movimento, em grande parte explicada pelo aumento do índice de preços das exportações que atinge o auge de 118,8.

Segundo Serra (1982), em 1958 tem início um novo ciclo de deterioração dos termos de troca, responsáveis pelos *déficits* comerciais a partir dessa época (SERRA, 1982: 78). Isso ocorre porque a tendência de queda do índice de relações de troca é atenuada até o ano de 1959 pela queda do índice de preços das importações, quando esse indicador atinge seu valor mais baixo, 80,2, para iniciar um movimento de recuperação até 1963.

Gráfico 6- Índice de relações de troca, Índice de preços de Importação e Exportação. 1953=100. 1953-1963.



Fonte: Abreu (1990: 405). Elaboração Própria.

Com essa deterioração das relações de troca, aliada ao contexto das necessidades de importação, só restava um esforço de aumentar a quantidade exportada e/ou diminuir a importada. Para essa análise, construiu-se, através da Tabela 12, a Tabela 14, que demonstra, com o ano de 1953 como base da série, índices de: *quantum* das exportações; *quantum* de importações; e de capacidade para importar.

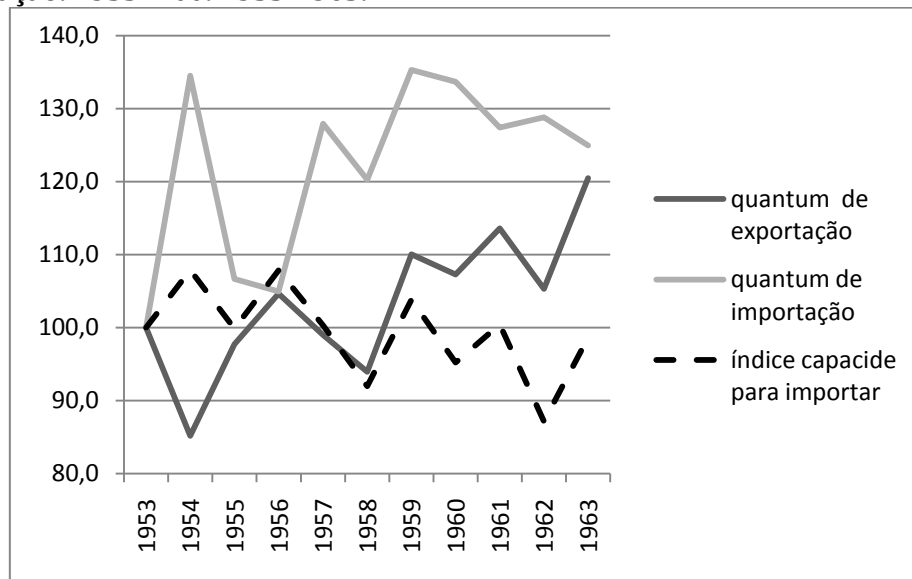
Tabela 14- Quantum de exportação e importação; e Índice de capacidade para importar. 1953 = 100. 1953-1963.

	Quantum de exportação	Quantum de importação	Índice de capacidade para importar
1953	100,0	100	100,0
1954	85,2	134,5	107,9
1955	97,7	106,7	99,9
1956	104,7	105,0	107,8
1957	99,0	127,9	100,3
1958	94,0	120,3	92,0
1959	110,0	135,3	103,8
1960	107,3	133,7	95,2
1961	113,6	127,4	100,4
1962	105,3	128,8	87,1
1963	120,5	124,9	98,6

Fonte: Abreu (1990: 405). Elaboração Própria.

Como se pode observar pela Tabela 14 e pelo Gráfico 7, o índice de capacidade para importar se manteve relativamente estável, ainda mais levando-se em conta as oscilações dos índices que o compõem. A explicação para isso é o fato de que, vide o Gráfico 8, o índice de *quantum* de exportações apresentou movimento oposto e quase simétrico ao do índice de relações de troca. Ou seja, quando os termos de troca se tornaram mais desfavoráveis, por exemplo, a quantidade de exportações aumentou, contrabalançando o efeito.

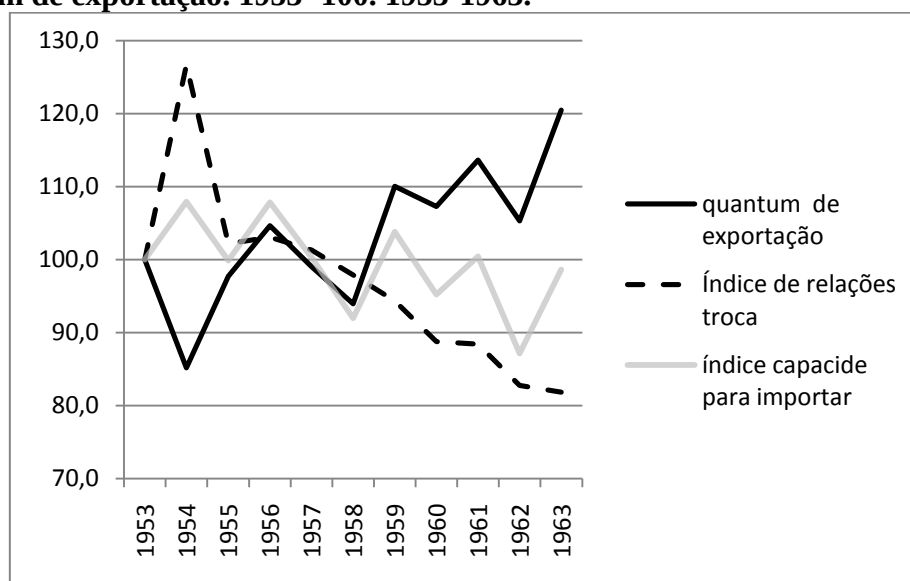
Gráfico 7- Índice de capacidade para importar, quantum de Exportação e Importação. 1953=100. 1953-1963.



Fonte: Abreu (1990: 405). Elaboração Própria.

Outro fator que chama atenção é o fato de o *quantum* de importação ter se mantido quase sempre mais elevado do que a capacidade para importar. Será feita uma breve análise do significado disso. Talvez o mais importante a se destacar é que o ano base dos índices, 1953, apresentou um *superávit* da balança comercial relativamente elevado. Isso significa que a capacidade de importar é comparativa a esse saldo elevado da balança comercial. Ou seja, quando o *quantum* de importações se manteve próximo do índice de capacidade para importar, observa-se também elevados saldos da balança comercial, vide os anos de 1955 e 1956 da Tabela 10. E quando esse índice de *quantum* de importações foi superior ao da capacidade para importar, esse saldo da balança comercial diminuiu em relação ao ano base de 1953.

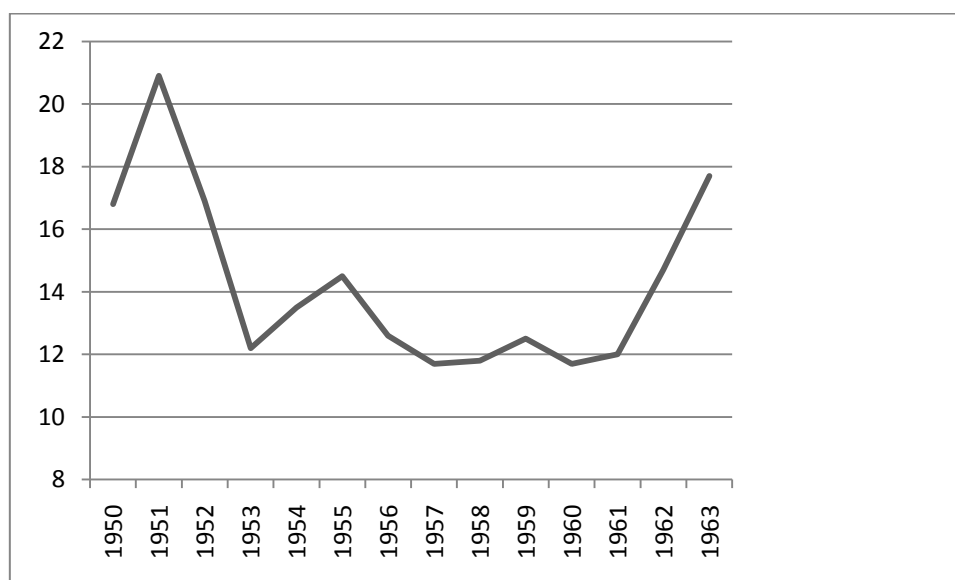
Gráfico 8- Índice de relações de troca, índice de capacidade para importar e quantum de exportação. 1953=100. 1953-1963.



Fonte: Abreu (1990: 405). Elaboração Própria.

Para finalizar a parte referente à balança comercial apresenta-se a Tabela 15, contendo o grau de abertura da economia, obtido pela soma entre o valor das exportações e importações dividido pelo PIB.

Tabela 15- Grau de Abertura Economia: (Exportações + Importações)/PIB (%), 1950-1963.



Fonte: IBGE; Elaboração Própria

Pode-se perceber pela Tabela 15 que o grau de abertura da economia foi relativamente elevado em 1951 e 1952, corroborando com o capítulo 2, que demonstrou

que a Guerra da Coréia teve como um de seus “subprodutos” a elevação das importações pelos diversos países, dentre eles o Brasil. Além disso, outro aspecto relevante é o fato que durante o período do Plano de Metas esse índice do comércio exterior não aumentou, permanecendo próximo do patamar dos 12%. Já em relação ao expressivo aumento do grau de abertura da economia brasileira nos anos de 1962 e 1963, não se pode atribuí-lo a um acréscimo nas exportações e importações, tampouco a uma severa recessão que fez o PIB despencar. O motivo real parece ser a desvalorização cambial, que faz com que o PIB em dólares diminua de valor, portanto, causando o aumento do índice do grau de abertura da economia.

3.1.2. Exportações

Nessa parte pretende-se aprofundar as questões levantadas na seção anterior. No período estudado, um importante fator de se mencionar é que as exportações brasileiras eram compostas em mais de 90% por produtos primários (CONJUNTURA ECONÔMICA, 1968). E, como já foi mencionado na parte referente à Conjuntura Internacional, a reconstrução econômica da Europa tinha como uma de suas metas a auto-suficiência no setor agrícola, o que gerou uma grande expansão da produção desses produtos no período, estimulada por toda sorte de barreiras tarifárias e não-tarifárias. Tudo isso levou a uma queda contínua dos preços agrícolas até o início dos anos 60

Uma análise incompleta poderia atribuir a esse fator a queda das exportações brasileiras. Porém, observa-se na Tabela 14 que o *quantum* das exportações aumentou no período. Pela Tabela 17, percebe-se que, entre os períodos referidos de 1953-1956 e 1957-1960, a média anual de sacas exportadas de café, o principal produto de exportação do período (com mais de 50% (Tabela 16) da pauta exportadora), aumentou em 8%.

Tabela 16- Evolução das exportações de café: Exportações (mil sacas); Receita das exportações (US\$ milhões); Percentual das exportações de café em relação ao total (%); Participação do café brasileiro no consumo total mundial (%). 1950-1960.

Anos	Exportações (mil sacas)	Receita (US\$ milhões)	% total das exportações	% consumo mundial
1950	14835	865	63,9	50,9
1951	16358	1059	59,8	51,3
1952	15821	1045	73,7	49,2
1953	15562	1088	70,8	45,1
1954	10918	948	60,7	37,9
1955	13696	844	59,3	40,8
1956	16805	1030	69,5	43,4
1957	14319	846	60,8	40,7
1958	12894	688	55,3	35,6
1959	17723	733	57,2	42
1960	16819	712	56,1	39,6

Fonte: Cerqueira (1999)

Entretanto, conforme mostrado na Tabela 13, o índice de preços das exportações caiu. Isso fica evidente no caso do café, quando observa-se pela Tabela 17 que, não obstante esse aumento de 8% na quantidade exportada, ocorreu uma queda de 24% na receita média anual obtida.

Tabela 17- Média Anual de Exportação de Café: Quantidade (mil sacas) e Receita (milhões US\$) por períodos (A= 1953 a 1956; B= 1957 a 1960). Diferença entre períodos (US\$ milhões). Porcentagem de crescimento entre períodos (%).

	Exportações (mil sacas)	Receita (US\$ milhões)
1953-1956 (A)	14245	977
1957-1960 (B)	15438	744
Diferença = B-A	1193	-232
% = B/A	8%	-24%

Fonte: Cerqueira (1999); elaboração própria.

Outra análise que se pode fazer é comparar a diferença da média anual de receita das exportações do café, entre os períodos (1953-56 e 1957-60), com a diferença entre a média anual da receita total das exportações, realizada anteriormente. Em relação aos períodos analisados, a diferença da média anual de exportações de café é de cerca de 232 milhões de dólares (Tabela 17). Pela Tabela 11, observa-se que a queda da média anual do total das exportações foi da ordem de 205 milhões. Ou seja, pode-se atribuir à queda do valor das receitas com exportações ocorrida entre os períodos (1953-56 e 1957-60) a queda do preço do café. Portanto, buscar-se-á possíveis motivos para essa queda de preços do produto.

Uma boa aproximação pode ser obtida analisando-se as Tabela 18 e Tabela 19. A primeira mostra a evolução do mercado produtor mundial de café, enquanto a segunda registra a evolução das exportações realizadas para esse produto. Apesar da tentativa de comparação entre a produção e a exportação se dar entre períodos distintos, conforme se pode perceber pelas Tabelas, tornando-a mais pobre inequivocamente, podem-se perceber alguns fenômenos interessantes.

Tabela 18- Evolução do mercado produtor de Café: Produção Exportável (milhões de sacas) por região (Brasil, Suaves e Africanos) em diferentes períodos (Médias quinquenais). Participação por região do total (%). Taxa de crescimento entre períodos (%). Períodos: a) 1945/46 a 1950/51; b) 1954/55 a 1959/60.

	1945/46		1954/55		
	1950/51	Participação	1959/60	Participação	Taxa de crescimento
Brasil	14,4	50,3%	21,7	48,5%	51%
Suaves	9,9	34,6%	13,9	31,1%	40%
Africanos	4,3	15,0%	9,1	20,4%	112%
Total	28,6	100,0%	44,7	100,0%	56%

Fonte: Pan American Coffee Bureau *apud* Delfin Netto & Pinto (1965: 47)

Todos os grupos apresentam uma elevada taxa de crescimento da produção. Porém, ao contrário dos outros grupos, o Brasil tem uma queda nas exportações. O que pode parecer paradoxal, na verdade nada mais é do que um reflexo da política de valorização do café.

Tabela 19- Evolução das Exportações de Café (milhões de sacas) por região (Brasil, Suaves e Africanos) em diferentes períodos. Participação por região do total (%). Taxa de crescimento entre períodos (%). Períodos: a) 1946 a 1950; b) 1953 a 1957.

	1946/50	Participação	1953/57	Participação	Taxa de crescimento
Brasil	16,4	53,8%	14,3	42,9%	-13%
Suaves	9,9	32,5%	12,1	36,3%	22%
Africanos	4,2	13,8%	6,9	20,7%	64%
Total	30,5	100,0%	33,3	100,0%	9%

Fonte: Pan American Coffee Bureau *apud* Delfin Netto & Pinto (1965: 50)

Sobre essa política de valorização do café, Delfin Netto e Andrade Pinto escrevem que:

[...] existem alguns indicadores seguros de que a resposta ao esforço para evitar um preço de equilíbrio determinado pelas forças de mercado, atuando livremente, tenha sido um exagerado estímulo para a proliferação de novos concorrentes, além de desmesurado incentivo à expansão da cafeicultura no próprio território nacional.

A demanda mundial, por sua vez, passou a apresentar um ritmo de crescimento bem mais atenuado, em face da contínua ascensão dos preços [...] (DELFIN NETTO & PINTO, 1965).

Dessa maneira, a política de valorização do café, que interferia nas livres forças de mercado, apresenta dois efeitos “nocivos” para a formação de seus preços. Pelo lado da demanda, ao manter preços relativamente elevados, acaba por inibi-la. Pelo lado da oferta, pelo mesmo motivo, por estimulá-la. Dessa forma, como pode ser percebida pela Tabela 15, a estratégia de valorização do café funcionou bem até o ano de 1954, quando o preço por saca atinge seu auge de 86 dólares.

Tabela 20- Receita por saca de café (US\$). 1950-1960.

	US\$ por saca
1950	58
1951	64
1952	66
1953	69
1954	86
1955	61
1956	61
1957	59
1958	53
1959	41
1960	42

Fonte: Cerqueira (1999); elaboração própria (Obs: Receita por saca foi obtido pela divisão entre receita (US\$) e exportações (sacas)).

Entretanto, nos anos seguintes ocorre uma queda contínua do preço desse produto, explicando a deterioração das relações de troca observada na parte anterior. E esta deterioração aumenta as dificuldades que a economia brasileira se deparava, decorrentes da baixa liquidez internacional direcionada ao país, que “inibiam” a importação de produtos essenciais na consecução do Plano de Metas.

Tabela 21- Valor de Exportações brasileiras por grupos de produtos (US\$ milhões), 1953-1963.

	Café	Outras comidas	Matéria Prima	Manufaturados	Total
1953	1089	148	292	11	1540
1954	948	204	395	16	1563
1955	844	212	343	24	1423
1956	1030	146	280	27	1483
1957	846	198	322	26	1392
1958	687	258	274	23	1242
1959	733	234	210	105	1282
1960	713	223	297	36	1269
1961	710	225	418	50	1403
1962	642	150	387	35	1214
1963	749	219	397	41	1406

Fonte: BERGSMAN (1970: 100)

Através da Tabela 21 observa-se o valor das exportações anuais brasileiras por grupos de produtos. O café é o grupo que apresenta os maiores valores, seguidos pelas matérias primas. O terceiro grupo mais relevante é o de Outras comidas, enquanto os Manufaturados apresentam o menor valor. O objetivo da apresentação dessa tabela é a elaboração do Índice de Herfindahl-Hirschman (IHH)⁸⁵.

Tabela 22- Índice de Herfindahl-Hirschman (IHH) para a concentração das exportações brasileiras. Participação relativa (%) e o quadrado dessa participação por diferentes grupos, 1953-1963.

	Participação Relativa					Quadrado da Participação Relativa					IHH
	Café	Outras comidas	Matéria Prima	Manuf.	Total	Café	Outras comidas	Matéria Prima	Manuf.	Total	Total
1953	71%	10%	19%	1%	100%	0,500	0,009	0,036	0,000		0,545
1954	61%	13%	25%	1%	100%	0,368	0,017	0,064	0,000		0,449
1955	59%	15%	24%	2%	100%	0,352	0,022	0,058	0,000		0,432
1956	69%	10%	19%	2%	100%	0,482	0,010	0,036	0,000		0,528
1957	61%	14%	23%	2%	100%	0,369	0,020	0,054	0,000		0,443
1958	55%	21%	22%	2%	100%	0,306	0,043	0,049	0,000		0,398
1959	57%	18%	16%	8%	100%	0,327	0,033	0,027	0,007		0,394
1960	56%	18%	23%	3%	100%	0,316	0,031	0,055	0,001		0,402
1961	51%	16%	30%	4%	100%	0,256	0,026	0,089	0,001		0,372
1962	53%	12%	32%	3%	100%	0,280	0,015	0,102	0,001		0,397
1963	53%	16%	28%	3%	100%	0,284	0,024	0,080	0,001		0,389

Fonte: BERGSMAN (1970: 100)

Através da Tabela 22 pode-se perceber que a participação relativa do café no total das exportações diminuiu ao longo do período, sendo que representavam 71% em 1953, passando para 53% em 1963. Com isso, outros grupos aumentam suas participações relativas nas exportações brasileiras no período. Dessa maneira, o Índice de Herfindahl-Hirschman acaba refletindo essas tendências, uma vez que o índice passa de 0,545 em 1953 para 0,389 em 1963, ou seja, demonstrando que o grau de concentração das exportações brasileiras diminuiu no período, fazendo com que um dos aspectos da vulnerabilidade externa na esfera comercial melhorasse, portanto, se caracterizando como um fenômeno benéfico para o Brasil, já que o mesmo não ficava tão depende da exportação de apenas um produto para a geração de divisas e tão vulnerável diante de oscilações de preço e quantidade do café no sistema mundial de comércio.

⁸⁵ Conforme demonstrado no primeiro capítulo.

Contudo, vale ressaltar que no final do período o café ainda representa mais de 50% das exportações, e as manufaturas, que representam o grupo de maior valor agregado e com maior potencial de dinamização econômica, se situam no patamar de 3%. Ainda assim, supostamente, pode-se atribuir o pequeno aumento observado nesse grupo dos manufaturados (Tabela 22) ao Plano de Metas, já que este ensejou uma industrialização e diversificação da produção da economia brasileira.

3.1.3. Importações

Nessa parte pretende-se aprofundar a discussão realizada no item referente à balança comercial. Já foi levantado que as importações apresentaram um comportamento regular, com um incremento no valor de 5% na média anual no período de 1957-1960 em relação ao de 1953-1956, e de 4% no período subsequente (1961-1963 em relação a 1957-1960). Dessa maneira, levando-se em conta que as importações tiveram papel decisivo no aumento dos investimentos para o período, e que se adotava uma estratégia de substituição de importações na economia brasileira, será feito um breve resumo das transformações observadas na pauta importadora.

Para tanto, baseou-se em duas fontes de dados. A primeira delas é “*Da Substituição de Importações ao capitalismo financeiro*” de Maria da Conceição Tavares, que apresenta, entre outras apreciações, uma análise mais aprofundada da evolução da pauta importadora do que se pretende para essa seção, portanto, cabe-nos resumir os principais fatores levantados pela autora. Porém, deve-se ressaltar que ela adota um recorte temporal diferente do que é usado neste estudo, apresentando dados de 1948 a 1961. Contudo, vide que o objetivo principal do presente trabalho não é o aprofundamento desse debate referente às importações, acredita-se que essa obra de Tavares, mesmo com a diferença temporal mencionada, abarca satisfatoriamente as principais transformações da pauta importadora em relação ao período examinado. A segunda fonte de dados é a revista *Conjuntura Econômica*, que oferece a vantagem de apresentar dados para todos os anos entre 1953 e 1963.

Dessa forma, a primeira transformação que se pretende demonstrar será baseada na Tabela 23, em que se observa que os bens de consumo final tiveram uma diminuição na participação relativa das importações de 10%, passando de 17% em 1948 para 7% em 1961. O grupo que cresce é dos Combustíveis e Lubrificantes, de 13% para 23%. Os

outros dois grupos, Produtos Intermediários e Bens de Capital permanecem com o mesmo percentual.

Tabela 23: Participação relativa de grupos na pauta de importação, %. 1948 e 1961.

	Porcentagem, %	
	1948	1961
Bens de Consumo final	17	7
Combustíveis e Lubrificantes	13	23
Produtos Intermediários	40	40
Bens de Capital	30	30

Fonte: Tavares (1978: 83)

Em relação a este movimento dos combustíveis e lubrificantes, a permanência desse crescimento pode ser considerada um problema grave, já que tende a dificultar a importação dos outros grupos (TAVARES, 1978: 83)

Retornando a análise da comparação entre as médias anuais dos períodos, entre 1953-1956 e 1957-1960, chega-se a conclusão, pela Tabela 11, que no período do Plano de Metas as importações eram superiores, anualmente, ao período anterior no valor de 57 milhões de dólares, ou seja, foram 5% maiores. Contudo, apesar dessa relativa estabilidade do valor das importações, eles não dão uma dimensão das transformações observadas entre os diferentes grupos de produtos. Para tanto, é necessário que se faça uma análise do comportamento dos agregados de sua pauta. Dessa maneira, e levando-se em conta que os dados referentes à divisão da pauta de importação por grupos em Tavares se mostram melhores⁸⁶ do que a da revista Conjuntura Econômica, utilizou-se os dados da obra de Tavares, fazendo o ajuste para o ano base e “excluindo” da análise os anos de 1962 e 1963.

⁸⁶ Melhores, apesar da questão da divergência temporal mencionada, no sentido da metodologia utilizada na divisão dos grupos de importação.

Tabela 24- Índice do “Quantum” das Importações por grupos principais, 1953-63 (1953=100).

	Bens de Consumo Final	Combustíveis e Lubrificantes	Produtos Intermediários	Bens de Capital	Total
1953	100	100	100	100	100
1954	115	120	156	115	133
1955	93	117	116	82	103
1956	93	122	111	72	99
1957	93	110	128	113	116
1958	71	123	131	99	114
1959	81	121	145	116	125
1960	91	138	140	109	126
1961	92	140	125	121	124

Fonte: Tavares (1978: 81); (Obs: o ano base original é 1948. Fizemos a transformação tornando o ano base 1953)

Através da Tabela 24 foi elaborada a Tabela 25, para que se possam comparar os períodos de 1953-1956 em relação a 1957-1960.

Tabela 25- Comparação entre as Médias do Quantum dos períodos (1953 a 1956, 1957 a 1961), 1948=100. Taxa de crescimento entre períodos (%).

	Bens Consumo Final	Combustíveis e Lubrificantes	Produtos Intermediários	Bens de Capital	Total
1953-56	63	204,5	139,1	107,8	125,4
1957-60	52,7	219,1	156,6	127,6	138,5
Taxa	-16,2%	7,1%	12,6%	18,3%	10,5%

Fonte: Tavares (1978: 81); Elaboração Própria

Vale ressaltar que foi mantido o ano de 1948 como base para essa tabela, já que o que interessa são as variações entre os períodos.

Numa primeira análise observa-se, pela Tabela 25, que as importações totais apresentam um aumento de 10,5%⁸⁷, e o único grupo que tem uma queda na média do quantum de importações, na comparação entre os dois períodos (1953-56 e 1957-61), é o de bens de consumo, de 16,2%. Já Combustíveis e Lubrificantes aumentam em 7,1%, enquanto que os produtos Intermediários têm um acréscimo de 12,6%. Mas o grande aumento se dá no setor de Bens de Capital, com 18,3%. Ou seja, o sistema de taxas múltiplas de câmbio foi eficiente em desestimular e estimular os grupos que

⁸⁷ Conforme mencionado, o VALOR das importações entre os dois períodos aumentou em 5%. Como o QUANTUM aumentou em 10,5%, deduz-se que os preços caíram.

considerava prioritários. Além disso, de acordo com os dados disponíveis, pode-se desagregar ainda mais esses grupos para aprofundar a análise, o que será realizado adiante.

3.1.3.1. Bens de Consumo Final

Conforme demonstrado na Tabela 23, o grupo de bens de consumo final foi o que apresentou a maior perda de participação relativa nas importações entre 1948 e 1961. E segundo Tavares “*A substituição mais forte ocorreu com os bens de consumo duráveis cujo quantum cai violentamente no período*” (TAVARES, 1978: 82).

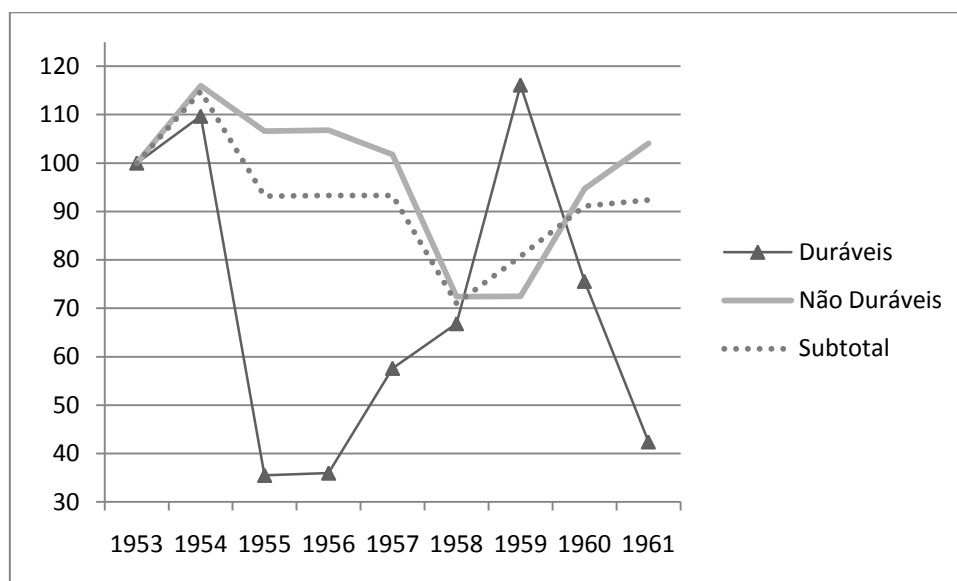
Tabela 26- Quantum de importação por grupos de Bens de Consumo Final: Duráveis e Não Duráveis. 1953 = 100. 1953-1961.

	Bens de Consumo Final		
	Duráveis	Não Duráveis	Subtotal
1953	100	100	100
1954	110	116	115
1955	35	107	93
1956	36	107	93
1957	58	102	93
1958	67	72	71
1959	116	72	81
1960	76	95	91
1961	42	104	92

Fonte: Tavares (1978: 81); Elaboração Própria

Ao analisar-se a Tabela 26, percebe-se que para o período de 1953 a 1961 a colocação de Tavares é totalmente válida, já que os bens duráveis passam do *quantum* 100 em 1953 para 42 em 1961. Já os não duráveis, apesar das oscilações, apresentaram basicamente o mesmo *quantum* no início e no final da série.

Gráfico 9- Quantum de importação por grupos de Bens de Consumo Final: Duráveis e Não Duráveis. 1953 = 100. 1953-1961.



Fonte: Tavares (1978: 81); Elaboração Própria

Quando se analisa o Gráfico 9, percebe-se que os duráveis atingem um pico no ano de 1959, declinando fortemente nos dois próximos anos para o *quantum* de 40, indicando um processo de substituição de importações acentuado para os bens duráveis pós 1959. Tal desempenho foi possível devido ao fato de que “[...] os investimentos nos subsetores de material elétrico, mecânico e de transporte [...]” (SERRA, 1982: 77) que representam as atividades produtoras de bens finais duráveis “[...] cresceram, respectivamente, a 38, 43 e 80 por cento ao ano⁸⁸, mais do que triplicando a sua participação conjunta no investimento total da indústria [...]” (SERRA, 1982: 77).

3.1.3.2. Combustíveis e Lubrificantes

Conforme mostrado na Tabela 23, o grupo de Combustíveis e Lubrificantes foi o único grupo que apresentou crescimento relativo nas importações para o período entre 1948 e 1961. Pode-se observar pela Tabela 27 que entre 1953 e 1961 o *quantum* importado desse grupo aumentou aproximadamente 40%.

⁸⁸ No período de 1955 a 1959.

Tabela 27- *Quantum* de importação de Combustíveis e Lubrificantes. 1953 = 100. 1953-1961.

	Combustíveis e Lubrificantes
1953	100
1954	120
1955	117
1956	122
1957	110
1958	123
1959	121
1960	138
1961	140

Fonte: Tavares (1978: 81; Elaboração Própria)

Vale ressaltar que não é objetivo desse trabalho fazer uma análise pormenorizada dos motivos que levaram a esse aumento significativo das importações de Combustíveis e Lubrificantes. Portanto, será feito uma breve apreciação sobre os motivos que levaram a essa situação. Dois fatores principais parecem estar diretamente relacionados ao tema: a estrutura de transportes privilegiada no período; e a criação da Petrobrás.

Em relação ao primeiro fator, e assumindo que o Plano de Metas exerceu uma influência decisiva no período para a definição da matriz de transportes, pode-se salientar que,

O Plano de Metas procurava intensificar o processo de transformação da anterior estrutura de transportes, herdada da fase primário-exportadora. Para tal, previa inversões concentradas no reequipamento do sistema ferroviário, na ampliação e pavimentação das rodovias e na melhoria dos portos e modernização da frota comercial (LESSA, 1981: 38)

Contudo, alguns dos resultados acabaram ficando bem abaixo do previsto, como, por exemplo, o das ferrovias, ou seja, isso seria um reflexo da opção pelo transporte rodoviário (ORENSTEIN & SOCHACZEWSKI, 1990: 180). Dessa forma, serão analisados brevemente as metas e os resultados para o setor ferroviário e rodoviário.

Segundo Lessa, a respeito das metas ferroviárias,

Na verdade, tais metas, apesar de ambiciosas, não permitiriam, se integralmente cumpridas, a correção dos desequilíbrios do setor, o que não somente demandava maiores inversões, como necessitava certas modificações da definição da política ferroviária. Porém, devido a problemas de financiamento, as metas ferroviárias não foram integralmente cumpridas. (LESSA, 1981: 38)

Não obstante apresentasse metas que, segundo Lessa, não seriam suficientes para corrigir os problemas do setor ferroviário, o Plano de Metas obteve resultados que

não atingiram seus objetivos, como, por exemplo, na aquisição de vagões novos (Tabela 28). Assim, apesar do aumento de carga transportada e de número de passageiros (21,7% e 19%, respectivamente, no período 1955/60 (LESSA, 1981: 39)), é mais do que evidente que o sistema rodoviário recebeu uma prioridade maior, ainda mais quando se analisa a Tabela 28, onde as metas para o setor foram mais do que cumpridas.

Tabela 28- Metas e Realizações do Plano de Metas nos setores: Rodoviário e Ferroviário.

Setor	Operação	Meta	Realização	Percentual
Rodoviário	Construção rodovias			
	federais	10000	12169	122%
	Pavimentação	3000	7215	241%
Ferroviário	Aquisição de vagões	12000	7052	59%

Fonte: Lessa (1981: 38-39); Elaboração Própria

Isso não foi ocasional, mas sim uma clara política de incentivo a indústria automobilística como principal fonte de meio de transporte para o Brasil. Assim o sendo, pode-se deduzir que isso esteve diretamente relacionado com o aumento da necessidade de Combustíveis e Lubrificantes.

Atenuando esse aumento de demanda, em 1953 foi criada a Petrobrás (SERRA, 1982: 74), que “*perseguia a substituição integral das importações de combustíveis líquidos, através da instalação de um parque refinador, e, por outro, previa, com a implantação de um programa de prospecções, a ampliação da produção nacional de petróleo*” (LESSA, 1981: 37). O Plano de Metas apresentava metas para esses dois objetivos, quais sejam, o de ampliar a capacidade de refino para 308.000bb/dia até fins de 1960, e elevar a produção interna para 100.000 bb/d de petróleo (LESSA, 1981: 37).

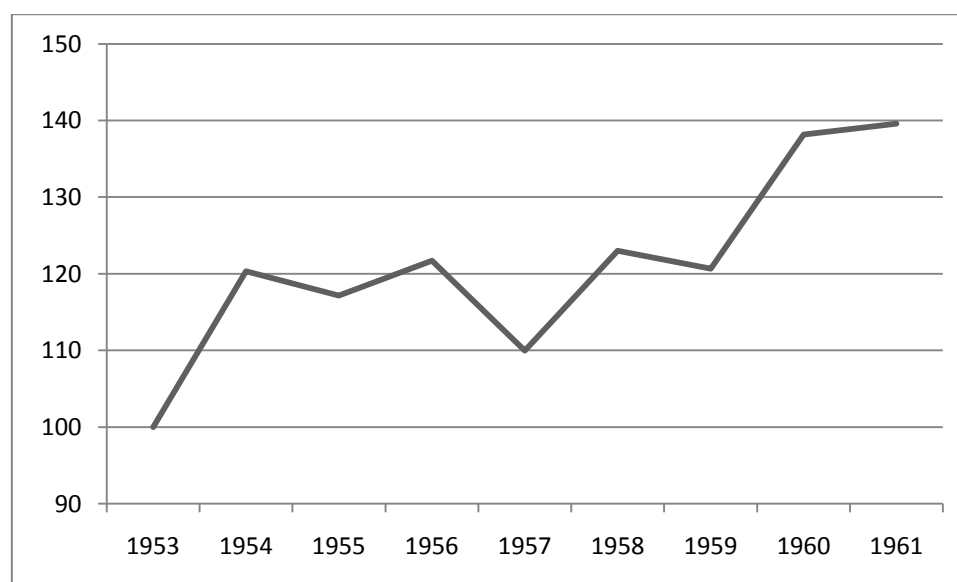
Tabela 29- Petróleo: evolução da produção, do consumo e da capacidade de refino, 1000b/dia. Relação entre a produção nacional e o consumo nacional, %. 1955-61.

Ano	Petróleo Bruto 1.000b/dia			Porcentagem
	Capacidade de refino	Produção nacional	Consumo nacional	Produção/consumo
1955	108,3	5,6	180,0	3,1%
1956	108,3	11,1	199,8	5,6%
1957	108,3	27,7	187,2	14,8%
1958	108,3	51,8	215,3	24,1%
1959	108,3	64,6	225,6	28,6%
1960	218,6	75,5	240,3	31,4%
1961	308,6	95,4		

Fonte: Lessa (1981: 36)

Pela Tabela 29 percebe-se que esses dois objetivos de capacidade de refino e de elevação da produção interna foram praticamente cumpridos. Porém, é de se observar que no ano de 1960 a produção nacional ainda representava, aproximadamente, apenas 31% do consumo nacional, ou seja, a escolha da indústria automobilística como principal meio de transporte, apesar da criação da Petrobrás, que ameniza parte do efeito, pode ser a responsável por um permanente crescimento no volume de combustível importado.

Gráfico 10- *Quantum* de importação de Combustíveis e Lubrificantes. 1953 = 100. 1953-1961.



Fonte: Tavares (1978: 81); Elaboração Própria

Entretanto, ao se analisar o Gráfico 10, podem-se observar dois grandes saltos no aumento do *quantum* das importações de combustíveis e lubrificantes, nos anos de 1954 e 1960. Ou seja, para o período entre 1953 e 1963 não se pode atribuir o aumento

de aproximadamente 40% no *quantum* importado apenas ao Plano de Metas. Esse primeiro acréscimo mencionado em 1954 pode estar relacionado com o fato de que “[...] o transporte rodoviário aumentou sua participação de 25%, em 1948, para 48%, em 1953, no total da carga transportada.” (LESSA, 1981: 47). Ou seja, essa orientação no sentido de transformar o transporte rodoviário no principal meio de transporte do país, que inquestionavelmente demanda um maior volume de combustíveis e lubrificantes, não teve início com o Plano de Metas, mas apenas uma consolidação através do mesmo.

Adicionalmente, um último fator não deve ser negligenciado desse debate, que é o fato de que o governo concedeu taxa cambial favorecida para as importações de petróleo e derivados. Assim, o esforço realizado pelo governo para evitar os reajustes dessa taxa subsidiada acabou se traduzindo num incentivo de consumo desses bens, o que em muitos casos não era muito recomendável, em termos das restrições externas já mencionadas, apesar de ter efeitos favoráveis sobre a inflação, porém, com um aumento da importação de combustíveis e lubrificantes (LESSA, 1981: 78).

3.1.3.3. Produtos Intermediários

Segundo Tavares, “[...] as matérias primas e produtos intermediários apresentam um comportamento mais rígido em relação às variações do nível geral de importações, visto que a sua importação é indispensável à manutenção do nível de atividade econômica existente [...]” (TAVARES, 1978: 82). Dessa maneira, vide o enorme esforço de industrialização realizado no período, pode-se observar pela Tabela 30 que o *quantum* importado aumentou para os três grupos de produtos intermediários.

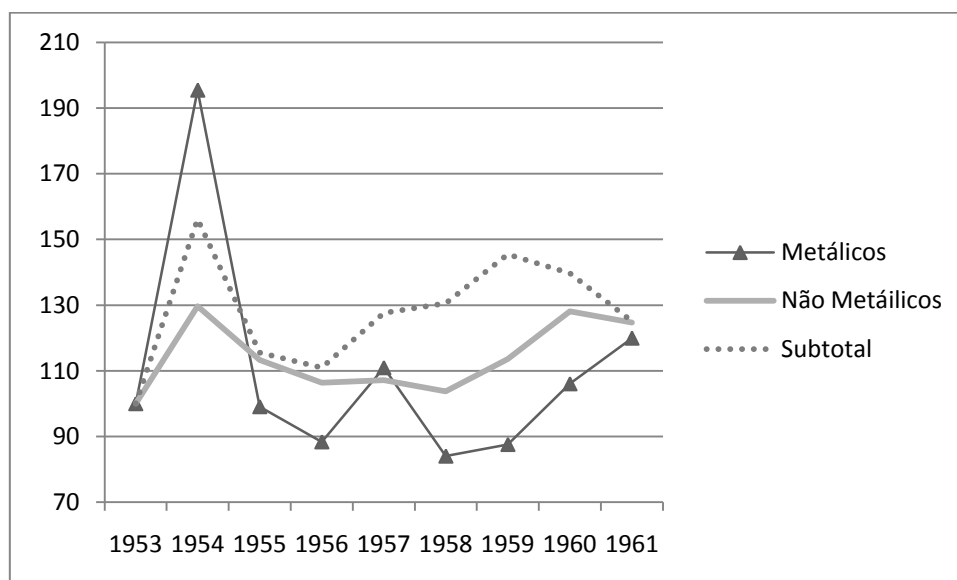
Tabela 30- Quantum de importação de grupos de Bens Intermediários: Metálicos; Não metálicos; e Partes Complementares. 1953 = 100. 1953-1961.

Produtos Intermediários				
	Metálicos	Não Metálicos	Partes Complementares	Subtotal
1953	100	100	100	100
1954	195	130	415	156
1955	99	113	271	116
1956	88	106	352	111
1957	111	107	647	128
1958	84	104	977	131
1959	88	114	1169	145
1960	106	128	597	140
1961	120	125	166	125

Fonte: Tavares (1978: 81); Elaboração Própria

Em relação aos metálicos, pode-se observar pelo Gráfico 11 que ocorreu um grande volume de importações no ano de 1954, sendo que nos outros anos observa-se uma relativa estabilidade em torno do *quantum* 100 de importações. Já o grupo de não metálicos apresentou um comportamento ainda mais constante.

Gráfico 11- *Quantum* de importação de grupos de Bens Intermediários: Metálicos; Não metálicos. 1953 = 100. 1953-1961.



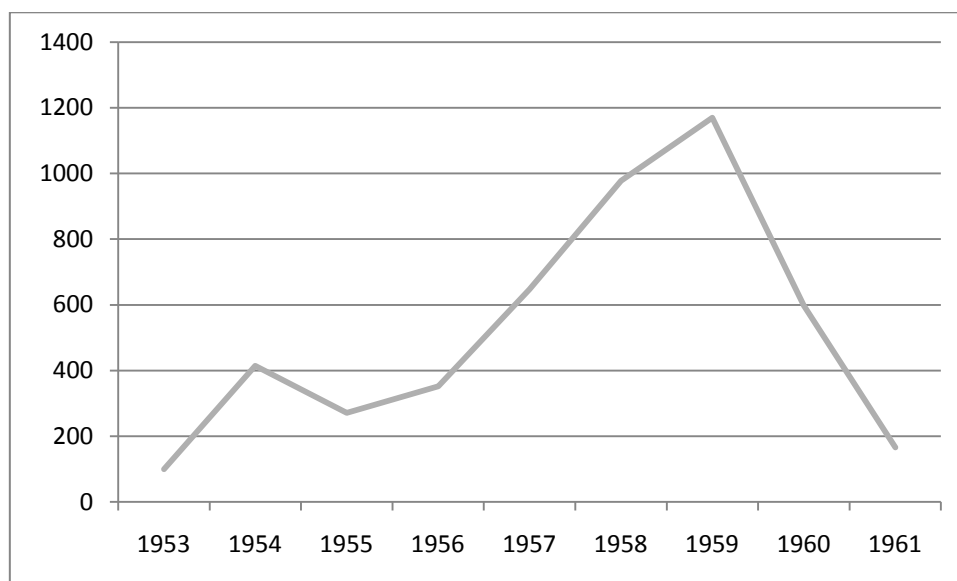
Fonte: Tavares (1978: 81); Elaboração Própria

O grupo que apresenta um movimento mais acentuado é o de partes complementares, sendo que,

Dos produtos intermediários, os únicos que apresentam substituição visível são as chamadas 'partes complementares', em que estão incluídas as peças e acessórios necessários à montagem de aparelhos eletrodomésticos e as autopeças. Só a partir de 1959, porém, é que o processo de integração vertical da produção naqueles dois setores se mostra suficientemente avançado para que se registrasse diminuição substancial nas importações. (TAVARES, 1978: 83).

Pode-se observar pelo Gráfico 12 como realmente em 1959 inicia-se um claro declínio no *quantum* importado de partes complementares. Já em relação aos expressivos elevados valores observados para essa série, deve-se destacar que eles são influenciados pelo fato de que o ano base (1953) da mesma apresentou um valor muito baixo. Assim, por exemplo, caso utilize-se 1948 como ano base, e com valor 100 para o *quantum* importado, o ano de 1961 apresentaria o valor de 29 (TAVARES, 1978: 81), demonstrando o processo de substituição de importações realizado para esse grupo.

Gráfico 12- *Quantum* de importação de grupo de Bens Intermediários: Partes Complementares. 1953 = 100. 1953-1961.



Fonte: Tavares (1978: 81); Elaboração Própria

Como um último detalhe, vale ressaltar, segundo Serra, que “[...] *com relação aos bens intermediários, cabe assinalar que, ao final do ciclo, havia importantes insuficiências de oferta* [...]” (SERRA, 1982: 78). Assim, pode-se deduzir que apesar do esforço de substituição de importações para esses bens, o país ainda dependia das importações de produtos intermediários.

3.1.3.4. Bens de Capital

Segundo Tavares, “[...] *os bens de capital reagem aos movimentos do nível geral de importações por uma forma mais elástica que os demais produtos* [...]” (TAVARES, 1978: 82). Assim, para se fazer uma breve análise da evolução do *quantum* importado desses produtos utilizou-se os dados de Tavares (1978) e da revista Conjuntura Econômica⁸⁹.

⁸⁹ Os dados desse grupo de importações estão na rubrica “Equipamentos para Agricultura, Indústria e Comércio.

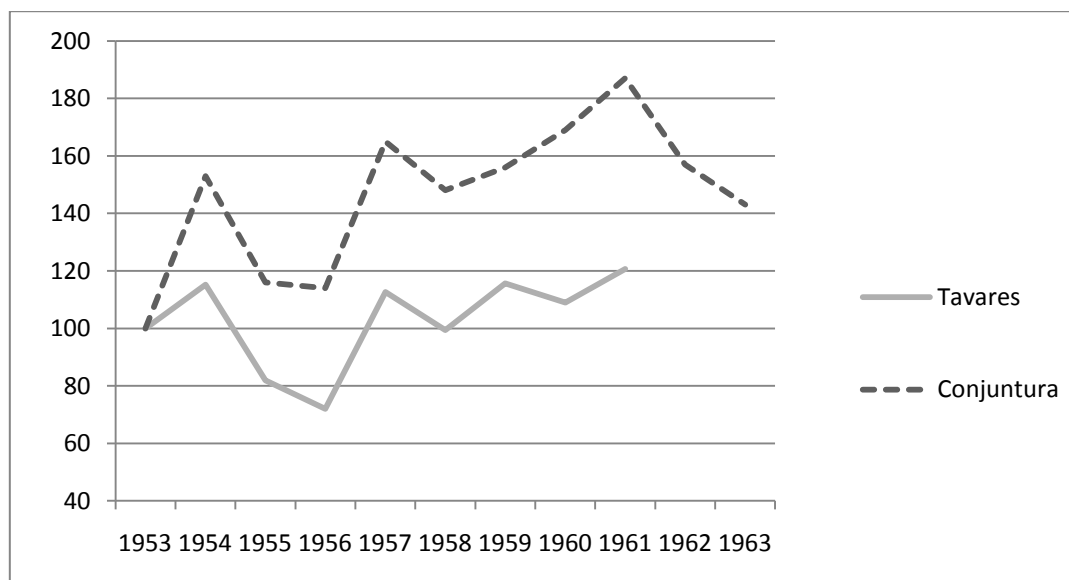
Tabela 31- Comparação do *Quantum* de importação de Bens de Capital por distintas fontes: Tavares e Conjuntura Econômica. 1953 = 100. 1953-1963.

	Bens de Capital	
	Tavares	Conjuntura
1953	100	100
1954	115	153
1955	82	116
1956	72	114
1957	113	165
1958	99	148
1959	116	156
1960	109	169
1961	121	187
1962	n.d.a	157
1963	n.d.a	143

Fonte: Tavares (1978: 81); e Conjuntura Econômica (1966: Índices Econômicos Nacionais). Obs: Elaboração Própria

Através da análise da Tabela 31 e do Gráfico 13, pode-se notar que, apesar de não serem iguais, os valores das duas fontes seguem uma mesma tendência. Além disso, os períodos de queda no quantum importado, ou seja, nos anos 1955-56 e 1962-63, correspondem a momentos de desaceleração do crescimento econômico⁹⁰.

Gráfico 13- Comparação do *Quantum* de importação de Bens de Capital por distintas fontes: Tavares e Conjuntura Econômica. 1953 = 100. 1953-1963.



Fonte: Tavares (1978: 81); e Conjuntura Econômica (1966: Índices Econômicos Nacionais). Obs: Elaboração Própria.

⁹⁰ O que pode ser uma corroboração da citação de Tavares, de que os bens de capital são os bens que reagem de forma mais elástica.

Um ponto interessante de se observar é que o Plano de Metas tinha como objetivo “[...] *acelerar a substituição de bens de capital, diminuindo-se a ênfase dada em anos anteriores à substituição de bens de consumo. Essa reorientação tornou a política coerente com o estágio alcançado pelo processo de substituição/industrialização.*” (ORENSTEIN & SOCHACZEWSKI, 1990: 174).

Porém, conforme demonstrado no capítulo 2, isso gerava uma situação contraditória, na medida em que a substituição de bens de capital demandava bens de capital. Assim, buscava-se ampliar a proteção oferecida a essa indústria doméstica, acelerando a substituição de bens de capital sem prejudicar a oferta interna dos mesmos. Para que isso ocorresse, era permitida a importação de equipamentos a baixo custo, desde que comprovado a impossibilidade de adquiri-los no mercado interno, situação na qual havia um forte protecionismo (ORENSTEIN & SOCHACZEWSKI, 1990: 1973-174).

Dessa maneira, foi possível que “[...] *se reservasse uma margem de cerca de 30% da pauta para importações de equipamentos. A isso se deve, em grande parte, a possibilidade de manutenção da taxa de investimento e a consequente continuação do processo de crescimento da economia [...]*” (TAVARES, 1978: 86).

Assim o sendo, durante o Plano de Metas “[...] *a produção de bens de capital cresceu significativa e principalmente nos ramos de máquinas-ferramenta e de equipamentos sob encomenda.*” (SERRA, 1982: 77). Mas, mesmo assim, o país não conseguiu realizar completamente a substituição de importações dos bens de capital, apesar da participação dos equipamentos importados na oferta interna de equipamentos terem se reduzido de 54%, em 1948, para 38% em 1958, afinal, “[...] *não obstante o avanço obtido, não se chegou a “completar” a internalização de um Departamento 1 na economia.*” (SERRA, 1982: 77).

3.1.4. Balança de Serviços

Conforme já havia sido adiantado, a conta de serviços, no caso brasileiro, é estruturalmente deficitária, ou seja, apresenta *déficits* em todos os anos a partir de 1947⁹¹. Pode-se observar, pela Tabela 32, que para o período 1953-1963 não foi

⁹¹ Quando são disponibilizados dados pelo Banco Central para o Balanço de Pagamentos. Contudo, interessante observar que dados anteriores a 1947, obtidos em Abreu (1990), apontam que em alguns anos o Brasil foi superavitário em Serviços, como em 1942 e 1943 e no período 1889-1900. Já em relação a rendas, através da mesma fonte, em todos os anos o país foi deficitário.

diferente. Além disso, a conta de serviços foi dividida em três grupos principais, dentre os quais: “Transportes”; “Empresariais, Profissionais e Técnicos”; e “Outros”⁹².

Tabela 32- Serviços e grupos, US\$ milhões, 1953-1963.

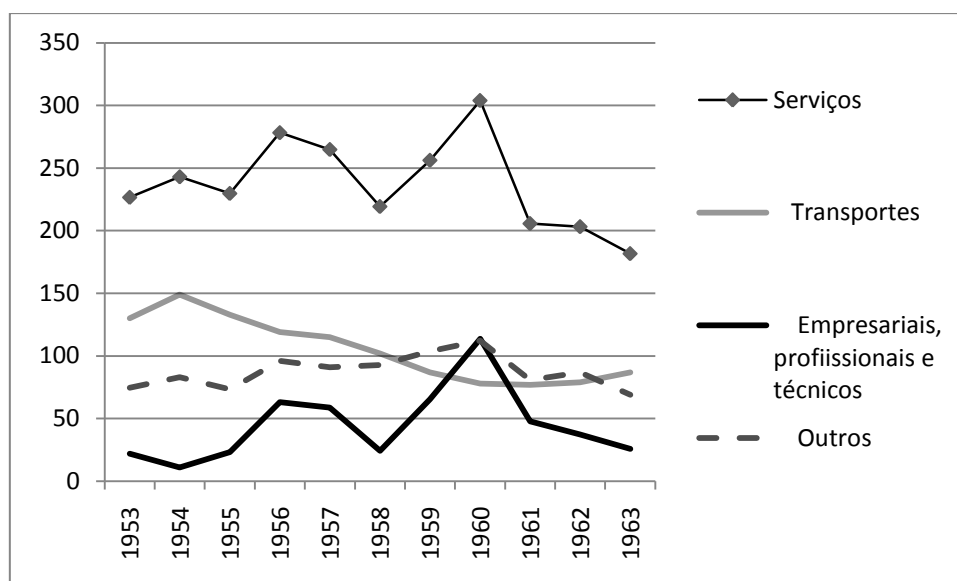
	1953	1954	1955	1956	1957	1958	1959	1960	1961	1962	1963
Serviços	-227	-243	-230	-278	-265	-219	-256	-304	-206	-203	-182
Transportes	-130	-149	-133	-119	-115	-102	-87	-78	-77	-79	-87
Empresariais, profissionais e técnicos	-22	-11	-23	-63	-59	-24	-66	-114	-48	-37	-26
Outros	-75	-83	-73	-96	-91	-93	-104	-112	-81	-87	-69

Fonte: Banco Central; Elaboração Própria.

Entretanto, apesar da conta de serviços apresentar o resultado esperado de *déficit* para todos os anos, chama a atenção o fato de que esses valores não estão aumentando, inclusive demonstrando uma tendência de queda, apesar do significativo acréscimo nos anos de 1959 e 1960, como fica mais evidente pelo Gráfico 14. Através do mesmo, pode-se observar que o grupo “Outros” apresenta o comportamento mais constante, enquanto que a conta de “Empresariais, Profissionais e Técnicos” tem um grande crescimento durante o período do Plano de Metas, especialmente no ano de 1960. Já o grupo de “Transportes”, que no início da série representava, com uma boa margem, o maior *déficit* dentre os grupos da conta de serviços, apresenta uma significativa queda no valor desse saldo negativo, sendo que no final do período chega a registrar, em alguns anos, déficits menores do que os grupos “Empresariais, Profissionais e Técnicos” e “Outros”.

⁹² O grupo “Outros” não é uma terminologia utilizada pelo Banco Central. Realizamos essa transformação para diminuir o número de contas, juntando num mesmo grupo as contas menos expressivas.

Gráfico 14- Conta de Serviços e rubricas de Serviços, déficit em US\$ milhões, 1953-1963.



Fonte: Banco Central; Elaboração Própria.

Ao analisar-se a diferença entre as médias dos três períodos (1953-1956; 1957-1960; e 1961-1963), pela Tabela 33, pode-se perceber que o aumento do *déficit* do grupo “Empresariais, Profissionais e Técnicos” parece ter ocorrido apenas durante o período do Plano de Metas, voltando ao patamar anterior no momento seguinte. Contudo, o que chama a atenção novamente é que o grupo de “Transportes” apresenta uma redução de 28% do primeiro para o segundo período e de 15% do segundo para o terceiro. Uma possível explicação para essa queda do *déficit* do grupo de “Transportes” encontra-se em Lessa (1981),

Em relação ao transporte marítimo, previa o Plano de Metas investimentos no aumento da frota mercante e na ampliação e equipamento dos portos [...] providências visando a maior utilização da frota disponível fez com que a participação nacional nos fretes de importação se elevasse a 18,7% em 1959. O êxito, no tocante à ampliação da frota, foi praticamente integral. (LESSA, 1981: 40).

Entretanto, apesar dessa informação de Lessa ser plausível com a queda do *déficit* de “Transportes”, vale observar, pela Tabela 32, que a queda no valor dessa rubrica começa em 1955, portanto, antes do início do Plano de Metas.

Tabela 33- Comparação entre as Médias Anuais da conta de Serviços para três períodos: 1953-1956; 1957-1960; e 1961-1963. US\$ milhões, 1953-1963.

	1953 a 1956 = A	1957 a 1960 = B	1961 a 1963 = C	B/A	C/B
Serviços	-244	-261	-197	7%	-25%
Transportes	-133	-96	-81	-28%	-15%
Empresariais, profissionais e técnicos	-30	-66	-37	120%	-44%
Outros	-82	-100	-79	22%	-21%

Fonte: Banco Central; Elaboração Própria.

Caso se faça a análise do grupo de “Transportes” pelo recebimento e pagamento desse serviço, através da Tabela 34 e pelo Gráfico 15, pode-se observar que entre 1953 e 1957 a queda do *déficit* desse grupo parece ter ocorrido por um aumento no recebimento pelos serviços prestados. Já no período seguinte, após 1957, a queda do *déficit* de Transportes parece ter ocorrido por um decréscimo no pagamento pelos serviços recebidos.

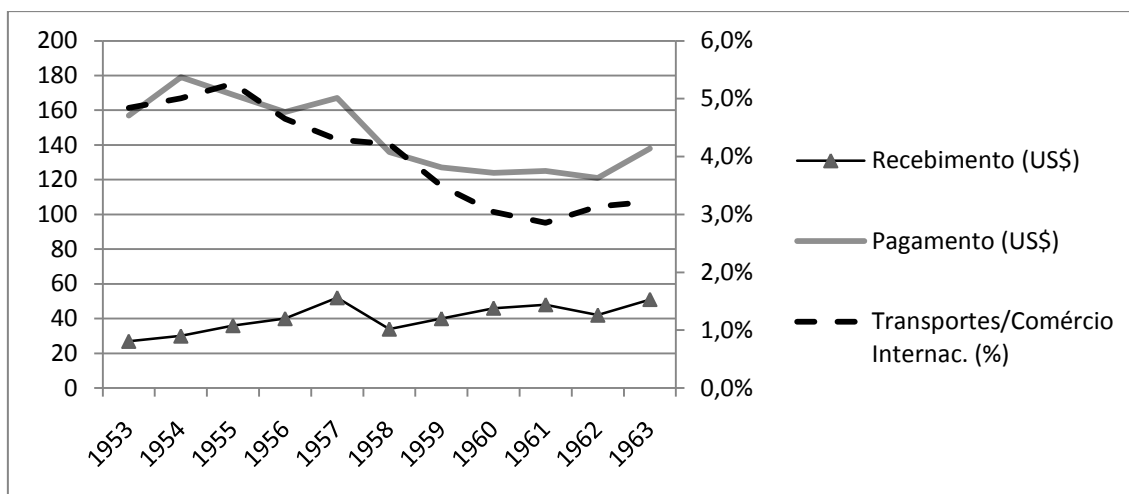
Tabela 34- Recebimento, Pagamento e Saldo pelo Serviço de Transportes; e Comércio Internacional (Exportações + Importações), US\$ milhões. Relação entre Saldo de Transportes e Comércio Internacional, %. 1953-1963.

	1953	1954	1955	1956	1957	1958	1959	1960	1961	1962	1963
Recebimento (transportes)	27	30	36	40	52	34	40	46	48	42	51
Pagamento (transportes)	-157	-179	-169	-159	-167	-136	-127	-124	-125	-121	-138
Saldo de Transportes	-130	-149	-133	-119	-115	-102	-87	-78	-77	-79	-87
Comércio Internacional	2684	2977	2527	2557	2677	2420	2492	2562	2695	2518	2700
Transportes/Comércio Internac.	4,8%	5,0%	5,3%	4,7%	4,3%	4,2%	3,5%	3,0%	2,9%	3,1%	3,2%

Fonte: Banco Central; Elaboração Própria.

Além disso, considerando-se o Comércio Internacional brasileiro como a soma das importações e exportações desse país, pode-se perceber, pela Tabela 34 e pelo Gráfico 15, um fenômeno benéfico para o Brasil nesse período, que foi a queda da participação do *déficit* de transportes em relação ao Comércio Internacional, que passa do valor de 5,0%, em 1954, para 3,2% em 1963. Ou seja, conforme demonstrado no capítulo 1, com esse indicador pode-se inferir quanto que um aumento das transações comerciais com o exterior vai pressionar a saída de divisas pelos serviços de transportes, e, o fato dele estar caindo foi um fato positivo do período, em termos de vulnerabilidade externa pela ótica da esfera comercial.

Gráfico 15- Recebimento e Pagamento pelo Serviço de Transportes; e Comércio Internacional (Exportações + Importações), US\$ milhões. Relação entre Saldo de Transportes e Comércio Internacional, %. 1953-1963.



Fonte: a) Recebimento e Pagamento: Banco Central; b) Transportes/Comércio Internacional: Elaboração Própria.

Já em relação à rubrica “Empresariais, profissionais e técnicos” da conta de serviços, o primeiro fato que se deve destacar é que esse grupo não recebe muito destaque pelos autores que analisam o período de nosso estudo, sendo que não encontramos nenhuma menção ou referência sobre o mesmo (grupo de “Empresariais, profissionais e técnicos”).

Assim, mostram-se a seguir as rubricas que compõem esse grupo, que são: Aquisição de medicamentos no exterior; Encomendas postais; Honorário de profissional liberal; Instalação/manutenção de escritórios, administrativos e aluguel de imóveis; Participação em feiras e exposições; Passe de atleta profissional; Publicidade; Serviços de arquitetura; engenharia e outros técnicos; e Serviços de implantação/instalação de projeto técnico-econômico (BANCO CENTRAL, 2010C).

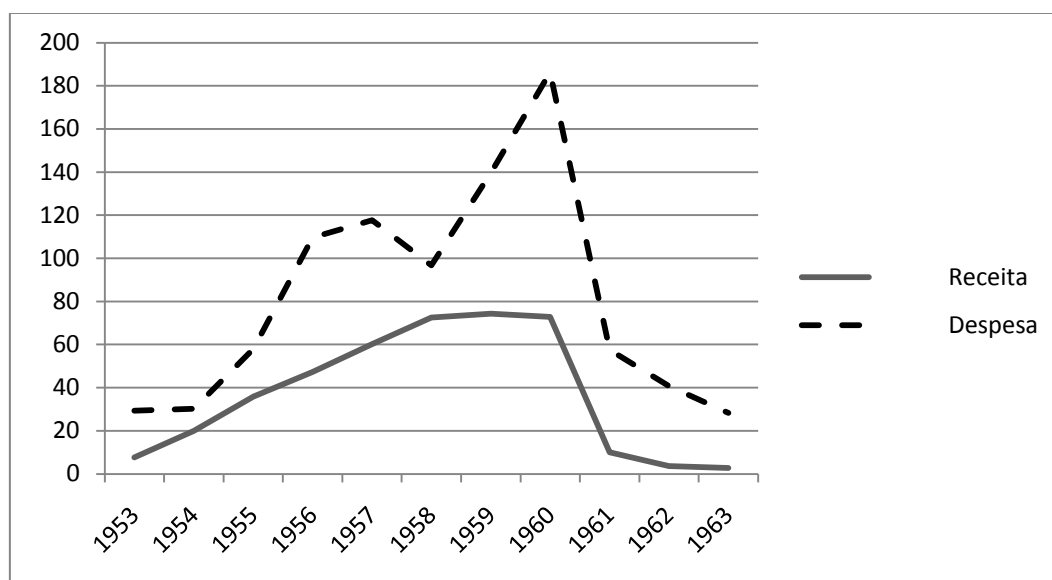
Tabela 35- Serviços Empresariais, profissionais e técnicos: Instalação/manutenção de escritórios, administrativos e aluguel de imóveis; Publicidade. US\$ milhões. 1953-1963.

	1953	1954	1955	1956	1957	1958	1959	1960	1961	1962	1963
Empresariais, profissionais e técnicos	-22	-11	-23	-63	-59	-24	-66	-114	-48	-37	-26
Instal/manut escritórios, administrativos e aluguel imóveis	-22	-10	-22	-62	-58	-24	-65	-114	-48	-37	-26
Receita	8	20	36	47	60	73	74	73	10	4	3
Despesa	-29	-30	-58	-110	-118	-97	-140	-186	-58	-41	-28
Publicidade	0	-1	-1	-1	-1	0	0	0	0	0	0

Fonte: Banco Central; Elaboração Própria.

Como se pode observar pela Tabela 35, as únicas rubricas que apresentam valor para o período são as de “Instalação/manutenção de escritórios, administrativos e aluguel de imóveis” e “Publicidade”. Contudo, como essa última apresenta valores pouco expressivos, analisar-se-á apenas a primeira rubrica.

Gráfico 16- Serviços Empresariais, profissionais e técnicos: Receitas e Despesas. US\$ milhões. 1953-1963.



Fonte: Banco Central; Elaboração Própria.

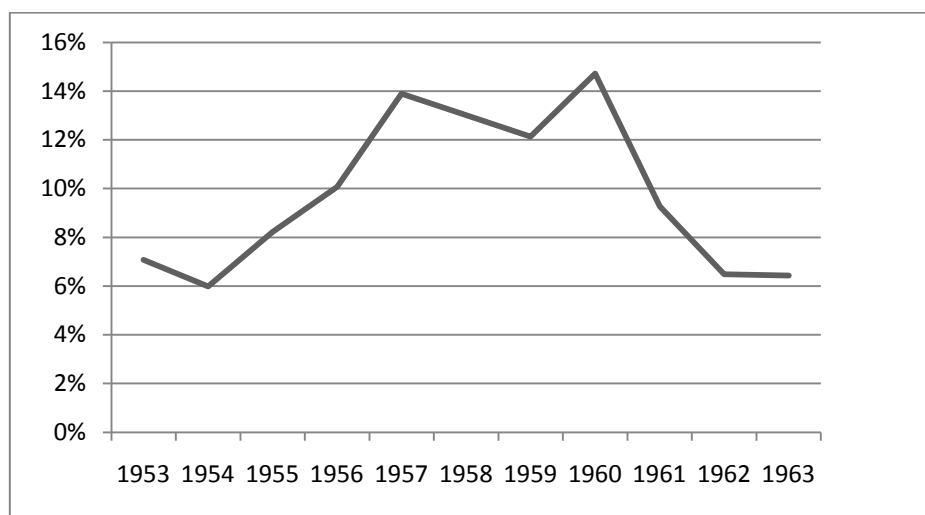
Relembrando que a literatura sobre o tema não é das mais vastas, portanto, pela análise do Gráfico 16 pode-se destacar que: as curvas de receita e despesa seguem uma mesma tendência ao longo do período, sendo que a última se mostra sempre mais elevada; o expressivo aumento de valor movimentado por essa conta ao longo do período até o ano de 1960, quando tem início uma significativa queda nos anos seguintes; para dar uma idéia de como foi expressivo a despesa com essa rubrica em 1960, quando saíram 186 milhões de dólares (Tabela 35), para o mesmo ano o pagamento total de rendas foi no valor de 194 milhões de dólares (Banco Central). O que ameniza em parte a situação foi o fato de que a mesma conta gerou uma receita de 73 milhões de dólares em 1960.

Já o último grupo, que denominamos de “Outros”, ou seja, que não é a forma como o Banco Central disponibiliza esses dados, contem as contas que apresentam os resultados menos expressivos para o período, que são as seguintes rubricas: Viagens internacionais; Seguros; Serviços financeiros; Computação e informação; Royalties e

licenças; Aluguel de equipamentos; Governamentais; Comunicações; Construção; Relativos ao comércio; Pessoais, culturais e recreação; e Serviços diversos.

Em relação às mesmas, pode-se elencar que as contas “Viagens internacionais” e “Governamentais” são os grupos que apresentam os maiores *déficits*. Outro fator que pode ser mencionado é que o único grupo dos serviços que apresenta *superávits* em todos os anos entre 1953 e 1963 é o de “Serviços financeiros”.

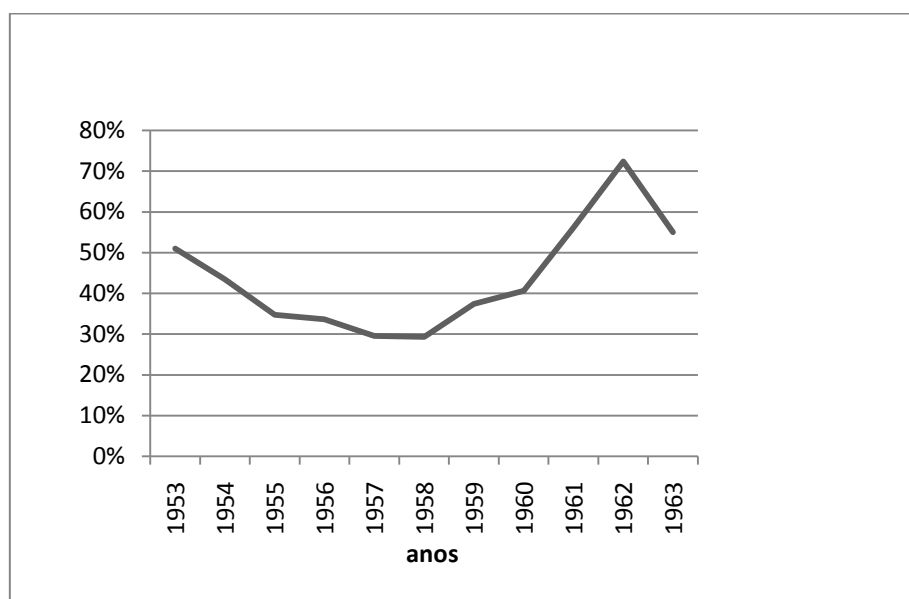
Gráfico 17- Exportações de Serviços/Exportações de Bens, 1953-1963.



Fonte: Banco Central; Elaboração Própria.

Para terminar a parte referente aos Serviços, mostrou-se a seguir dois indicadores. Primeiro, através do Gráfico 17, verificam-se as Exportações de Serviços em relação às Exportações de Bens, e observa-se como durante o período do Plano de Metas esse indicador aumenta, chegando a atingir um patamar próximo a 14%, porém, ele retorna aos níveis originais após o plano, em torno de 6%. Para o país, seria interessante manter um nível mais elevado para tal indicador, pois ele significaria uma maior diversificação na fonte de geração de divisas.

Gráfico 18- Pagamento de Rendas/Pagamento de Serviços, %, 1953-1963.



Fonte: Banco Central; Elaboração Própria.

Já um segundo indicador, apresentado no Gráfico 18, mostra o Pagamento de Rendas/Pagamento de Serviços. Através dele pode-se observar que, para o período entre 1953 e 1963, a saída de recurso por conta de serviços foi sempre maior do que a de rendas, contudo, essa segunda conta apresenta uma tendência de crescimento em relação a primeira, sendo que em 1962 as saídas de rendas chegam a atingir uma proporção de 70% da magnitude da saída de serviços.

3.2. Desempenho da conta Capital e Financeira

A análise da conta Capital e Financeira fica circunscrita ao exame dessa última, uma vez que a conta Capital só vai apresentar a primeira movimentação em 1979⁹³. Já a conta Financeira foi extremamente relevante para o período 1953-1963, porém, algumas de suas rubricas também não eram movimentadas no período, como os Investimentos em Carteira e os Derivativos. Assim, essa parte será dividida na apreciação dos Investimentos Diretos Estrangeiros e nos Outros Investimentos (que englobam os empréstimos e financiamentos externos).

⁹³ De acordo com dados do Banco Central.

3.2.1 Investimento Direto Estrangeiro (IDE)

Conforme se pode observar pela Tabela 36, apenas quatro rubricas movimentaram a conta de IDE no período de 1953-1963, que foram: “Saída”; “Moeda”; “Mercadoria”; e “Reinvestimentos”. Contudo, as “Saídas” de IDE não foram muito significativas. Dessa forma, serão analisadas as outras rubricas mencionadas.

Tabela 36- Investimento Direto Estrangeiro, Diversas Rubricas, US\$ milhões, 1953-1963.

	1953	1954	1955	1956	1957	1958	1959	1960	1961	1962	1963
Saída	-1	-1	0	0	-1	0	0	0	0	0	0
Moeda	17	10	12	34	36	27	31	36	61	36	12
Mercadoria	6	2	31	55	108	83	93	63	47	33	18
Reinvestimento	38	40	36	50	35	18	34	39	39	63	57
IED Total	60	51	79	139	178	128	158	138	147	132	87

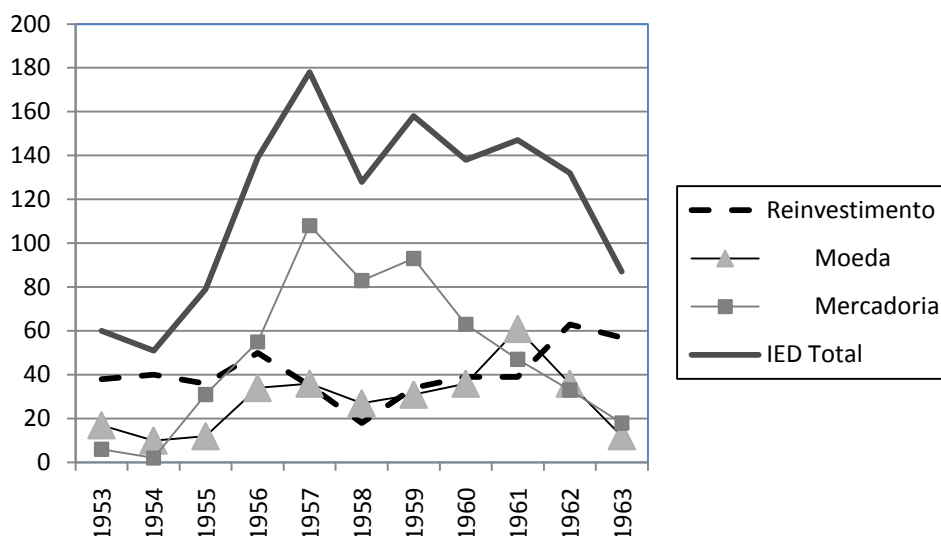
Fonte: Banco Central; Elaboração Própria.

Assim, pode-se observar no Gráfico 19 e na Tabela 36 que o IDE tem um grande aumento de volume a partir de 1955, atingindo o maior nível em 1957. Nos anos subsequentes permanece num patamar relativamente elevado, iniciando uma queda a partir de 1962. Em relação a esse período com maiores valores observados, devem-se considerá-los decorrentes do Plano de Metas, afinal,

No tripé em que se baseou a industrialização brasileira desde meados dos anos 50, formado pelas empresas do Estado, do capital privado e do capital estrangeiro, a estas últimas coube compartilhar com as empresas estatais o papel de principal protagonista. Sua participação direta na produção manufatureira não constitui por certo uma novidade histórica, mas intensificou-se notavelmente a partir da época mencionada. O salto da indústria brasileira na direção dos ramos manufatureiros “pesados” de bens de produção e de consumo duráveis é inseparável da penetração das empresas transnacionais no setor (SERRA, 1982: 70).

Em relação ao trecho de Serra, referente ao Plano de Metas, pode-se perceber que os investimentos estrangeiros diretos, através da “penetração das empresas transnacionais”, foram fundamentais na estratégia de industrialização realizada no período. Entretanto, pelo fragmento citado não é possível uma análise da forma como se deu esses investimentos.

Gráfico 19- Investimento Estrangeiro Direto e formas de entrada: Reinvestimento, Moeda e Mercadoria. US\$ milhões, 1953-1963.



Fonte: Banco Central; Elaboração Própria.

Para tanto, deve-se observar os dados da Tabela 36 e do Gráfico 19. Pelos mesmos pode-se verificar que os “Reinvestimentos” se mantêm num patamar relativamente constante, aumentado apenas no fim do período. Já as entradas através de “Moeda”, que eram fundamentais devido à escassez de divisas, iniciam a série com valores muito baixos, apresentando uma pequena elevação para o patamar de 35 milhões de dólares até 1960. No ano seguinte ocorre a maior entrada de “Moeda” decorrente de IDE, no valor de 61 milhões de dólares, para ocorrer uma rápida queda nos dois anos seguintes⁹⁴.

O grupo do IDE que merece um maior destaque é dos investimentos através de “Mercadorias”, que se descola dos “Reinvestimentos” e das “Moedas” durante o período de 1957 a 1960, apresentando valores superiores em relação aos demais. Isso foi possibilitado pela “[...] Instrução 113 da SUMOC, que permitia às empresas estrangeiras sediadas no país importarem máquinas e equipamentos sem cobertura cambial, sempre que as autoridades governamentais estimassem conveniente para o desenvolvimento do país” (SERRA, 1982: 74).

Como se pode observar na Tabela 37, na comparação entre as médias anuais dos períodos, ocorreu um aumento de aproximadamente 269% de IDE através de

⁹⁴ Essa queda muito provavelmente está relacionada, conforme demonstrado no capítulo 2, com o contexto político conturbado no início dos anos 60.

“Mercadorias” no período de 1957-1960 em relação a 1953-1956, sendo este grupo o grande responsável por permitir uma elevação de 83% do IDE durante o segundo período. Contudo, no terceiro período, de 1961 a 1963, a média anual das entradas de “Mercadorias” cai 62%, influenciando decisivamente na redução do IDE de 19%. Dessa forma, pode-se considerar que, para os objetivos do Plano de Metas, a Instrução 113 foi um instrumento de política econômica decisivo “[...] *como expediente para atrair a curto prazo os investimentos estrangeiros diretos* [...]” (SERRA, 1982: 75).

Tabela 37- Média anual de Investimento Estrangeiro Direto por diferentes formas de entrada: Moeda, Mercadoria e Reinvestimento. US\$ milhões. Taxa de crescimento por período (%). Períodos: A= 1953 a 1956; B= 1957 a 1960; C= 1961 a 1963.

	1953 a 1956= A	1957 a 1960= B	1961 a 1963= C	B/A	C/B
Moeda	18	33	36	78%	12%
Mercadoria	24	87	33	269%	-62%
Reinvestimento	41	32	53	-23%	68%
Investimento Direto	82	151	122	83%	-19%

Fonte: Banco Central; Elaboração Própria.

Assim,

Do ponto de vista da política econômica interna, a Instrução 113 parecia permitir contornar os problemas de balanço de pagamentos para a importação de máquinas e equipamentos. Para as firmas estrangeiras garantia a exploração de um mercado de razoáveis dimensões, porém relativamente fechado às importações de seus produtos devido à escassez de divisas (SERRA, 1982: 76).

Contudo,

Um dos perigos implícitos desta política [...] consiste em que poderia permitir que fossem contabilizados como capitais do exterior montantes superiores ao efetivamente incorporado. Possibilitaram que uma parcela do excedente gerado internamente na economia fosse apropriado pelas empresas que gozaram dos benefícios legais, via subsídio implícito nas liquidações de créditos externos com taxa cambial de favor (LESSA, 1981: 69).

Dessa forma, fica evidente que o Brasil oferecia basicamente duas vantagens ao ingresso do capital estrangeiro. Em primeiro lugar, um mercado interno de boas dimensões que podia ser explorado, ainda mais sob a condição de dificuldades cambiais que o tornava fechado às importações. Em segundo, pelo manuseio da política de câmbios múltiplos, podia elevar a rentabilidade desses capitais estrangeiros. Isso era obtido pela concessão de,

[...] câmbio de custo (taxa cambial favorecida) para a remessa de rendimentos e amortizações das inversões diretas do exterior, até o limite de 10% do capital registrado da empresa no tocante a rendimento. O registro do capital era realizado à taxa do mercado livre, o que elevava substancialmente a rentabilidade em moeda estrangeira do investimento (LESSA, 1981: 58).

Desta maneira, através desses benefícios oferecidos, ocorreu uma entrada expressiva de IDE durante o período do Plano de Metas, especialmente por meio da categoria “Mercadorias”. Nas próximas seções, na parte da tentativa de elaboração da Posição Internacional de Investimentos e na parte referente às rendas enviadas, pretende-se analisar como esse manuseio da política de câmbio múltiplo influenciou os valores dos estoques formados e das rendas remetidas.

3.2.2. Outros Investimentos: Empréstimos e Financiamentos

O grupo “Outros Investimentos” engloba diversas contas, dentre elas as constituídas por entradas e saídas de capitais autônomos como também os compensatórios. Na Tabela 38 observam-se os grupos que apresentaram algum valor para o período de 1953 a 1963. Ao contrário dos Investimentos Estrangeiros Diretos (IDE) que não registraram nenhum investimento brasileiro no exterior, entre 1953 e 1963, neste caso ocorreram “Outros investimentos brasileiros”, ou seja, uma saída de divisas e um aumento do ativo externo do país, a partir do ano de 1960. Tais investimentos ocorreram na rubrica “Outros ativos LP (líquido)⁹⁵”, e não encontramos uma análise de tal movimento na literatura sobre o período. Entretanto, já que o presente estudo baseia-se na vulnerabilidade externa decorrente da Posição Internacional de Investimentos e do fluxo de rendas gerados pela mesma, pode-se considerar que esses investimentos têm a capacidade de gerar um possível alívio dessa vulnerabilidade externa, pela diminuição do passivo externo líquido e por uma presumível entrada de rendas no futuro.

⁹⁵ Conforme apresentado no capítulo 1, algumas contas são disponibilizadas apenas de forma líquida, o que dificulta uma análise mais aproximada da quantidade de divisas totais que entram e que saem de fato.

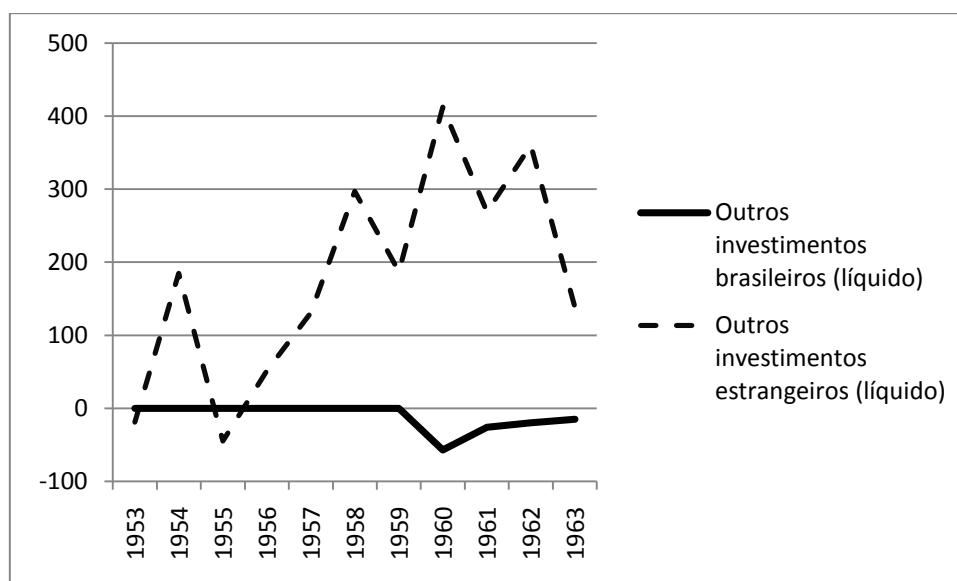
Tabela 38- “Outros Investimentos” (líquido), Pagamentos e Recebimentos por grupos, US\$ milhões, 1953-1963.

	1953	1954	1955	1956	1957	1958	1959	1960	1961	1962	1963
Outros investimentos brasileiros (líquido)	0	0	0	0	0	0	0	-57	-26	-20	-15
Outros investimentos estrangeiros (líquido)	-19	185	-45	51	131	297	187	412	269	360	138
Demais setores LP e CP (líquido)	37	-29	-40	62	112	74	58	16	206	132	-69
Empréstimos e financiamentos - demais setores LP	-2	-25	-56	44	77	49	62	-69	252	15	-114
Ingresso	44	109	84	231	319	373	439	348	579	325	250
Amortização	-46	-134	-140	-187	-242	-324	-377	-417	-327	-310	-364
Empréstimos e financ. - demais setores CP (líquido)	39	-4	16	18	35	25	-4	85	-46	117	45
Empréstimos Compensatórios	-56	214	-5	-11	19	223	129	396	63	228	207
Autoridade monetária (líquido)	486	200	61	-28	37	195	-21	61	260	120	187
Outros passivos (líquido)	-542	14	-66	17	-18	28	150	335	-197	108	20
Outros Investimentos (líquido)	-19	185	-45	51	131	297	187	355	243	340	123

Fonte: Banco Central; Elaboração Própria (Obs: nos dados disponibilizados pelo Banco Central, não existe a nomenclatura de “Empréstimos Compensatórios”).

Contudo, pode-se observar que o nível dos investimentos brasileiros é muito inferior aos “Outros Investimentos estrangeiros”, ou seja, o passivo externo tende a crescer mais do que o ativo externo. Em relação a esse grupo (“Outros Investimentos estrangeiros”), foram registradas movimentações nas contas “Demais setores LP e CP” e nos “Empréstimos Compensatórios⁹⁶”.

Gráfico 20-“Outros Investimentos” (líquido), Pagamentos e Recebimentos, US\$ milhões, 1953-1963.



Fonte: Banco Central; Elaboração Própria.

⁹⁶ Vale ressaltar que essa não é a terminologia utilizada pelo Banco Central. Assim, os capitais compensatórios foram divididos por uma metodologia própria.

Através do Gráfico 20 pode-se observar que os “Outros investimentos estrangeiros” apresentam, até 1957, apenas um grande valor, que foi em 1954, principalmente devido a empréstimos na rubrica “Autoridade monetária (líquido)” (Tabela 38), ou seja, por operações de regularização do balanço de pagamentos. Já no período de 1958 a 1962 ocorreu uma elevação significativa dos valores dessa conta (“Outros investimentos estrangeiros”), em grande parte decorrentes do Plano de Metas, afinal,

[...] tendo presente que os equipamentos importados eram componentes indispensáveis ao tipo de industrialização que a economia atravessava e que, na ausência de receitas de exportação disponíveis, a realização completa das importações necessárias residia na obtenção de financiamentos externos. Por outro lado, para o empresário realizar inversões em atividades de longa gestação, na ausência de um mercado interno de capitais, esta fórmula (financiamentos externos) era condição mínima à efetivação do investimento. Tendo-se presentes estes elementos, compreende-se porque, na manipulação destes arbítrios, residiu a principal arma de orientação das inversões privadas no período do Plano (LESSA, 1981: 59).

Dessa forma, segundo Lessa, os financiamentos foram o principal mecanismo de orientação das inversões durante o período do Plano de Metas, e teriam correspondido a aproximadamente 82% do total das entradas autônomas de capitais no período de 1955 a 1962 (LESSA, 1981: 59).

Assim o sendo, e para que se compreendam melhor esses investimentos, foi feita uma divisão da análise entre os capitais autônomos e os compensatórios. Entretanto, é necessário que se faça uma importante observação em relação aos dados. Isso porque a rubrica “Outras operações de regularização” apresenta apenas valores de ingresso de recursos, e, de acordo com o Banco Central “*As amortizações relativas aos empréstimos recebidos até 1966 estão alocadas nas modalidades correspondentes em ‘demais setores’.*” (BANCO CENTRAL, 2010C; <http://www.bcb.gov.br/?SERIEBALPAG>; nota de rodapé número 6) Ou seja, as entradas de recursos da conta mencionada são contabilizadas num grupo de contas de empréstimos de regulação (“Outras operações de regularização”), porém, as amortizações se encontram num grupo de contas de empréstimos autônomos (“Demais setores”).

Esse problema nos dados apresenta dois agravantes. Em primeiro lugar, não é possível identificar nas quatro contas do grupo “demais setores” (vide Tabela 39, que são: “Organismos”; “Agências”; “Compradores”; e “Empréstimos diretos”) em qual deles pode ter ocorrido às amortizações referentes ao grupo “Outras operações de regularização”. Em segundo lugar, através dessa conta entrou um volume significativo

de recursos, já que de acordo com os dados do Banco Central ingressaram 1.430 milhões de dólares no período de 1953 a 1963 na conta “Outras operações de regularização”. Contudo, apesar dessa dificuldade decorrente da disponibilização dos dados, algumas análises são possíveis de serem feitas com os valores obtidos.

Tabela 39- Movimentação de Capitais Autônomos: Grupo “Outros Investimentos”. “Empréstimos e Financiamentos- demais setores LP” (Ingresso e Amortização) e “Empréstimos e Financiamentos- demais setores CP (líquido)”. US\$ milhões. 1953-1963.

	1953	1954	1955	1956	1957	1958	1959	1960	1961	1962	1963
Empréstimos e financiamentos - demais setores LP	-2	-25	-56	44	77	49	62	-69	252	15	-114
Ingresso	44	109	84	231	319	373	439	348	579	325	250
Organismos	8	32	15	13	4	6	23	19	26	28	31
Agências	15	28	64	31	46	89	64	52	170	21	11
Novo ingresso	15	28	64	31	46	89	64	52	170	21	11
Refinanciamento (Clube de Paris)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Compradores	0	0	0	113	197	198	228	158	188	201	170
Empréstimos diretos	21	49	5	74	72	80	124	119	195	75	38
Novo ingresso	21	49	5	74	72	80	124	119	195	75	38
Refinanciamento	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Amortização	-46	-134	-140	-187	-242	-324	-377	-417	-327	-310	-364
Organismos	-1	-1	-2	-18	-2	-7	-8	-8	-8	-9	-11
Agências	-5	-20	-64	0	-13	-34	-32	-38	-28	-45	-46
Amortização paga	-5	-20	-64	0	-13	-34	-32	-38	-28	-45	-46
Amortização refinanciada	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Amortização atrasada	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Compradores	0	0	0	-126	-183	-237	-278	-336	-272	-211	-162
Amortização paga	0	0	0	-126	-183	-237	-278	-336	-272	-211	-162
Amortização atrasada	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Empréstimos diretos	-40	-113	-74	-43	-44	-46	-59	-35	-19	-45	-145
Amortização paga	-40	-113	-74	-43	-44	-46	-59	-35	-19	-45	-145
Amortização refinanciada	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Amortização atrasada	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Desconto	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Empréstimos e financ. - demais setores CP (líquido)	39	-4	16	18	35	25	-4	85	-46	117	45
Demais setores LP e CP (líquido)	37	-29	-40	62	112	74	58	16	206	132	-69

Fonte: Banco Central; Elaboração Própria.

Em relação aos movimentos de capitais autônomos, conforme já foi demonstrado, eram de fundamental importância para o Plano de Metas, e só foram possíveis através de diversas regalias e vantagens oferecidas ao capital estrangeiro, especialmente no quesito das possibilidades de retorno desses capitais aos países de origem. Tais benefícios eram concedidos de forma que “[...] as amortizações e juros dos financiamentos obtidos no exterior desfrutariam de taxa favorecida se se originassem

em setores considerados prioritários e houvesse merecido registro na SUMOC [...]” (LESSA, 1981: 96).

Dessa forma, fica evidente que a SUMOC tinha um grande poder de influenciar no direcionamento que esses financiamentos tomariam, uma vez que os setores que considerasse prioritários apresentariam condições de rentabilidade mais elevadas, devido às taxas de câmbio mais favoráveis nas amortizações e na remessa de juros.

Tabela 40- Financiamentos autorizados pela SUMOC, “com prioridade” e “sem prioridade” (US\$ milhões). Porcentagem de “com prioridade” (%). 1953-1963.

	1955	1956	1957	1958	1959	1960	1961
Com Prioridade	79	253	235	392	355	242	130
Sem prioridade	0	58	217	115	43	63	39
Total	79	311	452	507	398	305	169
Com prioridade (%)	100%	82%	52%	77%	89%	79%	77%

Fonte: Lessa (1981: 60-65); Elaboração própria.

Pela Tabela 40 pode-se observar que os financiamentos autorizados pela SUMOC atingem valores expressivos, chegando a mais de 500 milhões de dólares em 1958. Contudo, através dos dados disponibilizados pelo Banco Central para os empréstimos e financiamentos realizados para o período, parece evidente que nem todas as autorizações foram efetivadas. Além disso, as autorizações consideradas “com prioridades”, ou seja, que poderiam gozar das vantagens de taxas de câmbio favorecidas para as remessas de capital, apresentaram uma participação elevada, sempre representando mais de 50% do total dessas autorizações (Tabela 40).

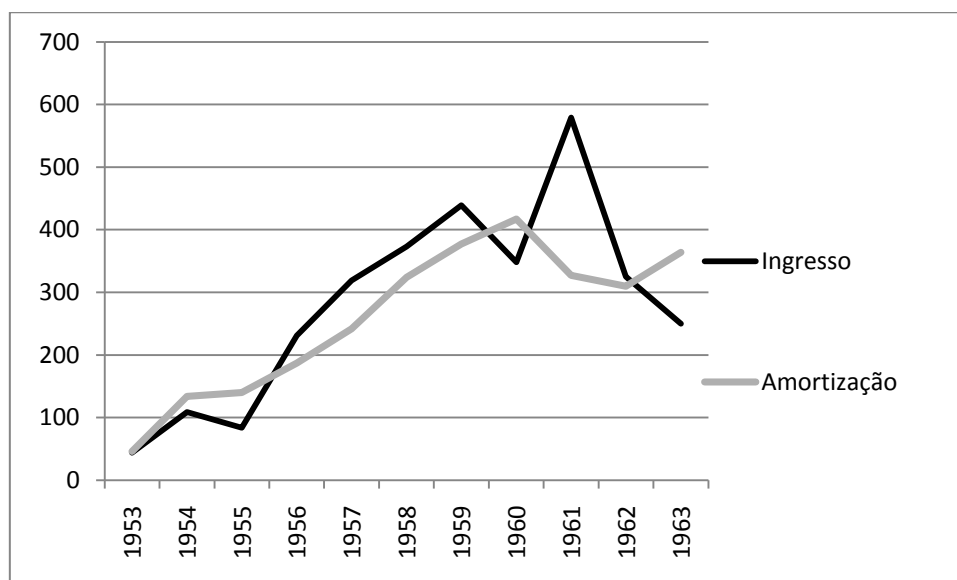
Dessa maneira, considerando a significativa participação dos financiamentos com prioridade de remessas com vantagens cambiais, aliado ao “[...] *curto período de maturação dos empréstimos, contrapartida das condições prevalecentes no mercado internacional de capitais* [...]” (SERRA, 1982: 78), não é de se estranhar que as amortizações acabaram apresentando quase o mesmo valor do que os empréstimos e financiamentos para o período de 1953 a 1963⁹⁷.

Um indício de que os prazos de amortização eram realmente curtos pode ser presumível pelo Gráfico 21, já que a curva de amortizações apresenta o mesmo movimento da curva dos ingressos de empréstimos e financiamentos com uma pequena defasagem, indicando a possibilidade de que as entradas de capitais não ficassem muito

⁹⁷ Conforme se pode observar na Tabela 39 e na Tabela 41.

tempo no país, assim, principalmente a partir de 1957 os resultados das amortizações eram praticamente iguais as das entradas de empréstimos e financiamentos do ano anterior⁹⁸ - isso fica evidente pela Tabela 39, quando observamos que os ingressos para o ano de 1956 foram de 231 milhões de dólares, enquanto as amortizações em 1957 foram de 242 milhões de dólares; a mesma lógica valeu para os anos seguintes, com exceção das entradas em 1961 em relação às amortizações de 1962 – tal fato pode ser um indicador de que os prazos de amortização eram curtos⁹⁹, porém, a disponibilização dos dados não permite uma análise mais detalhada dos motivos que levaram a essa situação.

Gráfico 21- Capitais Autônomos de “Outros Investimentos”, Ingresso e Amortização, US\$ milhões, 1953-1963.



Fonte: Banco Central; Elaboração Própria.

Ainda na análise dos ingressos e amortizações dos capitais autônomos do grupo “Outros investimentos”, permitida pela Tabela 41, chama a atenção o movimento observado no grupo “Compradores”. O fato inusitado é que no primeiro ano em que ocorrem ingressos e amortizações para tal grupo (que foi no ano de 1956, conforme a Tabela 39), assim como no somatório dos valores registrados durante o período de 1953 a 1963, as amortizações em “Compradores” são maiores do que os ingressos. Foram

⁹⁸ Tal movimento é corroborado quando o valor dos ingressos de 1959 vai de 439 para 348 milhões de dólares em 1960, e a mesma tendência de queda é verificada para as amortizações, com um ano de defasagem, quando essas passam de 417 milhões de dólares no ano de 1961 para 327 milhões no ano seguinte.

⁹⁹ Ou um indício de que os investidores estrangeiros tentavam amortizar o máximo possível de seus investimentos, temendo mudanças nas leis de remessa, que eram muito vantajosas.

levantadas quatro hipóteses para explicar tal fenômeno. Em primeiro lugar, não se deve descartar a possibilidade de falhas na mensuração dos dados¹⁰⁰.

Tabela 41- Capitais Autônomos: Saldo anual de grupos de “Outros Investimentos” e total do período. US\$ milhões. 1953-1963.

	1953	1954	1955	1956	1957	1958	1959	1960	1961	1962	1963	Total
Saldo de Empréstimos e Amortização	-2	-25	-56	44	77	49	62	-69	252	15	-114	233
Organismos	7	31	13	-5	2	-1	15	11	18	19	20	130
Agências	10	8	0	31	33	55	32	14	142	-24	-35	266
Compradores	0	0	0	-13	14	-39	-50	-178	-84	-10	8	-352
Empréstimos diretos	-19	-64	-69	31	28	34	65	84	176	30	-107	189

Fonte: Banco Central; Elaboração Própria. Obs: Total = somatório anual do período 1953-1963.

Em segundo lugar, as amortizações poderiam ser maiores do que os ingressos caso já houvesse um estoque de empréstimos e financiamentos anteriores ao período, ou seja, as referidas amortizações maiores do que ingressos no período seriam decorrentes de ingressos precedentes ao mesmo. Contudo, de acordo com os dados disponíveis pelo Banco Central, não ocorreram entradas sob tal rubrica de 1947¹⁰¹ até 1955, ou seja, a princípio deve-se descartar tal hipótese de que haveria um estoque de investimentos na rubrica “Compradores” anteriores a 1953, passíveis de serem amortizados após 1955.

Em terceiro lugar, as amortizações poderiam ser maiores do que os ingressos devido ao problema mencionado anteriormente referente ao grupo “Outras operações de regularização”. Isso porque os ingressos do mesmo eram contabilizados em “Autoridade monetária (líquido)” e amortizados no grupo “Demais setores”, do qual a rubrica “Compradores” faz parte. Assim, nesse grupo (“compradores”) poderiam estar sendo amortizados valores que não pertenceriam ao mesmo. Contudo, tal hipótese também não parece plausível, já que os valores de amortizações após 1966¹⁰² continuam sendo maiores do que os de ingressos, de acordo com dados do Banco Central. Além disso, entraram 1.430 milhões de dólares no período de 1953 a 1963 na conta “Outras

¹⁰⁰ Como também não se descartaria a possibilidade que as diferenças sejam decorrentes das variações cambiais entre as outras moedas em que eram denominados os investimentos, fazendo com que as amortizações fossem maiores que os ingressos. Contudo, pelas magnitudes envolvidas dos dados, essa hipótese é de difícil sustentação

¹⁰¹ O ano de 1947 é o primeiro ano em que são disponibilizados dados pelo Banco Central.

¹⁰² Relembrando que após 1966 as “Outras operações de regularização” passam a ser amortizadas na sua própria conta.

operações de regularização”, enquanto a diferença entre amortizações e ingressos no grupo “Compradores” foi de apenas 352 milhões de dólares¹⁰³ (Tabela 41).

Em quarto lugar, o que pode parecer paradoxal, ou seja, valores de amortizações maiores do que o de ingressos, na verdade pode ser algo muito coerente, ao atentarmos ao fato de que uma parcela das amortizações contava com uma taxa cambial mais valorizada do que em relação à taxa que haviam ingressado. Assim, apesar de demonstrado no capítulo 1 que os ativos e passivos financeiros cujos valores são fixados em termos monetários apresentam GDN¹⁰⁴ sempre nulo, a ocorrência de taxas de câmbio diferenciadas nos ingressos e nas amortizações indicam a possibilidade do acontecimento de GDN para tais investimentos.

Dessa maneira, uma explicação de como tais GDNs poderiam ocorrer encontra-se em Lessa, num trecho referente à política de capital estrangeiro para o Plano de Metas, que segundo o autor, “[...] *Possibilitaram que uma parcela do excedente gerado internamente na economia fosse apropriado pelas empresas que gozaram dos benefícios legais, via subsídio das liquidações de créditos externos com taxa cambial de favor [...]*”(LESSA, 1981: 69). Assim o sendo, caso os empréstimos e financiamentos fossem amortizados num montante maior do que os ingressos, devido às diferenças cambiais, pode-se dizer que ocorria um GDN.

Para uma tentativa de explicar como isso pode ocorrer, ou seja, amortizações maiores do que os ingressos, imaginemos um exemplo. Supondo um ingresso de 100 dólares através de um financiamento com uma taxa de câmbio de 1 real por dólar (1 R\$/US\$), ou seja, operação que geraria um passivo externo no valor de 100 reais. Imaginemos que em algum momento 60 reais desse financiamento possa ser amortizado por uma taxa cambial favorecida no valor de 0,5 real por dólar (0,5 R\$/US\$), ou seja, gerando uma saída de 120 dólares. Dessa maneira, teríamos como resultado final nas contas externas um saldo negativo de 20 dólares na conta financeira, já que as amortizações de 120 dólares foram maiores do que os ingressos de 100 dólares. Mesmo

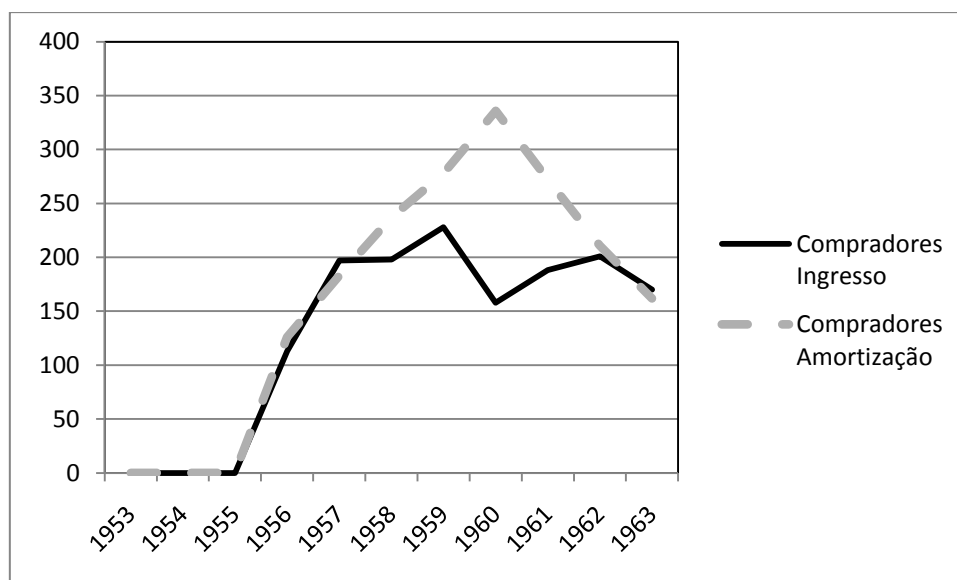
¹⁰³ Analisando as contas “Outras operações de regularização” após 1966, ou seja, quando as amortizações passam a ser efetuadas na própria rubrica, percebemos que as amortizações são feitas num período muito próximo aos ingressos. Exemplos: a) ocorreram entradas de 3.632 e 1.350 milhões de dólares em tal rubrica em 1982 e 1983. As amortizações foram de 4.982 milhões já em 1983; b) Ocorrerem ingressos de 4.540 e 4.923 milhões de dólares em tal rubrica em 1998 e 1999, e amortizações de 6.017 e 3.446 milhões de dólares em 1999 e 2000.

¹⁰⁴ GDN: ganhos de detenção nominal de ativo/passivo externo.

assim, apesar desse fluxo negativo em termos de dólares, ainda teria sido gerado um passivo externo (estoque) no país no valor de 40 reais (100 de entrada menos 60 amortizado), ou de 40 dólares considerando a taxa de 1 R\$/US\$. Neste exemplo, o investidor estrangeiro teria tido um GDN de +60 dólares, enquanto a economia brasileira apresentaria um GDN de -60 dólares, decorrentes da possibilidade de remessa por um câmbio favorável.

Dessa forma, vide o exemplo, pode-se perceber que dependendo da forma como os valores dos empréstimos e financiamentos eram denominados no momento da conversão realizada tanto na entrada como na saída dos mesmos, é que determinava se ocorria algum tipo de GDN para esses passivos externos. Tal análise é importante para esse estudo, sobretudo na seção em que será tentada a elaboração da Posição Internacional de Investimentos para o período. Assim, a compreensão de tal fenômeno (amortizações maiores do que ingressos), cujo acontecimento fica mais do que evidente no Gráfico 22, especialmente no período entre 1958 e 1961, é fundamental para uma análise mais criteriosa na elaboração da PII entre 1953 e 1963, porém, tanto a literatura como os dados para o período dificultam essa tentativa.

Gráfico 22- Capitais Autônomos: Ingresso e Amortização anual do grupo “Compradores” de “Outros Investimentos”. US\$ milhões. 1953-1963.



Fonte: Banco Central; Elaboração Própria.

Ainda em relação aos capitais autônomos, a Tabela 42 apresenta a destinação dos recursos provenientes de empréstimos e financiamentos. Pode-se observar que a maior parte foi utilizada para a compra de “Equipamentos”, enquanto as entradas de

“Moeda”, assim como no caso do IDE, não apresentaram, relativamente, valores muito expressivos.

Tabela 42- Destinação de Empréstimos e Financiamentos por grupos: Equipamentos; Trigo e Moeda. US\$ milhões. 1956-1963.

	1956	1957	1958	1959	1960	1961	1962	1963
Equipamentos	158	223	268	290	224	274	233	188
Trigo	0	24	22	23	0	60	35	32
Moeda	73	72	83	126	123	195	75	68
Empréstimos e Financiamentos	231	319	373	439	348	579	325	250

Fonte: Davidoff Cruz, 1980. (Observação do autor: as rubricas “equipamentos”, “trigo” e “moeda” foram obtidos da Conjuntura Econômica, Nov. de 1972. Já “Empréstimos e Financiamentos” foi obtido de Conjuntura Econômica, Nov. de 1977, o que explica diferenças entre o saldo de empréstimos e financiamentos, nos anos de 1960, 1961, 1962 e 1963, da soma das três rubricas).

Portanto, pode-se inferir que os empréstimos voluntários contribuíram pouco para aliviar a pressão do balanço de pagamentos causado pela situação de escassez de divisas. Assim, segundo Lessa, apesar dessas entradas de recursos estrangeiros decorrentes de capitais voluntários no período do Plano de Metas, as crescentes amortizações e a queda das receitas de exportação fizeram com que operações de regularização fossem necessárias (LESSA, 1981: 59).

Tabela 43- “Empréstimos Compensatórios”: “Autoridade monetária” e “Outros passivos LP e CP”. US\$ milhões. 1953-1963.

	1953	1954	1955	1956	1957	1958	1959	1960	1961	1962	1963
A) Autoridade monetária (líquido)	486	200	61	-28	37	195	-21	61	260	120	187
Operações de regularização (líquido)	486	200	61	-28	37	195	-21	61	260	120	187
FMI	28	0	0	-28	37	37	-21	48	40	-18	5
Ingresso	28	0	0	0	37	37	0	48	40	0	5
Amortização	0	0	0	-28	0	0	-21	0	0	-18	0
Outras operações de regularização	458	200	61	0	0	158	0	13	220	138	182
Eximbank	300	0	45	0	0	100	0	3	101	81	79
Outras	158	200	16	0	0	58	0	10	119	57	103
Ingresso	158	200	16	0	0	58	0	10	119	57	103
Amortização	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
B) Outros passivos LP e CP (líquido)	-542	14	-66	17	-18	28	150	335	-197	108	20
Outros passivos LP (líquido)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Outros passivos CP (líquido)	-542	14	-66	17	-18	28	150	335	-197	108	20
Atrasados (líquido)	-563	-46	-8	0	0	0	0	68	-68	163	14
Demais (líquido)	21	60	-58	17	-18	28	150	267	-129	-55	6
Empréstimos Compensatórios (A + B)	-56	214	-5	-11	19	223	129	396	63	228	207

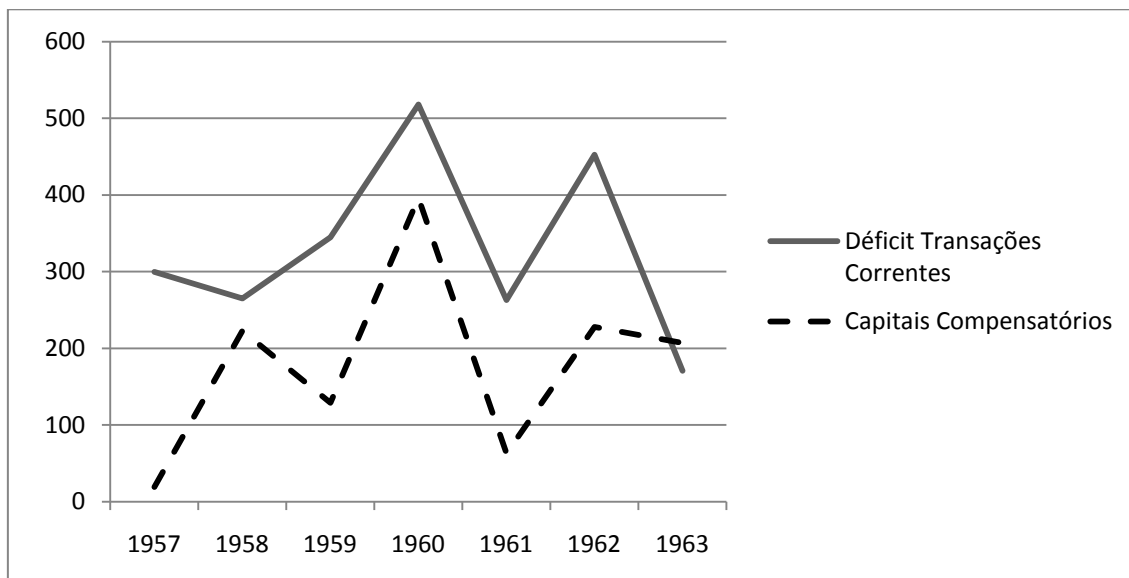
Fonte: a) Eximbank: Conjuntura Econômica (Novembro de 1972: 83). b) Todas as demais contas: Banco Central. c) O item “Empréstimos Compensatórios” não é disponibilizado pelo Banco Central, e foi elaborado pela soma de “Autoridade monetária” com “Outros passivos LP e CP (líquido)”.

Dessa maneira, completando a análise de “Outros investimentos”, serão examinados os “Empréstimos compensatórios”. O ano de 1953 não apresenta, liquidamente, um resultado muito expressivo, porém, pode-se observar, pela Tabela 43, que ocorreram significativas movimentações nas contas “Outras operações de regularização” e “Atrasados”. Segundo Vianna (1990), o início do ano foi marcado por sérias dificuldades cambiais, já que o país acumulara mais de 600 milhões de dólares em atrasados comerciais (VIANNA, 1990: 131).

Pelos dados do Banco Central, observa-se que 541 milhões de dólares de “Atrasados” foram acumulados em 1952, decorrentes da guerra da Coréia que, segundo Serra, causaram um grande aumento das importações de máquinas e equipamentos (SERRA, 1982: 74). Assim, “*A conjuntura econômica do primeiro semestre de 1953 foi marcada pelos episódios relacionados ao empréstimo de US\$ 300 milhões obtido junto ao Eximbank para fazer frente aos atrasados comerciais [...]*” (VIANNA, 1990: 134). Vale lembrar, do capítulo 2, que essas dificuldades cambiais estiveram diretamente relacionadas com os motivos que levaram às reformas cambiais no mesmo ano. Dessa maneira, como se pode perceber pela Tabela 43, um grande volume de recursos foi obtido em 1953, através de “Outras operações de regularização”, para fazer frente aos atrasados comerciais.

Em 1954, conforme demonstrado na parte referente às “Exportações”, a queda do preço do café gerou dificuldades cambiais, fazendo com que um novo empréstimo de regularização fosse necessário, e este foi obtido de um consórcio de 19 bancos americanos, no valor de 200 milhões de dólares (PINHO NETO, 1990: 152-153). Já os três anos seguintes (1955, 1956 e 1957) apresentaram poucas movimentações significativas nas contas relativas aos Empréstimos compensatórios (Tabela 43).

Gráfico 23- Déficit anual das “Transações Correntes” e Entrada líquida dos “Capitais Compensatórios” (US\$ milhões), 1953-1963.



Fonte: Banco Central; Elaboração Própria.

Já no período de 1958 a 1963 observa-se uma intensa movimentação nas contas dos “Empréstimos compensatórios” (conforme o Gráfico 23), e em todos os anos no sentido de prover recursos, já que os ingressos foram sempre maiores do que as amortizações. Nesse sentido, deve-se refazer a ressalva da questão de que os “Outros empréstimos de regularização” apresentaram, de acordo com os dados disponibilizados pelo Banco Central, apenas ingressos, sendo que as amortizações até 1966 para tal grupo foram realizadas em “Demais setores”. Dessa maneira, ressaltada essa restrição, continuar-se-á na análise dos “Empréstimos compensatórios” para esse período de 1957¹⁰⁵ a 1963.

¹⁰⁵ A inclusão do ano de 1957, apesar de já ter sido ressaltado num momento anterior que esse ano apresentou uma baixa movimentação nas contas analisadas, ocorreu justamente para demonstrar a diferença desse ano em relação ao período de 1958 a 1963.

Tabela 44- Saldo anual das Transações Correntes e dos Capitais Compensatórios (US\$ milhões). Relação entre Capitais Compensatórios e Transações Correntes (%). 1957-1963.

	1957	1958	1959	1960	1961	1962	1963
TRANSAÇÕES CORRENTES	-300	-265	-345	-518	-263	-453	-171
Operações de regularização	37	195	-21	61	260	120	187
Atrasados	0	0	0	68	-68	163	14
Demais	-18	28	150	267	-129	-55	6
Capitais Compensatórios	19	223	129	396	63	228	207
Operações de regularização/Transações Correntes	-12%	-74%	6%	-12%	-99%	-27%	-110%
Atrasados/Transações Correntes	0%	0%	0%	-13%	26%	-36%	-8%
Demais/Transações Correntes	6%	-11%	-43%	-52%	49%	12%	-4%
Capitais Compensatórios/Transações Correntes	-6%	-84%	-37%	-76%	-24%	-50%	-121%

Fonte: Banco Central; Elaboração Própria

Assim, pode-se reparar, pela Tabela 44, como em 1957, apesar do *déficit* de 300 milhões de dólares nas transações correntes, não foram necessários muitos empréstimos compensatórios para fechar o balanço de pagamentos. Isso porque, conforme demonstrado, as entradas de capitais voluntários durante esse ano foram significativas. Contudo, a partir de 1958 começa um período em que esses empréstimos compensatórios ganham importância para equacionar as contas do BP.

No ano de 1958 a maior parte do *déficit* em transações correntes não foi coberta por capitais voluntários (Tabela 44), “[...] *contudo, as dificuldades são contornadas com relativa facilidade pois o governo brasileiro está empreendendo negociações com o FMI e realiza operações de regularização que praticamente suprem os recursos necessários para fazer frente ao déficit.*” (DAVIDOFF CRUZ, 1980: 12). Corroborando com o autor, através da Tabela 44 observa-se que 74% do *déficit* em transações correntes foram supridos por “Empréstimos de regularização”.

Entretanto, na sequência ocorreu a “[...] *ruptura de negociações entre o governo Kubtscheck e o Fundo Monetário Internacional em 1959, devido a não adoção de uma política de estabilização segundo os requisitos do Fundo [...]*” (SERRA, 1982: 79). Assim, segundo Serra, esse entrave com o FMI influenciou as outras instituições financeiras internacionais, já que o Fundo desempenhava o papel de avalista em relação a elas (SERRA, 1982: 79), fazendo com que, conforme a Tabela 43, não ocorresse nenhum ingressos através de “Operações de regularização” no ano de 1959, mas apenas uma amortização no valor de 21 milhões de dólares.

Dessa maneira, na tentativa de se contornar as dificuldades no balanço de pagamentos, utilizou-se de,

[...] precárias formas de financiamento externo a curto prazo, de custos mais elevados e que vieram a encurtar os prazos médios de maturação da dívida externa. Foi o caso dos swaps, que representaram a contratação de empréstimos de curto prazo em moeda com garantias de cobertura cambial. Da mesma forma recorreu-se mais intensamente aos *supplier's credits*. Em 1959/60 o montante de swaps somado ao *supplier's credits* chegou a financiar cerca de 54 por cento do déficit em conta corrente (SERRA, 1982: 79)

Em relação aos swaps, eram operações de empréstimo entre matriz e filial. Por estas o Banco do Brasil assumia uma dívida em dólares, repassando cruzeiros ao tomador, que havia depositado divisas. No final do prazo do contrato, este poderia reconverter a operação, ou seja, readquirir os dólares pela mesma taxa de câmbio que originou a operação. Neste contexto, essas operações até permitiam ao governo a obtenção de divisas, porém, eram operações de curto prazo, que só adiavam o problema para o período seguinte, além de causar prejuízos ao governo brasileiro caso ocorresse uma desvalorização do cruzeiro, fato que era mais do que freqüente no período (LESSA, 1981: 59; DAVIDOFF CRUZ, 1980: 12).

Essas operações de swaps muito provavelmente são representadas na Tabela 44 pela rubrica “Demais¹⁰⁶”, indicando que essa conta financiou em 43% e 52% as transações correntes, respectivamente, nos anos de 1959 e 1960, ou seja, com valores de 150 milhões de dólares para 1959 e 267 milhões da mesma moeda para 1960.

Além disso, o ano de 1960, que incorreu no maior déficit de transações correntes para o período no valor de 518 milhões de dólares, ainda teve que contar com “Operações de regularização” de 61 milhões de dólares e de “Atrasados” no valor de 68 milhões de dólares (Tabela 44).

Já em 1961, “[...] com a mudança de governo, as negociações com o FMI são retomadas, resultando não só em novos financiamentos como também na consolidação e reescalonamento da dívida pré-existente [...]” (DAVIDOFF CRUZ, 1980: 13). Tal

¹⁰⁶ Não encontramos nenhuma referência na literatura sobre o período com valores de swaps que fossem equivalentes ao de alguma rubrica do BP disponibilizada pelo Banco Central, porém, deduzimos que os swaps eram contabilizados em “Demais” porque essa conta apresenta uma elevação nos anos de 1959 e 1960, anos em que a bibliografia atribui um aumento na utilização da operação de swaps. Além disso, a tabela de BP da revista Conjuntura Econômica (Novembro de 1972, pag. 83) apresenta na rubrica “Obrigações a curto prazo” os mesmos valores da conta “Demais” disponibilizados pelo Banco Central, ou seja, levando-se em conta que os swaps são operações de curto prazo, deduzimos que os swaps eram contabilizados em “Demais”.

fato deve ter ajudado na negociação com outros credores, porque, segundo Abreu (1990), o governo obteve sucesso nas discussões com os credores americanos e europeus, especialmente no caso do Eximbank, permitindo o mencionado reescalonamento da dívida externa, dos valores que venceriam entre 1961 e 1965 (ABREU, 1990: 198).

Assim, pode-se perceber pela Tabela 44 que as “Operações de regularização” cobriram 99% do *déficit* das transações correntes para o ano de 1961, contudo, a conta de “Atrasados” teve uma saída de 68 milhões de dólares, que haviam sido contraídos no ano anterior, enquanto que a conta “Demais”, que havia sido largamente utilizada para obter recursos em 1959 e 1960, teve uma saída de 129 milhões de dólares, fazendo com que os “Capitais compensatórios” só financiassem 24% do *déficit* das transações correntes. Porém, a soma da saída dessas duas rubricas foi muito menor do que a entrada líquida de capitais voluntários, que nesse ano de 1961 atingiu o maior valor no período, com uma entrada de 252 milhões de dólares (Tabela 41). Assim, nesse ano o saldo do BP foi significativamente superavitário, de acordo com dados do Banco Central, no valor de 178 milhões de dólares, permitindo ao país acumular reservas internacionais.

Porém, essa situação favorável observada em 1961 não se repete no ano seguinte, já que,

[...] a despeito dos esforços realizados pelo governo brasileiro, as operações de regularização realizadas em 1962 são suficientes para cobrir apenas 35% do *déficit* do BP. A situação torna-se novamente delicada obrigando o governo parlamentarista a lançar mão de atrasados comerciais em larga escala, a movimentar as reservas do país e a realizar operações de swaps que haviam desaparecido em 1961 (DAVIDOFF CRUZ, 1980: 13).

Através da Tabela 44, pode-se observar que o *déficit* das transações correntes em 1962 atinge 453 milhões de dólares. Concomitantemente, as entradas de capitais voluntários e os empréstimos de regularização diminuem em relação ao ano anterior. Dessa maneira, corroborando com Davidoff Cruz, realmente verifica-se a utilização de “Atrasados” no valor de 163 milhões de dólares e uma diminuição das reservas, já que o saldo do BP, de acordo com dados do Banco Central, foi negativo em 118 milhões de dólares¹⁰⁷. Contudo, a despeito da citação de Davidoff Cruz apontar para a realização de

¹⁰⁷ Relembrando que o saldo do BP é igual as variações da autoridade monetária.

swaps, não conseguimos observar nos dados disponíveis a realização dessa movimentação, até porque a conta “Demais” apresenta uma saída de 55 milhões de dólares.

Já o último ano da série, em 1963, foi marcado pela elaboração do Plano Trienal de Desenvolvimento Econômico e Social, que fez com que o governo tentasse uma negociação com o FMI (DAVIDOFF CRUZ, 1980: 13). Aparentemente tal iniciativa foi bem sucedida, uma vez que o *déficit* de 171 milhões de dólares das transações correntes foi coberto em 110% pelas “Operações de regularização” (Tabela 44). Assim, já que as entradas de capitais voluntários e as contas “Demais” e “Atrasados” apresentaram, liquidamente, valores pouco expressivos, o BP apresentou um ligeiro superávit de 37 milhões de dólares (Tabela 45), permitindo uma pequena acumulação de reservas.

3.2.3. Erros e Omissões

Nessa seção pretende-se mostrar brevemente os resultados da rubrica “Erros e Omissões” durante o período de 1953 a 1963, conforme se pode observar na Tabela 45. Destacam-se os anos de 1957, 1958 e 1962, que apresentaram, respectivamente, *déficits* no valor de 170, 190 e 137 milhões de dólares. Além disso, de acordo com indicador demonstrado no capítulo 1, esses anos apresentaram uma relação Erros e Omissões/Comércio Internacional superiores a 5% (de -6,4%; -7,9%; e -5,4% respectivamente), o que sugere que esses valores devem ser considerados uma fonte de preocupação, já que foram relativamente muito elevados. Outro detalhe é que os erros apresentaram um viés negativo, já que o somatório do período 1953-1963 foi um *déficit* de 567 milhões de dólares (Tabela 45).

Tabela 45- Diversas Contas do Balanço de Pagamentos (BP): Transações Correntes; Conta Capital e Financeira; Capitais Compensatórios; Resultado do BP; e Erros e Omissões (US\$ milhões). Relação entre as contas (%). 1953-1963.

	1953	1954	1955	1956	1957	1958	1959	1960	1961	1962	1963	TOTAL
Transações Correntes	-12	-236	-35	-23	-300	-265	-345	-518	-263	-453	-171	-2619
Exportações (X)	1539	1562	1423	1482	1392	1243	1282	1269	1403	1214	1406	15215
Importações (M)	-1145	-1415	-1104	-1075	-1285	-1177	-1210	-1293	-1292	-1304	-1294	-13592
Comércio Internacional (X + M)	2684	2977	2527	2557	2677	2420	2492	2562	2695	2518	2700	28808
Conta capital e financeira	97	22	39	201	290	202	216	154	353	264	18	1856
Capitais Compensatórios	-56	214	-5	-11	19	223	129	396	63	228	207	1407
Resultado do BP (variação reservas)	-40	11	12	183	-161	-30	-25	-14	178	-118	-37	-41
Erros E Omissões	-69	11	13	16	-170	-190	-25	11	51	-137	-76	-567
Erros e Omissões/Trans. Cor.	560%	-5%	-36%	-69%	57%	72%	7%	-2%	-19%	30%	45%	22%
Erros e Omissões/Cont. cap. e fin.	-71%	49%	32%	8%	-59%	-94%	-12%	7%	14%	-52%	425%	-31%
Erros e Omissões/Cap. Comp.	123%	5%	251%	-141%	-896%	-85%	-20%	3%	81%	-60%	-37%	-40%
Erros e Omissões/Resulta. do BP	172%	99%	105%	9%	106%	633%	101%	-79%	29%	116%	207%	1383%
Erros e Omissões/Comércio Internacional	-2,6%	0,4%	0,5%	0,6%	-6,4%	-7,9%	-1,0%	0,4%	1,9%	-5,4%	-2,8%	-2,0%

Fonte: Banco Central; Elaboração Própria. Obs: Total é o somatório anual do período 1953-1963.

Além disso, no geral os valores de Erros e Omissões foram muito significativos, conforme se pode observar na Tabela 45, especialmente quando relativizados em relação a outras contas, como: “Transações Correntes”; “Conta capital e financeira”; “Capitais compensatórios”; e “Resultado do BP”. Pode-se reparar, por exemplo, que a soma dos “Erros e Omissões” para o período de 1953 a 1963 chegam a representar 40% da soma do “Capital compensatório” ou 22% do somatório de todo o saldo das “Transações Correntes” para o período, ou seja, são valores muito elevados. Alguns casos chegam a ser decisivos, como, por exemplo, em 1957, quando o déficit do “Balanço de Pagamentos” como um todo foi de 161 milhões de dólares e o saldo de “Erros e Omissões” foi de 170 milhões de dólares.

3.3. Entradas e Saídas Totais do Balanço de Pagamentos e Índice de Financeirização do Balanço de Pagamentos.

Seguem na sequência as entradas e saídas totais das diversas contas do BP, além do Índice de Financeirização do BP, apresentadas de acordo com metodologia explicada no primeiro capítulo.

**Tabela 46- Entrada Total (US\$ milhões) e Participação Relativa por conta (%).
1953-1963.**

	1953	1954	1955	1956	1957	1958	1959	1960	1961	1962	1963
Transações Correntes	73,1%	80,0%	86,6%	80,3%	73,8%	65,5%	66,0%	60,7%	61,4%	60,8%	72,6%
Exportação de bens	67,7%	74,4%	79,2%	72,2%	63,9%	57,2%	58,3%	51,6%	54,9%	54,4%	65,4%
Serviços Receitas	4,8%	4,5%	6,5%	7,3%	8,9%	7,4%	7,1%	7,6%	5,1%	3,5%	4,2%
Renda de investimento direto	0,0%	0,2%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Renda de outros investimentos (juros)	0,0%	0,1%	0,2%	0,1%	0,3%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
Salário e ordenado	0,1%	0,2%	0,1%	0,0%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
Transferências unilaterais correntes	0,4%	0,6%	0,6%	0,7%	0,7%	0,7%	0,5%	1,3%	1,3%	2,6%	2,8%
Conta financeira	26,9%	20,0%	13,4%	19,7%	26,2%	34,5%	34,0%	39,3%	38,6%	39,2%	27,4%
Investimento Estrangeiro Direto	2,7%	2,5%	4,4%	6,8%	8,2%	5,9%	7,2%	5,6%	5,8%	5,9%	4,0%
Outros investimentos estrangeiros	24,2%	17,6%	9,0%	13,0%	18,0%	28,6%	26,8%	33,7%	32,8%	33,3%	23,3%
	1953	1954	1955	1956	1957	1958	1959	1960	1961	1962	1963
Total Entradas	2273	2101	1796	2053	2178	2174	2199	2460	2556	2230	2151
Transações Correntes	1661	1680	1556	1648	1608	1425	1452	1493	1570	1355	1562
Exportação de bens	1539	1562	1423	1482	1392	1243	1282	1269	1403	1214	1406
Serviços Receitas	109	94	117	149	193	162	156	187	130	79	91
Renda de investimento direto	1	4	1	0	0	0	0	1	0	0	0
Renda de outros invest. (juros)	1	3	4	2	6	3	2	3	3	3	3
Salário e ordenado	3	4	1	1	1	1	1	1	2	2	3
Transferências unilaterais correntes	8	13	10	14	16	16	11	32	32	57	60
Conta financeira	612	421	240	405	570	749	747	967	986	875	589
Investimento Estrangeiro Direto	61	52	79	139	179	128	158	138	147	132	87
Outros investimentos estrangeiros	551	369	161	266	391	621	589	829	839	743	502

Fonte: Banco Central; Elaboração Própria

Tabela 47- Saída Total (US\$ milhões) e Participação Relativa por conta (%). 1953-1963.

	1953	1954	1955	1956	1957	1958	1959	1960	1961	1962	1963
Transações Correntes	73,3%	91,2%	88,5%	88,6%	88,0%	83,9%	81,7%	80,9%	75,5%	81,8%	82,1%
Importação de bens	50,1%	67,4%	61,4%	57,0%	59,3%	58,4%	55,0%	52,0%	53,2%	59,0%	61,3%
Serviços Despesas	14,7%	16,0%	19,3%	22,7%	21,1%	18,9%	18,7%	19,7%	13,8%	12,8%	12,9%
Renda de investimento direto	5,8%	4,4%	4,5%	3,9%	2,8%	2,4%	2,7%	3,2%	2,9%	3,7%	2,7%
Renda de outros investimentos (juros)	1,5%	2,4%	2,2%	3,7%	3,4%	3,0%	4,2%	4,7%	4,8%	5,5%	4,3%
Salário e ordenado	0,2%	0,1%	0,1%	0,0%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
Transferências unilaterais correntes	1,0%	0,9%	1,1%	1,3%	1,3%	1,0%	1,0%	1,1%	0,7%	0,8%	0,8%
Conta financeira	26,7%	8,8%	11,5%	11,4%	12,0%	16,1%	18,3%	19,1%	24,5%	18,2%	17,9%
Investimento estrangeiro direto	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Outros investimentos brasileiros	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	2,3%	1,1%	0,9%	0,7%
Outros investimentos estrangeiros	26,7%	8,8%	11,5%	11,4%	12,0%	16,1%	18,3%	16,8%	23,5%	17,3%	17,2%
	1953	1954	1955	1956	1957	1958	1959	1960	1961	1962	1963
Total saídas	-2283	-2100	-1797	-1886	-2169	-2014	-2199	-2485	-2429	-2211	-2112
Transações Correntes	-1673	-1915	-1591	-1671	-1908	-1690	-1797	-2011	-1833	-1808	-1733
Importação de bens	-1145	-1415	-1104	-1075	-1285	-1177	-1210	-1293	-1292	-1304	-1294
Serviços Despesas	-336	-337	-347	-427	-458	-381	-412	-491	-336	-282	-272
Renda de investimento direto	-132	-93	-80	-74	-61	-49	-59	-80	-70	-81	-57
Renda de outros investimentos (juros)	-35	-51	-39	-69	-73	-61	-93	-118	-117	-121	-90
Salário e ordenado	-4	-2	-1	-1	-1	-2	-2	-1	-1	-2	-3
Transferências unilaterais correntes	-22	-18	-20	-25	-29	-20	-21	-28	-17	-18	-17

Fonte: Banco Central; Elaboração Própria

Como se pode observar, tanto a entrada como a saída não apresentaram uma grande elevação ao longo do período de 1953-1963. Nas entradas, os Serviços tiveram uma pequena elevação ao longo dos anos, mas, voltam ao patamar do início da série posteriormente. Já as exportações se mostraram como a forma mais importante de geração de divisas para a economia brasileira. Além disso, tanto nas entradas como nas saídas da conta financeira, o grupo de Outros Investimentos aparece como a conta mais importante.

Tabela 48- Entrada e Saída Total do BP e das Conta Financeira (US\$ milhões). Índice de Financeirização do BP (%). 1953-1963.

	1953	1954	1955	1956	1957	1958	1959	1960	1961	1962	1963
Total entrada e saída	4556	4201	3593	3939	4347	4188	4397	4945	4985	4441	4263
Entrada e saída Financeira	1222	606	446	620	831	1073	1149	1441	1582	1278	968
Índice Financeirização	27%	14%	12%	16%	19%	26%	26%	29%	32%	29%	23%

Fonte: Banco Central; Elaboração Própria.

Já em relação ao Índice de Financeirização do BP, pode-se perceber um significativo aumento do valor ao longo do período, chegando ao patamar de 32% em 1961, porém, nos últimos dois anos o índice volta aos níveis do início do período.

3.4. Estimativa da Posição Internacional de Investimentos

Nessa parte pretende-se elaborar, de acordo com a metodologia apresentada no primeiro capítulo, a Posição Internacional de Investimentos (PII) da economia brasileira para o período de 1953 a 1963. Entretanto, vale ressaltar que essa tentativa é apenas exploratória, sendo que possíveis ajustes podem ser necessários em pesquisas futuras.

Dessa maneira, lembrando que a categorização dos estoques de ativos e passivos na PII correspondem aos componentes da conta financeira do Balanço de Pagamentos, o primeiro item analisado será o dos “Investimentos Estrangeiros Diretos”.

No período de 1953 a 1963, de acordo com os dados do Banco Central, não ocorreu nenhum “Investimento Brasileiro Direto”, ou seja, não existia um ativo externo decorrente de tal movimentação. Tampouco ocorreram saídas significativas de Investimentos Estrangeiros Diretos.

Assim o sendo, as variações na estimativa da Posição Internacional de Investimentos do IDE ficam circunscritos as: entradas de IDE registradas no BP (VAA); outras mudanças de volume (OMV); a depreciação de tais investimentos; as variações da taxa de câmbio; e da taxa de inflação doméstica¹⁰⁸.

¹⁰⁸ O GDN é gerado pela depreciação dos investimentos, pelas variações da taxa de câmbio e da taxa de inflação doméstica.

Tabela 49- Estoque Estimado do IDE (IED (Na)) (US\$ milhões), 1951-1963. (VAA, OMV, GDN, Ao e IED (PEL1), US\$ milhões), (depreciação e GDN inflação, índice) e (GDN câmbio, Cr\$/US\$).

IED (A)	1951	1952	1953	1954	1955	1956	1957	1958	1959	1960	1961	1962	1963
VAA	63	94	60	51	79	139	178	128	158	138	147	132	87
OMV	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
GDNdepreciação	1,08	1,08	1,08	1,08	1,08	1,08	1,08	1,08	1,08	1,08	1,08	1,08	1,08
GDN câmbio	1,00	1,00	2,99	1,31	0,90	0,98	1,39	1,55	1,31	1,06	1,58	1,54	1,30
GDN inflação	1,128	1,076	1,118	1,319	1,087	1,277	1,067	1,282	1,208	1,409	1,433	1,548	1,643
GDN	0	-6	-1117	-44	80	180	-364	-239	-135	219	-207	-85	205
Ao	1497	1560	1648	591	598	757	1076	889	778	801	1159	1099	1146
IED (Na)	1560	1648	591	598	757	1076	889	778	801	1159	1099	1146	1437

IED (PEL1)	1560	1654	1714	1765	1844	1983	2161	2289	2447	2585	2732	2864	2951
------------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------

Fonte: a) VAA; GDN câmbio; e GDN inflação: Banco Central b) OMV; GDNdepreciação; GDN: Elaboração própria c) IED (Na) de 1951: Conjuntura Econômica, Nov. 1972: 82).

VAA: valor associado às quantidades de ativo adquirido ou cedido nas transações, registrado no BP; OMV: valor associado a outras mudanças do volume do ativo; GDN: valor do ganho de detenção nominal do ativo; Ao: valor do estoque estimado no início do ano; IED (Na): valor do estoque estimado no final do período; IED (PEL1): valor de estoque estimado pelo método PEL1¹⁰⁹ Obs: Para a realização dos cálculos, não se utilizou de arredondamentos, ao contrário da apresentação na tabela, o que explica eventuais divergências entre ambos.

Em relação ao VAA¹¹⁰, conforme demonstrado na parte referente ao IDE, as maiores entradas foram realizadas durante o período de 1956 a 1962, ou seja, decorrentes do Plano de Metas. As OMV¹¹¹ foram consideradas como nulas, enquanto a taxa de depreciação anual aplicada aos investimentos foi de 8%. Já o “GDN câmbio” indica uma grande desvalorização do câmbio no ano de 1953, decorrentes da mudança do regime cambial vigente, afetando decisivamente a contabilização do estoque de IDE. Nos outros anos, salvo 1955 e 1956, a taxa de câmbio também se desvaloriza, porém, num ritmo mais brando. Em relação à taxa de inflação, pode-se perceber pelo índice “GDN inflação” que a partir de 1957 começa uma forte aceleração das taxas de mudança dos preços (Tabela 49).

Assim, utilizando-se da metodologia apresentada no primeiro capítulo, podem-se estimar os valores de estoque de IDE para o período de 1951¹¹² a 1963. O movimento mais destoante da série é a acentuada queda de 1952 para 1953, quando o valor de

¹⁰⁹ Para maiores informações sobre o método PEL1, consultar o primeiro capítulo.

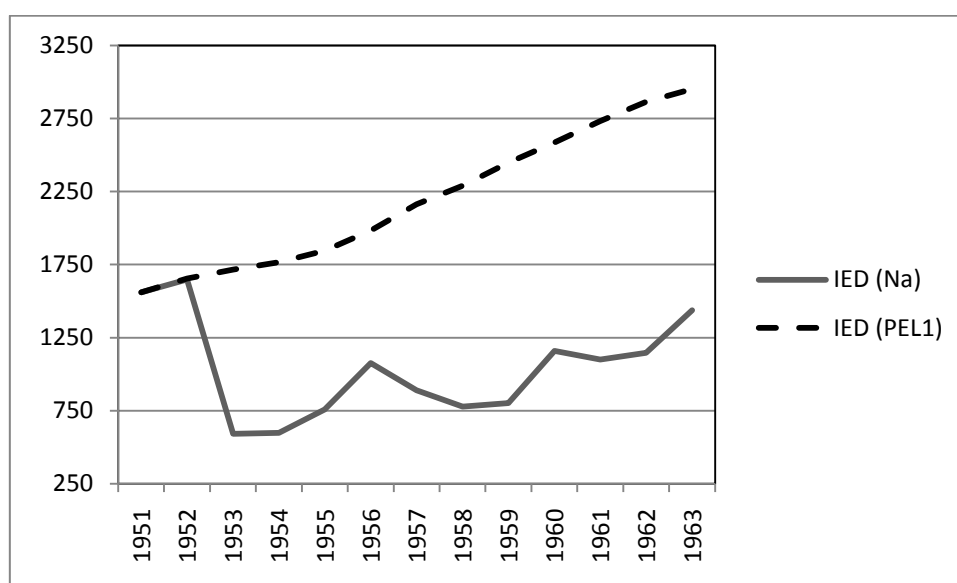
¹¹⁰ Conforme o capítulo 1, as VAA são o valor associado às quantidades de ativo adquirido ou cedido nas transações, registrado no BP.

¹¹¹ Conforme o capítulo 1, as OMV são o valor associado a outras mudanças do volume do ativo.

¹¹² O ano de 1951 foi incluído porque, conforme demonstrado no capítulo 1, esse foi o ano em que obtivemos um valor de estoque de IDE, no valor de 1.560 milhões de dólares, do qual foram derivados os demais.

estoque estimado passa de 1.648 para 591 milhões de dólares (de acordo com a Tabela 49). Porém, tal valor é completamente condizente com o esperado, uma vez que o estoque é denominado em moeda doméstica, apresentando, portanto, uma alta sensibilidade em relação a flutuações na taxa de câmbio. Nos anos subsequentes, o valor do estoque estimado apresenta um comportamento errático, porém, com tendência de crescimento, chegando ao final da série, em 1963, com o valor de 1.437 milhões de dólares.

Gráfico 24- Estoque Estimado do IDE: IED (Na) e IED (PEL1) (US\$ milhões), 1951-1963.



Fonte: a) IED (PEL1): Banco Central; Elaboração Própria; b) IED (Na): Elaboração Própria

Através do Gráfico 24, pode-se comparar a evolução dessa estimativa dos estoques de IDE em relação à estimação através do método do PEL1, que apresentou uma tendência mais bem definida, de crescimento contínuo, atingindo o patamar de quase 3.000 milhões de dólares em 1963. Já os valores da estimação com a metodologia apresentada no primeiro capítulo sofrem variações mais abruptas, tanto de crescimento como de queda. Contudo, ela parece ser mais condizente com a realidade, já que a alta sensibilidade demonstrada em relação a taxa de câmbio faz todo o sentido, uma vez que esses investimentos são denominados em moeda doméstica.

Já o GDN¹¹³ do IDE ao longo do período, que pode ser obtido pela diferença de valor entre os dois métodos de estimar o estoque¹¹⁴, foi de -1.514 milhões de dólares, ou seja, os detentores de investimentos estrangeiros diretos no Brasil durante esse período tiveram uma perda pela detenção nominal desses ativos. Tal fato engendra algumas considerações. Em primeiro lugar, o que pode parecer paradoxal a primeira vista, aja vista que continuaram a ingressar Investimentos Estrangeiros Diretos no país, faz todo sentido se levarmos em conta que os ganhos esperados por esses investidores não eram decorrentes da expectativa de valorização dos ativos para revenda, mas sim pela possibilidade de obter lucros e dividendos. Assim, uma vez que as empresas transnacionais que operam no Brasil auferem “[...] *receitas em moeda nacional, mas têm compromissos de retorno do capital em dólares (remessa de lucros e dividendos)*” (GONÇALVES, 2005: 197), o que interessa a esses investidores é a capacidade dos excedentes gerados em moeda nacional serem transformados em moeda estrangeira.

Em segundo lugar, e como será analisada adiante na parte referente às “Rendas Enviadas”, essa desvalorização do passivo externo contabilizado na forma de IDE pode ser considerada uma justificativa para a permissão das remessas de rendimentos por um câmbio favorável, na tentativa de comportar uma rentabilidade em moeda estrangeira compatível com as expectativas dos investidores estrangeiros, uma vez que não realizada essa condição, os mesmos poderiam deixar de investir no país.

Finalmente, levando-se em conta uma análise que busca avaliar a vulnerabilidade externa decorrente da Posição Internacional de Investimentos, pode-se considerar que a posse de um passivo externo que apresenta um GDN negativo é algo benéfico, uma vez que seu valor tende a diminuir, ou seja, podendo representar, potencialmente, uma menor pressão futura pela saída na forma de amortizações. Contudo, deve-se ressaltar que no período analisado a formação do passivo externo na forma de IDE constituiu-se majoritariamente sem a entrada de “Moeda”, já que grande parte foi decorrente das entradas de “Mercadorias” sem cobertura cambial, ou seja, não obstante a evolução do estoque de IDE não apresentasse uma tendência de valorização desse passivo externo, muito provavelmente essa modalidade de investimento foi

¹¹³ Conforme o capítulo 1, o GDN é o valor do ganho de detenção nominal do ativo.

¹¹⁴ Conforme demonstrado no primeiro capítulo, sendo o GDN igual às variações “V” de valor, ou seja, que não são causadas pelas contas do BP.

responsável por um saldo negativo em termos de entrada e saída de divisas¹¹⁵ no período.

Já em relação a PII de “Outros Investimentos”, lembrando que na época não ocorriam movimentações em “Investimentos em carteira” e nem em “Derivativos”, serão apresentados os ativos externos brasileiros, na forma de “Reservas Internacionais” e de “Outros Investimentos brasileiros”, e os passivos externos brasileiros, contabilizados como “Dívida Externa bruta”.

Tabela 50- Reservas Internacionais e Estoque Estimado (Na) e Fluxos (VAA) de Outros Investimentos Brasileiros (US\$ milhões), 1953-1963.

	1953	1954	1955	1956	1957	1958	1959	1960	1961	1962	1963
Reservas Internacionais	650	521	508	671	509	465	366	345	470	285	219
Outros Investimentos Brasileiros											
VAA	0	0	0	0	0	0	0	57	26	20	15
Ao	37	37	37	37	37	37	37	37	94	120	140
Na	37	37	37	37	37	37	37	94	120	140	155

Fonte: a) Reservas Internacionais: Revista Conjuntura Econômica (Nov 1972: 81) b) Outros Investimentos Brasileiros: Banco Central; Elaboração Própria. Obs: O estoque do início (Ao) de 1953 foi obtido pelos fluxos anteriores a 1953. A única movimentação registrada, a partir de 1947, foi uma saída por tal rubrica de 37 milhões de dólares em 1948.

Como se pode observar pela Tabela 50, os “Outros Investimentos brasileiros” iniciam a série com um estoque estimado relativamente baixo, no valor de 37 milhões de dólares em 1953. Tal valor foi obtido pelos fluxos anteriores a 1953. A única movimentação registrada¹¹⁶, a partir de 1947, foi uma saída pela rubrica “Outros Investimentos brasileiros” de 37 milhões de dólares em 1948. Entretanto, após 1953 também ocorrem saídas nessa conta nos anos de 1960, 1961, 1962 e 1963, formando um estoque estimado de ativo externo para “Outros Investimentos brasileiros” no valor de 155 milhões de dólares no final de 1963, valor obtido através da metodologia do PEL1, já que não se considerou a possibilidade de ocorrência de OMV e GDN. Não foi encontrada na literatura referências a essas saídas de divisas, porém, conforme mencionado anteriormente, sob a ótica da vulnerabilidade externa decorrente da Posição Internacional de Investimentos tal fato pode ser considerado como positivo, já que sugere retornos de rendas no futuro. Contudo, vale ressaltar que esse benefício potencial tem que ser analisado pela rentabilidade que pode gerar. Além disso, tais saídas não

¹¹⁵ Considerando-se também as rendas enviadas.

¹¹⁶ De acordo com os dados do Banco Central.

foram de valores muito significativos quando comparados com o passivo externo brasileiro no período.

Já as reservas internacionais apresentam, conforme a Tabela 50, um movimento que pode ser considerado maléfico para a economia brasileira, já que partem de um valor inicial de 650 milhões de dólares em 1953, e chegam a 219 milhões de dólares em 1963, ou seja, ao longo do período 1953-1963 ocorre uma diminuição do nível das reservas de 331 milhões de dólares. A queda mais acentuada ocorre após 1956, já que conforme demonstrado, o Plano de Metas necessitava de um nível de financiamento externo elevado, num contexto internacional em que prevalecia a escassez de divisas. Assim, em muitos momentos em que não foi possível a obtenção de empréstimos, tanto voluntários como compensatórios, que eram necessários para fechar o Balanço de Pagamentos, o governo acabou utilizando de reservas internacionais. Tal fato pode ser considerado negativo, já que aumenta a vulnerabilidade externa, uma vez que o país fica com uma menor capacidade de resistência a choques externos, além de que o nível das reservas é um importante indicador utilizado pelos credores internacionais, ou seja, o custo da obtenção de empréstimos pode aumentar, o que elevaria a vulnerabilidade externa decorrente de uma maior rentabilidade do passivo externo.

Tabela 51- Dívida Externa Total, Reservas Internacionais e Dívida Líquida (US\$ milhões), 1950-1963.

	1950	1951	1952	1953	1954	1955	1956	1957	1958	1959	1960	1961	1962	1963
Dívida Externa	559	571	638	1159	1317	1445	1580	1517	2044	2234	2372	2835	3005	3089
Reservas	724	590	571	650	521	508	671	509	465	366	345	470	285	219
Dívida Líquida	-165	-19	67	509	796	937	909	1008	1579	1868	2027	2365	2720	2870

Fonte: a) Dívida Externa: Abreu, 1990 b) Reservas Internacionais: Revista Conjuntura Econômica (Nov 1972: 81).

Já em relação aos “Outros Investimentos estrangeiros”, pode-se considerar que seus fluxos se materializavam em um estoque contabilizado como “Dívida Externa”, ou seja, os ingressos de recursos, por exemplo, por conta de um empréstimo concedido por um banco estrangeiro a um residente, gerava um fluxo positivo registrado no BP e um acréscimo no passivo externo, na conta “Dívida Externa” da PII.

Em relação a essa rubrica durante o período de 1950 a 1963, pode-se observar, conforme a Tabela 51, o significativo aumento desse estoque. Em 1950 a “Dívida Externa era de 559 milhões de dólares, atingindo 3.089 milhões de dólares em 1963. A

tendência de crescimento de valor é clara ao longo do período, contudo, deve-se ressaltar que ocorreram três “saltos”, nos anos de 1953, 1958 e 1961.

O primeiro deles, em 1953, foi em um ano marcado pelo elevado pagamento de atrasados comerciais acumulados nos anos de 1951 e 1952, quando um grande aumento dos níveis de importação decorrentes da Guerra da Coréia fez com que o país acumulasse esses atrasados¹¹⁷. Porém, tal pagamento não foi feito por superávits em transações correntes, mas por empréstimos de regularização¹¹⁸. Assim, pode-se dizer que ocorreu uma troca entre uma dívida composta de atrasados comerciais por outra com credores de instituições fornecedoras de créditos compensatórios. Dessa maneira, não deveria se esperar um aumento líquido do passivo externo, contudo, tal fato ocorre.

Uma explicação para tal fenômeno pode estar baseada na possibilidade dos “Atrasados” não serem contabilizados como uma “Dívida Externa”, mas sim como algum outro tipo de estoque¹¹⁹. Um indício de que esse tipo de contabilização pode ocorrer, ou seja, de os atrasados não fazerem parte desse item (Dívida Externa), pode ser encontrado em texto do FMI, no trecho “*Os passivos contingentes (implícitos e/ou explícitos) são **excluídos** da posição da dívida externa. Os passivos são considerados contingentes quando uma ou mais condições precisam ser cumpridas para que se tornem exigíveis a curto prazo.*” (FMI, 2003: 13; grifo nosso). Dessa maneira, pode ser que os “Atrasados” sejam considerados como passivos contingentes, portanto, não sendo contabilizados como uma “Dívida Externa”. Contudo, não foram obtidas referências que fizessem uma especificação de quais seriam esses passivos contingentes, tampouco de que forma seriam contabilizados. Assim o sendo, temos um forte indício de que a tentativa de elaboração da PII referente aos “Outros investimentos estrangeiros” necessita de aprimoramentos, especialmente no quesito referente à obtenção de dados e da forma correta de contabilização dos mesmos.

¹¹⁷ Conforme demonstrado no capítulo 2.

¹¹⁸ Conforme demonstrado neste capítulo 3, na parte referente a “Outros investimentos: Empréstimos e Financiamentos”.

¹¹⁹ Contudo, não se encontrou qualquer referência de onde poderia ser contabilizado tal estoque.

Tabela 52- Contas do Balanço de Pagamentos: Transações Correntes (TC); Investimento Estrangeiro Direto (IDE); e Erros e Omissões (Erros). Somatório de TC, IDE e Erros. Variação Anual da Dívida Externa (US\$ milhões), 1950-1963.

	1950	1951	1952	1953	1954	1955	1956	1957	1958	1959	1960	1961	1962	1963
Transações correntes (TC)	93	-494	-725	-12	-236	-35	-23	-300	-265	-345	-518	-263	-453	-171
IDE	39	63	94	60	51	79	139	178	128	158	138	147	132	87
Erros e Omissões	-12	147	-10	-69	11	13	16	-170	-190	-25	11	51	-137	-76
TC +IDE+ Erros	120	-284	-641	-21	-174	57	132	-292	-327	-212	-369	-65	-458	-160
Variação Dívida Externa	12	67	521	158	128	135	-63	527	190	138	463	170	84	

Fonte: a) Dívida Externa, Abreu, 1990 b) Demais contas: Banco Central

Outro ano apontado como de grande aumento da “Dívida Externa” foi o de 1958, conforme a Tabela 52, num valor de 527 milhões de dólares. Entretanto, a soma das Transações Correntes, do IDE e dos Erros e Omissões apontou para uma necessidade de financiamento de apenas 327 milhões de dólares, sendo que as reservas não apresentaram um grande aumento. Assim, novamente o aumento da “Dívida Externa” foi maior do que poderia ser “previsto” pelos dados do Balanço de Pagamentos. Vale ressaltar que, assim como 1953, o ano de 1958 apresentou uma elevada quantia de “Operações de regularização¹²⁰”, ou seja, esses “Empréstimos compensatórios” para equacionar o Balanço de Pagamentos parecem apresentar uma maior correlação com o aumento da “Dívida Externa”¹²¹.

Já o outro ano que apresenta uma grande variação anual da “Dívida Externa” foi 1961, porém, a soma das Transações Correntes, do IDE e dos Erros e Omissões apontou para uma necessidade de financiamento de apenas 65 milhões de dólares (Tabela 52). Novamente as “Operações de regularização” foram muito elevadas nesse ano, atingindo 260 milhões de dólares¹²². Além disso, o ano de 1961 foi marcado pela consolidação e reescalonamento da dívida pré-existente, o que pode ter contribuído para esse aumento da “Dívida Externa”¹²³.

Assim, pode-se considerar que o país apresenta uma rápida deterioração de suas contas externas, materializadas pela constituição de um significativo passivo externo líquido ao final de 1963, afinal, o país passa de uma situação de credor líquido

¹²⁰ Conforme demonstrado na parte referente a “Empréstimos e Financiamentos”.

¹²¹ Um motivo para tal fato pode ser que esses “Empréstimos de regularização” tenham uma compilação mais eficiente.

¹²² Conforme demonstrado na parte referente a “Empréstimos e Financiamentos”.

¹²³ Assim, pode ter ocorrido um aumento pelo efeito OMV, contudo, não encontramos referências que explicassem tal fato.

internacional em 1950 e 1951¹²⁴, conforme os dados da Tabela 51, já que as “Reservas Internacionais” eram maiores do que a “Dívida Externa”, para uma posição de devedor líquido internacionalmente no valor de 2.870 milhões de dólares ao final do período (Tabela 51).

Tabela 53- Reservas Internacionais e Resultado do Balanço de Pagamentos (US\$ milhões), 1956-1969.

	1956	1957	1958	1959	1960	1961	1962	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969
Bacen (Reservas)	608	474	465	366	345	470	285	215	244	483	421	198	257	656
Variação anual Reservas		-134	-9	-99	-21	125	-185	-70	29	239	-62	-223	59	399
Resultado do BP	183	-161	-30	-25	-14	178	-118	-37	-2	218	-9	-262	97	531

Fonte: a) Reservas Internacionais: Banco Central b) Resultado do BP: Banco Central. Elaboração Própria.

A despeito dessa inquestionável deterioração das contas externas brasileiras ao longo do período 1953-1963, outro aspecto que deve ser teoricamente mais abordado é em relação à discrepância entre os fluxos observados nas contas de “Outros investimentos” e os estoques constituídos pelos mesmos (Dívida Externa e Reservas). Conforme a Tabela 53, em que são apresentados a evolução das variações anuais das Reservas Internacionais e os resultados do BP, pode-se observar que os valores não são iguais. Contudo, os resultados são muito próximos, e podem ser atribuídos ao fato de que as Reservas Internacionais não são constituídas unicamente pela moeda de referência em que é contabilizado o BP, já que, além do dólar, também são formadas, por exemplo, por outras moedas e por ouro, que podem apresentar variações de valor, causando diferenças entre as duas variáveis mencionadas (Variação de reservas *vis-à-vis* o resultado do BP). Porém, as discrepâncias entre os estoques e fluxos de “Outros investimentos” são muito elevadas para podermos atribuí-las apenas a essas variações de valor das moedas.

¹²⁴ Porém, boa parte dessas reservas era composta por moedas inconvertíveis (VIANNA, 1990: 109)

Tabela 54- Comparação entre a variação da Dívida Externa e a soma de Outros Investimentos com a variação das Reservas Internacionais (US\$ milhões), 1953-1963.

	1953	1954	1955	1956	1957	1958	1959	1960	1961	1962	1963	SOMA
Outros Investimentos	-19	185	-45	51	131	297	187	355	243	340	123	1848
Variação de Reservas	79	-129	-13	163	-162	-44	-99	-21	125	-185	-66	-352
Soma	60	56	-58	214	-31	253	88	334	368	155	57	1496
Variação Dívida Externa	521	158	128	135	-63	527	190	138	463	170	84	2451

Fonte: a) Dívida Externa: Abreu, 1990 b) Reservas Internacionais: Revista Conjuntura Econômica (Nov 1972: 81) c) Outros Investimentos: Banco Central. Elaboração Própria.

Tal fato fica evidente pela análise da Tabela 54, já que o aumento da “Dívida Externa” no período 1953-1963 foi de 2.451 milhões de dólares. Enquanto isso, a soma de “Outros Investimentos” com a “Variação anual das Reservas”, que a princípio deveria dar um valor próximo da “Variação da Dívida Externa”, apresentou um valor muito menor, totalizando 1.496 milhões de dólares. Serão apresentadas basicamente três hipóteses para explicar essas divergências de valores.

Em primeiro lugar, elas podem ser decorrentes de falhas na coleta dos dados. A respeito de tal hipótese, um trecho da Revista Conjuntura Econômica, que faz uma análise a respeito dos “Empréstimos e Financiamentos externos” no período de 1947 a 1971, elenca que,

Deve-se observar que o ingresso líquido acumulado [de Empréstimos e Financiamentos] deveria corresponder, ano a ano, ao endividamento externo do país. Verificaram-se, entretanto, divergências significativas entre os elementos agora levantados e os dados oficiais que permitiram o exame da dívida externa brasileira, de 1960 a 1970 [...] Essa falta de consistência entre ‘fluxos’ e ‘estoques’ é atribuída à defasagem entre os lançamentos nos balanços de pagamentos e os registros de compromissos externos, fenômeno compreensível já que o órgão incumbido de tais tarefas – Banco Central do Brasil – é relativamente novo [...] (CONJUNTURA ECONÔMICA, Nov. 1972: 91)

Dessa maneira, pode-se perceber no trecho da revista Conjuntura Econômica que os dados referentes ao BP eram lançados com certa defasagem. Contudo, apesar desse fato poder explicar discrepâncias anuais, como por exemplo, do ano de 1953, dificilmente poderia justificar um viés tão significativo ao longo do período 1953-1963 (Tabela 54). Porém, não parece prudente descartar a possibilidade da ocorrência de falhas na coleta de dados, já que essas podem advir de outros problemas além da defasagem mencionada.

Em segundo lugar, tais diferenças de valor entre a “variação da Dívida Externa” e a soma de “Outros Investimentos” com a “Variação anual das Reservas”, pode estar relacionada com a questão dos passivos contingentes mencionada, contudo, não se apresentará no presente estudo nenhuma hipótese de como esses passivos contingentes poderiam ser contabilizados.

Em terceiro lugar, tais discrepâncias poderiam ser derivadas da possibilidade levantada de as amortizações serem superiores aos ingressos, devido as vantagens cambiais oferecidas na remessa dos empréstimos e financiamentos. Assim, caso seja realmente esse o fator causador das diferenças de valor entre a “variação da Dívida Externa” e a soma de “Outros Investimentos” com a “Variação anual das Reservas”, seria possível fazer uma estimativa do custo dessa política econômica de atração dos capitais estrangeiros. Para tanto, basta subtrair a “Dívida Externa” acumulada no período, que foi de 2.451 milhões de dólares, da soma dos fluxos de “Outros Investimentos” com as “Variações anuais das Reservas”, que atingiram 1.496 milhões de dólares (Tabela 54). Com tal metodologia, chega-se ao valor de 955 milhões de dólares ($2.451 - 1.496 = 955$) concedidos como benefício ao capital estrangeiro ao longo do período de 1953 a 1963, o que se caracteriza como um valor muito elevado para os padrões da época, correspondendo, por exemplo, a mais da metade das exportações de um ano¹²⁵.

Porém, talvez o mais correto não seja atribuir essa diferença de 955 milhões de dólares a um único fator, mas a uma combinação entre os diversos fatores mencionados.

Tabela 55- Estimativa da Posição Internacional de Investimentos (US\$ milhões), 1953-1963.

	1953	1954	1955	1956	1957	1958	1959	1960	1961	1962	1963
IBD (A)	37	37	37	37	37	37	37	94	120	140	155
Reservas (B)	687	558	545	708	546	502	403	439	590	425	374
Ativo Externo (A+B)	650	521	508	671	509	465	366	345	470	285	219
IED (C)	591	598	757	1.076	889	778	801	1.159	1.099	1.146	1.437
Dívida Externa (D)	1.159	1.317	1.445	1.580	1.517	2.044	2.234	2.372	2.835	3.005	3.089
Passivo Externo (C+D)	1.750	1.915	2.202	2.656	2.406	2.822	3.035	3.531	3.934	4.151	4.526
PII (Ativo-Passivo)	-1.063	-1.357	-1.657	-1.948	-1.860	-2.320	-2.632	-3.092	-3.344	-3.726	-4.152

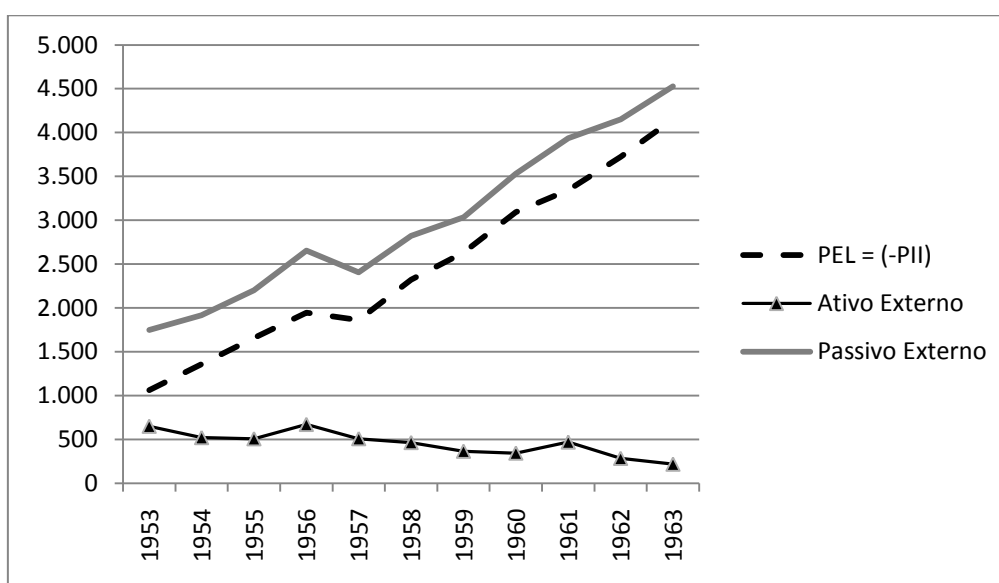
Fonte: a) Dívida Externa: Abreu, 1990 b) Reservas Internacionais: Revista Conjuntura Econômica (Nov 1972: 81) c) IBD e IED: Banco Central; Elaboração Própria.

PII: Posição Internacional de Investimentos; IBD: Investimento Brasileiro Direto; IED: Investimento Estrangeiro Direto.

¹²⁵ De acordo com dados do Banco Central.

Dessa maneira, com a disponibilização de dados demonstrada, é possível fazer uma estimativa da Posição Internacional de Investimentos da economia brasileira para o período de 1953 a 1963. Os valores são apresentados na Tabela 55, sendo que o Brasil se encontra no grupo de países que têm um passivo externo maior do que o ativo externo, ou seja, que pode ser considerado mais vulnerável externamente, sob a ótica do presente estudo, por causa de sua condição patrimonial.

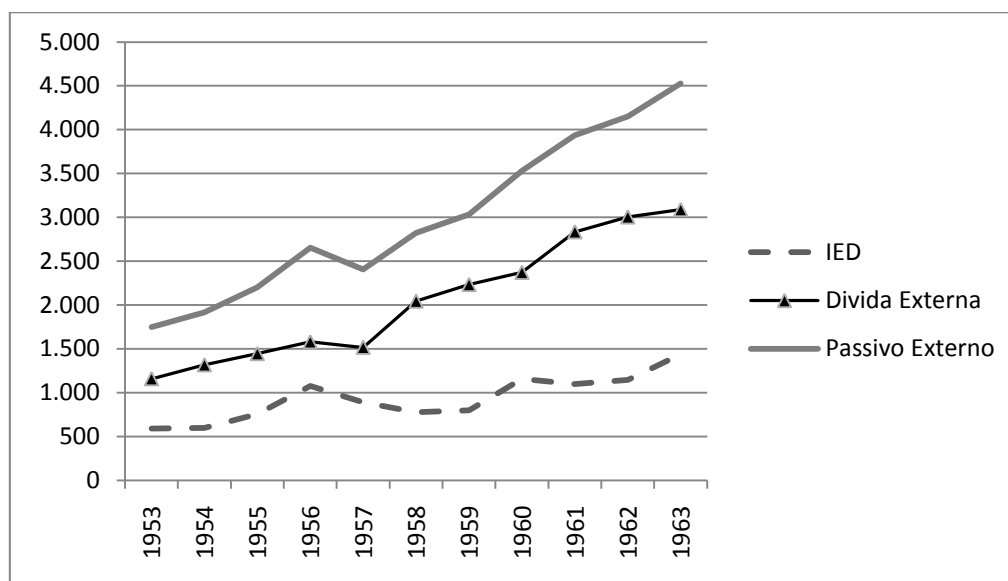
Gráfico 25- Estimativa do Passivo Externo Líquido (PEL), do Ativo Externo e do Passivo Externo (US\$ milhões), 1953-1963.



Fonte: Elaboração Própria

De acordo com o Gráfico 25, pode-se observar que ao longo do período o ativo externo apresenta uma tendência de queda no seu valor. O oposto ocorre com o passivo externo, que passa de um valor de 1.750 milhões de dólares em 1953 para 4.526 milhões de dólares em 1963 (Tabela 55). O mesmo ocorre com o passivo externo líquido (PEL), ou seja, o oposto simétrico da PII, que varia de 1.063 para 4.152 milhões de dólares durante o período 1953-1963.

Gráfico 26- Dívida Externa, Estimativa do Passivo Externo Bruto e do Estoque de IDE (US\$ milhões), 1953-1963.



Fonte: a) Dívida Externa: Abreu, 1990 b) Estimativa do IED e do Passivo Externo Bruto: Banco Central; Elaboração Própria. Obs: IED= Investimento Estrangeiro Direto.

Já pelo Gráfico 26 pode-se observar como o estoque de passivo externo decorrente da Dívida Externa cresce mais do que o do IED. A diferença entre os fluxos registrados no BP durante o período para as rubricas de IDE e “Outros Investimentos” não foi tão elevada¹²⁶, porém, o estoque de IDE apresentou um GDN negativo, enquanto a Dívida Externa, aparentemente, proporcionou algum tipo de GDN positivo.

Dessa maneira, de acordo com os dados obtidos para os estoques da PII no período, e sem levar em conta ainda os fluxos de rendas gerados pelos mesmos, pode-se considerar, por dois motivos, que a posse de um passivo externo na forma de IDE resultava numa vulnerabilidade externa menor do que através da Dívida Externa. Em primeiro lugar, a PII do último apresentou um GDN maior do que o primeiro, ou seja, se valorizou mais independentemente dos fluxos registrados no BP. Em segundo lugar, numa análise que incorpora os custos de enfrentamento perante os eventos externos, deve-se ressaltar que as saídas (amortizações) de IDE foram praticamente insignificantes, apesar das pressões externas¹²⁷ observados ao longo do período, enquanto que as amortizações de Dívida Externa apresentaram valores elevados,

¹²⁶ A soma dos fluxos de IDE para o período 1953-1963 foi de 1.297 milhões de dólares, enquanto a de “Outros Investimentos” foi de 1.848 milhões de dólares.

¹²⁷ Por pressões externas podemos entender os momentos em que os credores internacionais “exigiam” mudanças na política econômica, como, por exemplo, na ruptura com a FMI em 1959.

indicando mais uma vez uma vantagem da acumulação de passivos externos na forma de IDE *vis-à-vis* de Dívida Externa.

Um trecho de texto da Receita Federal pode ser considerado como uma corroboração de tal argumento, já que segundo o mesmo, “*O investimento direto estrangeiro parece ser mais resistente do que o investimento em carteira às crises financeiras nos países receptores, pois resulta de decisões de longo prazo, não sendo, por isso, afetado pela conjuntura de curto prazo*”. (RECEITA FEDERAL, 2009). Porém, vale ressaltar que o trecho se refere à comparação entre investimento direto estrangeiro em relação aos investimentos em carteira, contudo, acreditamos, a princípio, que o mesmo raciocínio (IDE mais resistente às crises externas) possa valer em relação ao grupo de “Outros Investimentos”, conforme o comportamento observado dos dois tipos de investimento (IDE e Outros Investimentos) para o período 1953-1963.

Entretanto, vale ressaltar que a formação do passivo externo na forma de IDE, durante o período de 1953 a 1963, se deu basicamente pela entrada de “Mercadorias”, ou seja, pouco contribuiu, ou até mesmo agravou a situação de escassez de divisas, enquanto os empréstimos, sobretudo os de regularização, apresentavam uma maior entrada de “moeda forte” para fazer frente aos desequilíbrios do BP, se constituindo, portanto, num mecanismo mais importante na geração de divisas do que o IDE.

Tabela 56- Indicadores de Vulnerabilidade Externa decorrentes da Estimativa da Posição Internacional de Investimentos (PII), 1953-1963

	1953	1954	1955	1956	1957	1958	1959	1960	1961	1962	1963
Passivo Externo/PIB	0,10	0,14	0,21	0,19	0,09	0,21	0,16	0,20	0,20	0,17	0,17
IED /PIB	0,03	0,04	0,07	0,08	0,03	0,06	0,04	0,06	0,06	0,05	0,05
Dívida Externa/PIB	0,06	0,09	0,13	0,11	0,06	0,15	0,12	0,13	0,14	0,12	0,12
Ativo Externo/PIB	0,04	0,04	0,05	0,05	0,02	0,04	0,02	0,02	0,03	0,02	0,01
PII/ PIB	-0,06	-0,10	-0,15	-0,14	-0,07	-0,17	-0,14	-0,17	-0,17	-0,15	-0,16
PII/export. de bens	-0,7	-0,9	-1,2	-1,3	-1,3	-1,9	-2,1	-2,4	-2,4	-3,1	-3,0
PII/export. de serviços	-9,8	-14,5	-14,2	-13,1	-9,6	-14,3	-16,9	-16,6	-25,7	-47,3	-45,9
PII/Reservas	-1,6	-2,6	-3,3	-2,9	-3,7	-5,0	-7,2	-9,0	-7,1	-13,1	-19,0

Fonte: a) PIB: IPEADATA b) Dívida Externa: Abreu, 1990 c) Reservas: Revista Conjuntura Econômica (Nov 1972: 81) c) Demais contas: Banco Central. Obs: Elaboração Própria.

Para finalizar essa parte, são apresentados na Tabela 56 alguns indicadores de vulnerabilidade externa, obtidos através da utilização da estimativa da Posição Internacional de Investimentos. Fica evidente a deterioração das contas externas brasileiras, sendo que a PII estimada durante o período se elevou de -6%, em 1953, para

-16% do Produto Interno Bruto em 1963, causadas por uma queda do Ativo Externo (que passa de 4% do PIB em 1953 para 1% do PIB em 1963) e pela elevação do Passivo Externo, principalmente decorrentes do aumento da Dívida Externa (que passa de 6% do PIB em 1953 para 12% do PIB em 1963), já que o IED apresenta apenas uma pequena elevação (passa de 3% do PIB em 1953 para 5% do PIB em 1963).

Além disso, pode-se observar que 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, apontam para um aumento dessa relação, como, por exemplo, a PII/reservas que passa de -1,6 em 1953 para -19,0 em 1963, ou seja, significando que a PII em 1963 era dezenove vezes maior do que as reservas disponíveis.

Assim o sendo, fica evidente a deterioração das contas externas brasileiras, especialmente decorrentes da queda das reservas internacionais e do grande aumento da dívida externa, fazendo com que a capacidade de resistência a choques externos da economia brasileira diminuísse.

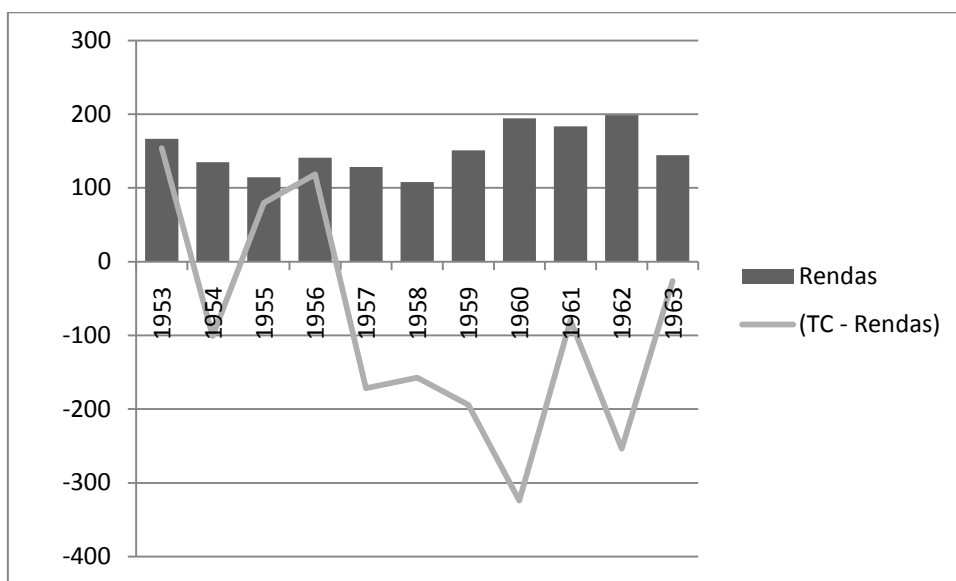
3.5. Rendas Enviadas

Conforme demonstrado no Capítulo 1, sob uma perspectiva histórica, o Brasil está no grupo dos países que enviam renda para o exterior. No período desse estudo, de 1953 a 1963, não foi diferente. Pode-se perceber isso pelo Gráfico 27, em que são mostrados a renda líquida enviada ao exterior nas colunas e as transações correntes subtraídas das rendas enviadas na linha, já que em todos os anos o país teve uma saída de recursos para o pagamento de rendas. Além disso, em nenhum momento do período o Brasil obtém um saldo em transações correntes menos rendas ($TC - Rendas$) suficiente para o pagamento das rendas enviadas¹²⁸, ou seja, em todos os anos o país apresenta uma necessidade de financiamento do resto do mundo, já que, conforme demonstrado no capítulo 1, quando $(X-M) < RL$ (sendo “X-M” o saldo das transações de bens e serviços e RL as rendas líquidas enviadas ao exterior) é “necessário” uma entrada de capitais estrangeiro para cobrir essa diferença¹²⁹.

¹²⁸ Tal fato é obtido quando a linha fica acima da coluna (o que significa um superávit em conta corrente).

¹²⁹ Além da entrada de capitais estrangeiros para resolver o problema de financiamento externo da economia, o país pode utilizar de reservas ou até mesmo não pagar seus compromissos.

Gráfico 27- Comparação entre as Rendas Enviadas (coluna) e o saldo das Transações Correntes menos Rendas (linha), (US\$ milhões), 1953-1963



Fonte: Banco Central, Elaboração Própria. Obs: TC = 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 naquele caso que tem a necessidade de gerar divisas para o pagamento de rendas. Foi sugerido no primeiro capítulo que os países nessa situação tendem a adaptar sua inserção externa por essa condição. Entretanto, para o período analisado o país parece ter utilizado, como demonstrado no capítulo 2, todos os instrumentos disponíveis, inclusive em relação à inserção externa, em prol dos objetivos do Plano de Metas, ou seja, de promover uma forte industrialização.

Inclusive, Oliveira (1977) aponta para o período do Plano de Metas como uma ruptura ou mudança no padrão de dependência¹³⁰ existente entre a economia brasileira e as economias desenvolvidas do centro capitalista, sendo que as transformações teriam restaurado:

¹³⁰ Teoria da dependência: uma relação entre países, do tipo Centro-Periferia, em que os países periféricos seriam dependentes dos centrais, e numa primeira fase, seriam exportadores de matérias-primas e importadores de manufaturados. Tal intercâmbio, culminaria num desenvolvimento desigual, acentuando as diferenças. Ver mais detalhes em Prebisch, R.(1949).

[...] um padrão de relações centro-periferia num patamar mais alto da divisão internacional do trabalho do sistema capitalista (OLIVEIRA, 1977: 86-87).

E teriam, ainda segundo o autor, agravado o desequilíbrio externo, levando a crises recorrentes no BP, resultados da:

[...] industrialização voltada para o mercado interno mas financiada ou controlada pelo capital estrangeiro e a insuficiência de geração de meios de pagamento internacionais para fazer voltar à circulação internacional de capitais a parte do excedente que pertence ao capital internacional (OLIVEIRA, 1977: 87).

Assim, pode-se inferir que, caso Oliveira esteja correto em sua tese, o Brasil terá aumentado sua vulnerabilidade externa, especialmente em relação à necessidade de geração de divisas para atender a demanda de envio de rendas. Tentar-se-á analisar essa situação através de alguns indicadores de vulnerabilidade externa que serão apresentados adiante.

Tabela 57- Conta de Renda Líquida e Rubricas de Rendas Líquidas (US\$ Milhões), 1953-1963.

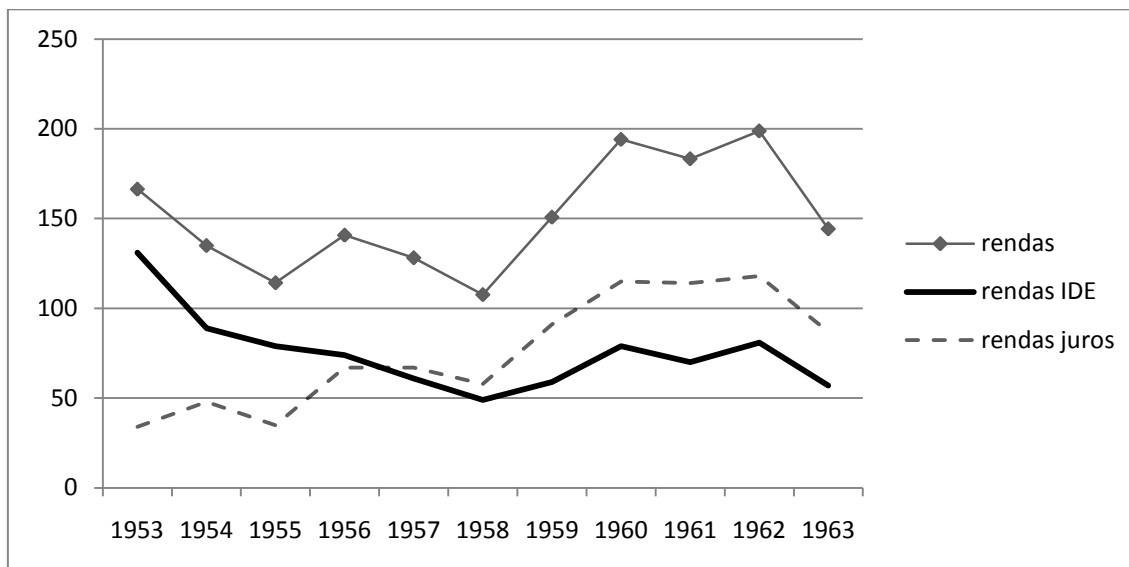
	1953	1954	1955	1956	1957	1958	1959	1960	1961	1962	1963
Lucros e Dividendos	-93	-49	-43	-24	-26	-31	-25	-40	-31	-18	0
Lucros Reinvestidos	-38	-40	-36	-50	-35	-18	-34	-39	-39	-63	-57
rendas IDE (a)	-131	-89	-79	-74	-61	-49	-59	-79	-70	-81	-57
Rendas - Luc. Reinvestidos	-128	-95	-78	-91	-93	-90	-117	-155	-144	-136	-87
rendas juros (b)	-34	-48	-35	-67	-67	-58	-91	-115	-114	-118	-87
rendas (a+b)	-166	-135	-114	-141	-128	-108	-151	-194	-183	-199	-144

Fonte: Banco Central; Elaboração Própria

Conforme se pode observar na Tabela 57 e no Gráfico 28, as rendas líquidas enviadas aumentam de volume após 1958, chegando a patamares próximos de 200 milhões de dólares durante o período 1960-1962, porém, caindo em 1963 para 144 milhões de dólares. Nesse contexto, um importante movimento realizado é a transformação dos “juros” no grupo que mais envia rendas, passando as rendas provenientes do IDE a partir de 1957. Tal fato é coerente com os dados observados para os estoques dos passivos externos, já que a Dívida Externa apresentava valores muito maiores do que os estoques de IDE¹³¹.

¹³¹ Porém, conforme mencionado no capítulo 1, o tamanho do passivo/ativo externo não é tudo, deve-se analisar as rentabilidades dos mesmos, exame que será realizado adiante.

Gráfico 28- Rendas Líquidas Enviadas: Rendas de IDE e Rendas de Juros (US\$ Milhões), 1953-1963.



Fonte: Banco Central

Através da comparação das médias anuais de três períodos (1953 a 1956; 1957 a 1960; e 1961 a 1963) do saldo da conta de Rendas, obtidos na Tabela 58, pode-se observar que as “Rendas” aumentam em 4% do primeiro para o segundo período e em 21% do segundo para o terceiro. Os “Lucros e dividendos” sofrem significativas quedas durante os períodos, de 42% e 46% respectivamente, explicando em grande medida a queda das “rendas de IDE” ao longo de 1953 a 1963. Já as “Rendas de outros Investimentos”, ou seja, os “Juros” aumentam em 80% do primeiro para o segundo período e em 28% do segundo para o terceiro, se consolidando como o grupo que gera, em termos absolutos, a maior parcela de rendas enviadas aos investidores estrangeiros.

Tabela 58- Média anual por período do Saldo da conta de Rendas (US\$ milhões) e comparação entre períodos (%), 1953-1963.

	1953 a 1956 (A)	1957 a 1960 (B)	1961 a 1963 (C)	B/A	C/B
Lucros e dividendos	-52	-31	-16	-42%	-46%
Lucros reinvestidos no Brasil	-41	-32	-53	-23%	68%
Renda de IDE	-93	-62	-69	-34%	12%
Renda de outros invest.(juros)	-46	-83	-106	80%	28%
Rendas	-139	-145	-175	4%	21%

Fonte: Elaboração própria com base em dados do Banco Central.

Contudo, apesar desse mencionado aumento do pagamento de “Rendas”, principalmente decorrentes dos juros, pode-se observar, pelo Gráfico 29 e pela Tabela 59, que tal acréscimo não é muito significativo quando relativizado em termos do PIB. Isso porque os valores jamais passam de 1,1%, e apresentam uma tendência de queda no final do período. Um dos principais fatores que permite que essa relação juros/PIB não cresça, conforme demonstrado no primeiro e no segundo capítulo, foi o expressivo crescimento do PIB, decorrentes das intensas transformações observadas na economia ao longo do período, especialmente por conta dos efeitos do Plano de Metas. Assim, pode-se observar que nesses típicos indicadores de vulnerabilidade, em que se divide algum tipo de dívida por algo que possa ser utilizado no pagamento da mesma, não só a queda do numerador pode melhorar a situação perante os credores, como também uma elevação do denominador, no caso mencionado, o PIB¹³².

Tabela 59- Relações entre Rendas e PIB (%); Relação entre Rendas e Exportações (%). 1953-1963

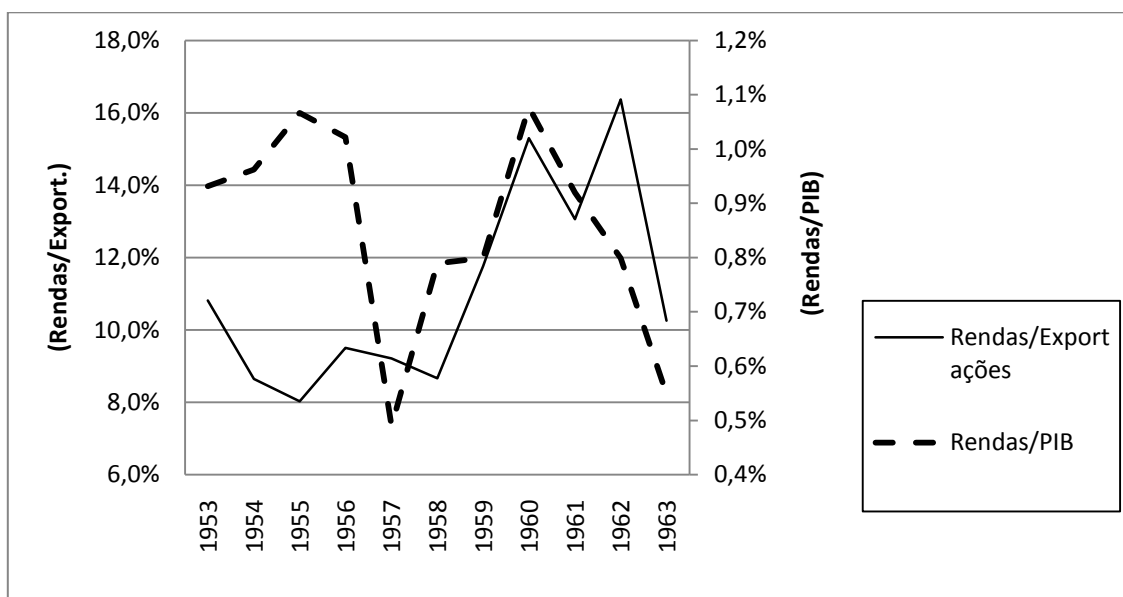
	1953	1954	1955	1956	1957	1958	1959	1960	1961	1962	1963
Rendas/PIB	0,9%	1,0%	1,1%	1,0%	0,5%	0,8%	0,8%	1,1%	0,9%	0,8%	0,5%
Rendas IDE/PIB	0,7%	0,6%	0,7%	0,5%	0,2%	0,4%	0,3%	0,4%	0,4%	0,3%	0,2%
Rendas juros/PIB	0,2%	0,3%	0,3%	0,5%	0,3%	0,4%	0,5%	0,6%	0,6%	0,5%	0,3%
Luc Reinv/PIB	0,2%	0,3%	0,3%	0,4%	0,1%	0,1%	0,2%	0,2%	0,2%	0,3%	0,2%
Rendas/Exportações	10,8%	8,6%	8,0%	9,5%	9,2%	8,7%	11,8%	15,3%	13,1%	16,4%	10,3%

Fonte: a) PIB: IPEADATA; b) Demais contas: Banco Central. Elaboração Própria.

O resultado do indicador juros/PIB é relevante, uma vez que quanto maior for o PIB, maior será a capacidade potencial de a economia gerar os excedentes mencionados por Oliveira, para fazer frente à parte pertencente ao capital estrangeiro. Ou seja, por essa variável (Renda/PIB), não é possível considerar que Oliveira esteja correto na tese de deterioração das contas externas, por uma insuficiência de recursos para pagar ao capital internacional, já que o montante de juros cai em relação ao PIB.

¹³² Dessa maneira, um país que apresente, por exemplo, uma relação dívida/PIB “elevada”, não apresenta como única solução para melhorar sua situação de vulnerabilidade uma queda da dívida, mas, também, pode se beneficiar do aumento do PIB.

Gráfico 29- Relações entre Rendas e PIB (%); Relação entre Rendas e Exportações (%). 1953-1963



Fonte: a) PIB: IPEADATA b) Demais: Banco Central. Elaboração Própria.

Entretanto, deve-se ressaltar que Oliveira não faz menção a uma insuficiência de geração de recursos qualquer, mas sim de meios de pagamentos internacionais. Ou seja, o problema residiria na incapacidade de geração de divisas. Neste caso, faz mais sentido utilizar o indicador Rendas/Exportações, já que a principal forma de geração de divisas da economia brasileira era através da venda de produtos no mercado externo. Assim o sendo, já se têm mais elementos para apontar que Oliveira estava correto em sua tese, uma vez que, não obstante a queda verificada no ano de 1963, pode-se observar que, para o período como um todo, a relação Rendas/Exportações aumenta significativamente (Gráfico 29), o que implica uma maior dificuldade de conseguir todas as divisas pertencentes ao capital estrangeiro, por conta das rendas geradas pelo passivo externo brasileiro.

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

Após a estimativa dos estoques dos passivos e ativos externos, 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, conforme demonstrado no capítulo 1, a metodologia adotada é realizada pela divisão entre os fluxos de rendas, de uma determinada conta, durante um ano, pelos valores dos estoques dessa conta no final do mesmo ano.

Pode-se considerar, conforme apresentado no capítulo 1¹³³, que a vulnerabilidade externa é diretamente relacionada com a rentabilidade do passivo externo, ou seja, quanto maior essa rentabilidade, mais vulnerável externamente essa economia tende a ser¹³⁴. Assim, o inverso ocorre entre o ativo externo e sua rentabilidade, em relação à vulnerabilidade externa (já que quanto maior a rentabilidade do ativo externo, menos vulnerável essa economia tende a ser).

Tabela 60- Estimativa da Rentabilidade da PII (%), Fluxos (anual)/Estoques (do fim do ano), 1951-1963

	1951	1952	1953	1954	1955	1956	1957	1958	1959	1960	1961	1962	1963
Outros Invest+ Reservas	0,3%	0,7%	0,1%	0,5%	0,7%	0,3%	1,1%	0,6%	0,5%	0,7%	0,5%	0,7%	0,8%
Rentabilidade Ativo	0,3%	0,7%	0,3%	1,3%	0,9%	0,3%	1,1%	0,6%	0,5%	0,9%	0,5%	0,7%	0,8%
IED câmbio preferencial	-	-	7,6%	4,2%	3,5%	2,6%	5,7%	5,2%	6,0%	-	-	-	-
IED	8,8%	6,0%	22,3%	15,5%	10,6%	6,9%	6,9%	6,3%	7,4%	6,9%	6,4%	7,1%	4,0%
Divida Externa Registrada	3,9%	4,1%	3,0%	3,9%	2,7%	4,4%	4,8%	3,0%	4,2%	5,0%	4,1%	4,0%	2,9%
Rentabilidade Passivo	7,5%	5,5%	9,5%	7,5%	5,4%	5,4%	5,6%	3,9%	5,0%	5,6%	4,8%	4,9%	3,2%
Rentabilidade PII	10,4%	7,2%	15,5%	10,1%	6,9%	7,2%	6,9%	4,6%	5,7%	6,3%	5,5%	5,3%	3,5%

Fonte: a) Dívida Externa: Abreu, 1990 b) Reservas: Revista Conjuntura Econômica (Nov 1972: 81) c) Demais contas: Banco Central. Obs1: Elaboração Própria. Obs2: IED: estoque de IED estimado de acordo com a metodologia apresentada no capítulo 1; IED câmbio preferencial: estoque de IED estimado de acordo com a metodologia apresentada no capítulo 1, porém, com a utilização da taxa de câmbio oficial (preferencial) ao invés da taxa do mercado livre. Obs3: Apesar de não ter nenhum estoque aparente, os “Investimentos brasileiros diretos” geram uma renda¹³⁵, o que explica a diferença entre “Out. Invest. + Reservas” de “Rentabilidade do ativo”.

Dessa maneira, de acordo com a Tabela 60, podem-se observar algumas características da estimativa da rentabilidade da PII. Em primeiro lugar, a rentabilidade estimada do ativo externo sempre foi significativamente menor do que a do passivo externo. Tal fato é coerente com a idéia levantada no capítulo 1, sobre a questão da conversibilidade das moedas, ou seja, países que detenham moedas inconvertíveis, como era o caso brasileiro, só conseguem atrair capitais estrangeiros caso ofereçam uma rentabilidade maior para os mesmos. Assim o sendo, pode-se considerar que a economia brasileira tinha uma elevada vulnerabilidade externa sob a ótica do Efeito Rentabilidade.

¹³³ Apresentado como efeito Rentabilidade.

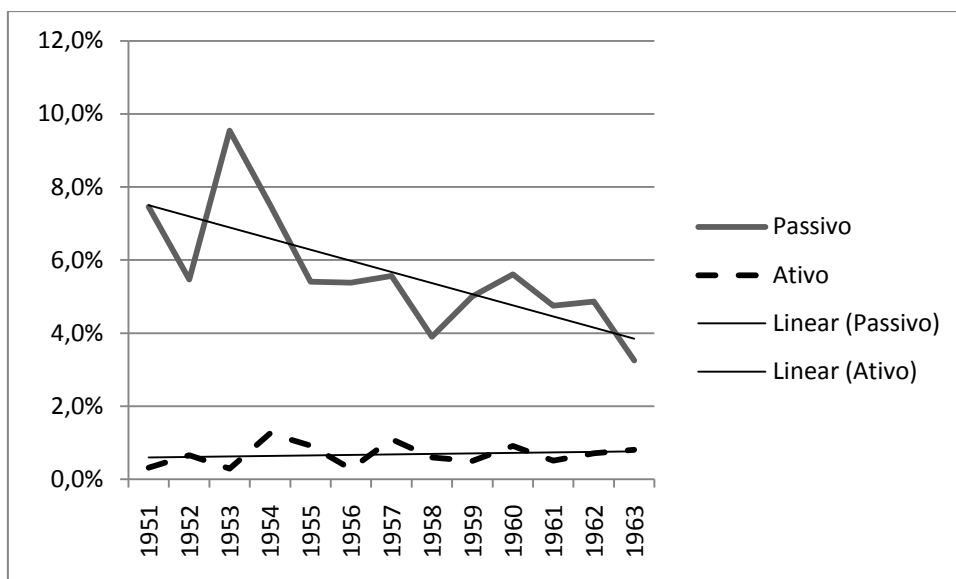
¹³⁴ Contudo, tal análise deve levar em conta também o tamanho dos estoques dos passivos externos.

¹³⁵ De acordo com dados do Banco Central (1953= 1 milhão de US\$; 1954= 4 milhões de US\$; 1955= 1 milhão de US\$; 1960= 1 milhão de US\$)

Em segundo lugar, a desvalorização cambial em 1953 fez com que o valor do estoque estimado do IDE apresentasse uma grande queda (conforme demonstrado na parte relativa à estimativa da PII). Contudo, a diminuição das rendas enviadas por essa rubrica não foram proporcionalmente tão elevadas. Isso foi possibilitado pelas remessas através de câmbio favorável. Dentro desse contexto, pode-se perceber, pela Tabela 60, que a elevada estimativa de rentabilidade observada para o IDE a partir de 1953, só acontece porque é feita utilizando-se uma base de estoque muito pequena. Caso se utilize o câmbio de custo para calcular tais estoques, conforme foi realizado para o período 1953-1959 (Tabela 60), ao invés da utilização da taxa do mercado livre, até mesmo porque uma parcela significativa das remessas era realizada pelo câmbio de custo, chega-se a um resultado de rentabilidade aparente mais realista para o estoque de IDE, com valores muito parecidos com os anteriores a 1953. Desta maneira, é muito provável que a política de permitir as remessas de renda do IDE por um câmbio favorável, visavam manter a geração de um nível de rendas, em termos absolutos, parecidos com os anos pregressos à desvalorização cambial de 1953 (conforme demonstrado, com o intuito de que continuassem a ocorrer Investimentos Diretos Estrangeiros).

Em terceiro lugar, pode-se perceber que a rentabilidade aparente da dívida externa foi sempre menor do que a do IDE. Mesmo quando se utilizou a contabilização dos estoques de IDE pela taxa de câmbio favorecida (o que diminui a rentabilidade dos mesmos, pelo aumento de valor desses estoques de IDE), a rentabilidade aparente do IDE permanece superior ao da dívida externa (com exceção de 1956; Tabela 60). Novamente tal resultado parece coerente, já que o fato do estoque de IDE apresentar um GDN negativo, sugere que os investidores demandariam uma rentabilidade maior para que continuassem a ocorrer esse tipo de investimento (IDE).

Gráfico 30- Estimativa da Rentabilidade do Passivo Externo e do Ativo Externo (%), Fluxos (anual)/Estoques (do fim do ano). Estimativas de Tendência do Passivo e do Ativo. 1951-1963



Fonte: Tabela 60- Estimativa da Rentabilidade da PII (%), Fluxos (anual)/Estoques (do fim do ano), 1951-1963

Em quarto lugar, observamos que a rentabilidade do Ativo Externo apresenta uma tendência praticamente estável. Já a rentabilidade do Passivo Externo indicou uma tendência de queda, o que é coerente com as observações anteriores, já que o fato de a Dívida Externa apresentar uma rentabilidade menor do que o IDE, aliada ao aumento de sua participação na composição total da PII, se apresentam como um desdobramento lógico dos elementos apresentados. Além disso, pode se considerar tal fato benéfico para a vulnerabilidade externa da economia brasileira, pela diminuição do Efeito Rentabilidade desfavorável ao país.

Tabela 61- Diversos Indicadores de Endividamento Externo, 1953-1963.

A-) Serviço, juros e dívida total	1953	1954	1955	1956	1957	1958	1959	1960	1961	1962	1963
Serviço da dívida/ exportações	5,2%	11,7%	12,3%	17,1%	22,2%	30,7%	36,5%	41,9%	31,4%	35,2%	32,1%
Serviço da dívida/ exportações bens e serviços	4,9%	11,0%	11,4%	15,6%	19,5%	27,2%	32,6%	36,5%	28,8%	33,1%	30,1%
Serviço da dívida/ PIB	0,4%	1,3%	1,6%	1,8%	1,2%	2,8%	2,5%	3,0%	2,2%	1,7%	1,7%
Juros/ exportações	2,2%	3,1%	2,5%	4,5%	4,8%	4,7%	7,1%	9,1%	8,1%	9,7%	6,2%
Juros/ exportações de bens e serviços	2,1%	2,9%	2,3%	4,1%	4,2%	4,1%	6,3%	7,9%	7,4%	9,1%	5,8%
Dívida total/ exportações	75,3%	84,3%	101,5%	106,6%	109,0%	164,4%	174,3%	187,0%	202,1%	247,5%	219,6%
Dívida total/ exportações de bens e serviços	70,3%	79,6%	93,8%	96,9%	95,7%	145,5%	155,4%	163,0%	184,9%	232,4%	206,3%
Dívida total/ PIB	6,5%	9,4%	13,5%	11,5%	5,8%	15,0%	11,8%	13,2%	14,2%	12,1%	11,7%
Dívida total líquida/ exportações	33,1%	51,0%	65,8%	61,3%	72,4%	127,0%	145,7%	159,8%	168,6%	224,0%	204,1%
Dívida total líquida/ exportações de bens e serviços	30,9%	48,1%	60,8%	55,7%	63,6%	112,4%	129,9%	139,3%	154,3%	210,4%	191,7%
Dívida total líquida/ PIB	2,8%	5,7%	8,7%	6,6%	3,9%	11,6%	9,9%	11,2%	11,9%	10,9%	10,9%
B-) Reservas	1953	1954	1955	1956	1957	1958	1959	1960	1961	1962	1963
Reservas (liquidez)/ serviço da dívida	8,13	2,86	2,90	2,64	1,65	1,22	0,78	0,65	1,07	0,67	0,49
Reservas (liquidez)/ juros	19,12	10,85	14,51	10,01	7,60	8,02	4,02	3,00	4,12	2,42	2,52
Reservas (liquidez)/ dívida total	0,56	0,40	0,35	0,42	0,34	0,23	0,16	0,15	0,17	0,09	0,07
Reservas (liquidez)/ dívida de curto prazo	N	N	n	0,60	0,45	0,45	0,32	0,22	0,50	0,28	0,24
C-) Transações Correntes/PIB (déficit)	0,1%	1,7%	0,3%	0,2%	1,1%	1,9%	1,8%	2,9%	1,3%	1,8%	0,6%

Fonte: a) Indicadores: Banco Central: b) Dívida Externa: Abreu, 1990 c) Reservas: Revista Conjuntura Econômica (Nov 1972: 81) d) PIB: IPEADATA e) Demais contas: Banco Central. Obs1: a Dívida mencionada é a Dívida Externa; Obs2: Elaboração Própria.

Conforme elencado no capítulo 1, na Tabela 61 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 61) apresentam uma significativa deterioração, já que todos eles aumentam de valor¹³⁶. Um fato interessante é que os juros/exportações crescem aproximadamente três vezes ao longo do período, passando de 2,2% em 1953, para 6,2% em 1963. Enquanto isso, a relação

¹³⁶ Conforme demonstrado no capítulo 1, o aumento dos indicadores no Grupo A, e a diminuição dos indicadores no grupo B, representam um aumento da vulnerabilidade externa.

Serviço da dívida/ exportações cresce aproximadamente seis vezes, passando de 5,2% (em 1953) para 32,1% (em 1963). Assim, fica evidente que, dentro desse contexto de piora da vulnerabilidade externa, as amortizações (da dívida) aumentaram sua participação relativa no pagamento do serviço da dívida, em relação aos juros da mesma. Além disso, a relação Dívida Externa total/exportações apresenta uma variação de aproximadamente três vezes (75,3% em 1953; 219,6% em 1963), enquanto a relação Dívida Externa total/PIB não chega a aumentar nem duas vezes (6,5% em 1953; 11,7% em 1963), ou seja, como reflexo de uma maior taxa de crescimento do PIB do que das exportações.

Já os indicadores do grupo B (Tabela 61), também apresentam uma significativa deterioração, já que todos eles diminuem de valor. As reservas internacionais, por exemplo, que eram suficientes para o pagamento de juros por 19,12 anos em 1953, passam a representar apenas a possibilidade do pagamento de 2,52 anos em 1963, decorrentes da queda das reservas e do aumento dos fluxos anuais de juros remetidos ao exterior ao longo do período.

Além disso, incluímos um dos indicadores mais utilizados para avaliar as contas externas, no Grupo C, que é o saldo em transações correntes em relação ao PIB. Em todos os anos do período 1953-1963 ocorreram *déficits* das transações correntes, e o indicador “déficit transações correntes/PIB se eleva significativamente, especialmente nos anos entre 1957 e 1962.

De forma geral, parece evidente que no período 1953-1963 ocorre uma deterioração das contas externas brasileiras, já que os estoques dos passivos externos e os fluxos decorrentes dos mesmos, aumentam relativamente à capacidade de pagamento brasileira, principalmente em relação às variáveis que envolvem capacidade de geração de divisas (como, por exemplo, as exportações).

4. Considerações Finais

O objetivo desse trabalho foi analisar a vulnerabilidade externa da economia brasileira, especialmente na esfera financeira, decorrente da Posição Internacional de Investimentos e do fluxo de rendas para o período de 1953 a 1963.

A questão da vulnerabilidade externa é um dos assuntos mais tratados na área econômica. Contudo, geralmente as análises são focadas na questão do comércio exterior, sendo que muitos modelos de crise do Balanço de Pagamentos consideram as rendas líquidas enviadas como nulas. Dessa maneira, na presente análise se faz justamente o oposto, tentando inferir de que forma as rendas enviadas influenciam a vulnerabilidade externa.

Assim o sendo, para se entender de que forma as rendas enviadas/recebidas se comportam, é fundamental levar em conta os estoques dos passivos e ativos externos, em termos de: a) suas magnitudes; b) suas rentabilidades; c) suas tendências de valorização/desvalorização (afetadas pelo efeito GDN).

Nesse sentido, além da utilização das contas disponíveis do Balanço de Pagamentos, que registram os fluxos das transações externas entre residentes e não residentes, dentre os quais as rendas, é necessária a utilização da Posição Internacional de Investimentos, que registra esses estoques de passivos e ativos externos para algum momento determinado do tempo. Porém, já que esses dados só são disponibilizados a partir de 2001 para a economia brasileira, realizou-se uma tentativa de elaboração da PII para o período de 1953-1963.

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 (PII).

Dessa maneira, foi identificado que o Brasil se encontra no grupo dos países que enviam renda para o exterior, assim, pode se considerar que o país apresenta uma

situação patrimonial prejudicial em termos de vulnerabilidade externa. Tal condição, ou seja, uma PII negativa (passivo externo maior que ativo externo), pode ser decorrente de dois fatores: de *déficits* acumulados nas transações correntes que necessitaram de financiamentos, portanto, aumentaram o passivo externo; e de alterações de valor (GDN) nesses estoques.

Na apresentação da Conjuntura Internacional, identificou-se o período como de escassez de divisas, especialmente no caso brasileiro, decorrentes das opções geopolíticas da nação hegemônica, ou seja, os Estados Unidos. Além disso, o país atravessava um processo de substituição de importações, e a política econômica interna buscou acelerar as taxas de crescimento econômico através do Plano de Metas, concedendo diversos incentivos ao capital estrangeiro via mecanismos cambiais, na tentativa de manter os níveis de importações de equipamentos, que eram fundamentais para a realização de investimentos.

Dessa maneira, na análise das contas do Balanço de Pagamentos para o período, é possível de observar que o Plano de Metas foi bem sucedido em termos de conter alguns tipos de importações, como bens de consumo, e de incentivar outros, como os bens de capital, fazendo com que o nível de importações tivesse apenas um pequeno aumento ao longo do período de 1953-1963. Além disso, a queda do preço do café em meados da década de 50, sendo que este produto correspondia a mais de 50% das exportações brasileiras, acentua os desequilíbrios do BP, diminuindo significativamente os superávits comerciais. Tal fato indica a enorme vulnerabilidade externa, na esfera comercial, que um país que concentre suas exportações em apenas um produto incorre. Porém, o índice de Herfindahl-Hirschman (IHH) indica uma diminuição dessa concentração das exportações durante o período 1953 a 1963.

Já através das “Dinâmicas das Transações Correntes” foi possível perceber que, em todos os anos do período 1953-1963, essa conta (transações correntes) foi *deficitária*, e que a economia brasileira esteve a maior parte dos anos na Dinâmica de número 13 (*déficit* em: transações correntes, serviços e rendas; *superávit*: balança comercial). Um dos motivos que levou a essa situação é o déficit estrutural da conta de serviços. Contudo, na análise dessa conta observou-se um movimento considerado benéfico, que foi uma tendência de diminuição desse *déficit*, principalmente decorrentes de um melhora na conta de Transportes, fazendo com que a relação Transportes/Comércio Internacional diminuísse.

Assim, de forma geral, os *déficits* das transações correntes ficam mais elevados durante o período do Plano de Metas. Contudo, ocorrem significativas entradas de capitais voluntários, que amenizam o problema do BP, mas, que não impedem a necessidade de empréstimos de regularização. Deste modo, a soma dessas entradas de recursos via “IDE” e “Outros Investimentos” é que vai determinar a PII do período.

Portanto, na tentativa de elaboração da Posição Internacional de Investimentos decorrentes dos fluxos do BP e das alterações de valor dos estoques, obtida através de metodologia alternativa ao simples somatório de fluxos para inferir os valores dos passivos e ativos externos, conclui-se pela deterioração da vulnerabilidade externa da economia brasileira no período, acarretada pelo aumento do passivo externo líquido. Isso porque a Posição Internacional de Investimentos estimada durante o período se elevou de -6%, em 1953, para -16% do Produto Interno Bruto em 1963, causadas, principalmente, pela queda das reservas internacionais e pelo grande aumento da dívida externa, fazendo com que a capacidade de resistência a choques externos da economia brasileira diminuísse.

Entretanto, aparentemente os estoques desses investimentos, no período 1953-1963, sofrem do efeito GDN de forma oposta, já que o IDE apresenta um GDN negativo, enquanto a evolução da Dívida Externa (decorrente de “outros investimentos”), indica a ocorrência de um GDN positivo. Essa discrepância em relação a desvalorização/valorização dos passivos externos colabora no processo que faz com que os fluxos de pagamento de juros se tornem maiores do que o dispêndio com as rendas decorrentes do IDE. Além disso, observa-se que o nível de rendas em relação ao PIB se mantém praticamente no mesmo patamar, contudo, as saídas de rendas em relação a mais importante fonte geradora de divisas, ou seja, as exportações, apresentam tendência de aumento, se constituindo em mais um elemento que aponta para a deterioração das contas externas.

Já na análise entre as rentabilidades dos passivos e ativos externos, chega-se a conclusão que os primeiros apresentam rentabilidade maior, ou seja, além de apresentar uma PII negativa, mais um fator que aumenta a vulnerabilidade externa da economia brasileira, sob a ótica do presente estudo, é o Efeito Rentabilidade desfavorável. Porém, tal efeito diminui ao longo do período, já que a rentabilidade dos ativos externos permanece praticamente no mesmo patamar, enquanto a tendência do passivo externo é de uma diminuição nessa rentabilidade.

Tabela 62- Variação anual da PII e contas que afetam a PII (US\$ milhões). Participação de Fatores geradores das variações anuais da PII (%). 1953-1963.

	1953	1954	1955	1956	1957	1958	1959	1960	1961	1962	1963	Somatório
Transações												
Correntes	-12	-236	-35	-23	-300	-265	-345	-518	-263	-453	-171	-2619
Rendas	-166	-135	-114	-141	-128	-108	-151	-194	-183	-199	-144	-1664
TC – Rendas	154	-101	80	118	-171	-157	-194	-324	-80	-254	-26	-955
Variação anual PII	606	-294	-300	-291	87	-460	-312	-459	-252	-382	-427	-2483

	1953	1954	1955	1956	1957	1958	1959	1960	1961	1962	1963	Total
Rendas/Var PII	-27%	46%	38%	48%	-147%	23%	48%	42%	73%	52%	34%	67%
TC - Rendas/var PII	25%	34%	-27%	-41%	-196%	34%	62%	71%	32%	67%	6%	38%
GDN PII	102%	20%	88%	92%	443%	42%	-11%	-13%	-4%	-19%	60%	-5%

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

Dessa maneira, para finalizar a análise da vulnerabilidade externa decorrente das posições patrimoniais, é 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 GDN¹³⁷. Assim, por exemplo, em 1958 a variação da PII foi de -460 milhões de dólares (Tabela 62), enquanto o saldo das transações correntes foi de -265 milhões de dólares (Tabela 62), ou seja, pela metodologia adotada concluímos que 58% ($265/460 = 0,576$) da variação da PII para esse ano foi causada pelo déficit das transações correntes (sendo 23% decorrentes das rendas enviadas (Tabela 62)), e em 42% ocasionada pelo efeito GDN (Tabela 62)

Portanto, por essa metodologia adotada a variação anual da PII pode ser causada por dois motivos: pelo saldo das transações correntes; e pelo efeito GDN. O principal objetivo desse cálculo é tentar inferir qual a participação das rendas enviadas no aumento do estoque do passivo externo líquido. Dessa maneira, as Transações Correntes são desagregadas em dois grupos: a) Rendas; b) Transações Correntes menos Rendas (TC – Rendas).

Assim, a tentativa de inferir qual a participação das rendas enviadas no aumento do estoque do passivo externo líquido é obtida pela relação Rendas/Variação anual da PII (pela Tabela 62: Rendas/Var PII). Com tal metodologia, chega-se a conclusão de que as rendas líquidas foram responsáveis, no período 1953-1963, por 67% da variação total da PII, o que corresponde a um valor expressivo. Portanto, tal dado corrobora com

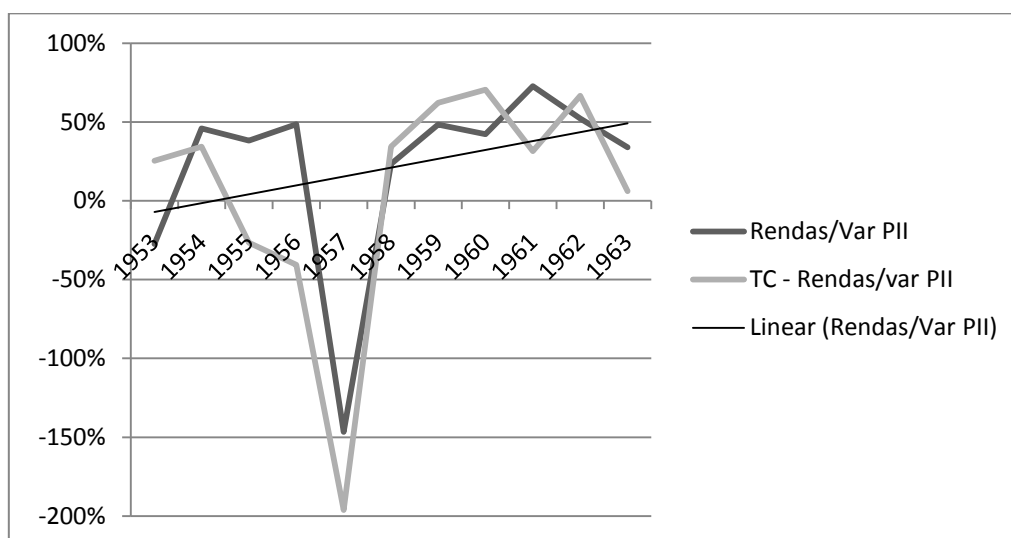
¹³⁷ Contudo, também podem ser decorrentes, por exemplo, do efeito OMV.

a hipótese levantada no presente trabalho de que a “despoupança” gerada pelas rendas enviadas deve ser mais bem qualificada no debate sobre os problemas de Balanço de Pagamentos, já que o excesso de investimento e consumo sobre a produção doméstica foi responsável por apenas 38% da variação da PII (conforme o indicador “Transações Correntes menos Rendas/Var PII” da Tabela 62).

Assim, pode-se admitir que a formação do passivo externo líquido do período foi decorrente de um excesso de investimento e consumo sobre a renda doméstica, porém, o efeito “despoupança” foi mais importante do que os excessos de gastos no lado real da economia.

Já o efeito GDN fez com que a variação total da PII fosse 5% menor (Tabela 62), o que parece um valor coerente, uma vez que o IDE apresentou um GDN negativo e a Dívida Externa um GDN positivo, equilibrando o valor total desse efeito. Além disso, indicam que o déficit das transações correntes foi um pouco maior do que a variação da PII.

Gráfico 31- Participação de Fatores geradores das variações anuais da PII (%). Tendência Linear das Rendas/Variação Anual da PII. 1953-1963.



Fonte: Banco Central; Elaboração Própria. Obs: TC= Transações Correntes; Var PII = variação anual da PII.

A tentativa de inferir qual a participação das rendas líquidas no aumento de estoque do passivo externo líquido, obtida pela relação Rendas/Variação anual da PII, foi apresentada no Gráfico 31, e além do elevado valor observado, é possível identificar uma leve tendência (Gráfico 31; Linear (Rendas/Var PII)) de aumento desse valor ao

longo do período, ou seja, indicando uma ampliação do efeito circularidade (entre rendas e passivo externo) sobre a vulnerabilidade externa da economia brasileira.

Dessa maneira, além de se poder afirmar que a relação Rendas/Variação anual da PII está se elevando, apresentam-se 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 ao longo do período de 1953 a 1963.

Contudo, deve-se ressaltar que aprimoramentos se mostram necessários na presente pesquisa. Assim, com o desenvolvimento dessa metodologia de análise podem-se fazer inferências para o atual momento da economia brasileira, levando-se em conta as transformações observadas, como a diminuição da escassez de divisas e a existência de novos tipos de investimentos internacionais na esfera financeira, como os investimentos em carteira e os derivativos. Dessa maneira, a comemoração pelo fato do Brasil ter se tornado “credor líquido internacional” deve ser relativizado, já que os dados apontam para um grande crescimento do passivo externo em um conceito mais amplo¹³⁸, sobretudo por investimentos em Bolsas de Valores, estoque esse que apresenta um elevado potencial de GDN.

Portanto, economias com estoques externos e rentabilidades sobre os mesmos com um padrão semelhante aos da economia brasileira, ou seja, com uma PII negativa e um persistente envio de rendas, apresentam uma permanente necessidade de geração de divisas. Quando os saldos de exportação de bens e serviços não são suficientes para satisfazer essa obrigação, a vulnerabilidade externa decorrente da Posição Internacional de Investimentos e do fluxo de rendas se cristaliza, fazendo com que o país fique dependente da entrada de recursos pela esfera financeira. Isso significa que o país não depende apenas de suas iniciativas e projetos econômicos, mas dos interesses ou não dos investidores externos e da concessão de seus recursos, ou seja, da confiança, que é algo subjetivo e potencialmente mutável, que esses agentes depositam na economia doméstica, elevando a condição da vulnerabilidade externa, já que diminui a capacidade de resistência a choques externos e crises e mudanças no cenário internacional.

Assim o sendo, de acordo com as idéias apresentadas, parece evidente que a vulnerabilidade externa, sob a ótica das posições patrimoniais, não é uma característica

¹³⁸ De acordo com dados do Banco Central.

natural e inerente a determinados países. Isso porque essa situação de fragilidade pode ser alterada, porém, não de forma instantânea, mas com uma política de longo prazo que possibilite a geração de *superávits* nas transações correntes, que permitiriam a transformação da Posição Internacional de Investimentos. Para tanto, a política cambial desempenha papel fundamental, e uma taxa de câmbio valorizada sugere ir na contra mão desse objetivo. Além disso, tal política tende a ser mais bem sucedida caso os investimentos de residentes no exterior sejam facilitados, e os investimentos estrangeiros no país apresentem algum tipo de controle. Entretanto, outro fator que parece evidente é a impossibilidade, dentro do atual arranjo internacional, que todos os países adotem, com sucesso, esse tipo de política praticamente “mercantilista”¹³⁹, ou seja, para que alguns países possam ser “poderosos”, outros têm que ser vulneráveis externamente.

¹³⁹ Porém, sem nenhuma intenção de mencionar a China, parece evidente que se apenas um país adotar essa política, ele pode obter enormes vantagens nas transações externas com outros países.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- ABREU, Marcelo de Paiva (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, Márcio Silva. Evolução e Definição das Contas Financeiras no Âmbito do Sistema de Contas Nacionais, Revista Economia Contemporânea, Rio de Janeiro, 5(1): 107-123, jan./jun. 2001.
- _____. 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.
- _____. Setor Externo: Conceitos e Identidades. In: FEIJÓ, C.A. ...(et al.), Para Entender a Conjuntura Econômica, Barueri, Ed. Manoele, 2008.
- _____. Estatísticas do Setor Externo. In: FEIJÓ, C.A. ...(et al.), Para Entender a Conjuntura Econômica, Barueri, Ed. Manoele, 2008.
- BAER, W. A Economia Brasileira, São Paulo, Nobel, 2003.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL. Disponível em: <www.bcb.gov.br>
- _____. BANCO CENTRAL, 2010A. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/?INVED>> Acesso em 12 jan. de 2010.
- _____. BANCO CENTRAL, 2010B. Disponível em: <<http://www4.bcb.gov.br/?SERIESTEMP>> Acesso em 14 jan. de 2010.
- _____. BANCO CENTRAL, 2010C. Disponível em: <www.bcb.gov.br/?SERIEBALPAG> Acesso em 10 fev. de 2010.
- BERGSMAN, Joel. Brazil Industrialization and Trade Policies. London, Oxford University Press, 1970.
- BLANCHARD, Olivier. Macroeconomia. 4ª Edição. São Paulo, Ed. Pearson, 2007.
- BRAGA, H.C. e ROSSI, J.W. A Dinâmica da Balança Comercial no Brasil, 1970-84. Revista Brasileira de Economia, Vol. 41, número 2, pág 237-48, Rio de Janeiro, 1987.
- CARNEIRO, Ricardo. Desenvolvimento em crise: a economia brasileira no último quarto do século XX. São Paulo, Editora Unesp, IE-UNICAMP, 2002.

- CERQUEIRA, B. As Idéias da Cepal Sobre Protecionismo na América Latina (1949-1964). Dissertação de Mestrado, Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 1999.
- CYSNE, Rubens Penha, 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>. Acesso em 16 de novembro, 2009.
- CONJUNTURA ECONÔMICA, Ano XVII, número 8, 1964.
- _____, Ano XIX, número 4, 1966
- _____, Ano XXI, número 6, 1968
- _____, Ano XXVI, número 11, 1972.
- DAVIDOFF CRUZ, Paulo Roberto Chagas. Ignácio Rangel, Um Pioneiro: o debate econômico do início dos anos sessenta. Dissertação de Mestrado em Economia. Universidade Estadual de Campinas. Campinas, 1980.
- DELFIN NETTO, Antônio. & PINTO, C.A.A. O café do Brasil: Vinte anos de substituição no mercado Internacional. Estudos Anpes número 3, 1965.
- 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.
- GONÇALVES, Reinaldo. 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 Ensaio FEE, Vol. 27, número 1, págs 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.
- GRIFFITH-JONES, Stephany & SUNKEL, Osvaldo. O Fim de Uma Ilusão: as crises da dívida e do desenvolvimento na América Latina. São Paulo, Brasiliense, 1990.
- HOBBSBAWM, Eric. Era dos Extremos: o breve século XX – 1914-1991. São Paulo, Companhia da Letras, 1995.
- IBGE. Disponível em: <<http://www.ibge.gov.br>> Acesso em 18 de fev. de 2010.

- IPEADATA. Disponível em: <<http://www.ipeadata.gov.br>> Acesso em 12 de fev. de 2010.
- LACERDA, Antonio Corrêa de. 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.
- LESSA, Carlos. Quinze anos de Política Econômica, 2ª edição, São Paulo, Brasiliense, 1981.
- KILSZTAJN, S. O Acordo de Breetton Woods e a evidência histórica. O sistema financeiro internacional no pós-guerra. Revista de Economia Política, vol. 9, n. 4 outubro-dezembro, 1989.
- KRUGMAN, Paul. A Model of Balance-of-Payments Crises. Journal of Money, Credit, and Banking, vol. 11, no. 3, 1979.
- OLIVEIRA, F. A Economia da Dependência Imperfeita, Rio de Janeiro, Graal, 1977.
- 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.
- MOURA, Aristóteles. Capitais Estrangeiros no Brasil. São Paulo, Brasiliense, 1959
- NIYAMA, Jorge Katsumi & GOMES, Amaro L. Oliveira. Contabilidade de Instituições Financeiras, 3ª edição. São Paulo, Atlas, 2009.
- ORENSTEIN, L. & SOCHACZEWSKI, A. Democracia e Desenvolvimento: 1956-1961, In Abreu M.(Org.), A Ordem do Progresso: cem anos de política econômica republicana 1889-1989. Rio de Janeiro, Elsevier, 1990.
- PAULANI, L e BRAGA, M.B. O Balanço de Pagamentos. A Nova Contabilidade Social, São Paulo, Saraiva, 2006.
- PINHO NETO, D.M. A Estratégia Brasileira em Perspectiva Internacional. In: BNDES e o Plano de Metas: 1956-61. Editado pelo Departamento de Relações Institucionais. Rio de Janeiro, 1996.
- _____. O Interregno Café Filho: 1954-55. In: Abreu M.(Org.), A Ordem do Progresso: cem anos de política econômica republicana 1889-1989. Rio de Janeiro, Elsevier, 1990.
- PITCHFORD, J. The Current Account and Foreign Debt, London and New York, Routledge, 1995.
- PREBISCH, R. El Desarrollo Económico de América Latina y Algunos de sus Principales Problemas, Santiago do Chile, Cepal, 1949.

- PRATES, D.M. & CINTRA, M.A.M. Keynes e a hierarquia de moedas: possíveis lições para o Brasil. Texto para Discussão. IE/UNICAMP, n. 137, out. 2007.
- RAMOS, H.S. Dinâmica do Balanço de Pagamentos no Brasil. Dissertação de Mestrado, Universidade Federal da Paraíba, 2006.
- RECEITA FEDERAL, <<http://www.receita.fazenda.gov.br/>>
- _____. RECEITA FEDERAL, 2009, Disponível em: <<http://www.receita.fazenda.gov.br/aduana/IDE/IDEBrasilIrlanda/ide.htm>>. Acesso 09 de Dezembro de 2009.
- SANDRONI, P. Balanço de Pagamentos e Dívida Externa, São Paulo, Ática, 1989.
- SERRA, J. Ciclos e Mudanças Estruturais na Economia Brasileira do pós-Guerra, in L.G. Beluzzo e R. Coutinho (Org.), Desenvolvimento Capitalista no Brasil. Ensaio sobre a Crise, vol. 1, São Paulo, Brasiliense, 1982.
- SILVA, Ricardo, Planejamento Econômico e Crise Política: do esgotamento do plano de desenvolvimento ao malogro dos programas de estabilização, Revista de Sociologia e Política, Curitiba, n. 14, 2000.
- SIMONSEN, Mário Henrique. Macroeconomia, Rio de Janeiro, APEC, 1974.
- SIMONSEN, Mário Henrique & CYSNE, Rubens Penha, Macroeconomia, 3ª edição. Rio de Janeiro. Editora Atlas, 2007
- SOUZA JR., J.R.C. & JAYME JR., F.G., Restrição ao Crescimento no Brasil: uma Aplicação do Modelo de Três Hiatos (1970-2000), 2002. Disponível em: <http://www.ie.ufrj.br/publicacoes/discussao/restricao_ao_crescimento_no_brasil.pdf> Acesso em: 10 jan. 2010.
- TAVARES, M. C. Da Substituição de Importações ao Capitalismo Financeiro. 7ª edição. Rio de Janeiro, Zahar, 1978.
- UNTAD, Disponível em: <<http://www.unctad.org>> Acesso em 05 jan. de 2010.
- VIANNA, S.B. Política Econômica Externa e Industrialização: 1946-1951. In Abreu M.(Org.), A Ordem do Progresso: cem anos de política econômica republicana 1889-1989. Rio de Janeiro, Elsevier, 1990.
- _____. Duas Tentativas de Estabilização: 1951-1954. In Abreu M.(Org.), A Ordem do Progresso: cem anos de política econômica republicana 1889-1989. Rio de Janeiro, Elsevier, 1990.
- VIEIRA, Thiago Said. Assessor Pleno da Divisão do Balanço de Pagamentos do Banco Central, em consulta por email, dez de 2009.

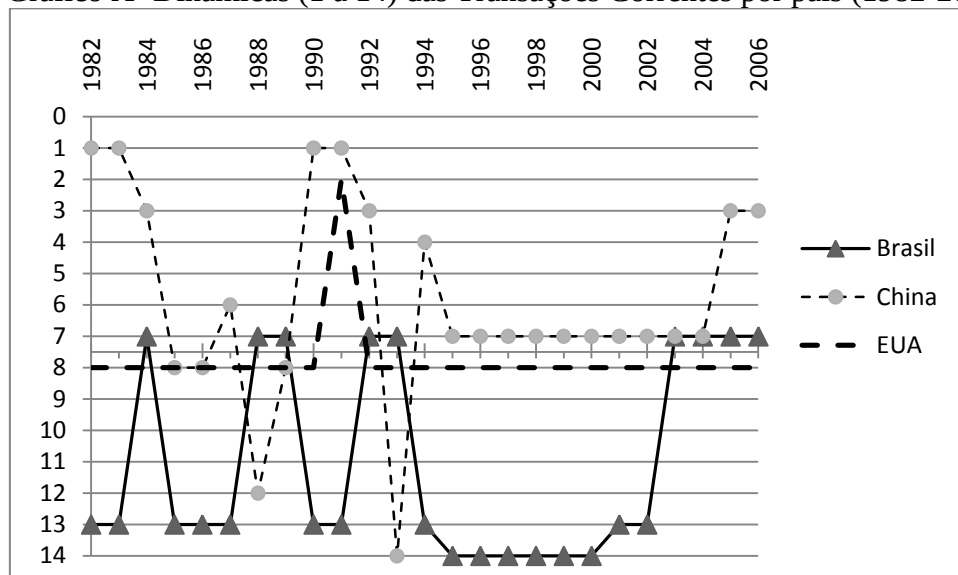
APÊNDICES

Essa parte dos apêndices ficou pouco desenvolvida, mas, optou-se por mantê-la, já que fornecem algumas análises para os períodos mais recentes.

APÊNDICE-A: Aplicação das Dinâmicas das Transações Correntes: Brasil, China e Estados Unidos (1982-2006).

Apenas como ilustração do que significam as dinâmicas das transações correntes, no gráfico A aplicou-se essa metodologia para o Brasil, China e Estados Unidos no período de 1982 a 2006.

Gráfico A- Dinâmicas (1 a 14) das Transações Correntes por país (1982-2006).



Fonte: Unctad; Elaboração Própria

Obs: O eixo horizontal cruza a dinâmica 7,5 (resultado que não pode ser obtido, mas simboliza a separação entre superávits e déficits das transações correntes).

Assim, será feita uma análise do gráfico para mostrar que tipo de informação pode-se obter com esse indicador.

No caso brasileiro, observa-se como a dinâmica das transações correntes se manteve primordialmente abaixo da linha 7,5, ou seja, com *déficits* em transações correntes. Dois momentos chamam atenção. Em primeiro, como com a adoção do Plano Real (1994) a economia conviveu com a pior dinâmica, que é a 14, ou seja, com o triplo déficit (BC, S, R). Porém, a partir de 2002, a economia entra num período relativamente longo na dinâmica 7, melhorando sua condição de vulnerabilidade externa. É

interessante notar que, como o país é estruturalmente deficitário em serviços e rendas, sua dinâmica pode apresentar apenas os valores 7, 13 e 14.

Já a economia chinesa apresenta uma dinâmica acima da linha 7,5 na maior parte do tempo, indicando uma menor vulnerabilidade externa. Tal fato acontece seguidamente desde 1994, sendo um dos fatores responsáveis pela grande solidez na economia chinesa. Um fator que chama a atenção é a maior diversidade de dinâmicas em relação ao Brasil, ou seja, não depende unicamente dos saldos comerciais positivos para que as transações correntes não sejam *deficitárias*.

Os Estados Unidos têm o comportamento mais estável, tendo apresentado, com uma única exceção, a dinâmica 8 em todos os anos. Isso significa que os *déficits* na balança comercial foram maiores que a soma dos *superávits* em serviços e rendas. Dessa forma, pode-se dizer que as transações correntes estão aumentando o passivo externo americano e deteriorando a vulnerabilidade externa desse país.

APENDICE B: Metodologia GND IDE

No Apêndice B utiliza-se da metodologia apresentada no capítulo 1, para fazer o cálculo do passivo externo do IDE, para o período de 1951 até 2008 (Tabela A). Um detalhe importante é que foram feitas modificações para os períodos que tiveram transformações monetárias, como os cortes de zeros nos diversos planos de estabilização.

Vale ressaltar que de acordo com dados do INCC obtidos no Banco Central para o período de Fevereiro de 1944 até Outubro de 2009, a inflação desse índice (INCC) foi de 3.528.359.062.531.160% (três quatrilhões e quinhentos e vinte oito trilhões por cento).

Tabela A- Estimativa do Estoque de IDE (US\$ milhões). 1951-2008.

	VAA	OMV	GDN depreciação	Taxa câmbio	GDN inflação	A0	NA
1951	63		1,08	18,72	1,13	1.474	1.537
1952	94		1,08	18,72	1,08	1.537	1.625
1953	60		1,08	56,50	1,12	1.625	578
1954	51		1,08	73,50	1,32	578	590
1955	79		1,08	66,50	1,09	590	745
1956	139		1,08	65,50	1,28	745	1.061
1957	178		1,08	90,80	1,07	1.061	883

1958	128		1,08	140,80	1,28	883	773
1959	158		1,08	184,10	1,21	773	797
1960	138		1,08	195,00	1,41	797	1.151
1961	147		1,08	307,00	1,43	1.151	1.094
1962	132		1,08	475,00	1,55	1.094	1.136
1963	87		1,08	620,00	1,64	1.136	1.426
1964	86		1,08	1850,00	2,04	1.426	957
1965	154		1,08	2220,00	1,43	957	1.229
1966	159		1,08	2220,00	1,36	1.229	1.742
1967	115		1,08	2,71	1,41	1.742	1.984
1968	137		1,08	3,83	1,32	1.984	1.838
1969	219		1,08	4,35	1,13	1.838	1.889
1970	392		1,08	4,95	1,19	1.889	2.203
1971	449		1,08	5,64	1,13	2.203	2.429
1972	460		1,08	6,22	1,20	2.429	2.907
1973	1181		1,08	6,22	1,21	2.907	4.568
1974	1208		1,08	7,44	1,32	4.568	5.902
1975	1203		1,08	9,07	1,24	5.902	6.692
1976	1391		1,08	12,35	1,59	6.692	8.722
1977	1827		1,08	16,05	1,45	8.722	10.877
1978	2180		1,08	20,92	1,37	10.877	12.705
1979	2408		1,08	42,53	1,63	12.705	11.219
1980	1910		1,08	65,50	2,13	11.219	16.816
1981	2522		1,08	127,80	1,86	16.816	17.080
1982	3115		1,08	252,67	2,08	17.080	19.669
1983	1326		1,08	984,00	2,49	19.669	12.428
1984	1501		1,08	3184,00	3,13	12.428	12.489
1985	1418		1,08	10490,00	3,84	12.489	14.995
1986	317		1,08	14,94	1,81	14.995	18.046
1987	1169		1,08	72,25	5,17	18.046	19.005
1988	2805		1,08	765,30	11,61	19.005	22.126
1989	1130		1,08	11,36	21,23	22.126	30.796
1990	989		1,08	170,06	11,95	30.796	23.497
1991	1102		1,08	1068,80	5,86	23.497	21.249
1992	2061		1,08	12387,50	12,95	21.249	24.108
1993	1291		1,08	326,11	28,64	24.108	25.582
1994	2150		1,08	0,85	10,61	25.582	38.202
1995	4405		1,08	0,97	1,31	38.202	45.123
1996	10792		1,08	1,04	1,10	45.123	53.072
1997	18993		1,08	1,12	1,07	53.072	66.353
1998	28856		1,08	1,21	1,03	66.353	83.669
1999	28578		1,08	1,79	1,09	83.669	76.683
2000	32779		1,08	1,96	1,08	76.683	99.833
2001	22457		1,08	2,32	1,09	99.833	103.860
2002	16590		1,08	3,53	1,13	103.860	82.668
2003	10144		1,08	2,89	1,14	82.668	120.246
2004	18146		1,08	2,65	1,11	120.246	154.878
2005	15066		1,08	2,34	1,07	154.878	190.630
2006	18822		1,08	2,14	1,05	190.630	223.016
2007	34585		1,08	1,77	1,06	223.016	305.642
2008	45058		1,08	2,34	1,12	305.642	275.310

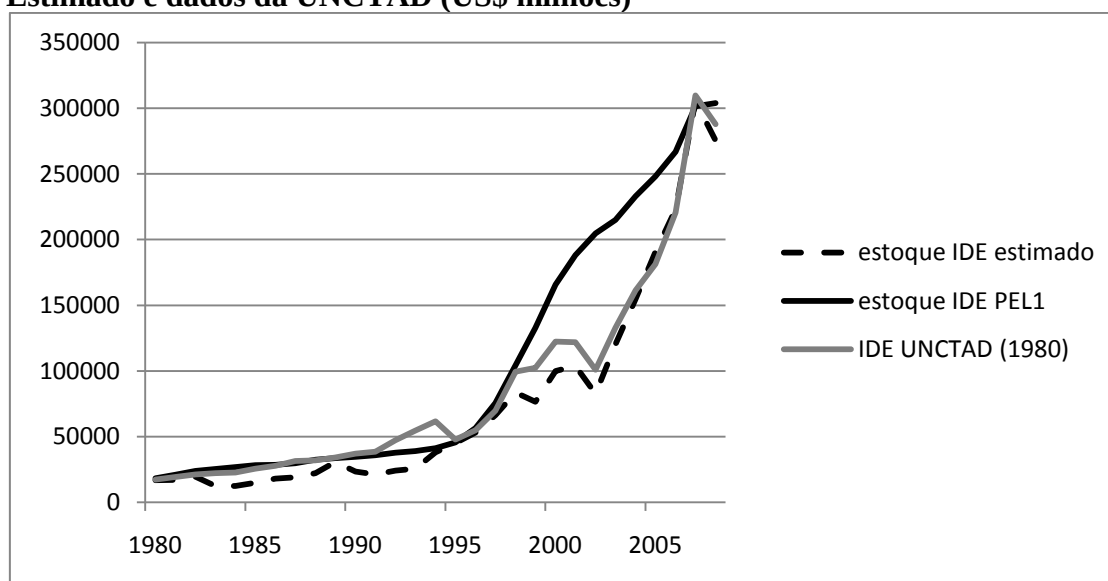
Fonte: Banco Central; Elaboração Própria

Tabela: comparação da PII com metodologia utilizada; (US\$ milhões). 2001-2008.

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
PII Banco Central	121 948	100 863	132 818	161 259	181 344	220 621	309 668	287 697
Metodologia	103860	82668	120246	154878	190630	223016	305642	275310

Fonte: Banco Central; Elaboração Própria

Gráfico B: Comparação entre métodos de calcular os Estoques do IDE: PEL1, IDE Estimado e dados da UNCTAD (US\$ milhões)



Fonte: UNCTAD e Banco Central; Elaboração Própria

Observa-se no gráfico que as variações pela metodologia apresentada são mais próximas do que as do método PEL1.

APÊNDICE C: As duas tabelas (C e D) abaixo dão uma dimensão das entradas e saídas para os anos de 2003 a 2007. Contudo, o somatório das entradas e saídas precisa ser melhorado, já que algumas contas não foram separadas, sendo utilizados valores líquidos. Isso ocorreu porque nos dias atuais existem muito mais contas, ou seja, a precisa elaboração demandaria um tempo maior. Assim, a construção desses valores no terceiro capítulo foi mais rigorosa do que os próximos dados, que fornecem apenas uma aproximação.

Tabela C – Entrada de dólares (milhões) por conta, 2003-2007.

	2003	2004	2005	2006	2007
Total Entradas	140661	168820	214640	333180	522501

Transações Correntes	90002	115800	141601	168592	201008
Exportação de bens	73084	96475	118308	137807	160649
Serviços Receitas	10447	12584	16047	19476	23895
Renda de investimento direto	886	1114	733	1073	2202
Renda de investimento em carteira	1323	733	785	3073	6955
Renda de outros investimentos (juros)	861	998	1351	1919	1839
Salário e ordenado	269	354	325	397	497
Transferências unilaterais correntes	3132	3542	4051	4847	4972

Conta capital	535	805	906	1084	1089
Transferências unilaterais de capital	535	803	905	1082	1077
Bens não financeiros não produzidos	1	2	1	1	12

Conta financeira	50123	52215	72134	163505	320404
Investimento Brasileiro Direto (crédito)	1737	1287	1515	1129	22497
Investimento Estrangeiro Direto (crédito)	19238	25801	30062	32399	50233
Investimento Brasileiro em Carteira (retorno)	1805	2767	3159	6024	5736
Investimento Estrangeiro em Carteira (crédito)	27347	30614	59376	99367	209927
Derivativos Ativos (líquido)	683	467	508	482	88
Outros investimentos estrangeiros (líquido)	-686	-8721	-22486	24104	31923

Fonte: BC, Elaboração própria.

Tabela D- Saída de dólares (milhões) por conta, 2003-2007)

	2003	2004	2005	2006	2007
Total saídas	-131372	-164663	-210120	-303239	-431885

Transações Correntes	-85825	-104120	-127616	-154950	-199548
Importação de bens	-48290	-62835	-73606	-91351	-120621
Serviços Despesas	-15378	-17261	-24356	-29116	-37250
Renda de investimento direto	-5984	-6903	-11035	-13899	-19692
Renda de investimento em carteira	-10066	-11149	-12563	-14101	-14020
Renda de outros investimentos (juros) ^{3/}	-5681	-5495	-5452	-5721	-6974
Salário e ordenado	-160	-173	-111	-220	-49
Transferências unilaterais correntes	-265	-306	-493	-541	-943

Conta capital	-37	-433	-243	-215	-333
Transferências unilaterais de capital	-37	-433	-243	-213	-333
Bens não financeiros não produzidos ^{5/}	0	0	0	-1	0

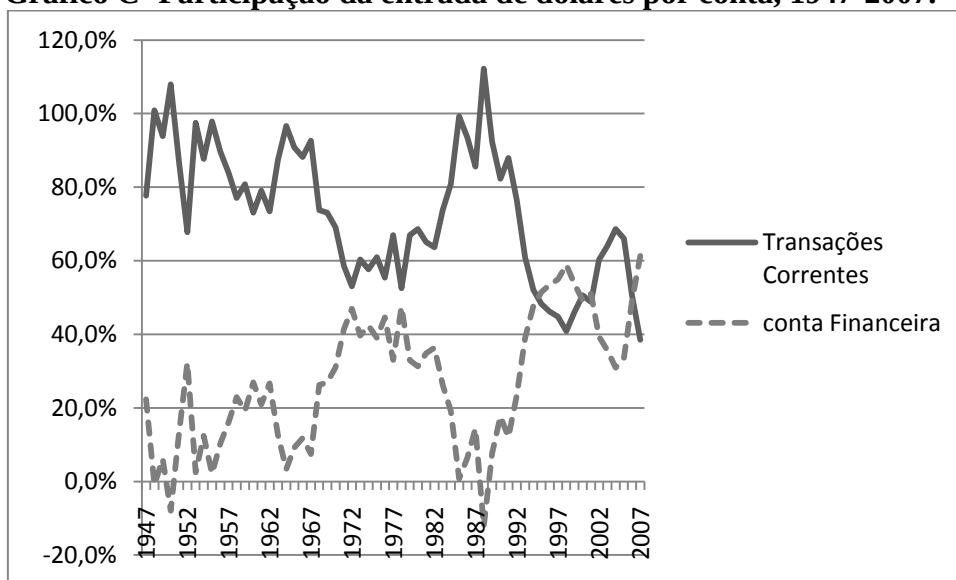
Conta financeira	-45511	-60110	-82261	-148075	-232005
Investimento brasileiro direto (débito)	-1986	-11094	-4032	-29331	-29563
Investimento estrangeiro direto (débito)	-9094	-7655	-14996	-13577	-15648
Investimento brasileiro em carteira (aplicação)	-1626	-3522	-4929	-6018	-5449
Investimento estrangeiro em carteira (débito)	-22218	-34610	-52721	-90291	-161823
Passivos (líquido)	-834	-1145	-548	-441	-799
Outros investimentos brasileiros (líquido)	-9752	-2085	-5035	-8416	-18723

Fonte: BC, elaboração própria.

Podemos observar como tanto as entradas e saídas de dólares crescem significativamente ao longo de cinco anos, especialmente na conta financeira.

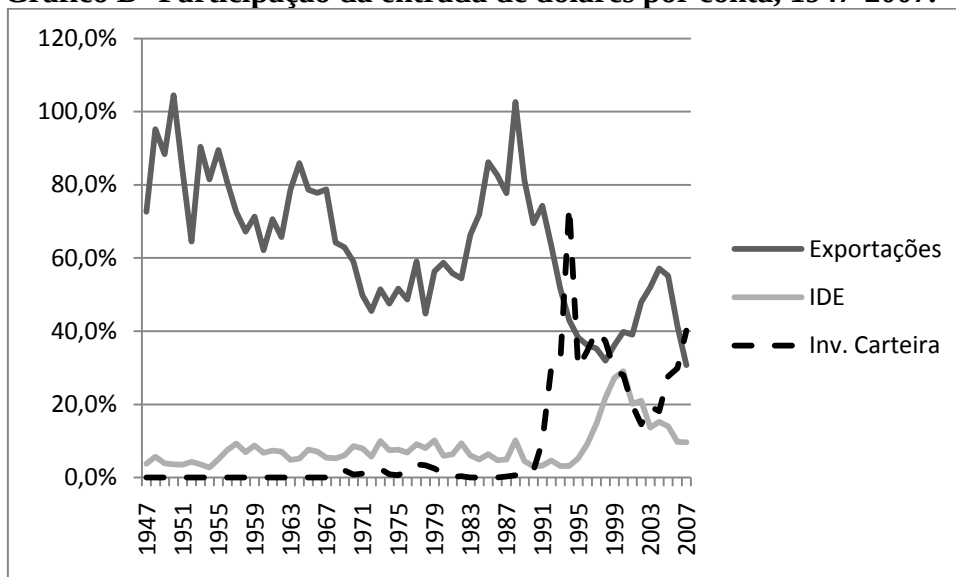
Os gráficos abaixo mostram a participação das contas nas entradas e saídas de dólares para o período de 1947 até 2007¹⁴⁰.

Gráfico C- Participação da entrada de dólares por conta, 1947-2007.



Fonte: BC, elaboração própria.

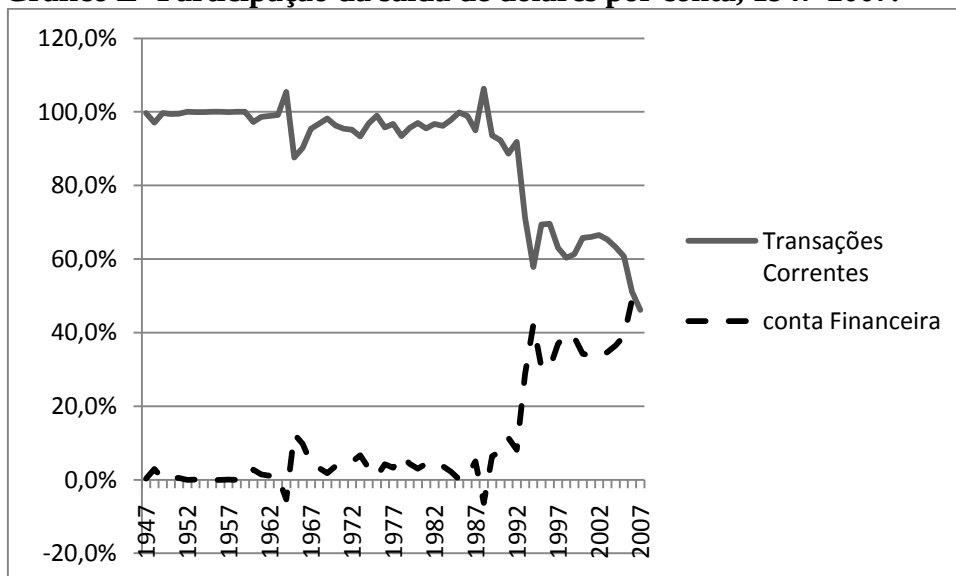
Gráfico D- Participação da entrada de dólares por conta, 1947-2007.



Fonte: BC, Elaboração própria

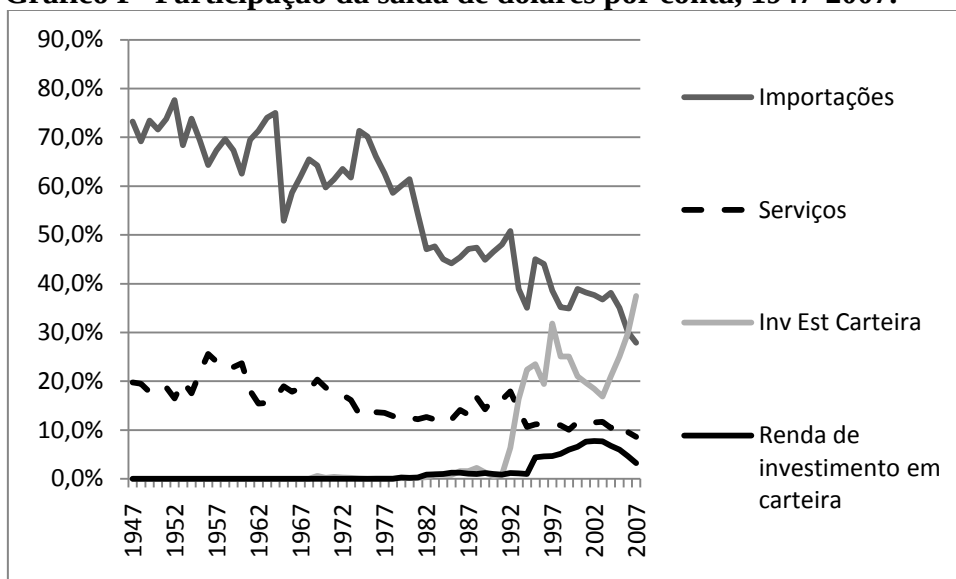
¹⁴⁰ Os valores acima de 100% são impossíveis de ocorrer caso tivesse sido feito uma elaboração mais rigorosa. Contudo, vale repetir que esses dados são uma aproximação, e necessitam ser melhorados.

Gráfico E- Participação da saída de dólares por conta, 1947-2007.



Fonte: BC, Elaboração própria

Gráfico F- Participação da saída de dólares por conta, 1947-2007.



Fonte: BC, elaboração própria

Através dos gráficos, podemos observar o aumento da financeirização do balanço de pagamentos brasileiro, já que as entradas e saídas da conta financeira crescem em relação às transações correntes.

Analizando a questão da geração de divisas, percebemos que as exportações perdem importância em relação aos IDEs e Investimentos em Carteira. Isso tem uma implicação importante, já que podemos considerar as primeiras mais consistentes para a diminuição da vulnerabilidade externa, já que as duas últimas aumentam o passivo

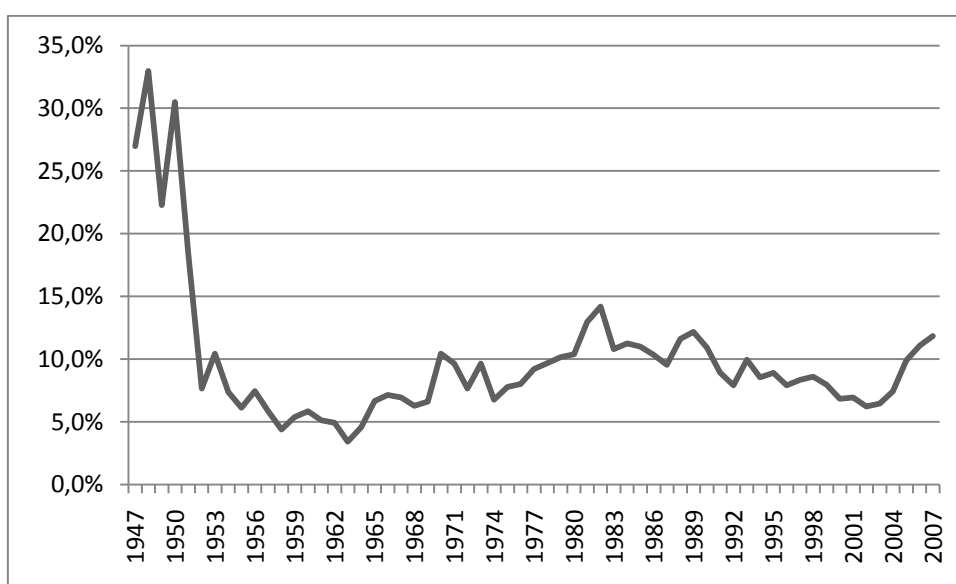
externo, representando uma saída em potencial, além de gerarem saídas na conta de rendas.

Esses fatos podem ser observados nos gráficos de saídas, quando as saídas de investimento estrangeiros em carteira e suas rendas geradas crescem significativamente.

Dessa forma, podemos observar que essas tabelas de entradas e saídas de divisas aliadas aos gráficos de participação relativa, nos fornecem informações valiosas sobre como evolui as diferentes formas de receitas e despesas de moeda estrangeira.

APÊNDICE D: No gráfico abaixo, temos a porcentagem de saída das rendas em relação ao Passivo Externo, sob o conceito do PEL1. Podemos observar que quase sempre se manteve acima dos 5%.

Gráfico G- Saída de Rendas/PEL1



Fonte: BC, elaboração própria.

Uma observação importante em relação ao gráfico é que, como a construção do Passivo Externo Líquido 1 se dá pelas somas dos resultados das transações correntes a partir de 1947, os primeiros valores podem ser considerados viesados, e explicam os valores dissonantes do resto da série.

Tabela E - Rentabilidades de Ativos e Passivos nacionais sob conceito PEL2 (PII), (US\$ milhões e %).

	2006	2007
Ativo (PII)	238 924	369 876
Passivo (PII)	607 735	920 284
Renda Ativo	6462	11493
Renda Passivo	-33942	-40734
Rentabilidade do Ativo	2,70%	3,11%
Rentabilidade do Passivo	5,58%	4,43%

Fonte: BC, elaboração própria

Renda Ativo: Entrada de rendas

Renda Passivo: Saída de rendas

Rentabilidade do Ativo: Entrada de rendas/Ativo (PII)

Rentabilidade do Passivo: Saída de rendas/Passivo (PII)

Já a última tabela mostra as rentabilidades dos capitais brasileiros no exterior e dos capitais estrangeiros no Brasil. É importante notar que os primeiros obtêm rentabilidade menor.