LUCIANA DA SILVA FERREIRA

Uma Releitura do Processo de Endividamento Externo e Interno nos Anos 1970 e 1980

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Ciências Econômicas da Universidade Federal Fluminense como requisito parcial para a obtenção do Grau de Mestre em Economia.

Orientador Prof. Carlos Pinkusfeld Bastos.

Niterói
2007.

Livros Grátis

http://www.livrosgratis.com.br

Milhares de livros grátis para download.

Para Roberto
Esposo, amor, fortaleza

AGRADECIMENTOS

Realizar este trabalho só foi possível porque contei com a colaboração de pessoas especiais a quem devo minha gratidão.

A meu esposo Roberto Rodrigues por ter tido paciência nos meus momentos tensos, por ter acreditado em mim e me incentivado a continuar sempre. A ele também o reconhecimento de sua contribuição intelectual nas discussões e sugestões críticas a esse trabalho.

À minha mãe Aldineia e a Adriano, pelo apoio ao longo de todo o mestrado e por compreenderem minha ausência muitas vezes sentida, porém nunca reclamada.

Ao meu orientador Carlos Pinkusfeld por seu apoio desde a graduação, pela dedicação e paciência durante toda a orientação desse trabalho.

A Daniel Willcox pela discussão sobre alguns pontos da dissertação.

Enfim, aos professores da Universidade Federal Fluminense por suas contribuições durante o mestrado.

RESUMO

Essa dissertação tem por objetivo apresentar uma análise do processo de endividamento externo e interno ocorridos no Brasil nas décadas de 1970 e 1980. Para isso, será tomado por base o arcabouço teórico fundado nos argumentos keynesiano/kaleckiano de determinação da renda, além dos princípios das Finanças Funcionais e da abordagem da taxa de juros exógena e moeda endógena. Assumindo esse embasamento teórico, será realizada uma análise dos dados da economia brasileira, através de uma releitura crítica das principais contribuições feitas a respeito do tema. A literatura tradicional apresenta um razoável consenso em assumir que a estatização da dívida externa teve por conseqüência o baixo crescimento econômico apresentado na década de 1980 e o aumento da dívida interna, o que teria levado o Estado brasileiro à uma crise das finanças públicas. A proposta desse trabalho é apresentar uma abordagem alternativa à esse argumento. Nesse sentido, será ressaltada a importância da intervenção do governo para sustentar a riqueza privada e a impossibilidade de quebra do governo quando se endivida na sua própria moeda.

Palavras-Chave: demanda efetiva, Finanças Funcionais, moeda endógena,hiato de divisas, hiato de recursos, *funding*, dívida externa, dívida interna.

ABSTRACT

This dissertation has for objective to present an analysis of the process of external and internal debt happened in Brazil in the decades of 1970 and 1980. For that, it will be taken by foundation the theoretical outline founded in the arguments keynesian/kaleckian of determination of the income, besides the beginnings of the Functional Finance and of the approach of the exogenous interest rate and endogenous money. Assuming this base theoretical, an analysis of the data of the Brazilian economy will be accomplished, through a critical lecture of the main contributions done regarding the theme. The traditional literature presents a reasonable consensus in assuming that the nationalization of the foreign debt had for consequence the low economical growth presented in the decade of 1980 and the increase of the national debt, what would have taken the Brazilian State to a crisis of the public finances. The proposal of that work is to present an alternative approach to that argument. In that sense, the importance of the government's intervention will be emphasized to sustain the deprived wealth and the impossibility of the government's break when it is obligated in his/her own coin.

Key-words: effective demand, Functional Finance, endogenous money, hiatus of exchange value, hiatus of resources, funding, foreign debt, national debt.

LISTAS

Tabela 1 – Endividamento Externo (em US$ Milhões) 45
Tabela 2 – Composição da Dívida Externa (em US$ Milhões) 46
Tabela 3 – Transações Corrente (em Porcentagem do PIB) 49
Tabela 4 – Grau de Utilização da Capacidade Produtiva 50
Tabela 5 – Recursos Mobilizados pelo BNDES (Cr$ Milhões) 52
Tabela 6 – Custo de Captação do Sistema Financeiro – 1970 a 1973 53
Tabela 7 – Desvalorização Cambial e Inflação – 1970 a 1973 54
Tabela 8 – Movimento de Capitais Autônomos (em Porcentagem do PIB) 55
Tabela 9 – Endividamento Externo (em US$ Milhões) 57
Tabela 10 – Composição da Dívida Externa (em US$ Milhões) 58
Tabela 11 – Transações Correntes (em Porcentagem do PIB) 59
Tabela 12 – Importações FOB (em Porcentagem do PIB) 60
Tabela 13 – Hiato de Recursos Estimado (em US$ Milhões) 62
Tabela 14 – Grau de Utilização da Capacidade Produtiva 63
Tabela 15 – Movimento de Capitais Autônomos (em Porcentagem do PIB) 64
Tabela 16 – Termos de Intercâmbio 65
Tabela 17 – Saldo do Balanço de Pagamentos (em US$ Milhões) 66
Tabela 18 – Endividamento Externo (em U$ Milhões) 67
Tabela 19 – Dívida Externa (em US$ Milhões) 68
Tabela 20 – Composição da Dívida Externa (em Porcentagem do PIB) 69
Tabela 21 –Transações Correntes (em Percentual do PIB) 69
Tabela 22 – Movimento de Capitais Autônomos (em Porcentagem do PIB) 71
Tabela 23 – Custo de Captação do Sistema Financeiro 1977-1978 72
Tabela 24 – Desvalorização cambial e Inflação – 1977-1978 73
Tabela 25 – Endividamento Externo (em US$ Milhões) 74
Tabela 26 – Dívida Externa (em US$ Milhões) 75

Tabela 27 – Composição da Dívida Externa (em Porcentagem do PIB) 75
Tabela 28 – Transações Correntes (em Porcentagem do PIB) 76
Tabela 29 – Termos de Intercâmbio 77
Tabela 30 – Importações FOB (em Porcentagem do PIB) 77
Tabela 31 – Hiato de Recursos Estimado (em US$ Milhões) 78
Tabela 32 – Grau de Utilização da Capacidade Produtiva 79
Tabela 33 – Movimento de Capitais Autônomos (em Porcentagem do PIB) 79
Tabela 34 – Saldo do Balanço de Pagamentos (em Porcentagem do PIB) 80
Tabela 35 – Endividamento Externo (em US$ Milhões) 84
Tabela 36 – Dívida Externa (em Porcentagem do Total) 85
Tabela 37 – Composição da Dívida Externa (em US$ Milhões) 87
Tabela 38 – Transações Correntes (em US$ Milhões) 88
Tabela 39 – Movimento de Capitais Autônomos (em US$ Milhões) 90
Tabela 40 – Saldo do Balanço de Pagamentos (em US$ Milhões) 90
Tabela 41 – Endividamento Externo (em US$ Milhões) 91
Tabela 42 – Dívida Externa (em US$ Milhões) 92
Tabela 43 – Composição da Dívida Externa (em US$ Milhões) 93
Tabela 44 – Transações Correntes (em Milhões) 93
Tabela 45 – Grau de Utilização da Capacidade Produtiva 96
Tabela 46 – Movimento de Capitais Autônomos (em US$ Milhões) 99
Tabela 47 – Gastos do Governo e Pagamento de Juros (em US$ Milhões)[1] 116
Tabela 48 – Dívida Interna e Aviso MF-30 (em US$ Milhões) 118
Tabela 49 – Pagamento de Juros e Despesas do Governo (em US$ Milhões) 120
Tabela 50 – Tamanho da Redução do Gasto do Governo (em US$ Milhões) 121

SUMÁRIO

RESUMO **4**

LISTAS **6**

INTRODUÇÃO **9**

CAPÍTULO 1 - Princípios Teóricos para Análise do Desempenho Econômico Brasileiro nas Décadas 1970 e 1980 ..... **13**

1.1 Introdução **13**

1.2 O Princípio da Demanda Efetiva no Esquema Kaleckiano de Determinação da Renda com Setor Público e Setor Externo **15**

1.3 As Relações entre Investimento e Poupança numa Economia Aberta e com Governo: Relações Funcionais e Identidades **21**

1.4 Restrição Externa e Crescimento **23**

1.5 Déficit Público e Dívida Pública e a Teoria das Finanças Funcionais **29**

1.6 Déficit e Dívida Pública e Estoque de Dívida Privada **31**

1.7 Finance, Funding e Instabilidade Financeira **37**

CAPÍTULO 2 - Endividamento Externo e Financiamento Público e Privado no Brasil: Revisão Histórica de 1970-1982 ..... **41**

2.1 Introdução **41**

2.2 Período de 1970-1973 ..... **43**

2.3- Período de 1974-1976 ..... **56**

2.4 Período de 1977-1978 ..... **66**

2.5- Período de 1979-1982 ..... **73**

CAPÍTULO 3 - O Processo de Endividamento Externo e a Estatização da Dívida Externa: uma avaliação de 1983 – 1989 ..... **81**

3.1 Introdução **81**

3.2 Período de 1983-1985 ..... **83**

3.3 Período de 1986-1989 ..... **91**

CAPÍTULO 4 - Conseqüências Internas dos Ajustes Externos da Economia Brasileira na Década de 1980 ..... **101**

CONCLUSÃO **127**

BIBLIOGRAFIA **131**

INTRODUÇÃO

O processo de endividamento externo da economia brasileira na década de setenta e sua posterior assunção por parte do Estado, assim como o crescimento da dívida interna brasileira na década de oitenta e suas "eventuais" conseqüências para a economia é tema de estudos de alguns economistas que se dedicam a avaliar o período. Além disso, nessa mesma época, a economia brasileira passou por situações distintas no que tange ao crescimento econômico, pois enquanto a década de setenta sustentou altas taxas de crescimento, na década de 1980 o país passou a registrar crescimento pífio de sua economia.

Assim sendo, no período que vai do final da década de sessenta até a primeira metade da década de setenta o país apresentou altas taxas de crescimento econômico acompanhadas de uma elevação da dívida externa. Essa simultaneidade sugeriu a vários autores[1] uma relação direta entre os dois fatos, ou seja, para eles, o alto nível de crescimento econômico ocorreu, em boa medida, graças ao fluxo positivo de recursos externos que financiariam o investimento do país e isto se daria "à custa" do aumento da dívida externa. Dessa forma, por detrás desta suposta "causalidade", encontram-se algumas argumentações que não são a simples cobertura de eventuais déficits em transações correntes, principalmente as concernentes à participação do setor externo no "financiamento" do investimento interno.

Esse período caracterizou-se pela ampliação da liquidez do sistema financeiro internacional, através, principalmente, de medidas adotadas pelo governo americano. No entanto, o choque do preço de petróleo em 1973, que se seguiu de uma elevação dos preços das *commodities* e a conseqüente alta na inflação mundial levaram a uma retração do crescimento econômico das principais economias[2], reduzindo as relações de comércio internacional, num momento de elevação dos custos das importações brasileiras.

Este fato, todavia, foi acompanhado pela decisão do Brasil de aprofundar o seu processo de industrialização, através do Segundo Plano Nacional de Desenvolvimento (II PND), ao invés de optar por medidas mais contracionistas como os demais países. Neste aprofundamento, a

[1] Ver, por exemplo, Cavalcanti (1988), Baer (1993) e Pereira (1974).
[2] Pouco antes do primeiro choque do petróleo, a economia mundial apresentou taxas elevadas de crescimento.

necessidade de manter um elevado quantum de importações veio acompanhada da necessidade de captar recursos externos para o financiamento das transações correntes. Esse movimento foi observado tanto no setor privado quanto público estatal.

No final da década de 1970, houve novamente um choque do petróleo só que dessa vez, acompanhado de uma forte elevação dos juros internacionais. Esse movimento dos juros levou o mundo desenvolvido a uma forte recessão, afetando extremamente as transações correntes brasileiras. Isto devido, por um lado, a queda do ritmo de crescimento da economia mundial que prejudicou as exportações e, por outro, a elevação na taxa de juros que representou um aumento das obrigações com a dívida externa. Estes condicionantes contribuíram para desequilíbrios no balanço de pagamentos, implicando em maiores dificuldades para o Brasil financiar suas contas externas, o que foi agravado com a crise da moratória do México em 1982, figurando o marco do fim dos fluxos voluntários de capital externo. Somado a isso, o Brasil passou a se defrontar com taxas de crescimento econômico baixas, ao mesmo tempo em que via aumentar consideravelmente seu estoque de dívida interna.

Nesse sentido, os autores anteriormente mencionados argumentam que o fim do fluxo de capital voluntário externo e as medidas adotadas pelo Brasil para melhorar seu balanço de pagamentos (incentivo às exportações e redução das importações) teriam implicado na elevação da dívida pública interna (via processo de esterilização). Essa elevação da dívida pública interna, por sua vez, teria tido implicações negativas sobre tanto o crescimento econômico como sobre a própria aceleração da inflação no período.

Dessa forma, têm-se dois pontos a serem levantados a respeito dessa interpretação: primeiro, a dívida externa cresceu devido à necessidade de buscar recursos para realizar investimento; segundo, o aumento da dívida interna brasileira na década de 1980 ocorreu por causa de desequilíbrios no balanço de pagamentos e gerou, por sua vez, uma crise financeira do Estado (e, consequentemente, baixo crescimento econômico).

Contudo, no que concerne ao primeiro ponto, a idéia por trás dessa argumentação é da provável existência de um hiato de poupança, ou seja, a falta de poupança interna levaria o país a buscar poupança externamente para financiar seus investimentos. Sendo assim, a poupança externa determinou, segundo essa corrente, o ritmo de investimento da economia no período configurando uma base teórica fundada em argumentos marginalistas, nos quais prevalece a

tendência da economia ao pleno emprego[3]. Nesse sentido, o Brasil precisaria utilizar os recursos captados no exterior para a realização de investimento internamente, no entanto, em boa parte da década de 1970, as contas externas brasileiras mostraram que o país acumulou reservas internacionais, desconfigurando a canalização desses dólares captados para o investimento.

Por outro lado, no que se refere ao segundo ponto, o crescimento da dívida interna brasileira na década de 1980 está fundada na percepção, ainda seguindo esses autores, de que o país, ao realizar esforços para reduzir a necessidade de financiamento externo provocada pela ruptura dos fluxos externos aos países em desenvolvimento, obteve superávits no balanço de pagamentos configurando aumento de reservas. Todavia, esse aumento de reservas levaria, em contrapartida, a um aumento da oferta de moeda. Como o país adotava nesse momento medidas de política econômica contracionistas, foi necessário reduzir a expansão da oferta de moeda através da venda de títulos da dívida pública, caracterizando, assim, um aumento do endividamento interno[4]. Essa causalidade lógica, contudo, está fundada no pressuposto de que a oferta de moeda é determinada exogenamente pelo desequilíbrio do balanço de pagamentos, no entanto, nada garante teoricamente o funcionamento desse mecanismo[5]. Além do mais, outro ponto importante para a argumentação do aumento da dívida interna foram os empréstimos-ponte realizados entre empresas estatais e governos municipais e estaduais junto ao Banco Central e depósitos de dívidas externas por parte do setor privado nas autoridades monetárias que criavam em contrapartida um aumento da dívida interna. Esse crescimento da dívida interna, segundo a literatura tradicional, teria provocado a crise das finanças públicas e, por conseguinte, o baixo crescimento econômico. Entretanto, há duas questões a serem colocadas: uma, se houve crise da dívida interna e outra, se o crescimento da dívida interna atrapalhou o desenvolvimento econômico.

Diante dessas questões que nortearam o debate econômico de alguns estudiosos, essa dissertação tem por objetivo apresentar uma avaliação crítica de algumas interpretações do processo de endividamento externo e interno do Estado brasileiro nas décadas de setenta e oitenta e suas conseqüências. Para isso, partimos do princípio de que o conjunto de relações de

[3] O problema que se apresenta aqui é que os autores que levantaram essa argumentação são de base heterodoxa e, portanto, deveriam rejeitar os pressupostos ortodoxos. Para mais detalhes ver Willcox (1995).

[4] Segundo Cavalcanti (1988, pág. 51) "A preocupação excessiva em manter sob controle os agregados monetários levou o governo a promover acentuada expansão do seu endividamento interno. Associado à necessidade de esterilizar a expansão monetária (...), esse endividamento caracteriza a substituição de dívida externa por dívida interna."

[5] Vide o argumento da oferta de moeda endógena que será apresentado nesse trabalho no capítulo 4.

causalidade entre variáveis econômicas impõe uma ordem interpretativa aos fatos da história econômica e, nesse trabalho, estamos interessados em aplicar uma interpretação fundada no princípio da demanda efetiva como determinante da renda e de seu crescimento, assim como na utilização do argumento da tradição das finanças funcionais para entender o processo de acumulação líquida de ativos mobiliários privados. Em relação ao setor externo pretende-se deixar explícito que financiamento interno e externo, tanto do governo como do setor privado, não podem ser confundidos, como usualmente se faz na literatura sobre o tema.

Dessa forma, esta dissertação estará divida em mais cinco partes além desta introdução. No primeiro capítulo serão abordados os fundamentos teóricos com base na interpretação kaleckiana/keynesiana do princípio da demanda efetiva, a relação entre poupança e investimento, assim como o modelo de dois hiatos, o argumento das finanças funcionais, as relações entre fluxos e estoque das variáveis macroeconômicas e a discussão a respeito de *funding* e *finance.* Todas essas abordagens teóricas servirão de base para a argumentação contida nesse trabalho. No segundo capítulo apresentaremos os dados da economia brasileira referentes à década de 1970 de modo a analisar a questão do endividamento externo confrontando com as principais interpretações tradicionais do período. A mesma análise será feita no capítulo seguinte, no entanto abrangendo os dados concernentes à década de 1980. No capítulo 4 nos deteremos à análise dos condicionantes do endividamento interno, também para a década de 1980, e suas prováveis conseqüências para a economia brasileira. Por fim, serão expostas algumas conclusões.

CAPÍTULO 1

Princípios Teóricos para Análise do Desempenho Econômico Brasileiro nas Décadas 1970 e 1980

1.1 Introdução

As distintas abordagens teóricas mais abstratas que explicam o produto e a distribuição – abordagem marginalista e abordagem clássica com a adoção do princípio da demanda efetiva como explicação da determinação do produto e emprego – têm influência direta sobre os modelos macroeconômicos aplicados e as interpretações históricas distintas por estes fornecidas.

Modelos (ou aplicações à analise macroeconômica), como fundamento na ortodoxia marginalista, têm como característica central a tendência ao equilíbrio de longo prazo de pleno emprego com a remuneração dos fatores de produção segundo suas produtividades marginais. Nesta tendência se inclui o equilíbrio externo com uma taxa de câmbio que reflete a paridade de poder de compra entre os países bem como uma estabilidade no nível de preços. Essa tendência de longo prazo é dada por fatores de oferta, tais como: dotações de fatores, preferências intertemporais (consumo/poupança) e tecnologia (ou dinamicamente, maior ou menor geração de progresso técnico). Logo, os desequilíbrios de curto prazo, dentro desse paradigma, são identificados como resultado de falhas na operação dos mecanismos de longo prazo: rigidez no mercado de fatores, choques tecnológicos negativos, intervenção indevida no mercado monetário por parte do governo, e eventualmente mudanças nas preferências intertemporais dos agentes. As sugestões para a solução de tais desequilíbrios costumam ser a eliminação das rigidezes nominais (salários, preços e câmbio) e uma menor intervenção, ou maior neutralidade na relação do governo com a economia.

Por outro lado, dentro de uma abordagem na qual não são os elementos de oferta que determinam quantidades e distribuição, a determinação do produto e seu crescimento vão

depender diretamente do comportamento de componentes de demanda autônoma, tais como: exportação, consumo autônomo e gasto do governo. Já a distribuição resultaria da interação de variáveis institucionais (poder de barganha relativo de trabalhadores e empresários e o comportamento do banco central) bem como do próprio ritmo da acumulação e do seu impacto sobre o poder relativo das partes no conflito. Esse último componente também está na raiz dos fenômenos inflacionários, entendidos como a elevação persistente do nível geral de preços.

Apesar dessas linhas gerais serem razoavelmente identificáveis em análises ortodoxas/marginalistas e heterodoxas de situações empíricas e/ou históricas específicas, há alguns elementos mais específicos que não têm relação unívoca com uma ou outra abordagem geral de interpretação econômica.

A questão monetária, por exemplo, ilustra bem esse ponto. Dentro da tradição marginalista a moeda tradicionalmente é tratada em sua gênese como uma entre as muitas mercadorias que, devido a certas características gerais (divisibilidade, portabilidade, etc...), é escolhida para desempenhar o papel de meio de troca. Ou seja, um componente endógeno ao sistema econômico. Esse debate esteve de certa forma no cerne do *bullionist debate* onde um autor mais ortodoxo (ou quantitativista) como Ricardo, defendia que a emissão monetária deveria estar lastreada em ouro para justamente evitar excessos de emissão exógena do governo. Esse debate encontra eco posterior na discussão macroeconômica sobre moeda exógena e moeda endógena. Entretanto, mesmo nesse debate as posições nem sempre se dividem tão claramente entre as abordagens que seguem os princípios básicos expostos anteriormente.

Um dos maiores autores da tradição neoclássica, Knut Wicksell, desenvolveu um modelo de ciclo econômico tendo como base um mecanismo de expansão endógena da oferta de moeda, ou seja, dada uma taxa de juros, que é diferente da taxa natural, o setor privado expande (ou contrai, dependendo se a taxa monetária é inferior ou superior à taxa natural) sua atividade tendo acesso infinitamente elástico ao crédito bancário. Entretanto, como explicitado na frase anterior, a posição de equilíbrio do sistema só ocorre quando a taxa monetária de juros converge para a taxa natural, que por sua vez é dada pela produtividade marginal do capital. Essa característica demonstra a natureza fundamentalmente marginalista do modelo Wickselliano.

Por outro lado, a teoria geral de Keynes, ou pelo menos parte desta, que pretendeu romper com a ortodoxia da Lei de Say[6] tinha em sua estrutura um modelo de determinação do nível do produto no qual a taxa de juros se formava pela interação entre uma oferta exógena de moeda e a demanda do setor privado.

Apresentamos esse exemplo para apontar como, mesmo em modelos macroeconômicos muito abstratos, co-existem por vezes elementos que se encaixam em tradições teóricas distintas. Quando se trata de interpretar a macroeconomia de períodos históricos específicos essa dificuldade, que se anota mesmo em modelos mais abstratos, se amplia já que outros componentes como os condicionantes políticos, e mesmo certas inclinações político-ideológicas momentâneas dos intérpretes, acabam tendo um papel relevante.

Outro exemplo, que será melhor apresentado na seção 1.2, diz respeito à questão inflacionária. Normalmente, costuma-se associar a interpretação de inflação de custos à abordagem heterodoxa enquanto a inflação de demanda está ligada diretamente à tradição ortodoxa, marginalista. Entretanto, se em relação à ortodoxia essa afirmação é correta, o mesmo não se pode dizer em relação à abordagem heterodoxa. A interpretação da poupança forçada como estando na raiz do problema inflacionário em países em desenvolvimento é característica marcante da tradição heterodoxa tanto do ponto de vista mais abstrato[7] quanto do ponto de vista histórico/interpretativo[8]

São essas peculiaridades que estão no centro das preocupações desse capítulo. O que se pretende aqui é apresentar certos conceitos básicos, ou certos modelos macroeconômicos, que servirão como base para a interpretação da história econômica do Brasil, tendo como foco o setor externo, e seus impactos no setor interno da economia.

1.2 O Princípio da Demanda Efetiva no Esquema Kaleckiano de Determinação da Renda com Setor Público e Setor Externo

Nesta dissertação adota-se a interpretação do funcionamento da economia, no que diz respeito à determinação do produto e da acumulação, segundo o princípio da demanda efetiva

[6] Não cabe aqui debater o quanto a obra de Keynes rompe ou não com a heterodoxia marginalista, apenas registrar que, como explicitamente aponta Keynes, sua obra tinha a pretensão de romper com o dogma ortodoxo do seu tempo.
[7] Ver Kaldor (1978).
[8] Ver Lessa (1983), Furtado (1998) e Bastos (2001)

(PDE). Assim, o nível do produto, bem como a taxa de crescimento deste no longo prazo tem como explicação o comportamento do gasto autônomo e induzido no primeiro caso e do gasto autônomo no segundo. Uma vez adotado o PDE como elemento analítico central para o estudo das quantidades na economia, a poupança agregada passa a ser uma variável macroeconômica subordinada às decisões de gasto em investimento. Ao contrário de modelos onde os elementos de oferta são os determinantes do nível de produto e acumulação, neste caso não faz sentido pensar na poupança como uma restrição ao crescimento. Esta sempre se ajusta à demanda por investimento, ainda que o resultado final desse ajuste seja um processo de inflação persistente. Esse é exatamente o modelo de poupança forçada no qual a poupança potencial máxima, ou a propensão marginal a poupar, é inferior a parcela do produto que deve ser disponibilizada para a produção de bens de capitais, dadas as decisões de investimento tomadas por setor privado e governo.

Nesse mesmo sentido, a restrição de poupança não pode determinar um possível nível baixo de investimento, mas sim um nível de investimento a partir do qual a economia poderia ter inflação de demanda. Isto porque se o nível de investimento for maior que o nível de poupança potencial, haverá uma pressão para o aumento dos preços dado pelo excesso de demanda (aqui representado pelo investimento maior que a poupança potencial).

Ademais, esse processo fará com que os preços aumentem em relação aos salários nominais, aumentando a parcela dos lucros na renda. Uma vez assumido que os trabalhadores consomem toda a sua renda e que os capitalistas poupam mais do que consomem, o consumo agregado tenderá a ser reduzido, acomodando o aumento do investimento num período posterior. Esse processo levará a um aumento da poupança potencial. Assim sendo, o nível de investimento maior que a poupança potencial apenas levará a um aumento dessa poupança potencial. Isso leva a verificar que a poupança agregada não gera uma restrição ao nível de investimento

Deve-se anotar que esse é um caso extremo em que a poupança se ajusta não através de mudanças no nível de produto e sim através de uma mudança da distribuição sendo considerada por essa razão por um dos seus formuladores (Kaldor 1978) como uma teoria Keynesiana da distribuição. Essa teoria combinaria o PDE no longo prazo com a distribuição de renda sendo determinada por tal princípio. Independente das críticas que possam ser feitas a esta proposta teórica, ver Serrano (1995) e Cesaratto, Serrano e Stirati (2003), o importante a registrar

é que no longo prazo a poupança continua a ser determinada pelo investimento, ou sendo residual a uma decisão de gasto.

Dentro dessa abordagem, o gasto pode ser sempre abordado como uma "solução", seja esta para o problema da realização, dada uma capacidade produtiva já instalada, seja para um desejo de rápida acumulação. Em uma abordagem na qual não existe uma tendência natural de equilíbrio do produto ao nível de pleno emprego dos fatores de produção pelo funcionamento do princípio de substituição (ver Serrano 2001b) nem ao menos uma tendência para que a economia no longo prazo cresça a taxa de crescimento populacional e do progresso técnico, o gasto estatal é um fator determinante da própria trajetória da economia. O gasto estatal é um entre outros (como o gasto autônomo em consumo, exportações e, dependendo da interpretação do PDE, o investimento) elementos centrais a determinar uma trajetória de cada economia em particular, e sua ausência ou recuo pode significar uma menor ocupação da capacidade produtiva, no curto-prazo, ou uma menor taxa de acumulação, no longo-prazo.

Isso pode ser melhor entendido através do supermultiplicador sraffiano[9] que mostra o impacto dos gastos autônomos sobre o nível de produto da economia tanto no curto quanto no longo prazo. O supermultiplicador considera que uma parcela do consumo é induzida pela renda disponível (como no modelo keynesiano simples) e que o investimento também é induzido, pois depende da relação capital produto, da sua taxa de reposição e da taxa de crescimento esperada da demanda efetiva. Além disso, o supermultiplicador capta o caráter dual do investimento na economia, pois num momento ele é parte da demanda agregada e num segundo momento é capacidade produtiva. Assim sendo, o supermultiplicador depende inversamente da propensão marginal a poupar e diretamente da relação capital produto, da taxa de reposição do investimento e da taxa esperada de crescimento da demanda efetiva.

De acordo com Cesaratto, Serrano e Stirati (2003), considerando a taxa de crescimento esperada da demanda efetiva constante, assim como a parte do investimento, a capacidade produtiva irá crescer à mesma taxa da demanda efetiva atual. As diferenças entre esta

[9] Ver Serrano (1995). O supermultiplicador sraffiano é dado pela recíproca do denominador de $Y^* = \frac{Z}{s - v(d + g_e)}$, onde Y^* é o nível de demanda efetiva e produto; s é a propensão marginal a poupar; v é o coeficiente capital-produto, d é o coeficiente de reposição do investimento; e g_e é a taxa esperada de crescimento da demanda efetiva.

e a taxa esperada refletirão a diferença entre o nível de capacidade produtiva e o nível de demanda efetiva.

No entanto, no longo prazo ou no processo de acumulação, a taxa de crescimento da demanda efetiva atual se aproxima da taxa de crescimento esperada e a taxa de crescimento da capacidade produtiva (e o seu próprio tamanho) se ajusta à tendência da demanda efetiva. Assim, quanto maior a demanda efetiva, maior a capacidade produtiva. Esse fato evidencia a importância do impacto dos gastos autônomos (dentre eles o gasto do governo) sobre a demanda efetiva e consequentemente sobre a capacidade produtiva e o crescimento econômico. Para Serrano, "It is easy to see that, in this process, productive capacity will tend to grow at the rate at which autonomous expenditures are growing, since (...) it will not be possible to sustain growth without the expansion of autonomous expenditures". (Cesaratto, Serrano e Stirati, 2003, pág.44).

Serrano (1995) ainda considera que , como a taxa esperada de crescimento da demanda efetiva é endógena no longo prazo, tanto a taxa de crescimento atual da economia como a sua taxa esperada irão convergir para a taxa de crescimento dos gastos autônomos[10]. Dessa forma, pode-se perceber a importância dos gastos do governo na determinação da ocupação da capacidade produtiva no curto prazo e na taxa de acumulação no longo prazo.

Além do mais, para o curto-prazo essa interpretação pode ser visualizada com grande clareza através do esquema de reprodução Kaleckiano com governo e setor externo.

Kalecki (1983) aponta a equação da demanda agregada como:

$$Y = I + C_k + C_w + G + BC \qquad (1)$$

Onde :

Y = produto da economia

I = bens de investimento

C_k = bens de consumo dos capitalistas

C_w = bens de consumo dos trabalhadores

G = gastos o governo

BC = saldo da balança comercial

E a equação da renda como:

[10] Na equação do supermultiplicador da nota anterior, g_e é substituída por g_z, que é a taxa de crescimento dos gastos autônomos.

$$Y = P + W + T \quad (2)$$

Onde:

Y = renda da economia

P = lucro total

W = salário total

T = tributos

Pela igualdade entre e renda e produto, tem-se que:

$$P + W + T = I + C_k + C_w + G + BC \quad (3)$$

A partir da igualdade acima, pode-se acrescentar outras duas suposições. A primeira, é a de que os trabalhadores não irão consumir todo o seu salário, criando, assim, uma poupança dos trabalhadores. Essa poupança, então, será obtida pela diferença entre o salário total e o consumo dos trabalhadores. A outra suposição feita é de que os gastos do governo superam as suas receitas, incorrendo num déficit orçamentário do governo. Acrescentando essas hipóteses na equação (3) e isolando os lucros, obtém-se:

$$P = I + C_k – (W – C_w) + (G – T) + BC \quad (3')$$

Substituindo $(W – C_w)$ por S_w e $(G – T)$ por DG, fica:

$$P = I + C_k + DG + BC – S_w \quad (3")$$

Esta nova equação informa que o lucro total da economia aberta e com governo equivale à soma do investimento mais o consumo dos capitalistas, mais o saldo da balança comercial mais o déficit do governo, menos a poupança dos trabalhadores. A partir desta equação (3"), pode-se perfazer algumas observações.

Em relação à poupança dos trabalhadores, é possível verificar que um aumento desta conta induzirá a uma queda do lucro da economia. Isto porque, como visto, a poupança dos trabalhadores é igual ao salário menos o consumo dos trabalhadores. Se considerarmos que a poupança aumentou devido a uma queda no consumo dos trabalhadores, estando constante os salários dos trabalhadores dos três departamentos do modelo Kaleckiano[11], haverá também uma

[11] Kalecki, ao elaborar sua teoria, divide a economia em três departamentos e cada um produz tanto os bens finais quanto os bens intermediários que entram na composição dos bens finais. O primeiro departamento é responsável pela produção de bens de investimento. O segundo departamento se ocupa da produção de bens de consumo dos

queda no volume de vendas do terceiro departamento e conseqüente queda dos seus lucros, que não será compensada por um aumento dos lucros dos outros departamentos, incorrendo, assim numa queda no nível total dos lucros, ou seja, do produto agregado.

Por outro lado, um aumento no saldo da balança comercial, ou seja, na diferença entre exportações e importações de bens e serviços, acarretará em aumento do lucro total da economia. Para ver isto de forma melhor, suponha que o setor interno da economia exporte bens e serviços em maior quantidade que suas importações. O valor desse saldo comercial será decomposto entre lucros e salários. Uma vez que o salário é utilizado para a compra de bens de consumo dos trabalhadores, ele é convertido em lucro do departamento III. Essa situação somada ao aumento do lucro dos capitalistas se converte em aumento do lucro total da economia, o que pode ser ratificado pela equação (3”).

O resultado da inclusão do déficit orçamentário do governo na economia é semelhante ao do setor externo. A incidência dos impostos sobre os salários dos trabalhadores corresponde a uma diminuição do poder de compra desses trabalhadores, resultando numa queda do consumo dos trabalhadores e conseqüente queda no lucro do departamento III. Por outro lado, os impostos que incidem sobre o consumo dos capitalistas e os investimentos também representam uma diminuição do valor dessas contas, o que incorrerá em queda dos lucros. Estes dois fatos somados vão acarretar uma diminuição do lucro total da economia.

Todavia, considerando um aumento nos gastos do governo, isso significa que o governo está comprando mais bens produzidos pelos capitalistas, que se reverterá em aumento dos lucros dessa classe e conseqüentemente do lucro total da economia. Uma vez que estamos considerando a existência de déficit do governo – despesas maiores que receitas do governo –, pela equação (3”) verifica-se que esse déficit vai aumentar o lucro total da economia. Isso porque o déficit do governo tem sua contrapartida num superávit do setor privado, ou seja, o déficit do governo representa um aumento da dívida do setor público para com o setor privado, o que gera lucro para a economia. Dessa forma, é possível constatar a importância do déficit do governo para uma economia capitalista, sua relevância é verificada pela capacidade de aumento do volume do lucro – a inclusão do déficit do governo gera um lucro na economia maior do que se considerássemos apenas o investimento e o consumo dos capitalistas. A mesma conclusão se

---

capitalistas e o terceiro departamento da economia kaleckiana é responsável pela produção de bens de consumo dos trabalhadores.

chega com relação ao saldo positivo da balança comercial. Nas palavras de Kalecki (1983; pág.40): “O saldo da balança comercial e o déficit orçamentário é que permitem aos capitalistas auferir lucros sobre e acima de suas próprias compras de bens e serviços”.

Esse tipo de abordagem, inverte, como se vê, a leitura tradicional do curto-prazo sobre o impacto do setor público, ou um aumento do gasto/redução da tributação gerando um déficit público. Não só não se registra uma expulsão do setor público da economia como ao contrário, os lucros privados se elevam, o mesmo ocorrendo como a riqueza privada, com a acumulação de dívida pública por parte do setor privado.

1.3 As Relações entre Investimento e Poupança numa Economia Aberta e com Governo: Relações Funcionais e Identidades

Uma vez compreendido em seus termos mais gerais a determinação da renda e crescimento tendo como fundamento o PDE, utilizando-se a versão proposta por Kalecki, passa-se a esclarecer alguns mal entendidos que usualmente surgem da utilização de identidades de poupança e investimento agregadas numa economia aberta e com governo.

Pode-se considerar a economia aberta, onde o país tem relações comerciais e financeiras com o resto do mundo. A renda desse país será:

$$PN = C + I + G + X – M – RLEE \quad (4)$$

Onde:

C = consumo

I = investimento

G = gasto do governo

X = exportações

M = importações

RLEE = renda líquida enviada ao exterior

Sendo a poupança externa definida como o déficit em conta corrente do país, isto é, a diferença entre o que é importado e o que é exportado mais a renda líquida enviada ao exterior – que pode ser dividida entre o setor público (como juros pagos da dívida externa) e o setor privado (lucros, *royalties*, etc.). Dessa forma:

$$S_x = M - X + RLEE \quad (5)$$

onde, S_x é a poupança externa.

Agora que já foi descrita a poupança externa, pode-se chegar à igualdade entre poupança e investimento para uma economia aberta, acrescentando a poupança externa à equação da poupança interna com governo que é dada por:

$$I + Gi = Sp + Sg \quad (6)$$

ou

$$I + Gi = \{Y - T - C\} + \{T - Gc\} \quad (6')$$

Dessa forma, tem-se:

$$I + Gi = Sp + Sg + Sx \quad (7)$$

Considerando que a renda líquida enviada ao exterior é atribuída ao setor privado e ao setor público (ou seja, RLEE = RLEEp + RLEEg), a parte referente ao setor privado será redutora da poupança desse setor, visto que, está "vazando" renda. Da mesma forma ocorre com o setor público. Sendo assim, tomando a equação (6'), a equação (7) pode ser reescrita como:

$$I + G_i = (Y - T - C - RLEEp) + (T - G_c - RLEEg) + (M - X + RLEEp + RLEEg) \quad (7')$$

Pela equação acima, pode-se chegar à conclusão geral aqui demonstrada: o investimento determina a poupança. Suponha, primeiro, que haja um aumento da poupança externa via aumento da renda líquida enviada ao exterior por parte do setor público. Nesse caso, haveria um aumento da poupança externa, no entanto, haveria ao mesmo tempo uma queda da poupança pública e por conseqüência da poupança interna dessa economia, não tendo nenhum efeito sobre o investimento. De outra forma, pode-se pensar no aumento da renda líquida enviada ao exterior por parte do setor privado, isso levaria a uma queda da poupança privada e um aumento da poupança externa. Com isso, nenhuma alteração se daria no investimento ou na poupança agregada dessa economia.

Por outro lado, caso suponhamos um aumento do investimento, este acarretará num aumento na demanda agregada gerando uma elevação na renda total. Como é assumido que as importações e os tributos dependem da renda, ocorrerá um aumento da poupança privada (via aumento da renda), da poupança pública (via aumento dos tributos) e da poupança externa (via aumento das importações). Logo, é o investimento mais uma vez que está determinando a

poupança e não a recíproca. Um exemplo pode ser tomado a partir da suposição de uma valorização cambial, o que favorecerá as importações em detrimento das exportações. Isso gera, por um lado, uma elevação da poupança externa e por outro lado a uma queda do produto. Com isso, há uma queda da poupança privada (pela queda da renda) e da poupança pública (pela queda dos tributos), no entanto, nada ocorre com o nível de investimento.

1.4 Restrição Externa e Crescimento

Nas seções anteriores destacou-se o fato que seguindo o PDE, a poupança agregada é função do investimento e não o inverso tanto para os casos de economias fechadas como abertas. Buscou-se também esclarecer algumas confusões que costumam ocorrer quando se insere o conceito de poupança externa dentro da análise macroeconômica. Seguindo-se essa abordagem a restrição a um maior nível de emprego/ocupação da capacidade produtiva, no curto prazo, e crescimento no longo prazo decorre de deficiências de demanda efetiva. Entretanto, desde os primórdios da interpretação heterodoxa Latino Americana (Prebisch 2000) a chamada restrição externa vem ocupando papel relevante para explicar uma limitação ao maior crescimento da América Latina. Essa preocupação está refletida, especificamente no que diz respeito à análise da história econômica brasileira em Furtado (1998) que nos capítulos XXI até XXVII aponta a existência de uma tendência estrutural ao desequilíbrio externo que teria como conseqüência não só a formação de pressões inflacionárias persistentes como também uma pressão sobre o crescimento. É bem verdade que essa reflexão dos fundadores da teoria do desenvolvimento Latino Americana reforçava aspectos estruturais das dificuldades encontradas nos seus processos de acumulação pelos países desta região, como o problema das elasticidades associado à tendência a deterioração nos termos de troca. Entretanto, apesar de lidar com categorias mais amplas e histórico-estruturais da teoria do desenvolvimento, as idéias originais de Prebisch e Furtado têm uma contra-face macroeconômica óbvia. A teoria do desenvolvimento dos anos 1950 que tem na América Latina, em Prebisch e Furtado dois dignos e relevantes representantes, entretanto, adotava uma postura explicitamente clássica em relação à determinação do produto e ao processo de acumulação. Ou seja, não seguia as idéias do PDE ainda que Furtado, por exemplo, (Furtado 1998, cap. XXXI), para explicar a recuperação da economia nos anos 1930 tenha se valido de uma abordagem explicitamente Keynesiana.

Uma forma de estabelecer essa ponte entre um princípio teórico geral aplicado às economias Latino Americanas e a teoria macroeconômica propriamente dita pode ser alcançado com o estudo dos modelos de dois hiatos que tiveram grande relevância nas teorias neo-estruturalistas dos anos 1970. Essa leitura deve ser feita com devidas ressalvas para que possa ser usada como instrumento analítico válido dentro de uma abordagem mais geral de demanda efetiva[12].

O Modelo de Dois Hiatos, concebido originalmente por Chenery na década de 1960[13], foi desenvolvido para analisar o crescimento econômico de países em desenvolvimento. Fazendo um paralelo a outras concepções, esse modelo incorpora, por um lado, o conceito de estrangulamento externo formulado pela CEPAL e por outro, o modelo de Harrod-Domar que relaciona crescimento econômico e oferta de poupança – o hiato de poupança. De acordo com o Modelo de Dois Hiatos, há dois tipos de obstáculos ao investimento e, por conseqüência, ao crescimento econômico de um país. O primeiro obstáculo seria a falta de poupança, denominada hiato de poupança e o segundo obstáculo seria a insuficiência de divisas, ou hiato de divisas[14]. Particularmente no Brasil o modelo de dois hiatos foi – e continua sendo – bastante utilizado para justificar que o baixo crescimento econômico apresentado na década de 1980 decorreu da falta de poupança, supostamente necessária para "financiar" o crescimento econômico[15].

Como o próprio nome explicita nesse modelo, supõe-se a existência de dois hiatos: o hiato de divisas e o hiato de poupança. Obviamente, a existência de um hiato de poupança, que se caracteriza pela insuficiência de oferta de poupança em países em desenvolvimento com efeitos negativos sobre o investimento, conforme esse modelo se baseia, contradiz o desenvolvimento anterior aqui adotado no qual a poupança determina o investimento. Assim, como para essa teoria é a poupança que determina o investimento, o hiato de poupança representa a insuficiência de poupança que garantiria um elevado nível de investimento e, consequentemente, de crescimento econômico sustentado no longo prazo. O mesmo raciocínio, porém, para a renda do resto do

[12] Vale ressaltar que a "continuação" teórica do estruturalismo Cepalino, a escola da UNICAMP não incorporou a sua interpretação a restrição externa como um elemento central (ver Serrano 2001b sobre a superendogenia campineira). Existem outros trabalhos de linhagem heterodoxa ligadas a crescimento com restrição externa, como os modelos de Thirwall e Macombie mas que não serão aqui analisados.
[13] Ver Chenery (1962, 1966).
[14] Atualmente existe uma extensão ao Modelo de Dois Hiatos que incorpora mais um hiato, denominado Modelo de Três Hiatos. De acordo com este, o terceiro hiato seria o fiscal, isto é, haveria uma insuficiência de investimento estatal em infra-estrutura e indústrias básicas, consideradas essenciais para economias em desenvolvimento.
[15] Ver, por exemplo, Souza & Jayme (2002) e Giambiagi & Além (1997).

mundo, pode ser utilizado para a argumentação do hiato de divisas. É precisamente essa parte do modelo que nos interessa mais diretamente. Entretanto, é importante ressaltar que a transição do hiato externo para hiato de poupança como elemento explicativo do baixo crescimento na segunda metade dos anos 1980 foi uma característica importante na interpretação de diversos autores como pode ser visto em Willcox (1999, capítulo 2). Uma vez feita essa importante ressalva podemos passar à exposição da construção do hiato de recursos como elemento crucial para explicar a taxa de crescimento dos países em desenvolvimento.

O modelo de dois hiatos, em sua formulação, incorpora os países em desenvolvimento, principalmente no que diz respeito à dificuldade de tais países de acessarem o mercado financeiro internacional e, por conseguinte, de suprir suas necessidades de moeda de aceitação mundial para realizar as compras dos bens que não são produzidos internamente. Em se tratando de países em desenvolvimento, na maioria das vezes é observada em seu território a ausência de indústrias produtoras de bens que incorporem progresso técnico, como é o caso das indústrias de bens de capital. Dessa forma, quando um país em desenvolvimento busca aumentar seus investimentos, normalmente ele precisa recorrer à importação de máquinas e equipamentos. Ocorre que, para importar tais bens, esse país precisa dispor dos dólares necessários à sua compra. Geralmente, esses dólares são obtidos através da exportação de bens e serviços. No entanto, essa economia pode passar a ter problemas quando a disposição de dólares para a compra de máquinas e equipamentos do exterior é insuficiente para tal transação. É neste sentido que é suposto o hiato de divisas proposto pelo modelo de dois hiatos. Para uma melhor visualização, isso pode ser mostrado esquematicamente como se segue.

As importações de um país podem ser divididas entre importações de máquinas e equipamentos (M_{bk}) e importações de bens e serviços de consumo (M_{bc}), sendo que M_{bk} é igual a uma parcela do total dos investimentos, isto é:

$$M_{bk} = mI \qquad (8)$$

Onde $0 < m < 1$ é a proporção dos investimentos importados e I é o investimento total.

Além de este país importar bens e serviços de capital e de consumo, ele também exporta bens e serviços para outros países. Dessa forma, para se obter as exportações líquidas do país, basta subtrair do total exportado, os bens e serviços de consumo que foram importados, ou seja:

$$XL = X - M_{bc} \qquad (9)$$

Por outro lado, a equação do Balanço de Pagamentos é dada por:

$$BP = X - M - RLEE + F \quad (10)$$

Onde,

BP = balanço de pagamentos

F = entrada líquida de capitais autônomos

Supondo que o país queira maximizar o investimento e ao mesmo tempo não queira perder reservas, isto significa que o saldo do balanço de pagamentos deve ser nulo, ou seja:

$$0 = X - M - RLEE + F \quad (10')$$

ou

$$(M - X) = (F - RLEE) \quad (11)$$

Isto significa que a entrada de divisas por meio de exportações e capitais autônomos deve ser suficiente para compensar as saídas de divisas pelas importações e pela renda líquida enviada ao exterior.

Prosseguindo, deve-se substituir (8) e (9) em (11) para se obter o hiato de divisas:

$$\{(mI + M_{bc}) - X\} = (F - RLEE) \quad (12)$$

Isolando o investimento,

$$I = (1/m)\{XL + (F - RLEE)\} \quad (13)$$

Suponha agora um nível máximo de exportações líquidas dado por XL^* determinado exogenamente pela demanda do resto do mundo por nossos produtos, onde essa demanda é assumida como sendo dada por uma renda potencial do resto do mundo, então:

$$I = (1/m)\{XL^* + (F - RLEE)\} \quad (13')$$

O nível máximo de exportações líquidas dado por XL^* pode ser considerado a capacidade máxima das exportações para garantir as importações de bens de capital e m está diretamente relacionado à elasticidade renda das importações e quanto maior m, maior será a restrição dada pelo hiato de divisas.

Dessa forma, o modelo de dois hiatos prevê que o investimento efetivo seja menor que o investimento potencial, devido à insuficiência de divisas que garantiria a importação de bens de capital necessários para manter o nível de investimento potencial.

Assim sendo, o modelo de dois hiatos, ao incorporar o hiato de poupança e hiato de divisas, e baseando-se na concepção de que a oferta determina a demanda, defende que estes hiatos serão responsáveis pelo baixo crescimento econômico de países em desenvolvimento. No entanto, cabe, agora, fazer algumas considerações críticas a este modelo.

Quando o Modelo de Dois Hiatos foi primeiramente formulado por Chenery na década de 1960, seu objetivo era mostrar dois possíveis problemas – o hiato de poupança e o hiato de divisas, como visto – que poderiam acarretar em falta de investimento e, por conseguinte, em falta de crescimento econômico (inclusive de longo prazo) para países em desenvolvimento. Posteriormente, esse modelo foi bastante difundido, principalmente no Brasil na década de 1980[16], onde seus estudiosos buscaram aplicá-lo para explicar os baixos investimentos e o baixo crescimento econômico durante toda a década. Para esses economistas adeptos do Modelo de Dois Hiatos, o principal problema da falta de investimentos no Brasil se dava em decorrência da falta de poupança, daí uma importância maior dada ao hiato de poupança[17].

Apesar de destacar a importância dos problemas que um déficit externo elevado e seu financiamento podem trazer para o crescimento econômico, é importante ressaltar os possíveis equívocos teóricos que se comete na adoção desse modelo de caráter normativo quando aplicado de maneira positiva ao caso de economias em desenvolvimento, como a brasileira. Conforme Serrano e Willcox (2000), geralmente os teóricos do Modelo de Dois Hiatos, por um lado, confundem taxa de poupança ou propensão média a poupar com propensão marginal a poupar e, logo, passam a valorizar o hiato de poupança como problema para geração de investimentos e, por outro lado, esses estudiosos pressupõem que toda entrada de divisas no país se destina à compra de bens de capital, daí a falta de divisas seria importante para a falta de investimentos.

Em relação ao hiato de poupança, é necessário identificar algumas suposições adotadas que podem levar a conclusões divergentes da teoria aqui adotada. Em primeiro lugar, é preciso destacar que, em se tratando de economias capitalistas, mesmo que sejam economias em desenvolvimento, é factível o funcionamento do mecanismo do princípio da demanda efetiva,

[16] Para mais detalhes ver Willcox (1995).
[17] Ver, por exemplo, Castro e Souza (1985) e Bacha (1989).

segundo o qual, como visto anteriormente, uma variação num gasto autônomo provoca uma variação mais que proporcional no produto e na renda da economia.

De acordo com esse princípio, o investimento é autônomo em relação à poupança potencial e, pela variação do nível de renda, é capaz de determinar a poupança realizada ou efetiva. Dessa forma, ao assumir o princípio de demanda efetiva, o mecanismo que explica o baixo nível de investimento decorrente da falta de poupança – que é medida pela diferença entre a poupança potencial e a poupança realizada – passa a não ter sentido, haja vista que pelo princípio da demanda efetiva, é o investimento que determina a poupança e não o contrário, como pressupõe o modelo de dois hiatos.

Em relação ao hiato de divisas, para que essa hipótese seja considerada um dos empecilhos ao crescimento econômico, é necessário pressupor que todas as divisas possuídas por um país em desenvolvimento sejam utilizadas exclusivamente para a importação de bens de capital, o que, naturalmente não é observado na realidade, já que a entrada de divisas pode se dar para fechar o balanço de pagamentos – ou para um aumento de reservas, ou por transferências unilaterais – não implicando, necessariamente, em exclusivamente compra de bens de capital. De qualquer forma, caso haja uma forte restrição de divisas, esse pode ser de fato um empecilho ao crescimento.

Pode-se resumir o que, até aqui, a abordagem macroeconômica de fluxos, tendo como fundamento teórico o PDE, fornece instrumentos analíticos para interpretar o desempenho econômico brasileiro nas décadas de 1970 e 1980. Em primeiro lugar, o maior ou menor crescimento econômico deve se explicar pelo comportamento mais ou menos expansivo dos gastos autônomos como gastos do governo, consumo autônomo e exportações, bem como o funcionamento do acelerador, ou seja: como os gastos induzidos de investimento responderam à trajetória dos gastos autônomos. Vale destacar que se por alguma razão tal gasto privado em investimento não reagir aos estímulos dos gastos públicos (e/ou das exportações) haverá uma acumulação de riqueza privada na forma de dívida púbica. Como visto na equação (3”) a sustentação do lucro privado, ou alternativamente, do nível de produto em valor mais elevado por ação do gasto público, tem como conseqüência a acumulação de dívida pública.

Em segundo lugar, destacamos o papel relevante que a restrição externa pode ter para o mesmo crescimento econômico. Caso haja financiamento externo, uma deterioração dos termos de troca ou das condições de pagamentos externos (por exemplo, juros internacionais e/ou

spread), dada uma necessidade de importação de bens de capital para uma certa taxa de investimento/crescimento econômico, resultará no acúmulo de dívida externa. Caso esse recurso não esteja disponível, a restrição externa pode representar uma barreira real, em moeda estrangeira, ao crescimento de um país.

Das soluções para o maior crescimento, ou mesmo manutenção de um nível de produto desejado através do gasto público, resulta na acumulação de passivos externos ou internos. A acumulação desses passivos nos introduz naturalmente a considerações sobre o impacto que o acúmulo de estoques pode ter sobre os fluxos macroeconômicos. Como salientado anteriormente, a chamada macroeconomia dos estoques se encontra em um estado de desenvolvimento ainda substancialmente menor que a macroeconomia dos fluxos. Não é objetivo nessa seção realizar um resumo ou síntese das principais abordagens heterodoxas da macroeconomia de fluxos. O que faremos na próxima seção será simplesmente apresentar algumas interpretações que tratam explicitamente da importância dos estoques para usá-las como referência analítica nos capítulos aplicados dessa dissertação.

1.5 Déficit Público e Dívida Pública e a Teoria das Finanças Funcionais

O argumento “kaleckiano” ou de demanda efetiva de que o governo deve atuar na economia por meio de déficits públicos pode ser questionado pelo lado do impacto que tais déficits gerariam sobre os estoques de riqueza privada.

O argumento mais usual diz respeito à emissão de moeda, que poderia gerar pressões sobre a inflação, caso o setor privado não mais desejasse manter parte de sua riqueza em forma de moeda fiduciária interna. A opção a essa indesejada monetização do déficit público, o acúmulo de dívida pública, poderia, no longo-prazo, levar a “quebra do governo”, ou seja, que este não pudesse honrar seus compromissos de “pagar” essa dívida. Vamos separar esse argumento em dois tópicos utilizando como referência os trabalhos do teórico das finanças funcionais Abba Lerner (Lerner 1943, 1951) e seu divulgador mais recente Wray (2003).

A abordagem das finanças funcionais assume o princípio da demanda efetiva e que a economia não opera necessariamente na plena capacidade de utilização de seus recursos. Por isso, defende a atuação do governo através do aumento dos gastos públicos e/ou da redução da tributação como meio de sustentar a demanda agregada da economia. Lerner recomenda, até

mesmo, que o governo incorra em déficits constantes para sustentar a demanda agregada e, consequentemente, a taxa de crescimento da economia.

De acordo com as finanças funcionais, a tributação não é utilizada como meio de financiamento dos gastos do governo, mas sim como instrumento de controle da renda disponível dos agentes privados. Nas próprias palavras de Lerner (1943, pág. 40) "An interesting corollary is that taxing is *never* to be undertaken merely because the government needs to make money payments (…) Taxation should therefore be imposed only when it is desirable that the taxpayers shall have less money to spend". Assim, o financiamento dos gastos do governo deve ser feito por emissão de moeda, cujo monopólio de emissão é do próprio governo e que será aceita pelo público porque o governo estabelece esta moeda instrumento de pagamento dos impostos.

Em outros termos, se o governo decide realizar algum gasto, ele paga este gasto emitindo sua moeda, entretanto, se os agentes econômicos não demandassem esta moeda, o governo não conseguiria realizar tais gastos. Dessa forma, ao estabelecer o imposto como uma obrigação aos agentes econômicos do país, o governo faz com que estes agentes demandem a moeda que ele emite a fim de poder pagar os impostos[18]. Como a maioria dos agentes precisa pagar impostos, a moeda emitida pelo governo será aceita por todos os agentes também como meio de troca. Por outro lado, o propósito dos títulos, tal qual dos impostos, não é o de financiar os gastos do governo. Os títulos deveriam ser emitidos apenas caso o governo desejasse que o público detivesse menos papel moeda (caso haja um excesso de moeda em circulação) de modo a ajustar o *portfólio* de riqueza dos agentes privados.

A defesa de que déficits contínuos elevariam a dívida interna do governo a um patamar que poderia levar ao não pagamento dessa dívida também é questionada. Os títulos da dívida do governo podem ser trocados por papel moeda a qualquer momento. Eles são apenas uma opção que rendem juros em relação a um ativo que não rende juros (moeda) aos agentes privados. Sendo assim, é um argumento muito vago defender que o governo não seria capaz de pagar uma dívida que tem contrapartida na moeda que ele emite. Mais questionado ainda seria

[18] Segundo Wray, "o público não abriria mão de bens e serviços para o governo em troca de notas e moedas, de outro modo sem valor, a menos que houvesse boa razão para fazer isso. A razão principal pela qual o público aceita moeda fiduciária é porque tem obrigações tributárias para com o governo". Entretanto, "isso não deve ser confundido com o argumento de que a população aceita moeda somente por causa da obrigação tributária ... A obrigação tributária é uma condição suficiente mas não necessária para a 'aceitação' de moeda estatal". Wray (2003), pág. 101.

crer que existiria um dia escatológico, no qual os agentes privados correriam ao mesmo tempo para trocar o ativo que rende juros por aquele que não rende juros[19].

1.6 Déficit e Dívida Pública e Estoque de Dívida Privada

Até este ponto considerou-se o PDE, a partir da apresentação Kaleckiana, estabelecendo a relação entre fluxos. Na seção anterior mostrou-se como a acumulação de passivos públicos, que são contrapartida do déficit público, segundo a abordagem das finanças funcionais, não encontra nenhum limite a sua expansão. Tais déficits, por sua vez, são resultados de políticas do governo com o objetivo, macroeconômico, de manter a economia em certo nível de produto/emprego. Nessa seção será examinado o outro lado da acumulação de ativos: a acumulação de estoques privados e formulação de hipóteses de como essa acumulação poderia afetar os gastos privados em investimento. A apresentação seguirá de perto o trabalho de Willcox (2005) remetendo também às contribuições originais de Steindl (1982, 1983).

Em relação ao modelo Kaleckiano tradicional apresentado acima, Steindl adiciona a figura do rentista. Agora as famílias são compostas por trabalhadores e rentistas. Os trabalhadores auferem salários e gastam em bens de consumo dos trabalhadores. Da mesma forma que em Kalecki (1983), os trabalhadores gastam o que ganham, pois consomem todo o seu salário em bens de consumo assalariado e não têm acesso a crédito e nem possuem ativos. Por outro lado, os rentistas fazem empréstimos às empresas e obtêm em troca rendas advindas dos juros referentes a estes empréstimos[20]. Esses rentistas, por sua vez, gastam em bens de consumo dos rentistas[21], no entanto, por causa do seu acesso ao crédito e porque possuem ativos acumulados, os rentistas realizam poupança, que representa a poupança das famílias.

O outro grupo presente nessa economia é o das empresas. Elas contraem empréstimos das famílias (rentistas) e recebem receitas a partir das vendas de bens de consumo para as famílias – dos trabalhadores e dos rentistas – e bens de capital para as empresas. Essas receitas descontados os salários pagos aos trabalhadores e os juros pagos aos rentistas devem ser igual à

[19] Para um estudo mais aprofundado do tema, ver Ciccone (2002).
[20] De acordo com Willcox (2003, 2005), a principal característica desses rendimentos auferidos pelos rentistas é a sua inflexibilidade para com o nível de atividades, pois sua remuneração depende, fundamentalmente, da taxa de juros.
[21] A soma dos bens de consumo dos trabalhadores e dos rentistas estabelece o consumo agregado dessa economia.

poupança das empresas. Essa poupança, que é equivalente à acumulação interna da empresa, será igual ao lucro que é todo retido pela empresa.

Partindo da equação (2) apresentada acima, consideremos uma economia, em princípio fechada e sem governo, mas incluindo agora o consumo dos rentistas (C_r). Assim em (3) desconsideramos G, T, BC, e acrescentamos como gasto autônomo o consumo dos rentistas tem-se:

$$P= I + C_r \qquad (14)$$

ou seja, o lucro das empresas depende do gasto em investimento das próprias empresas e do consumo dos rentistas. Expande-se por assim dizer, a máxima de que os capitalistas ganham o que gastam para incluir uma nova classe. Agora os capitalistas ganham o que estes, como classe, gastam (supondo que os trabalhadores não poupem), e o que os rentistas gastam.

Para que existam rentistas deve existir uma dívida, que no caso dos trabalhadores não pouparem só pode ser um ativo dos rentistas e um passivo das empresas. Assim re-arranjando os termos da equação 14 e adicionando de ambos os lados o fluxo de juros pagos sobre o estoque de dívida passada tem-se a equação da poupança agregada dividida em suas duas parcelas (poupança das empresas e rentistas):

$$I = (P - iD^B_{-1}) + (iD^B_{-1} - C_r) \qquad (15)$$

Onde:

i = taxa de juros cobrada pelos empréstimos

D^B = estoque de dívida das empresas junto aos rentistas.

Esta equação pode ser re-escrita de forma sintética como:

$$I = Se+S_R \qquad (15')$$

Onde:

S_e = poupança das empresas

S_R = poupança dos rentistas

Ou seja, continua válida a afirmativa Kaleckiana que o investimento determina a poupança. Entretanto, agora apesar da poupança agregada continuar (o lado direito da equação) a ser determinada pelo lado esquerdo da equação, há uma mudança em seus componentes específicos. Suponha uma queda no consumo dos rentistas. Segundo o PDE Kaleckiano isso não afetará, em princípio a poupança agregada que tem que ser determinada pelo investimento. Isso é facilmente verificado na equação (15). Se C_r cai o segundo termo do lado da equação aumenta,

ou seja a poupança dos rentistas aumenta. Entretanto, Pode-se ver por (14) que automaticamente os lucros dos capitalistas diminuem, na mesma proporção, ou seja: uma mudança do consumo dos rentistas não afeta a poupança agregada e sim o lucro dos capitalistas e por conseqüência a sua poupança. Vale ressaltar que esse resultado é verdadeiro para uma taxa de juros dada, como adotado no modelo de Steindl. No caso inverso de aumento do consumo dos rentistas e queda da sua poupança, uma elevação dos lucros dos capitalistas compensará tal efeito.

Vamos observar agora a contrapartida dessas mudanças na composição da poupança agregada no estoque de dívida privada.

Sabe-se que o passivo das empresas é o ativo dos rentistas (ou das famílias rentistas), que por sua vez surge da poupança desse grupo. A equação (16) explicita a relação entre poupança dos rentistas e sua acumulação de ativos:

$$Sr = iD^{B}_{-1} - C_R = \Delta D^{B} \qquad (16)$$

Assim pode-se verificar em (16) que a redução do gasto em consumo dos rentistas implicará num aumento de seu ativo tendo como contrapartida um aumento do passivo das empresas. As empresas vendem menos, e, assim, terão que se endividar junto aos rentistas, para financiar seu gasto em investimento. Dessa forma, o mesmo investimento será financiado, após a queda no consumo dos rentistas, por um volume maior de empréstimo junto às famílias. Esse processo é chamado por Steindl (1983) de endividamento forçado.

Nesse ponto é introduzida uma norma de estoques, o ponto crucial nesse tipo de modelo. Seja O endividamento das firmas planejado e proporcional à razão entre o estoque da dívida e o estoque de capital, isto é:

$$h = \frac{D_e}{K} \qquad (17)$$

Onde:

h = a taxa de endividamento das empresas

D_e = o estoque de dívida das empresas

K = o estoque de capital

Supondo, para simplificar, que os estoques iniciais de dívida e capital são nulos a equação (17) se transforma em:

$$D = Sr/I \qquad (18)$$

A peculiaridade dessa norma é que o denominador e numerador são determinados autonomamente. O numerador é determinado pelas decisões de gasto dos rentistas e o denominador pelas decisões dos empresários. Este problema ocorre principalmente porque a poupança das famílias não é controlada pelas empresas e é a relação entre poupança das famílias e poupança agregada que determina o grau de endividamento das firmas. Mesmo relaxando a hipótese de estoques iniciais nulos para que a norma *h* seja mantida num nível desejado, é preciso que os estoques de capital e de dívida cresçam à mesma taxa.

Vamos supor uma situação em que aumente a poupança privada através da queda do consumo dos rentistas. Nesse caso aumenta o endividamento das firmas, como mostrado acima. Se o investimento de alguma forma é sensível às vendas, ou se as empresas são sensíveis ao aumento de sua dívida com os rentistas, poderão reduzir o investimento. Esse efeito entretanto, que reduz o numerador terá como conseqüência, uma piora ainda maior do *h*, ou seja, um afastamento ainda maior da norma[22].

Em outras palavras, se as empresas reagem ao seu endividamento forçado reduzindo o investimento, o resultado dessa redução será o oposto do pretendido. Olhando esse comportamento através da equação (15), supondo que as empresas operem uma redução no investimento, a poupança agregada será reduzida no mesmo montante. O resultado nos componentes dessa poupança agregada, todavia, é diferente: a poupança das famílias continua inalterada, pois o consumo dos rentistas é suposto autônomo e sua renda não se modifica (pois os juros permanecem constantes); entretanto, a poupança das firmas se reduz na mesma proporção da queda do investimento, pois como os lucros dependem do investimento, eles serão reduzidos na mesma proporção da diminuição do investimento. Visto que a poupança das famílias não se altera, elas continuarão emprestando às empresas. Dessa forma, ocorre, então, que as empresas terão um nível menor de investimento sendo financiado por um volume maior de empréstimos, o que eleva o grau de endividamento das empresas. Se a tentativa de voltar ao grau de endividamento planejado for novamente uma queda no investimento, todo esse processo se repetirá e o resultado disso será uma contínua elevação do endividamento das empresas, uma queda cada vez maior do investimento e, por conseguinte, uma diminuição da taxa de

[22] Hipoteticamente, considerando-se o investimento inteiramente autônomo poder-se-ia aventar a hipótese de um crescimento do investimento compensando a queda do consumo dos rentistas e mantendo a norma inalterada. Nesse caso teríamos um esquema de acumulação a la Tugan, com o investimento puxando a demanda e realizando a produção de uma capacidade produtiva ampliada.

crescimento da economia. Dinamicamente poder-se-ia pensar inclusive num aumento da poupança privada, já que para uma dada taxa de juros o estoque da dívida estará aumentando, e assim o fluxo de receita dos rentistas.

A inclusão do setor Governo na economia que antes era composta apenas pelas famílias e pelas empresas resolverá o problema de uma possível crise financeira neste modelo de Steindl e da conseqüente restrição ao investimento e ao crescimento. O governo receberá uma renda através dos impostos arrecadados da tributação sobre as famílias e as empresas menos as transferências de recursos efetuadas a esses setores. Por outro lado, ele realiza gastos correntes e efetua pagamentos de juros da dívida pública que está nas mãos das famílias[23]. A inserção do governo será representada pela modificação na equação (14) com o gasto público sendo adicionado ao dispêndio autônomo e a receita tributária pelo lado da alocação da renda:

$$P + T = I + C_r + G \qquad (19)$$

Que pode ser re-escrita como:

$$P = I + C_r + G - T \qquad (19')$$

Onde

T = tributos livres das transferências arrecadados pelo governo

G = gastos do governo

Assim como feito anteriormente soma-se e subtrai-se os fluxos de renda gerados pela posse dos estoques de riqueza. Com a inclusão do governo passam a existir dois estoques de dívida: o estoque emitido (passivo) pelas empresas e o emitido pelo governo, ambos ativo/propriedade dos rentistas:

$$I = (P - iD^{B}_{-1}) + (iD^{B}_{-1} + iD^{G}_{-1} - C_R) + (T - G - iD^{G}_{-1}) \qquad (20)$$

A equação (20) é equivalente à equação (15) com a inclusão da poupança do setor público. Deve-se anotar, também, que os rentistas recebem parte de sua renda dos juros que incidem sobre a dívida pública.

Nessa nova formulação uma queda no consumo dos rentistas pode ter conseqüências inteiramente diversas das registradas anteriormente. Basta supor que o governo decide aumentar seus gastos no mesmo montante da queda do consumo. Essa redução no consumo levará a um aumento da poupança dos rentistas. Uma vez que numa economia com governo os lucros

[23] Com a inclusão do setor público, as famílias passam a pagar imposto ao governo e a adquirir novos ativos como título da dívida pública e base monetária.

dependem do investimento, do consumo dos rentistas e do déficit público[24], a queda do consumo e o aumento dos gastos do governo na mesma proporção não levará a alterações nos lucros das empresas, assim, a poupança das empresas não se modifica e há um aumento no déficit público na mesma proporção do aumento dos gastos do governo.

O aumento no déficit público implica que ele deverá ser financiado através da emissão monetária que será absorvida pelas famílias, cuja poupança aumentou[25]. Por causa da atuação do setor público, o grau de endividamento das empresas permaneceu o mesmo, mantendo, consequentemente, o mesmo montante de endividamento e de investimento, sem que ocorresse o processo de endividamento forçado e a queda na taxa de crescimento da economia.

Continuando, suponha que por uma decisão autônoma das empresas, haja uma queda no investimento e um aumento nos gastos do governo no mesmo montante. Conforme anteriormente, a queda do investimento implicará uma queda na poupança agregada, mas com o aumento do gasto público, o lucro permanece inalterado. Assim sendo, a poupança das firmas e das famílias permanece constante. Por causa do aumento dos gastos públicos, o governo incorre em déficit, que precisa ser financiado pela emissão de moeda. Essa nova emissão será absorvida pelas famílias que modificam a composição de seu *portfólio* porque as firmas reduzirão seu endividamento junto às famílias, de modo a manterem seu grau de endividamento constante.

Dessa forma, pelo argumento apresentado por Steindl (1982), a presença do setor público incorrendo em déficits evita que as firmas tenham de se endividar mais que o planejado por elas e, consequentemente, evita uma crise financeira e redução do crescimento econômico.

Para o caso de uma economia aberta, esquema idêntico se aplica. Os efeitos de um saldo positivo na balança comercial são semelhantes ao do déficit público, isto é, os lucros macroeconômicos são sustentados por um superávit na balança comercial. No entanto, segundo Steindl (1989), haveria um impedimento prático para sustentar os lucros e a taxa de crescimento econômico através de um superávit na balança comercial. Isso decorreria, principalmente, porque este saldo positivo seria buscado por todos os países, o que deixaria os países mais desenvolvidos – que conseguiria com mais facilidade esse superávit – em vantagem em relação aos países

[24] Para o caso de uma economia com governo, a equação do lucro fica $L = C_r + I + DG$.

[25] Para uma grande parte dos economistas, o governo pode financiar os gastos públicos pela emissão monetária e pela emissão de títulos, no entanto, seguindo Wray (2003), deve-se considerar que a emissão de títulos serve apenas para que os agentes privados (nesse caso particular, as famílias) ajustem seu *portfolio* a uma taxa de juros. Isto significa que os agentes têm a opção entre deter moeda, que não é remunerada ou títulos que rendem juros. Neste sentido, reforça-se a idéia de que a única forma de financiamento dos gastos do governo é pela emissão de moeda.

menos desenvolvidos – que teriam dificuldades em atingir saldos comerciais superavitários –, uma vez que o saldo positivo na balança comercial não conseguiria ser alcançado por todos os países simultaneamente. Dessa forma, Steindl reforça a idéia de necessidade da atuação do governo incorrendo em déficits como o agente principal da economia capaz de sustentar a demanda agregada e o crescimento econômico.

O modelo de Steindl apresentado nessa seção é uma, por assim dizer, "tradução" do esquema Kaleckiano de fluxos para uma análise de estoques. A diferença básica pode ser encontrada na reação dos empresários a uma regra fixa de endividamento. O não cumprimento dessa regra acarreta uma mudança nos gastos, ou nos fluxos. Caso ocorra o endividamento forçado descrito acima, a empresa reduzirá seu endividamento para tentar voltar a sua norma de estoques. Como visto acima, também, esse esforço apenas levará a deterioração ainda maior desse indicador de equilíbrio de estoques. Apenas, a intervenção do setor público e externo será capaz de re-estabelecer tal equilíbrio. Nesse caso a intervenção pública é estabilizadora, sendo que esse efeito positivo se faz sentir a partir do respeito a uma norma de estoques. Há duas hipóteses do modelo que são de alguma forma relaxadas em outras abordagens heterodoxas que levam em consideração a importância dos estoques para explicar o comportamento dos fluxos de gasto: a rigidez das taxas de juros e o automatismo do financiamento dos déficits do setor privado empresarial pelo setor privado não financeiro (no caso da terminologia do modelo anterior, os rentistas).

O último componente está diretamente relacionado à divergência entre *funding* e *finance* e o segundo as preocupações Minskianas de instabilização do sistema econômico pela elevação dos juros *vis-a-vis* as receitas das empresas. Essas duas preocupações encontram-se inter-conectadas na contribuição de alguns autores como Studart (1993) ainda que não nas contribuições originais sobre o tema, ou seja, uni-las é uma contribuição específica de alguns autores e não uma característica original.

1.7 Finance, Funding e Instabilidade Financeira

Como destacado anteriormente, uma das características básicas da abordagem teórica que usa o PDE como elemento teórico central é a subordinação da poupança agregada ao investimento. Na versão aqui defendida esse ajuste se faria por mudança do nível de produto e

não por variação da distribuição (teoria da poupança forçada). Um elemento central nesse processo é o acesso ao crédito, para mobilização de recursos por parte dos empresários num sistema de reprodução ampliada (ou investimento líquido positivo com elevação da capacidade produtiva). Esse papel do crédito é sublinhado por alguns autores pós-keynesianos. Para estes, os empresários, ao tomarem a decisão de investimento, buscarão recursos na rede bancária através dos empréstimos de curto prazo. Os recursos para estes empréstimos são provenientes dos depósitos à vista realizados pelos clientes do banco, isto é, de um fundo rotativo que garante a própria liquidez bancária através do multiplicador keynesiano. Assim sendo, cabe ressaltar que para este primeiro investimento realizado, ou investimento *ex-ante*, não havia nenhuma poupança prévia que pudesse "financiar" este investimento. Para Keynes, o motivo pelo qual os empresários recorrem a estes empréstimos de curto prazo é o chamado *finance motive*.

Na apresentação da seção anterior esse problema não foi levantado porque considerou-se automaticamente que a poupança privada, ou dos rentistas, seria dirigida à compra de ativos emitidos pelo setor empresarial. Implicitamente supunha-se que a elevação da renda que resultava do investimento seria ou consumida ou, se poupada, revertida em títulos do setor privado. Terzi (1986) desenvolve uma abordagem semelhante [26] a de Steindl (1982) e chega a mesma conclusão deste autor na irrelevância do gasto em consumo do setor famílias para determinação da igualdade entre investimento e poupança agregada:

> It can be shown that any change in the volume of household savings (given the level of production in the period) equally affects both the demand and the supply for funds. If, coeteris paribus, the public spends less for consumption and thus saves more with the purpose of purchasing securities, both the demand and supply of funds will be greater: households have more funds to lend, while firms need more cash to be raised externally, as sales revenue in the consumption goods is less" (Terzi 1986 p. 192)

Assim como Steindl, Terzi demonstra que qualquer que seja o nível de poupança das famílias este é compatível com o re-pagamento do débito bancário por parte das empresas na medida em que as famílias que pouparam usem esse montante para comprar títulos das empresas. Tais fundos serão, então, usados para a cobertura dos adiantamentos bancários a título de *finance* às empresas. A questão importante surge quando as famílias usam depósitos bancários como forma de alocar sua poupança em vez de comprarem títulos das empresas (a atividade de *funding*

[26] Este autor divide o setor produtivo em dois: firmas produtoras de bens de consumo e firmas produtoras de bens de capital verticalmente integrado e de outro lado as famílias como um conjunto que incluiria trabalhadores e rentistas de Steindl.

– como em Terzi (1986) pág . 193 e Studart (1995)). Terzi (1986; pág. 194 e 195) responde a essa questão com duas hipóteses. Inicialmente, os próprios bancos podem compensar essa falta de fundos aceitando a rolagem da dívida. Deve-se lembrar que os depósitos do setor privado já fizeram, a essa altura da circulação, retornar aos bancos a liquidez inicialmente adiantada às firmas.

Dessa forma o único impacto que pode ocorrer no setor privado é a eventual elevação dos juros e não a falta de poupança. Caso isso ocorra, entretanto, surgem os problemas de instabilidade sistêmica levantados por Minsky. Uma elevação dos juros poderia assim gerar uma instabilidade que teria como efeito final a própria redução do investimento. Com isso, a qualidade de acumulação de ativos, e não exatamente seu valor, contribuiria para a não estabilização da economia e conseqüentemente eventual retração do nível de produto ou da taxa de crescimento econômico.

Dentro dos objetivos dessa dissertação devem-se levantar dois pontos importantes em relação a essa argumentação. A questão de *funding* e *finance* que se pode encontrar no debates sobre a eventual falta de eficiência do sistema financeiro brasileiro não percorre toda a trajetória aqui descrita que tem como seu passo final uma elevação da taxa de juros e a construção de um ambiente de instabilidade Minskyana. A literatura sugere que a eventual ausência de *funding* per se já serviria de desincentivo, ex ante, por assim dizer, às firmas. Como veremos no próximo capítulo supostamente serviria como incentivo à captação pelos bancos no mercado internacional que seria de longo prazo. Essa hipótese será criticada em termos empíricos. Entretanto, mesmo em termos teóricos essa trajetória pode ser criticada a partir de uma abordagem da taxa de juros exógena[27].

Outro ponto muito importante refere-se a esta literatura Minskyana aludir à instabilidade do setor privado e não do setor público. Essa extensão da análise do setor privado ao setor público não é trivial, nem mesmo desenvolvida pelo próprio Minsky. Como visto na seção 1.5 a partir da abordagem das finanças funcionais, esse tipo de extensão é indevido sendo o Estado um estabilizador e não desestabilizador da economia, seja não só como "gastador" de última instância, mas como também emprestador de última instância, ao garantir que a Autoridade Monetária estabeleça a taxa de juros de forma unilateral.

[27] Ver, por exemplo, Serrano (2002).

Explicitadas as principais abordagens teóricas a respeito do comportamento dos agregados macroeconômicos e sua relação com as contas públicas e externas, será feito, nos próximos capítulos, uma análise crítica a respeito dos fatos ocorridos com a economia brasileira durante as décadas de 1970 e 1980 e das interpretações a respeito desses acontecimentos.

CAPÍTULO 2

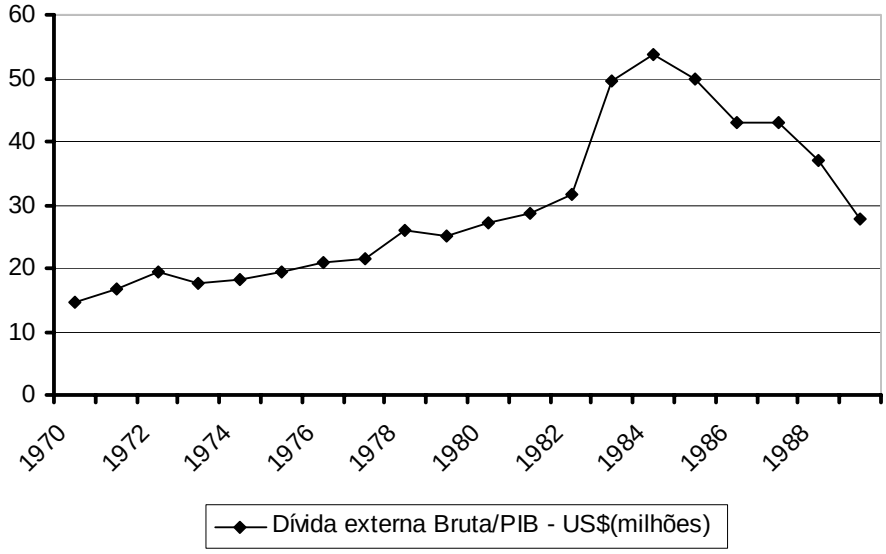
Endividamento Externo e Financiamento Público e Privado no Brasil: Revisão Histórica de 1970-1982

2.1 Introdução

O período concebido pela década de setenta caracterizou-se, nos países da América Latina em geral e no Brasil em particular, pela ampliação dos empréstimos tomados no exterior e conseqüente aumento do endividamento externo. Esse comportamento da dívida externa brasileira pode ser observado a partir do gráfico a seguir que apresenta os dados da dívida externa em proporção do PIB para a década de 1970 e início da década de 1980.

Assim sendo, o gráfico 1 nos mostra um contínuo e crescente endividamento externo da economia brasileira na década de 1970. Numa primeira observação, e sem maiores informações sobre a economia brasileira no período, poder-se-ia deduzir que, durante tal período, o país passou por um contínuo período de déficits externos. Um intérprete convencional suporia que a economia, no período, esteve constantemente pressionada pelo lado da demanda, gerando déficits externos persistentes. Já numa leitura estruturalista tradicional esse indicador poderia representar algum desajuste estrutural relativo à deterioração de termos de troca.

Gráfico 1 - Dívida Externa Bruta em Porcentagem do PIB



Fonte: elaboração própria a partir de IPEADATA

No entanto, na realidade, apesar da persistência do endividamento externo, o período se caracteriza por contemplar momentos muito díspares em termos de atividade econômica, relação de termos de troca e condições do mercado financeiro internacional. Nesse sentido, o objetivo dessa seção é identificar os sub-períodos particulares na década de 1970, buscando entender as distintas orientações de política econômica que explicam, também, as diversas dinâmicas do endividamento. Esse tipo de estudo não é inédito e, dentro dos marcos mais heterodoxos, podemos encontrar em Carneiro (2002) e Cruz (1983,1984). Nesta seção, entretanto, pretendemos apresentar como contribuição original um esforço de análise sistematizado homogêneo para todos os distintos sub-períodos. Wilcox (1999) realizou, para a década de 1980, uma sistematização de sub-períodos segundo a interpretação de autores ligados à tradição do modelo de dois hiatos. Nessa década, e dentro dessa tradição específica, o autor consegue mostrar que há uma clara mudança de interpretação, indo-se da interpretação que sublinha o predomínio da restrição externa como principal limitação ao crescimento, até a primeira metade da década, passando, após esse período, a restrição de poupança a ser a mais relevante.

Em relação à década de 1970, na qual sempre houve acesso à captação externa, como atesta o persistente crescimento da dívida externa, não existe nem tão clara mudança de interpretação, que de resto foi criticada em Wilcox (1999), nem muito menos condições do setor externo da economia brasileira idênticas no tempo. Como veremos abaixo, esse endividamento externo por vezes nem correspondeu a reais necessidades de financiamento, ou seja, déficits em transações correntes. Para "explicar" situações as quais nem a interpretação convencional de um hiato de recursos nem a de necessidade de divisas dão conta, foi sugerida a idéia de uma limitação de *funding* para o investimento interno. Essa idéia, que dentro da interpretação heterodoxa da economia brasileira vem ganhando importância, ainda que se transformando numa suposta dificuldade de financiamento do Estado brasileiro[28], também será criticada neste trabalho. Antes de passarmos à análise dos sub-períodos propriamente ditos é importante reforçar a crítica geral que se baseia na confusão feita quanto à definição de hiato de recursos como sendo equivalente ao déficit em transações correntes. Isso porque, se por um lado deve-se considerar que nem todas as contas que podem consistir em déficit de transações correntes correspondam ao financiamento direto dos investimentos, por outro, é preciso destacar que, a partir do ponto que se estabelece que o investimento determina a poupança, os recursos externos não podem ser vistos como complementares a uma possível deficiência de poupança interna.

Para atingir nosso objetivo, o presente capítulo será dividido em mais quatro tópicos além dessa introdução, de acordo com os períodos do endividamento. O primeiro tópico compreende o intervalo de 1970 a 1973, o segundo 1974 e 1975, o terceiro de 1976 a 1978 e, por último, de 1979 a 1982.

2.2 Período de 1970-1973

No cenário internacional, este período é marcado pela ampliação da liquidez internacional decorrente da combinação do crescimento do euromercado e de taxas de juros internacionais relativamente baixas, conseqüência da opção internacional de políticas de alto emprego da chamada "Era de Ouro" e mesmo da existência, até 1971, de taxas de câmbio fixas e restrições ao fluxo de capitais. Assim, para atrair fluxos voluntários de capital de empréstimo em

[28] Segundo Baer (1993, pág 41) "... diante da retração da economia, a crise dos anos 80 não seria de falta de poupança, mas de dificuldades de financiamento do setor público, especificamente de *funding*."

dólar, bastaria aos países em desenvolvimento praticar taxas de juros acima desse nível reduzido no mercado internacional. Isto fez com que destino destes eurodólares passasse a ser, sobretudo, os países da América Latina, com destaque, dentre eles, para o Brasil.

No cenário nacional, o período é marcado pelo que foi considerado o “milagre econômico brasileiro”, que vai do final da década de 1960 até o início da década de 1970 e caracterizou-se pelas altas taxas de crescimento econômico no Brasil. Este crescimento econômico incorreu num primeiro momento numa diminuição da alta capacidade ociosa, legado da desaceleração do crescimento do início dos anos 1960 e das medidas contracionistas do Plano de Ação Econômica do Governo (PAEG), e num segundo a ampliação desta capacidade, aumentando, assim, a demanda por bens de capital e intermediários. Como alguns destes bens não eram produzidos internamente houve a necessidade de importar tais produtos.

Nesse mesmo período os países centrais também registravam forte expansão econômica, aumentando, assim, a demanda por matérias-primas, favorecendo as exportações brasileiras e melhorando os termos de troca em nosso favor.

Dessa forma, se combinaram dois elementos que, em princípio, a leitura convencional poderia considerar inconsistentes: crescimento com endividamento e condições de balança comercial favoráveis.

Para examinar esse grande impulso à tomada de empréstimos no exterior, o primeiro passo aqui é analisar as dívidas externas bruta e líquida. A dívida externa bruta é a dívida total dos setores público e privado, registrada e não registrada, incluindo os empréstimos intercompanhias e os empréstimos para repasses a empresas exportadoras. Do total da dívida bruta, excluindo o total das reservas internacionais, tem-se a dívida externa líquida. A tabela a seguir apresenta os dados tanto da dívida externa bruta quanto da líquida. É percebido que durante todo o período a dívida bruta é maior que a dívida líquida devido ao acúmulo de reservas ao longo dos quatro anos.

Tabela 1 – Endividamento Externo (em US$ Milhões)

Discriminação\Período	1970	1971	1972	1973
Dívida Externa Bruta	6.240,00	8.284,00	11.464,00	14.857,00
Dívida Externa Líquida	5.053,30	6.561,10	7.280,80	8.441,20
Reservas	1.186,70	1.722,90	4.183,20	6.415,80
Razaão entre Dívida Externa Bruta/Reservas	5,3	4,8	2,7	2,3
Razão entre Dívida Externa Líquida/Reservas	4,3	3,8	1,7	1,3
Fonte: elaboração própria a partir de IPEADATA				

A dívida externa bruta em porcentagem do PIB cresceu nos anos de 1971, 1972 e 1973 comparados com 1970, que foram, respectivamente, 15%, 33% e 20,5%. O mesmo movimento, entretanto, não ocorre com a dívida externa líquida que aumentou no ano de 1973 (12%) e 1972 (4%), ao passo que, o ano de 1973 apresentou queda de 15%. Essa diferença de comportamento é explicada pelo aumento das reservas internacionais que tiveram saltos superiores a 150% para os anos de 1972 e 1973 (comparados a 1970).

Com podemos ver, basicamente nos endividamos para acumular reservas. Certamente qualquer idéia de hiato de recursos ou mesmo de divisas pode ser afastada em princípio. O foco inicial deve-se voltar para o problema do *funding* ou da incapacidade do sistema financeiro nacional de prover *funding* compatível com o nível de investimento público e privado do período do milagre. Todavia, antes de avançar nessa avaliação, buscaremos aprofundar a análise da dívida externa a partir dos dados da composição da dívida externa para o período através da tabela 2:

Tabela 2 – Composição da Dívida Externa (em US$ Milhões)

Discriminação \Período	1970		1971		1972		1973	
	Valor	% total	Valor	% total	Valor	% total	Valor	% total
Dívida externa total	6.240,20	100,00	8.283,60	100,00	11.464,00	100,00	14.857,50	100,00
Dívida externa não registrada	945,00	15,14	1.662,00	20,06	1.943,00	16,95	2.286,00	15,39
Dívida externa registrada	5.295,20	84,86	6.621,60	79,94	9.521,00	83,05	12.571,50	84,61
Empréstimo Compensatório	381,50	6,11	300,60	3,63	240,90	2,10	203,30	1,37
Empréstimo Programa	603,60	9,67	622,80	7,52	617,80	5,39	614,50	4,14
Empréstimo Bônus	-	-	-	-	60,00	0,52	142,20	0,96
Financiamento de Importações	1.709,30	27,39	2.201,50	26,58	2.783,80	24,28	3.486,80	23,47
Empréstimos em moeda	2.284,60	36,61	3.193,00	38,55	5.528,30	48,22	7.848,50	52,83
Lei 4131	1.250,20	20,03	1.914,90	23,12	3.302,50	28,81	5.379,30	36,21
Resolução 289	381,20	6,11	294,80	3,56	207,40	1,81	71,10	0,48
Resolução 63	653,20	10,47	983,30	11,87	2.018,40	17,61	2.398,10	16,14
Outros empréstimos	301,20	4,83	289,80	3,50	278,00	2,42	265,80	1,79
Dívida Pública Consolidada	15,00	0,24	13,90	0,17	12,20	0,11	10,40	0,07
Fonte: elaboração própria a partir de Boletim do Banco Central vários anos, IPEADATA e Abreu (1991)								

Observando a tabela 2 acima, pode-se notar que a parcela da dívida externa bruta registrada diz respeito ao montante de 83% em média do total da dívida externa bruta e desse total 25% em média era representado por financiamento referente às importações. Esse dado coloca claramente o papel subalterno que o comércio exterior teve no endividamento externo do período. Mesmo que se defenda o argumento que o endividamento externo tenha ocorrido para financiar algum tipo de importação essencial ao crescimento da economia, esse é um efeito menor, ou que explicaria apenas uma proporção pequena do endividamento total[29]. Dessa forma, deve-se ter em mente que este período foi caracterizado pelo estímulo ao endividamento externo, tanto por parte de empresas como de bancos. Através dos dados da tabela 2 podemos ver que apesar do domínio de empréstimos para empresas no período é significativo o fluxo de capitais para bancos. Esse número é mais relevante quando se sabe a ênfase dada pelos governos da época à modernização, concentração e integração internacional do sistema financeiro nacional.

[29] Com o esgotamento da capacidade ociosa, a expansão da capacidade produtiva se acelerou na segunda metade do período do Milagre, sendo levantado o argumento de que o financiamento a bens de capitais necessariamente complementares (não fabricados no Brasil) ao investimento interno seriam a explicação para o endividamento externo. Como os dados demonstram esse suposto efeito é, no máximo, de segunda ordem.

No conjunto dos empréstimos houve um aumento de mais de 20% em 1971 e mais de 44% em 1972, registrando-se uma estabilidade em 1973, ano em que ocorre, no segundo semestre o primeiro choque do petróleo.

Como já dito anteriormente, a maior parte desses empréstimos veio especialmente pela Lei 4.131, instituída em setembro de 1962, em que passaram a ser registrados todos os fluxos de capitais ingressados no país e o total de operações financeiras com o exterior. Perceba na tabela que a participação da dívida contraída sob esta lei mais que dobra desde o início do período até o ano de 1973. Já a Instrução 289 permitia a contratação direta de empréstimos externos em que prevaleciam as transações entre firmas, especialmente no que diz respeito ao capital de giro. No entanto, note que sua participação é decrescente ao longo do período, tendo sido revogada no segundo semestre de 1972.

Em relação à Resolução 63 de final dos anos sessenta, esta permitia que os bancos comerciais, privados de investimento e o BNDE conseguissem empréstimos em moeda estrangeira para serem repassados a empresas industriais e comerciais no país. Sua participação no total da dívida contraída também é crescente apresentando aumentos de 33% e 70% para os anos de 1971 e 1972, respectivamente e uma queda de 14% no ano de 1973. Percebe-se pela tabela que há certa estabilidade nos empréstimos para financiamento das importações, enquanto cresce consideravelmente os empréstimos em moeda – devido, especialmente, ao crescimento da tomada de empréstimos pela Lei 4.131.

Como já referido anteriormente, a utilização da idéia de hiato de recursos para explicar o endividamento do período é flagrantemente contra-factual. Entretanto, uma versão não tradicional do mesmo argumento aparece em Pereira (1974) que defende o endividamento externo desse início da década de 1970 como sendo a utilização da poupança externa que facilitou a realização de investimentos dentro do país, mas não utilizando o conceito simples do hiato de recursos.

Pereira (1974) parece aplicar uma versão particular da chamada “Hipótese de Haavelmo”, ou seja, o excesso de endividamento externo como inibidor de um maior esforço de poupança interna, já que, segundo este autor, “a idéia de complementaridade dos recursos externos à poupança interna nem sempre corresponde à realidade” (pág. 64), visto que, o governo brasileiro no período havia implantado uma estratégia de expansão do consumo global e esse consumo seria financiado pela poupança interna, que estaria utilizando parte da poupança

potencial destinada ao investimento. Dessa forma, “estar-se-ia verificando a substituição parcial da poupança interna potencial por influxos externos, o que estaria propiciando a elevação simultânea do consumo e do investimento” (Pereira 1974, pág. 65). Esse argumento, lido em sua forma tradicional, não faria nenhum sentido já que no período a poupança interna média se elevou em 1% do PIB frente ao mesmo intervalo de tempo imediatamente anterior em que não houve forte entrada de capital.

Pereira (1974), entretanto, encaminha sua argumentação para relacionar o excessivo endividamento externo com uma inibição da capacidade do sistema financeiro em fornecer créditos de longo prazo:

> Tais aspectos estariam, então, inibindo parcialmente o desenvolvimento do sistema financeiro interno, no sentido do aumento da participação das agências creditícias domésticas no financiamento da formação de capital e da produção corrente (capital de giro), com recursos mobilizados e aplicados internamente, a mais longos prazos.”(Pereira 1974, pág. 64)

Essa interpretação é claramente ligada à idéia de insuficiência financeira, ou de *funding*, e não de poupança macroeconômica. Em relação à deficiência financeira, a citação de Pereira(1974) sugere que ele não apenas veja no excessivo financiamento externo uma solução para a falta de *funding* interno, mas sim como sendo um inibidor do desenvolvimento deste mesmo mercado financeiro. Como esse argumento não é melhor desenvolvido pelo autor retornaremos mais à frente ao tema do *funding* usando a sua leitura mais convencional, qual seja, o capital externo como complemento, ou resolvendo uma deficiência inerente ao sistema financeiro nacional. Antes porém, de explorar essa hipótese, verificamos através dos dados desagregados das transações correntes como a hipótese de hiato de recursos ou divisas são inadequadas para caracterizar o período.

Uma parte dessa conta é referente a transações de serviços fatores e não fatores e a idéia de que o investimento interno utiliza poupança externa se configura mais na necessidade de importar mercadorias, mais precisamente bens de capital e bens intermediários, e alguma parte dos serviços concernentes a fretes e seguros dessas mercadorias.

Tabela 3 – Transações Corrente (em Porcentagem do PIB)

Discriminação\ Ano	1970	1971	1972	1973
Balança comercial (fob)	0,54	-0,70	-0,41	0,01
Exportação de bens	6,43	5,91	6,79	7,37
Importação de bens	-5,89	-6,61	-7,20	-7,36
Serviços e rendas (líquido)	-2,56	-2,64	-2,47	-2,52
Serviços	-1,11	-1,16	-1,26	-1,22
Rendas	-1,45	-1,48	-1,21	-1,30
Transferências unilaterais correntes	0,05	0,03	0,01	0,03
TRANSAÇÕES CORRENTES	-1,97	-3,31	-2,87	-2,48
Fonte: elaboração própria a partir de Banco Central do Brasil e IPEADATA (para valores do PIB)				

Pela tabela 3, pode-se verificar que o período de 1970 a 1973 registrou déficit em transações correntes. Porém se analisarmos o saldo da balança comercial que registra apenas as transações de mercadorias, pode-se observar que os anos de 1970 e 1973 apresentaram saldos positivos, ficando os anos de 1971 e 1972 com saldos negativos. Nota-se pela tabela um crescimento das exportações ao longo dos quatro anos, sendo que de 1970 a 1973 houve um crescimento de 126%. Por outro lado, as importações também apresentaram um crescimento positivo no período, sendo que do início ao final do período este crescimento nas importações foi de 147%. O fato deste expressivo aumento nas importações é explicado pelas altas taxas de crescimento econômico do Brasil do começo do milagre (de 1968 a 1970) que levou ao aumento do grau de utilização da capacidade produtiva da indústria brasileira condicionando-as a realizarem investimentos, demandando, dessa forma, mais bens de capital que não eram produzidos no país.

Todavia, esses fatos não justificam em hipótese alguma o argumento de hiato de recursos, pois o crescimento das importações foi acompanhado de crescimento nas exportações implicando, dessa forma, em valores deficitários – anos de 1971 e 1972 – muito baixos. Diante disso, se a análise for estendida a conta de serviços e rendas, percebe-se que, em quase todo o período, a subconta com maior peso é a referente às rendas[30]. Logo, o resultado total deficitário das transações correntes reflete muito mais os resultados obtidos pela conta serviços e rendas do que a conta balança comercial. Ademais, mesmo o resultado total das transações correntes pode ser considerado desprezível em todo o período[31].

Com o objetivo de confirmar a não existência de hiato de recursos, podemos observar também a capacidade ociosa para o período. Isso porque, segundo o argumento de hiato de

[30] Que é bastante superior ao saldo da balança comercial.
[31] Se comparados com os resultados analisados no tópico seguinte.

recursos, existiria uma pressão do investimento sobre a poupança interna e, desta forma, esse investimento não suprido pela poupança interna seria compensado pela entrada de recursos externos. Se for suposta uma pressão do investimento sobre a capacidade de poupança, então, a capacidade produtiva deve estar próxima da sua plena utilização. Cabe, então verificar esses dados da capacidade instalada, conforme a tabela a seguir.

Tabela 4 – Grau de Utilização da Capacidade Produtiva - %

Descrição / Período	GERAL	CATEGORIA DE USO			
		Bens de Consumo	Bens de capital	Material de construção	Bens intermediário
1970	85,67	80,33	78,67	89,33	89,00
1971	86,50	84,75	83,75	89,50	90,50
1972	87,25	86,25	85,50	88,50	87,50
1973	89,75	87,50	90,00	91,00	91,25
Fonte: elaboração própria a partir de FGV					

Conforme pode-se observar na tabela 4, a utilização da capacidade ociosa instalada geral corresponde, no ano de 1970 a menos de 86% do total da capacidade instalada chegando a seu nível máximo de 89,8% no ano de 1973. Já a capacidade instalada referente à indústria de bens de capital manteve-se numa média bem abaixo, de cerca de 84,5% para todo o período, tendo, no entanto, iniciado o período com menos de 80% da capacidade instalada. É claro que num período de aceleração do crescimento como o Milagre era de se esperar que a utilização da capacidade de fato aumentasse, como pode ser comprovado pelos dados. Ainda assim, ilustrando a flexibilidade do sistema produtivo mesmo em períodos de rápido crescimento, mesmo com a utilização da capacidade produtiva certamente acima do seu nível normal, havia uma folga razoável que no agregado seria capaz de sustentar maior demanda sem esgotamento da capacidade produtiva interna. Esse dado é bastante relevante se observarmos que num momento de pico da demanda na economia brasileira, dadas as condições externas favoráveis, não havia nem o fenômeno da poupança forçada nem uma limitação por alguma restrição externa. Esse último ponto reforça a importância da deterioração das relações de troca para explicar a crise que se seguiu na década de 1970.

Em relação à questão da falta de *funding* como explicação do endividamento externo, segundo esse argumento, o sistema financeiro nacional era incipiente e, por isso, não tinha condições de fornecer empréstimos favoráveis aos investidores nacionais. Por outro lado, havia

uma facilidade de obter empréstimos e financiamentos no exterior devido à maior liquidez da economia mundial. Diante disso, as empresas nacionais captariam empréstimos e financiamentos com prazos mais longos e taxa de serviços mais baixas. Esse argumento é defendido por Carneiro (2002) e Davidoff (1983 e 1984).

Independente da sua maior ou menor pertinência teórica, tal argumentação é antes de tudo de difícil comprovação, sendo que nenhum dos autores apresenta dados para justificar seus argumentos. Há uma clara dificuldade de mensuração já que ex-post todo o financiamento necessário foi concedido ao setor privado, ou de outra forma, seria muito difícil medir a parte da demanda por crédito de empresas com capacidade de honrar seus compromissos[32]. Se num sistema puramente privado já seria difícil a comprovação da falta de *funding* ex-post, o que dizer de um sistema cujo principal banco de financiamento de longo prazo é público? Nesse caso, em princípio, não haveria uma maior limitação ao financiamento de longo prazo, já que o BNDES teria como responder as demandas de crédito para investimento em capital fixo do setor privado[33].

Entretanto, observando os dados referentes aos aportes de recursos ao BNDES pode-se ter ao menos uma pista para tentar contestar a hipótese de falta de *funding*. Num momento de forte expansão da produção – e como visto na tabela sobre utilização da capacidade produtiva – e do investimento, seria de se esperar um correspondente aumento do fluxo de recursos para o BNDES. Isso não só não ocorreu como houve uma redução de tais aportes como pode-se ver na tabela 5.

De 1970 a 1972 houve uma queda nominal dos recursos que só se recuperaram em 1973. Considerando o período como um todo, ou seja, o valor de 1973 contra o de 1969 houve um aumento de apenas 7% em termos reais, isso num período em que a formação bruta de capital fixo se elevou em mais de 70%. Fica patente que, no mínimo, o governo não procurou exercer uma política de fortalecimento da capacidade de oferta de crédito do BNDES.

[32] Está-se aqui fazendo uma aplicação do conceito de "efectual demand" de Smith ao mercado de crédito. A demanda por crédito para investimento, que tem relevância econômica, se refere àquela exercida por um conjunto de empresas com capacidade financeira mínima, que poderia se relacionado aos colaterais e garantias exigidos para as operações normais de crédito.

[33] No caso do BNDES, essa expansão estaria associada à montagem de novos fundos compulsórios, já que desde a constituição do banco optou-se por um esquema de financiamento que evitasse a emissão primária. Ainda que essa opção de política econômica fosse respeitada, nada impedia que o governo estabelecesse novas fontes de captação compulsória como na prática ocorreu ao longo dos anos 1960 e 1970.

Tabela 5 – Recursos Mobilizados pelo BNDES (Cr$ Milhões)

Descrição/ Período	1970	1971	1972	1973
Geração Interna	1.011,00	1.445,00	938,00	1.795,00
Dotações e Empréstimos no País	898,00	1.138,00	1.673,00	2.128,00
Vinculados	1.453,00	738,00	-	-
Recursos Externos	101,00	89,00	457,00	694,00
Total	3.463,00	3.410,00	3.068,00	4.617,00
Fonte: elaboração própria a partir de Prochnik(1995)				

Esse dado reforça a suposição levantada por Zini (1982) na qual a política de estímulo ou incentivo à captação externa resultava do interesse do governo federal de reforçar o sistema financeiro nacional através de sua concentração. Essa estratégia é claramente descrita, por exemplo, para o caso do BRADESCO, na qual o governo incentiva que esse pequeno banco torne-se um grande conglomerado financeiro através da compra de cartas patentes de outras instituições financeiras com créditos "subsidiados" pelo próprio governo.

A indicação quantitativa dessa estratégia se expressaria na elevação dos juros internos que combinados à facilidade de acesso ao mercado internacional permitiria ao setor privado um ganho de *spread* elevado entre a captação no exterior e aplicação em território nacional. Novamente as bases de dados existentes sugerem essa interpretação, ainda que não permitam uma opinião inteiramente conclusiva. Inicialmente, não existem séries das taxas de juros pagas pelos tomadores brasileiros, nem mesmo o *spread* bancário médio do período para empréstimos ao Brasil. Uma primeira estratégia seria calcular esse valor através da divisão dos juros pagos pelo estoque da dívida externa no período. Esse dado é apresentado na coluna 4 da tabela 6. Como se pode ver quando comparadas as colunas 2 e 3 em alguns anos esse número chega a ser inferior a taxa básica de juros nos principais mercados financeiros internacionais. Esse resultado pode ser explicado, basicamente, por dois fatores: como os empréstimos têm prazos variáveis, é possível que pagamentos de um ano reflitam empréstimos contratados a taxas de juros inferiores em anos anteriores; por outro lado, nesse período, a participação relativa de empréstimos realizados por organismos internacionais e agências governamentais, com taxas baixas em relação ao mercado, chegava a cerca de 25% do total.

Ainda assim esse dado nos dá uma boa indicação do custo do endividamento externo brasileiro se observarmos que de acordo com Silva (2007, pág. 48) o *spread* pago pelos nossos tomadores entre 1974 e 1981 nunca foi superior a 2,5%. Assim, conservadoramente, podemos

supor que a taxa de captação externa no período oscilou entre 7 e 11,5%. Enquanto isso pelo lado interno, na falta de dados mais precisos sobre a taxa básica de juros e por isso utilizando as taxas de captação de certificados de depósitos bancários (CDB's) e Letras de Câmbio, temos taxas médias superiores a 25%. Não resta dúvida que o diferencial em favor das captações externas é extremamente favorável e certamente garantia grande lucro ao sistema financeiro. Para mensurar melhor esse efeito temos que ter alguma estimativa do *spread* bancário nacional. A indicação desse valor pode ser dada pela taxa de aplicação das letras de câmbio, ou taxas aos mutuários de letras de câmbio que de acordo com o IPEADATA chegou a uma média de 50%. Ou seja, ainda que essa não seja a taxa de todas as aplicações dos bancos, por isso não possa ser aplicada para calcular os ganhos sobre os recursos captados externamente, ela indica um *spread* médio bastante elevado de cerca de 25%.

Tabela 6 – Custo de Captação do Sistema Financeiro – 1970 a 1973

Descrição/ Período	Libor[1]	Prime[1]	Juros Externos Médios[2]	CDB[3]	Letras de Câmbio[3]
1970	8,8	7,9	5,2	26,3	30,7
1971	7	5,7	7,4	25,1	28,1
1972	6	5,2	7,4	21,9	25,3
1973	9,3	8	7,3	21,5	22,3

Fonte: elaboração própria. 1/ Batista Jr. (1988), 2/ Silva (2007), 3/ IPEADATA

Finalmente, apesar de o período ser marcado pela introdução do sistema de *crawling peg*, ou de minidesvalorizações, que visavam manter o valor da taxa de câmbio real, deve-se observar que essa indexação não foi perfeita. Em nenhum ano a desvalorização cambial acompanhou a inflação medida pelo IGP-DI e, no acumulado do período, a perda do câmbio real, medido por esse indicador foi de cerca de 26%, como pode ser visto na tabela 7.

Tabela 7 – Desvalorização Cambial e Inflação – 1970 a 1973

Descrição/Período	Variação Cambial Nominal	Inflação (IGP-DI)
1970	12,70	19,30
1971	15,10	19,50
1972	12,30	15,70
1973	3,10	15,50

Fonte: elaboração própria a partir de IPEADATA

Dessa forma, a captação em dólar por firmas brasileiras também estaria favorecida já que as receitas destas evoluiriam, em média, com a inflação enquanto seus compromissos financeiros em dólar estariam sub-indexados. Como um comentário adicional pode-se ver como a taxa de câmbio em 1973 foi usada, com sucesso, como um elemento de controle inflacionário num período em que o choque do petróleo começava a impactar a economia brasileira.

Finalmente, o último componente da teoria do *funding* como justificativa do endividamento que não corresponde à realidade empírica é levantado por Zini (1982) em relação aos prazos que os empréstimos contratados sob a regulamentação da Resolução nº 63:

> [...] o argumento de que a utilização dos aportes financeiros externos se deveu ao insuficiente desenvolvimento do sistema financeiro no tocante a prazos e condições de crédito de médio e longo prazo induz à idéia de que estes recursos efetivamente estejam sendo aplicados a médio e principalmente a longo prazo. Mas o que se sabe, é que os recursos captados pela Resolução 63 basicamente se concentram em operações de seis a doze meses.(pág. 262 e 263)

Uma vez apresentados os argumentos que procuram fornecer uma explicação consistente do endividamento externo no período, encerraremos o estudo desse período com a identificação de algumas das principais rubricas do endividamento externo, conforme vemos na tabela a seguir.

Tabela 8 – Movimento de Capitais Autônomos (em Porcentagem do PIB)

Discriminação\ Ano	1970	1971	1972	1973
CONTA CAPITAL E FINANCEIRA	3,01	4,42	6,46	4,89
Conta capital	0,00	0,00	0,00	0,00
Conta financeira	3,01	4,42	6,46	4,89
Investimento direto	0,89	0,91	0,75	1,36
Investimento brasileiro direto	-0,03	0,00	-0,03	-0,04
Investimento estrangeiro direto	0,92	0,91	0,78	1,40
Investimentos em carteira	0,07	0,08	0,24	0,31
Investimento brasileiro em carteira	0,00	0,00	0,00	0,00
Investimento estrangeiro em carteira	0,07	0,08	0,24	0,31
Outros investimentos	2,05	3,43	5,47	3,21
Outros investimentos brasileiros	-0,30	-0,40	-0,42	-0,70
Outros investimentos estrangeiros	2,35	3,83	5,89	3,92
Crédito comercial - fornecedores LP e CP (líquido)	0,00	-0,07	0,00	-0,08
Empréstimos e financiamentos LP e CP (líquido)	1,98	3,46	5,22	2,87
Moeda e depósito (líquido)	0,28	0,36	0,45	0,97
Outros passivos LP e CP (líquido)	0,09	0,08	0,22	0,16

Fonte: elaboração própria a partir de Banco Central do Brasil e IPEADATA

Nesta tabela é possível observar a grande participação de investimento direto na conta capital e financeira, cujo percentual médio de participação no período é de 21%. Cabe ainda observar que a conta investimento direto apresentou um crescimento, do ano de 1970 a 1973, de 204%. Esse dado é consistente com a idéia do investimento direto externo (IDE) para o Brasil como complementar ao investimento interno e tendo como principal objetivo a participação em um mercado com uma demanda em forte expansão.

Em resumo, o endividamento no período não teve nenhuma outra função, do ponto de vista do setor externo, que acumular reservas. Estas tiveram um crescimento de 345% do ano de 1970 a 1973. Como vimos na tabela 1 esse valor de reservas chegou a ser quase igual ao da própria divida externa líquida. Em termos de cobertura das importações sai-se de um nível pouco superior a 5 vezes, chegando-se a mais de 12 vezes o valor das importações mensais. Defender a estratégia do endividamento por razões defensivas, ou de “segurança” externa mostrou-se, entretanto, altamente duvidosa, já que em pouco tempo as reservas foram consumidas deixando um

endividamento líquido elevado. Apesar da experiência que encontra pouca justificativa nos resultados práticos alcançados ela será repetida em escala semelhante anos depois, reforçando a hipótese da significativa influência do setor financeiro na determinação da política econômica do período em detrimento tanto da "racionalidade econômica" como da solvência externa do país.

2.3- Período de 1974-1976

O período que vai de 1974 a 1976 apresenta características diferentes das que ocorreram no período anterior, e foi marcado pela desaceleração das taxas de crescimento das principais economias capitalistas e pelo aumento dos preços das matérias-primas, em especial o petróleo, ocorrido no ano de 1973. Essa nova tendência mundial também afetou o sistema financeiro internacional, contudo, no que se refere ao financiamento externo, a liquidez internacional continuou elevada, devido aos elevados lucros obtidos pelos países produtores de petróleo que passaram a investir esses recursos nos países em desenvolvimento, os chamados petrodólares. Apesar de usualmente se relacionar a grande liquidez internacional a um suposto "excesso de petrodólares", o fator mais relevante no período foi a manutenção pelos Estados Unidos e outros Bancos Centrais de taxas de juros nominais não muito elevadas o que gerou taxas de juros reais muito baixas ou mesmo, por vezes, negativas. Taxas básicas (prime e libor) negativas foram registradas em dois anos entre 1974 e 1979, sendo que a média da prime real nesse período foi de 0,43% contra 2,54% entre 1960 e 1973. Essa ressalva sobre o entendimento correto do conceito de grande liquidez no mercado internacional, diretamente ligado à taxa de juros e não a quantidade de dólares, é fundamental para entender-se porque no segundo choque do petróleo em 1979 a despeito da geração de superávits nos países produtores de petróleo houve aperto de liquidez internacional em função da elevação da taxa de juros americana.

Além disso, as mudanças externas afetaram a condução das políticas econômicas dos países em desenvolvimento, principalmente nos países da América Latina. No Brasil, diferentemente dos outros países da região, este período será marcado pela decisão do governo de continuar estimulando a industrialização através da implantação do II Plano Nacional de Desenvolvimento Econômico, no qual o país decidiu continuar adotando medidas

desenvolvimentistas de fomentar a indústria nacional, entretanto, dessa vez com um forte direcionamento dessas políticas para o setor produtor de bens de capital e intermediários.

Como visto no gráfico 1 apresentado no início deste capítulo, a dívida externa bruta brasileira continua aumentando, porém em ritmo diferente do que foi apresentado no período anterior.

Tabela 9 – Endividamento Externo (em US$ Milhões)

Discriminação\Período	1974	1975	1976
Dívida Externa Bruta	20.032,00	25.115,00	32.145,00
Dívida Externa Líquida	14.762,90	21.075,00	25.601,00
Reservas	5.269,10	4.040,00	6.544,00
Razão entre Dívida Externa Bruta/Reservas	3,80	6,22	4,91
Razão entre Dívida Externa Líquida/Reservas	2,80	5,22	3,91

Fonte: elaboração própria a partir de IPEADATA

Observa-se na tabela 9 que este período, como dito, continuou apresentando aumentos da dívida externa bruta da mesma forma que ocorria no período anterior, entretanto em velocidade diferente. Enquanto no período anterior a média de crescimento da dívida bruta em porcentagem do PIB estava em torno de 22%, a média dos anos de 1974, 1975 e 1976 foi de aproximadamente 5% (2,7%, 6,5% e 8% respectivamente para os anos estudados). Todavia, o comportamento mais destacado se dá na dívida externa líquida, que teve um aumento médio de 19% para os anos de 1974, 1975 e 1976 em contrapartida ao crescimento médio do período anterior de 0,4%. Enquanto no ano de 1973 a dívida externa líquida representava um total de 10,4% do PIB, no ano de 1974 esse valor saltou para mais de 13% e 16% em 1975, mantendo uma variação pequena para o ano de 1976. Esse comportamento é explicado pelas mudanças ocorridas nas reservas internacionais, visto que, saíram de um valor 7,6% do PIB para 4,8% e 3,1% para os anos de 1974 e 1975, respectivamente, voltando a crescer somente em 1976.

A próxima tabela mostra de forma detalhada como se comportaram os principais componentes da dívida externa bruta. As tendências registradas no período anterior se consolidam neste, sem nenhuma mudança de grande destaque em qualquer de seus subitens. Pode-se destacar que as operações de empréstimos sob a égide da Lei nº 4.131 se solidificam como o componente

mais importante do aporte de capitais externos. Elas que iniciaram o período aqui estudado em 1970 com 20% do total agora chegaram a um patamar de 40%.

Tabela 10 – Composição da Dívida Externa (em US$ Milhões)

Discriminação \Período	1974		1975		1976	
	Valor	%total	Valor	%total	Valor	%total
Dívida externa total	20032,10	100,00	25115,40	100,00	32145,40	100,00
Dívida externa não registrada	2866,00	14,31	3944,00	15,70	6160,00	19,16
Dívida externa registrada	17166,10	85,69	21171,40	84,30	25985,40	80,84
Empréstimo Compensatório	168,60	0,84	137,40	0,55	106,20	0,33
Empréstimo Programa	610,40	3,05	600,50	2,39	585,80	1,82
Empréstimo Bônus	172,10	0,86	160,80	0,64	288,70	0,90
Financiamento de Importações	4741,70	23,67	5464,00	21,76	6577,60	20,46
Empréstimos em moeda	11210,70	55,96	14561,10	57,98	18194,00	56,60
Lei 4131	7822,70	39,05	10781,00	42,93	13437,70	41,80
Resolução 289	68,90	0,34	46,10	0,18	40,90	0,13
Resolução 63	3319,10	16,57	3734,00	14,87	4715,40	14,67
Outros empréstimos	253,20	1,26	240,30	0,96	227,70	0,71
Dívida Pública Consolidada	9,40	0,05	7,30	0,03	5,40	0,02

Fonte: elaboração própria a partir de Boletim do Banco Central vários anos, IPEADATA e Abreu (1991)

Para a análise deste período, vejamos a possibilidade de hiato de recursos, para tanto é necessário verificar o comportamento das contas externas brasileiras referentes a bens e serviços, isto é, as transações correntes. Contudo, como foi visto, uma parte dessa conta é referente a transações de serviços fatores e não fatores, ao passo que o argumento do hiato de recursos se baseia na percepção de que o investimento interno utiliza poupança externa, isto se configurando na necessidade de importar mercadorias, mais precisamente bens de capital e bens intermediários, e alguma parte dos serviços concernentes a fretes e seguros dessas mercadorias. Sendo assim, analisaremos os dados das transações correntes para o período, que são apresentados na tabela a seguir.

Tabela 11 – Transações Correntes (em Porcentagem do PIB)

Discriminação/Período	1974	1975	1976
Balança comercial (fob)	-4,25	-2,73	-1,46
Exportação de bens	7,20	6,67	6,58
Importação de bens	-11,45	-9,40	-8,04
Serviços e rendas (líquido)	-2,55	-2,66	-2,71
Serviços	-1,40	-1,12	-1,03
Rendas	-1,15	-1,55	-1,68
Transferências unilaterais correntes	0,00	0,00	0,00
TRANSAÇÕES CORRENTES	-6,80	-5,39	-4,17

Fonte: elaboração própria a partir de Banco Central do Brasil e IPEADATA

A tabela aponta para um elevado déficit nas balanças comercial e de serviços gerando também um saldo negativo nas transações correntes. Em 1973 o saldo da balança comercial era quase desprezível, porém em 1974 o resultado se tornou deficitário em 4,25% do PIB. Em dois anos esse déficit recuou, contudo continuou a ser bastante superior aos valores registrados no período anterior. A conta serviços e rendas, apesar de apresentar uma trajetória crescente, atingindo valor negativo de 2,71% do PIB em 1976, não teve uma quebra de tendência tão visível quanto os saldos das transações em mercadorias. Esses comportamentos podem ser entendidos pela ótica de dois fatores importantes à época: o choque do preço das commodities e a resposta brasileira através do II Plano Nacional de Desenvolvimento (II PND). Em relação ao choque do preço das commodities, em especial o aumento do preço do petróleo determinado pelos seus países produtores, levou a uma deterioração dos termos de troca do país com o setor externo. Esse fato influenciou consideravelmente nossa balança comercial, haja vista que o Brasil era importador desta matéria-prima. Uma vez que seus preços quadruplicaram, isto significou um aumento nos custos de importação. Em contrapartida, esse crescimento não foi acompanhado no mesmo ritmo pelas exportações, visto que a economia mundial, em especial os países centrais, estava passando por um período de forte retração nas suas taxas de crescimento. Por outro lado, a decisão brasileira de aprofundar o desenvolvimento econômico através do II PND, que era um plano que buscava intensificar a substituição de importações nos setores de bens de capital e de produtos intermediários, levou a necessidade de manter um elevado quantum de importações. Dessa forma,

enquanto as importações cresceram mais de 50% de 1973 para 1974, as exportações diminuíram no mesmo período.

A explicação do hiato de recursos como fator que condiciona o endividamento externo do país nesse período não é confirmada pelos dados, visto que, a necessidade de financiar o investimento teria que ser representada por importações de bens de capital. O saldo da balança comercial não representou todo o percentual do saldo deficitário em transações correntes e, além disso, essa representatividade foi diminuindo ao longo dos três anos estudados neste tópico. Enquanto que para o ano de 1974 a balança comercial colaborou com aproximadamente 62% e a balança de serviços com 37% para compor o total do déficit em transações correntes, nos anos de 1975 e 1976 a participação da balança comercial foi de aproximadamente 50% e 35%, respectivamente, e a da conta serviços e rendas foi de 49% e de 65%, também respectivamente. Essa justificativa fica mais clara quando verificamos detalhadamente as mercadorias importadas conforme as características dos bens.

Tabela 12 – Importações FOB (em Porcentagem do PIB)

Discriminação\Periodo	1974	1975	1976
Bens de Consumo Duráveis	0,16	0,13	0,09
Bens de Consumo Não Duráveis	0,40	0,28	0,25
Bens Intermediários	6,19	4,71	3,84
Bens de Capital	1,99	2,04	1,48
Combústíveis	2,59	2,23	2,35
Outros	0,12	0,02	0,02
Total	11,45	9,40	8,04

Fonte: elaboração própria a partir de IPEADATA

A tabela 12 mostra que a maior parte das importações corresponde a bens de capital e bens intermediários, cuja participação média em todo período no total importado é de, respectivamente, 19% e 50%, o que torna claro os reflexos do II PND sobre a balança comercial brasileira. Entretanto, a soma das duas rubricas ficou em média de 70% em todo o período estudado, o que descaracteriza ainda mais o argumento do hiato de recursos. Cabe destacar também a participação média no período da importação de combustíveis, que representa 25% do total importado e reflete, assim, o impacto do aumento do preço do petróleo sobre os custos da importação de combustíveis.

É importante ressaltar que na literatura sobre o período não se observa literalmente a idéia de que o Brasil estivesse gerando uma substancial desequilíbrio na balança comercial ao forçar a economia além de sua de poupança potencial de plena capacidade. Mas fica claro que apesar de ser muito difícil não reconhecer o óbvio impacto de uma mudança dramática de termos de troca, vários autores se referem à idéia da evasão do ajustamento, que seria traduzida pela expressão "o país está vivendo além de seus meios". De acordo com a interpretação de evasão ao ajustamento, o governo brasileiro, ao optar pelo aprofundamento do processo de industrialização, apenas adiou o ajustamento às condições internacionais surgidas após o primeiro choque do petróleo. Nessa linha de raciocínio, e de acordo com Carneiro (2002), podemos citar Malan e Bonelli (1983). Segundo esses autores, o crescimento econômico do período de 1974 a 1978 só foi possível por causa da recorrência aos empréstimos externos, acarretando um aumento da dívida externa. Nas suas palavras,

> [...] "a economia pôde crescer o que cresceu – isto é, a taxas próximas à sua tendência histórica – porque retardou no tempo os custos do ajuste à nova situação internacional após a primeira crise do petróleo, o que só foi possível devido aos recursos ampliado ao endividamento externo." Malan e Bonelli (1983, pág. 12)

Dessa forma, para Malan e Bonelli (1983, pág. 12), a dívida externa do período de 1974 a 1979 [...] "representou uma forma de tentar retardar no tempo os custos do ajustamento estrutural requerido, preservando as taxas de crescimento do consumo e do investimento (público e privado)".

Nesse mesmo raciocínio de evasão ao ajustamento, podemos encontrar Fishlow (1986), que questiona o tipo de ajustamento do Brasil à deterioração de suas contas externas após o primeiro choque do petróleo. Segundo o autor, com a estratégia traçada pelo II PND, o governo brasileiro [...] "deu atenção apenas parcial à crise do petróleo e, implicitamente, subestimou sua magnitude"[34].

Além da idéia de "evasão ao ajustamento", muitos autores assumiram o estudo com base no hiato de recursos. Para quantificar a hipótese de hiato de recursos, vamos realizar um exercício muito simples. Vamos verificar qual o nível de produto que o país precisaria ter para que houvesse equilíbrio da balança comercial, ou seja, mensurar o quanto o país estaria vivendo além de suas possibilidades. Para isso, considere as exportações (X) como dadas e a razão entre importações e o

[34] Fishlow (1986) pág. 517.

PIB que efetivamente ocorreu como a propensão média a importar (m). Assim, para que o saldo da diferença entre exportações e importações se tornasse nulo, teríamos que:

$$X - mY^n = 0$$

Onde Y^n é o produto necessário para que o saldo em transações seja igual a zero. Assim, o nosso objetivo é determinar este produto necessário e compará-lo ao produto que efetivamente ocorreu. De acordo com os dados da economia brasileira, extraímos a tabela a seguir:

Tabela 13 – Hiato de Recursos Estimado (em US$ Milhões)

Descrição/ Período	Importações	Produto Efetivo	Razão Importação/ Produto Efeitivo (m)	Exportações	Produto Necessário	Razão Produto Efetivo/ Produto Necessário
1974	12641,32	110390,51	0,11	7951,00	69432,19	1,59
1975	12210,34	129890,83	0,09	8669,94	92228,90	1,41
1976	12382,98	153958,62	0,08	10128,30	125926,01	1,22

Fonte: elaboração própria a partir de IPEADATA e Banco Central do Brasil

Conforme a tabela 13, é possível verificar que ao longo de todo o período o produto necessário para a existência de hiato de recursos foi sempre inferior ao produto efetivo, sendo que em 1974 esta diferença representou 59%, caindo gradativamente até chegar a 22% no ano de 1976. Esses números dão bem a inviabilidade prática de um eventual ajuste no período. Seria inviável, ou inimaginável, uma recessão de proporções de 60% a 40% do produto. É claro que sempre poder-se-ia pensar em algum valor intermediário de contração do produto, ou seja, algum valor menor de crescimento econômico que gera-se um menor endividamento externo. Entretanto, por um lado o valor desse ajuste é tão elevado, exigindo um "sacrifício necessário" tão grande que coloca em cheque a viabilidade de algum valor intermediário que não comprometesse inteiramente as possibilidades de ajuste dinâmico da economia. Por outro a queda muito veloz do "excesso de tamanho do PIB" dadas as exportações, principalmente o valor encontrado para 1976 quando o PIB cresceu mais de 10%, indica que a estratégia adotada pareceu a mais acertada.

Prosseguindo a análise de hiato de recursos, cabe verificar o grau de utilização da capacidade produtiva para o período, através da próxima tabela.

Tabela 14 – Grau de Utilização da Capacidade Produtiva - %

Descrição/ Período	GERAL	CATEGORIA DE USO			
		Bens de Consumo	Bens de capital	Material de construção	Bens intermediário
1974	88,8	86,0	88,3	90,3	90,5
1975	87,0	85,8	87,3	88,8	87,5
1976	88,5	87,5	87,3	89,3	89,8

Fonte: elaboração própria a partir de FGV

Como observa-se na tabela 14 o grau de utilização da capacidade apresentou uma pequena elevação em relação ao período anterior, da ordem de 1,2% na média em relação à média do período anterior. Mas a média praticamente igual a do período anterior esconde o fato de que há uma pequena desaceleração geral entre 1973 e 1974. A média maior no período se deve ao fato da primeira fase do Milagre Econômico ter se valido da ocupação da capacidade produtiva ociosa em virtude da desaceleração do crescimento observada a partir de 1961. O que se tem, então, é uma manutenção da capacidade ocupada no nível do período anterior quando praticamente não houve déficit comercial reforçando a importância do choque dos preços para a deterioração das contas externas no período.

Decorre da argumentação acima que esse período pode ser explicado pelo argumento do hiato de divisas, desde que, esse modelo seja adaptado, como propôs Serrano e Willcox (2000), para a possibilidade das divisas disponíveis serem utilizadas para importar qualquer bem ou serviço fatores e não fatores e não apenas importar bens de capital. Segundo este tipo de argumentação, os recursos externos são importantes para financiar o investimento necessário ao crescimento de um país (principalmente os países em desenvolvimento). Se for adaptado esse argumento para todas as transações de bens e serviços fatores e não fatores (e não apenas bens de capital), o aumento considerável dos déficits em transações correntes no período e o crescimento da dívida externa bruta podem ter correlação. Sendo assim, considerando essa adaptação, o período estudado neste tópico pode ser explicado pelo hiato de divisas.

No período anterior, como visto, não coube explicar o endividamento externo através do hiato de divisas, visto que, em todos os anos o endividamento externo bruto era maior do que o endividamento externo líquido (apresentando inclusive reduções), ou seja, havia acúmulo de reservas. Nesse período, entretanto, houve uma redução das reservas internacionais, isto levou a

um aumento da dívida externa bruta menor do que o aumento ocorrido na dívida externa líquida. Dessa forma, as buscas por recursos externos foram caracterizadas por necessidade de fechar os saldos deficitários em transações correntes, isso explica o incentivo do governo brasileiro às empresas estatais de captar esses recursos externos. Para ratificar essa argumentação pode-se verificar os dados do movimento de capitais autônomos na tabela a seguir.

Tabela 15 – Movimento de Capitais Autônomos (em Porcentagem do PIB)

Discriminação/Período	1974	1975	1976
CONTA CAPITAL E FINANCEIRA	5,92	4,91	5,52
Conta capital	0,00	0,00	0,00
Conta financeira	5,92	4,91	5,52
Investimento direto	1,05	0,84	0,79
Investimento brasileiro direto	-0,05	-0,08	-0,11
Investimento estrangeiro direto	1,09	0,93	0,90
Investimentos em carteira	0,13	0,07	0,27
Investimento brasileiro em carteira	0,00	0,00	-0,01
Investimento estrangeiro em carteira	0,13	0,08	0,28
Outros investimentos	4,74	3,99	4,46
Outros investimentos brasileiros	-0,40	0,03	-0,35
Outros investimentos estrangeiros	5,15	3,97	4,81
Crédito comercial - fornecedores LP e CP (líquido)	-0,05	-0,01	-0,15
Empréstimos e financiamentos LP e CP (líquido)	4,92	4,14	3,78
Moeda e depósito (líquido)	0,25	-0,18	0,88
Outros passivos LP e CP (líquido)	0,02	0,01	0,30

Fonte: elaboração própria a partir de Banco Central do Brasil e IPEADATA

Como se percebe na tabela 15, há uma elevação da participação da conta financeira em relação ao PIB como, de resto, seria esperado, dada à deterioração nas relações de troca no período. O valor dessa participação foi 5,45% contra 4,69% do período anterior. Essa comparação, entretanto, revela menos a grande deterioração dos termos de troca do período, que a política de endividamento equivocada do período anterior, como pode ser visto na tabela 16. A participação do financiamento externo cresce muito pouco para uma deterioração dos termos de troca muito expressiva, que sai de um valor de 11,0 em 1973 para um valor negativo de 16,7 no ano seguinte.

Outro elemento importante a destacar é o recuo do investimento direto externo (IDE), que após alcançar 1,36% do PIB em 1973, recua para uma média de 0,89% no período. Isso apenas reforça o caráter complementar do IDE no Brasil que intensifica sua entrada no momento de aceleração do ciclo econômico com objetivo de aproveitar a expansão da demanda doméstica. Soma-se a essa natural desaceleração do IDE após um período de fortes inversões a natureza da fase que se iniciava em 1974, início do II PND que teve no investimento estatal o principal elemento dinâmico da demanda.

Ainda que logicamente explicável esse comportamento do IDE apenas reforçou a necessidade de financiamento com fontes mais voláteis, ou que resultaram numa deterioração do perfil do financiamento externo em relação ao prazo.

Tabela 16 – Termos de Intercâmbio

Descrição/Período	Termos de intercâmbio
1974	-16,7
1975	-2,6
1976	12,2

Fonte: elaboração própria a partir de Abreu (1991)

Todavia, mesmo com o considerável aumento do saldo da conta Capital e Financeira, o resultado final do balanço de pagamentos foi bem diferente do período anterior, conforme é visto na tabela 17, onde é possível notar uma perda de reservas nos dois primeiros anos, justificado principalmente pelo aumento do déficit em transações correntes (os fatores que levaram a esse aumento já foram mencionados anteriormente). Dessa forma, mesmo com o considerável aumento do saldo da conta capital e financeira, o balanço de pagamentos apresentou saldos deficitários para 1974 e 1975. O único ano que foi caracterizado por acúmulo de reservas no país foi o ano de 1976, explicado em grande parte por um aumento da conta capital e financeira, que deu um salto de mais de 30% comparado ao ano anterior. A conseqüência desses movimentos foi uma queda no estoque das reservas internacionais do país no triênio.

Tabela 17 – Saldo do Balanço de Pagamentos (em US$ Milhões)

Discriminação/Período	1974	1975	1976
TRANSAÇÕES CORRENTES	-6,80	-5,39	-4,17
CAPITAL E FINANCEIRA	5,92	4,91	5,52
ERROS E OMISSÕES	-0,06	-0,34	0,40
RESULTADO DO BALANÇO	-0,94	-0,82	1,75
HAVERES DA AUTORIDADE MONETÁRIA (-=aumento)	0,94	0,82	-1,75

Fonte: elaboração própria a partir de Banco Central do Brasil

2.4 Período de 1977-1978

Nas duas seções anteriores apresentamos períodos nos quais ocorreu um persistente crescimento da dívida externa bruta correspondendo, entretanto, a situações macroeconômicas, e motivações de política econômica, inteiramente distintas. Poder-se-ia dizer que o biênio 1977 e 1978 não repete exatamente nenhum dos padrões anteriores ainda que, comparativamente, se assemelhe mais ao período do Milagre.

O destaque inicial desse biênio foi o pulo no endividamento em 1978. Um crescimento superior a 20% frente ao ano anterior atingindo quase 26% do PIB. O elemento que assemelha esse biênio ao período do Milagre foi o crescimento das reservas internacionais. Apesar de ter havido uma retração de 1976 para 1977 de mais ou menos 3,5%, de 1977 para 1978 o acúmulo de divisas no país variou positivamente em mais de 44%, chegando a 5,9% do PIB. Isto implicou em endividamento externo líquido inferior ao endividamento bruto. Apesar desse grande crescimento das reservas os indicadores tanto de dívida sobre reservas como o de cobertura de importações não chegaram aos níveis de 1973. Este último apesar de inferior aos 12,4 meses em 1973 alcançou o elevado valor de 10,4 em 1978. Mais uma vez esses primeiros indicadores sinalizam para um endividamento para constituir reservas, estratégia já criticada quando aplicada no período do Milagre.

Tabela 18 – Endividamento Externo (em U$ Milhões)

Discriminação\Período	1977	1978
Dívida Externa Bruta	37951,00	52187,00
Dívida Externa Líquida	30695,00	40292,00
Reservas	7256,00	11895,00
Razão entre Dívida Externa Bruta/Reservas	5,23	4,39
Razão entre Dívida Externa Líquida/Reservas	4,23	3,39

Fonte: elaboração própria a partir de IPEADATA

Este período é caracterizado pela retomada do crescimento econômico das principais economias desenvolvidas. Após a redução no ritmo de crescimento para o período de pós-choque do preço do petróleo, as principais economias capitalistas começaram a reaquecer suas atividades já a partir de 1976. Ademais, os lucros obtidos pelos países produtores de petróleo continuavam sendo direcionados para financiamento externo de países em desenvolvimento. O cenário nacional, por outro lado, é marcado pelo andamento do II PND, entretanto com uma redução na taxa de crescimento econômico (menos de 5% para os dois anos). Dentro desse contexto interno e externo, pode ser feita a análise das contas externas do Brasil para esse período, que é aprofundada com o estudo dos dados da composição da dívida externa exposta a seguir.

Tabela 19 – Dívida Externa (em US$ Milhões)

Discriminação \Período	1977		1978	
	Valor	% total	Valor	% total
Dívida externa total	37951,20	100,00	52186,70	100,00
Dívida externa não registrada	5914,00	15,58	8676,00	16,62
Dívida externa registrada	32037,20	84,42	43510,70	83,38
Empréstimo Compensatório	75,00	0,20	43,80	0,08
Empréstimo Programa	569,80	1,50	551,40	1,06
Empréstimo Bônus	1222,40	3,22	2380,30	4,56
Financiamento de Importações	8422,30	22,19	10829,80	20,75
Empréstimos em moeda	21528,40	56,73	29499,70	56,53
Lei 4131	16261,80	42,85	22200,30	42,54
Resolução 289	26,80	0,07	27,00	0,05
Resolução 63	5239,80	13,81	7272,40	13,94
Outros empréstimos	214,60	0,57	201,00	0,39
Dívida Pública Consolidada	4,70	0,01	4,70	0,01

Fonte: elaboração própria a partir de Boletim do Banco Central vários anos, IPEADATA e Abreu (1991)

De acordo com a tabela 19, é possível verificar a trajetória crescente da dívida externa bruta. O resultado que mais chama a atenção dessa trajetória crescente é mais uma vez a conta Empréstimos em Moeda, que representa mais de 56% do total da dívida externa. Se compararmos este valor com o valor dessa mesma conta para o ano de 1970 (primeiro ano analisado neste trabalho), a participação da conta empréstimos em moeda representava pouco mais de 36% do total da dívida. O grande responsável por esse aumento nesta conta é a entrada de recursos via a Lei 4.131, que participava de aproximadamente 20% do total da dívida em 1970 saltou para uma participação de mais de 42% nos anos de 1977 e 1978, isto significa aproximadamente 80% do total da conta empréstimos em moeda. Como dito, a Lei 4.131, instituída em setembro de 1962, em que passaram a ser registrados todos os fluxos de capitais ingressados no país e o total de operações financeiras com o exterior, o que representa, em sua grande maioria, empréstimos para realizar investimento direto no país. Como o objetivo do governo brasileiro no período foi o de dar continuidade no II PND, as empresas estatais continuaram captando recursos externos para realizar investimento direto e/ou empréstimos para outros fins. Dessa forma, a participação do governo no total da dívida externa bruta registrada aumentou muito nesse período, conforme pode ser percebido na tabela 20 a seguir.

Tabela 20 – Composição da Dívida Externa (em Porcentagem do PIB)

Discriminação \Período	1977	1978
Dívida externa registrada	18,1	21,6
Dívida Privada	7,2	5,8
Dívida Pública	10,9	15,8

Fonte: elaboração própria a partir de IPEADATA e BCB/DECEC

A participação do setor público na composição da dívida externa aumenta significativamente neste período. Enquanto que em 1974 o governo participava com aproximadamente 50% do total da dívida, em 1976 essa participação já era de mais ou menos 57% do total, chegando em 1977 a representar 60% e em 1978, com um salto grande, passa para 73% do total da dívida externa contratada. Isto ratifica a ação do governo no sentido de continuar o plano de desenvolvimento industrial fomentado em 1974 como resposta ao choque nos preços das *commodities*.

Contudo, mais uma vez a explicação do endividamento do período não recai sobre o argumento do hiato de recursos, e nem mesmo sobre a sua versão mais moderada que defendia que o "país vivia acima de suas possibilidades" dada uma mudança nas relações de troca. Essa afirmação decorre da observação desagregada das transações correntes cujo déficit, em sua maior parte, é resultado da conta serviços e rendas, conforme se percebe na tabela a seguir.

Tabela 21 –Transações Correntes (em Percentual do PIB)

Discriminação/Período	1977	1978
Balança comercial (fob)	0,05	-0,51
Exportação de bens	6,84	6,29
Importação de bens	-6,78	-6,80
Serviços e rendas (líquido)	-2,78	-3,00
Serviços	-0,85	-0,88
Rendas	-1,93	-2,12
Transferências unilaterais correntes	0,00	0,04
TRANSAÇÕES CORRENTES	-2,72	-3,47

Fonte: elaboração própria a partir de Banco Central do Brasil e IPEADATA

Conforme se pode notar na tabela, o resultado deficitário das transações correntes se reduziu comparado aos três anos anteriores. Enquanto que 1974, 1975 e 1976 apresentaram resultados deficitários de 6,8%, 5,4% e 4,2% do PIB, respectivamente, o déficit em transações correntes do ano de 1977 foi de 2,72% do PIB e o do ano de 1978 foi de 3,47% do PIB. Todavia, a balança comercial, após três anos consecutivos de déficit, apresenta superávit no ano de 1977 e um pequeno déficit em 1978 (0,51% do PIB).

Pode-se observar que o país não aproveitou o melhor desempenho das economias desenvolvidas para ampliar suas exportações se valendo mais de uma redução da taxa de crescimento para equilibrar sua balança comercial. Houve uma redução de mais de 28% das importações em 1977 em relação a 1976. A redução das importações ocorreu, também, devido à melhora nos termos de troca do Brasil com o resto do mundo principalmente no que se refere aos bens intermediários, os quais continuam tendo participações bastante expressivas no total das importações, de cerca de 48% para os dois anos[35].

Na tabela 21 pode-se observar o que alguns autores (por exemplo, Carneiro 2002) chamam de natureza financeira do déficit no período. O componente "responsável" pelos déficits em transações correntes nos dois períodos foi a conta serviços e renda e dentro dessa conta a subconta renda é a mais representativa devido aos constantes aumentos da dívida externa e, consequentemente, do serviço desta dívida, que era captada com taxa de juros nominal mais elevada.

Assim como a queda do produto foi responsável pelo ajuste comercial, é difícil sustentar a idéia de recurso ao endividamento externo em razão da existência de um hiato de divisas. O que ocorreu no período foi um aumento de endividamento externo para acumulação de reservas, o que é ainda mais surpreendente do que ocorreu no período do Milagre visto a já então relevância da conta juros para o déficit em transações correntes.

[35] Os bens de capital com participação de 16% do total importado e os combustíveis com 31% são os outros tipos de mercadorias com mais representatividade.

Tabela 22 – Movimento de Capitais Autônomos (em Porcentagem do PIB)

Discriminação/Período	1977	1978
CONTA CAPITAL E FINANCEIRA	3,47	5,91
Conta capital	0,00	0,00
Conta financeira	3,47	5,91
Investimento direto	0,95	1,02
Investimento brasileiro direto	-0,08	-0,06
Investimento estrangeiro direto	1,03	1,08
Investimentos em carteira	0,41	0,46
Investimento brasileiro em carteira	0,00	0,00
Investimento estrangeiro em carteira	0,41	0,46
Outros investimentos	2,11	4,42
Outros investimentos brasileiros	-0,23	-0,63
Outros investimentos estrangeiros	2,35	5,05
Crédito comercial - fornecedores LP e CP (líquido)	-0,11	-0,10
Empréstimos e financiamentos LP e CP (líquido)	2,26	4,39
Moeda e depósito (líquido)	0,27	0,73
Outros passivos LP e CP (líquido)	-0,08	0,04

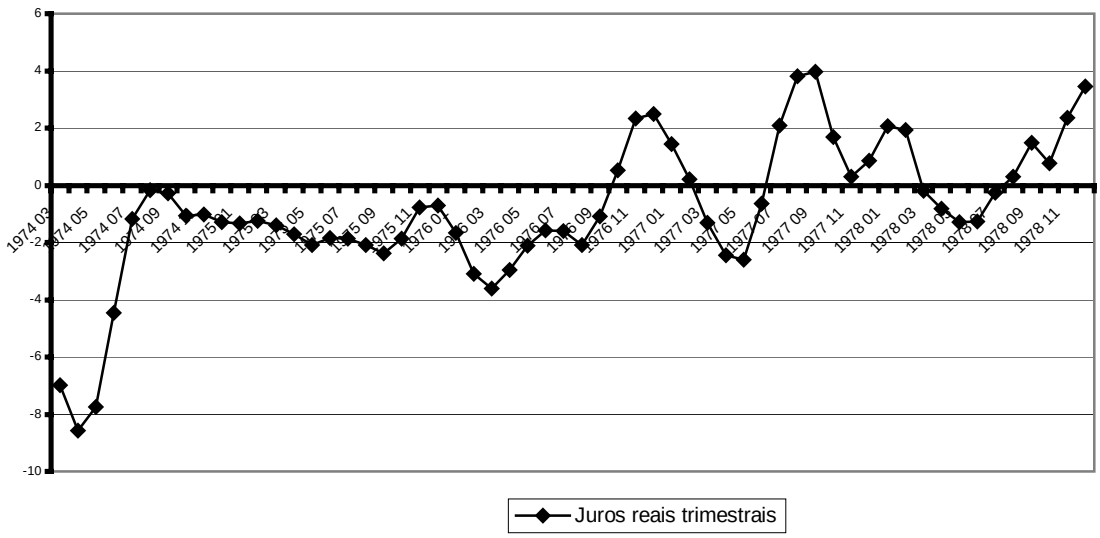
Fonte: elaboração própria a partir de Banco Central do Brasil e IPEADATA

Essa aparente contradição é reforçada com os dados desagregados do financiamento externo. A conta financeira representou o total dos movimentos de capitais autônomos com destaque para a conta outros investimentos que teve um crescimento de 137% de um ano para o outro e representa uma média de 68% do total da conta financeira. Dentro da conta outros investimentos, cabe observar a importância dos empréstimos e financiamentos de curto e longo prazos que chegam a 99% da conta outros investimentos, isto é, endividamento externo. O resultado final da conta capital e financeira é superavitário nos dois anos estudados, contudo, é importante destacar que do ano de 1976 para o ano de 1977 houve uma queda de 28% no valor superavitário dessa conta, ao passo que, 1978 houve um aumento de 93% comparado a 1977, ou seja, o endividamento externo realizado nesse período se caracterizou como acúmulo de reservas e não uma necessidade de divisas externa para fechar o saldo das transações correntes, como ocorrido no período anterior, ou seja, também não houve hiato de divisas.

Mais uma vez cabe perguntar por que se repetiu uma estratégia que já havia dado resultados no mínimo discutíveis no período do Milagre numa conjuntura internacional bem mais desfavorável. Novamente, descontado algum erro involuntário de política econômica, deve-se procurar explicação para a estratégia de política econômica oficial numa forma de reforçar, ou favorecer,o sistema financeiro. O gráfico abaixo mostra a trajetória das taxas de juros básicas

(SELIC) no período de 1974 a 1978. É visível que houve uma política de elevação da taxa de juros real a partir de 1977. A média do biênio foi de 0,66% contra –1,95% do período anterior. Dado que as taxas de juros básicas são fixadas pelo governo esse indicador demonstra que a política monetária, num ambiente de grande liquidez internacional, contribuiu para um sobre-endividamento externo para acúmulo de reservas.

Gráfico 2 - Juros Reais trimestrais



Fonte: elaboração própria a partir de IPEADATA

Os mesmos indicadores de rentabilidade apresentado para o período de 1970 a 1973 demonstram os grandes ganhos que o sistema financeiro poderia alcançar com o acesso a fundos financeiros externos.

Tabela 23 – Custo de Captação do Sistema Financeiro 1977-1978

Discriminação/ Período	Libor	Prime	Juros Externos Médios	CDB	Letra de Câmbio
1977	6,4	6,8	10,8	44,2	41,6
1978	9,2	9,1	10,9	46,1	43,3

Fonte: elaboração própria. Batista Jr. (1988) Colunas 1e2, Silva(2007) Coluna 3, e IPEADATA Colunas 4 e5

Pode-se ver na tabela 23 que o custo de captação nominal externo, feitas todas as considerações sobre as fontes de dados anteriores, era extremamente inferior ao custo interno. Nesse período a taxa de aplicação das letras de câmbio foi, em média 76,5, ou seja, um spread médio de 35% bastante elevado mesmo para os recursos captados internamente. Finalmente, como os recursos captados externamente são influenciados por uma eventual brusca desvalorização cambial é importante verificar essa variável e compará-la a inflação do período.

Como se pode observar na tabela 24, houve nesse período uma sub-indexação cambial o que favoreceu ainda mais a tomada de recursos externos.

Tabela 24 – Desvalorização cambial e Inflação – 1977-1978

Discriminação/ Período	Variação Cambial Nominal	Inflação (IGP-DI)
1977	32,5	38,8
1978	27,8	40,8

Fonte: elaboração própria a partir de IPEADATA

2.5- Período de 1979-1982

Apesar de certa melhora das contas externas do Brasil nos anos de 1977 e 1978, principalmente na balança comercial e na entrada de capitais, inclusive acumulando reservas, a dívida externa bruta brasileira, como visto, continuou crescendo. O país só se defrontará com uma pequena redução da dívida (em porcentagem do PIB) no ano de 1979, contudo, a partir de então, o endividamento externo brasileiro apresenta uma tendência crescente para os anos de 1980, 1981 e 1982, mas agora com uma inclinação ascendente muito maior do que os dois períodos anteriormente analisados, como pode ser visto no gráfico no início deste capítulo.

Os anos compreendidos entre 1979 e 1980 podem ser considerados como um divisor de conduta das políticas econômicas adotadas durante toda a década de 1970, principalmente devido aos acontecimentos ocorridos na economia mundial. Dessa forma, para entender a nova característica de tendência do endividamento externo no Brasil para o período é preciso contextualizar brevemente os fatos que marcaram esses anos. O ano de 1979 foi configurado pelo segundo choque no preço do petróleo, o que vai fazer aumentar e muito o custo das importações, e pelo início de um movimento de elevação dos juros americanos.

Essas medidas implicaram em várias conseqüências para os países em desenvolvimento, dentre elas, algumas que afetaram diretamente o comportamento da dívida externa brasileira, quais sejam: a escassez de liquidez internacional e o aumento do serviço da dívida externa. Com isso, o fim desse período foi marcado pela declaração de moratória da dívida do México, o que levou, por definitivo, ao fim dos fluxos de capitais voluntários para os países latino-americanos e conseqüentemente para o Brasil. Sendo assim, diante de tais fatos, coube ao governo brasileiro abandonar os planos de desenvolvimento industrial projetados pelo II PND para tentar conter a saída de divisas no país.

Tabela 25 – Endividamento Externo (em US$ Milhões)

Discriminação\Período	1979	1980	1981	1982
Dívida Externa Bruta	55803,00	64259,00	73963,00	85487,00
Dívida Externa Líquida	46114,00	57346,00	66456,00	81493,00
Reservas	9689,00	6913,00	7507,00	3994,00
Razão entre Dívida Externa Bruta/Reservas	5,76	9,30	9,85	21,40
Razão entre Dívida Externa Líquida/Reservas	4,76	8,30	8,85	20,40

Fonte: elaboração própria a partir de IPEADATA

Esse é um período em que a queda de reservas será expressiva, ou seja, abriu-se uma necessidade de divisas que não foi totalmente coberta pelos fluxos financeiros internacionais. Quando comparado com o primeiro choque do petróleo o comportamento das reservas foi relativamente semelhante nos dois primeiros, ou seja, uma queda acumulada de cerca de 40% em ambos os períodos. A grande diferença ocorre a partir do terceiro ano pós-choque. Não só a recuperação das reservas em 1981 é pequena como em 1982 há uma perda de quase 50% das reservas. O valor em 1982, quando as reservas ficaram em 1,5% do PIB, é o mais baixo em todos os períodos até agora analisados prenunciando a séria crise que estava por se instalar na década de 1980.

Tabela 26 – Dívida Externa (em US$ Milhões)

Discriminação \Período	1979		1980		1981		1982	
	Valor	% total	Valor	% total	Valor	% total	Valor	% total
Dívida externa total	55803,00	100,00	64259,00	100,00	73963,00	100,00	85487,50	100,00
Dívida externa não registrada	5899,00	10,57	10412,00	16,20	12552,00	16,97	15290,00	17,89
Dívida externa registrada	49904,00	89,43	53847,00	83,80	61411,00	83,03	70197,50	82,11
Empréstimo Compensatório	18,80	0,03	0,00	0,00	0,00	0,00	544,00	0,64
Empréstimo Programa	531,00	0,95	511,80	0,80	490,10	0,66	469,70	0,55
Empréstimo Bônus	2965,90	5,31	3235,70	5,04	2895,70	3,92	2609,70	3,05
Financiamento de Importações	11571,60	20,74	12108,20	18,84	12880,50	17,41	13519,70	15,81
Empréstimos em moeda	34625,30	62,05	37819,00	58,85	44984,40	60,82	52915,70	61,90
Lei 4131	26882,60	48,17	27886,50	43,40	31520,40	42,62	36763,00	43,00
Resolução 289	19,30	0,03	9,00	0,01	7,60	0,01	7,30	0,01
Resolução 63	7723,40	13,84	9923,50	15,44	13456,40	18,19	16145,40	18,89
Outros empréstimos	186,90	0,33	168,10	0,26	157,10	0,21	136,40	0,16
Dívida Pública Consolidada	4,50	0,01	4,20	0,01	3,20	0,00	2,30	0,00

Fonte: elaboração própria a partir de Boletim do Banco Central vários anos, IPEADATA e Abreu (1991)

Se verificarmos a discrição da dívida externa bruta por rubrica, pode-se notar uma mudança entre seus elementos: através das captações pela rubrica da Lei 4.131, o aumento total da dívida no período foi de mais de 13%, enquanto a Resolução 63 cresceu mais de 70%. Juntas, as duas contas levaram a um aumento de mais de 25% no total dos empréstimos em moeda. Além disso, a participação do governo na composição total da dívida externa em relação ao setor privado continuou elevada representando mais de 68% do total da dívida em todo o período (tabela 27).

Tabela 27 – Composição da Dívida Externa (em Porcentagem do PIB)

Discriminação \Período	1979	1980	1981	1982
Dívida externa registrada	22,33	22,65	23,75	25,88
Dívida Privada	7,10	6,97	7,59	8,40
Dívida Pública	15,23	15,67	16,16	17,48

Fonte: elaboração própria a partir de IPEADATA

Neste período ressurge o déficit comercial, entretanto, quando comparado com o mesmo fenômeno decorrente do primeiro choque do petróleo sua dimensão é muito menor. A

média dos dois primeiros anos pós choque é de cerca de 1,2 % do PIB, enquanto a média para o mesmo período no choque anterior foi de cerca de 3,5%. Esses mostram, em primeiro lugar que a economia já estava mais bem ajustada em termos externos quando comparada com sua situação no início da década como também enfraquece qualquer argumento que tenha como base a idéia do hiato de recursos. Os déficits em transações correntes continuaram crescentes, mas a participação da balança comercial, onde se registra as importações de bens de capital, continuou sendo baixa, conforme se vê na tabela 28 a seguir.

Tabela 28 – Transações Correntes (em Porcentagem do PIB)

Discriminação/Período	1979	1980	1981	1982
Balança comercial (fob)	-1,27	-1,19	0,47	0,29
Exportação de bens	6,82	8,47	9,01	7,44
Importação de bens	-8,09	-9,65	-8,54	-7,15
Serviços e rendas (líquido)	-3,53	-4,23	-5,06	-6,28
Serviços	-1,04	-1,28	-1,09	-1,29
Rendas	-2,49	-2,95	-3,97	-4,99
Transferências unilaterais correntes	0,01	0,06	0,07	-0,01
TRANSAÇÕES CORRENTES	-4,79	-5,36	-4,53	-6,00

Fonte: elaboração própria a partir de Banco Central do Brasil e IPEADATA

Essa reação do comércio exterior é ainda mais notável tendo em vista que o choque de termos de troca foi de enorme proporção, superior até àquele ocorrido nos anos 1930, uma vez que a média do período entre 1979 e 1982 foi de um valor negativo de 10,35 contra 5,81 negativos para toda a década de 1930, conforme tabela 29. As importações aumentaram quase 19% de 1978 para 1979, ao passo que as exportações aumentaram apenas 8%. A trajetória crescente das importações continuou para o ano seguinte, registrando um aumento de mais de 19% comparado com o ano de 1979, contudo, neste ano as exportações também cresceram significativamente, mais de 24%, sendo superior inclusive ao aumento das importações, logo, o déficit na balança comercial reduziu. A situação de aumento moderado do déficit comercial foi alcançada com alto crescimento econômico (6,8 e 9,2% de crescimento do PIB em 1979 e 1980, respectivamente). Assim que a economia entra em recessão no ano seguinte a balança comercial torna-se positiva.

Tabela 29 – Termos de Intercâmbio

Discriminação/ Período	Termos de intercâmbio
1979	-7,1
1980	-17,1
1981	-15,4
1982	-1,8

Fonte: elaboração própria a partir de Abreu (1991)

Apesar dos superávits comerciais a partir de 1981 o resultado das transações correntes apresentou-se deficitário em 4,53% do PIB. Isto porque, a conta serviços e rendas aumentou em mais de 19% em 1981 comparada com o ano de 1980 e o principal responsável por esse crescimento foi subconta renda devido ao aumento do serviço da dívida externa.

Tabela 30 – Importações FOB (em Porcentagem do PIB)

Discriminação\Periodo	1979	1980	1981	1982
Bens de Consumo Duráveis	0,06	0,04	0,04	0,03
Bens de Consumo Não Duráveis	0,39	0,29	0,19	0,17
Bens Intermediários	3,74	4,07	3,21	2,54
Bens de Capital	1,01	1,10	0,85	0,67
Combústíveis	2,89	4,15	4,26	3,74
Outros	0,01	0,00	0,00	0,00
Total	8,09	9,65	8,54	7,15

Fonte: elaboração própria a partir de IPEADATA

Finalmente, no ano de 1982 o déficit nas transações correntes atingiu o patamar de 6% do PIB com destaque novamente para a conta renda que representou uma saída total de quase 5% do PIB. Com isso, mais uma vez pode-se chegar à conclusão de que o aumento da dívida externa bruta não tem nada haver com o argumento de hiato de recursos. Na tabela 30 onde temos a composição das principais mercadorias que foram importadas percebe-se um aumento da participação dos combustíveis no total das importações a partir do ano de 1980, refletindo o segundo aumento dos preços do petróleo ocorrido no ano de 1979.

Reforçando a idéia da melhora das condições externas da economia podemos ver que a necessidade de ajuste do PIB para evitar um desequilíbrio externo era bem menor, e isso, vale repetir, frente a uma deterioração dramática das condições de demanda e termos de troca internacionais.

Tabela 31 – Hiato de Recursos Estimado (em US$ Milhões)

Discriminação/ Período	Importações	Produto Efetivo	Razão Importação/ Produto Efeitivo (m)	Exportações	Produto Necessário	Razão Produto Efetivo/ Produto Necessário
1979	18.083,86	223.476,50	0,08	15.244,38	188.386,76	1,19
1980	22.955,17	237.772,06	0,10	20.132,40	208.533,53	1,14

Fonte: elaboração própria a partir de IPEADATA e Banco Central do Brasil

Obviamente que a negação da idéia de hiato de recursos ou mesmo de um adiamento do ajustamento é reforçada pela tabela que apresenta o grau de utilização da capacidade produtiva no período. Esta mostra, inclusive, a gravidade da crise através do recuo da utilização da capacidade instalada do setor de bens de capital, demonstrando como os planos de investimento sinalizavam a frente dos outros setores a crise que viria a se consolidar nos anos 1980. Esses dados também colocam em perspectiva uma crítica relativamente comum do período a uma evasão do ajustamento por parte do então Ministro Delfim Netto. De acordo com Fishlow,

> Delfim Netto herdou o problema do ajustamento inadequado; não se tratava apenas de uma obra sua. Dito isto, contudo, tratava-se de um argumento para conservar os poucos graus de liberdade que restavam. Uma política mais cautelosa teria melhorado marginalmente o desempenho do balanço de pagamentos e evitado os *spreads* (...), ao mesmo tempo em que se teria mantido a credibilidade interna". Fishlow (1986, pág.533 e 534)

Delfim substitui Mario Henrique Simonsem na condução da economia brasileira com o discurso da "volta da prosperidade" em 1980, adotando uma política de pré-fixação do câmbio e juros. Essa política que dá uma aceleração do crescimento em 1980, como atestam os indicadores de utilização da capacidade produtiva, é abandonada no ano seguinte gerando um déficit comercial apenas ligeiramente superior ao do ano anterior. Além de pequena contribuição à formação, através do tempo do total da dívida externa, como mostra a simulação para obtenção do ajuste da balança comercial, este só seria alcançado com uma recessão de razoáveis proporções. Ou seja,

estar-se-ia realizando um enorme sacrifício num momento em que as perspectivas internacionais não eram ainda tão claras e que se tinham valores de desequilíbrio comerciais brandos se comparados ao período de crise do petróleo anterior.

Tabela 32 – Grau de Utilização da Capacidade Produtiva - %

Discriminação/ Período	GERAL	CATEGORIA DE USO			
		Bens de Consumo	Bens de capital	Material de construção	Bens intermediários
1979	83,3	82,5	76,8	85,8	89,5
1980	84,3	84,3	81,8	87,5	88,3
1981	77,5	76,3	73,8	81,5	79,8
1982	75,8	74,3	63,8	80,0	79,8

Fonte: elaboração própria a partir de FGV

Prosseguindo a análise, vamos verificar o movimento de capitais autônomos para buscar encontrar as razões do endividamento do período, através da tabela a seguir.

Tabela 33 – Movimento de Capitais Autônomos (em Porcentagem do PIB)

Discriminação/Período	1979	1980	1981	1982
CONTA CAPITAL E FINANCEIRA	3,41	4,04	4,93	4,46
Conta capital	0,00	0,01	0,01	0,00
Conta financeira	3,41	4,03	4,92	4,46
Investimento direto	0,99	0,65	0,90	1,01
Investimento brasileiro direto	-0,09	-0,15	-0,08	-0,14
Investimento estrangeiro direto	1,08	0,80	0,98	1,15
Investimentos em carteira	0,29	0,15	0,00	0,00
Investimento brasileiro em carteira	0,00	0,00	0,00	0,00
Investimento estrangeiro em carteira	0,28	0,15	0,00	0,00
Outros investimentos	2,12	3,22	4,01	3,44
Outros investimentos brasileiros	-0,32	-0,25	-0,54	-0,17
Outros investimentos estrangeiros	2,44	3,46	4,56	3,61
Crédito comercial - fornecedores LP e CP (líquido)	0,00	-0,06	-0,04	-0,04
Empréstimos e financiamentos LP e CP (líquido)	2,73	3,03	4,53	3,68
Moeda e depósito (líquido)	-0,05	0,10	0,03	0,13
Outros passivos LP e CP (líquido)	0,00	0,00	0,00	0,00

Fonte: elaboração própria a partir de Banco Central do Brasil e IPEADATA

A falta de recursos externos pode ser o principal responsável pelo crescente endividamento externo nesse período, principalmente porque os saldos de movimentos de capitais

autônomos não foram suficientes para cobrir os constantes e crescentes déficits em transações correntes, como pode ser percebido na tabela 34. A captação de recursos externos através de obrigações e direitos aumentou em quase todo o período, saindo de 3,41% do PIB em 1979 para atingir 4,93% do PIB em 1981 e depois retrair para 4,46% em 1982. O destaque dessa conta continua sendo a conta outros investimentos e, mais precisamente, a conta empréstimos e financiamentos de curto e longo prazo que representou em média 82% do saldo total obtido no período estudado. Sendo assim, o crescimento da dívida externa está atrelado ao comportamento da conta de movimento de capitais autônomos, todavia, resta confirmar se foi para cobrir as necessidades de financiamento das transações correntes e para isso cabe agora analisar o resultado do Balanço de Pagamentos na tabela a seguir.

Tabela 34 – Saldo do Balanço de Pagamentos (em Porcentagem do PIB)

Discriminação/Período	1979	1980	1981	1982
TRANSAÇÕES CORRENTES	-4,79	-5,36	-4,53	-6,00
CONTA CAPITAL E FINANCEIRA	3,41	4,04	4,93	4,46
ERROS E OMISSÕES	-0,06	-0,14	-0,16	-0,14
RESULTADO DO BALANÇO	-1,44	-1,46	0,24	-1,67
HAVERES DA AUTORIDADE MONETÁRIA (-=aumento)	1,44	1,46	-0,24	1,67

Fonte: elaboração própria a partir de Banco Central do Brasil

Apesar da conta capital e financeira dos movimentos de capitais autônomos ter sido crescente e bastante expressiva como visto anteriormente, ela foi insuficiente para cobrir os resultados deficitários em transações correntes em quase todos quatro anos analisados, exceto em 1981. Em conseqüência disso, as reservas internacionais se reduziram, como também já foi visto, abruptamente. Vemos assim que os recursos externos que entraram no país na forma de dívida externa serviram para cobrir, ainda que não inteiramente, o hiato de divisas do aumento do serviço da dívida para o período e não para cobrir investimentos.

CAPÍTULO 3

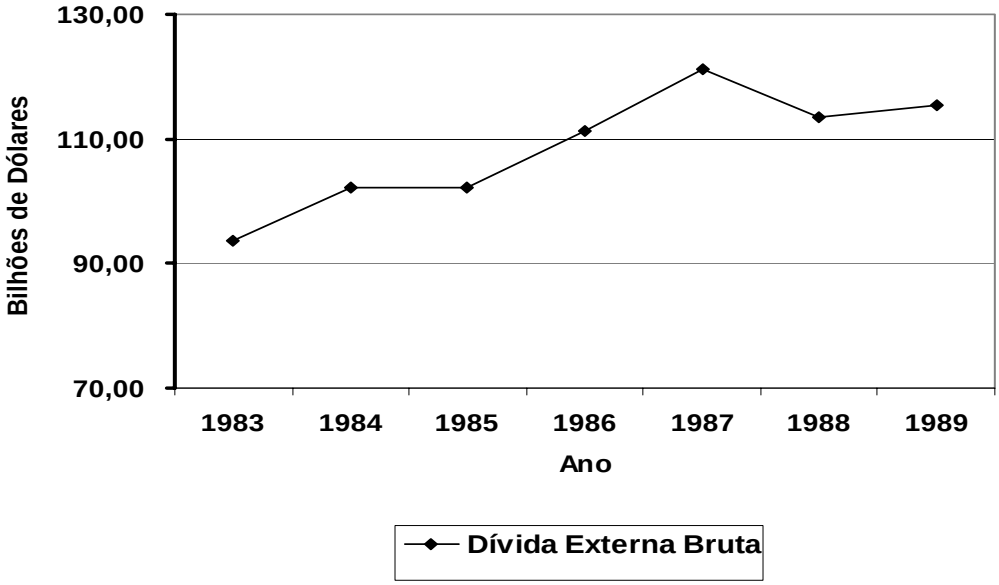
O Processo de Endividamento Externo e a Estatização da Dívida Externa: uma avaliação de 1983 – 1989.

3.1 Introdução

A dívida externa bruta brasileira na década de 1980, mais precisamente a partir de 1979, apresentou, como já visto, um comportamento totalmente diferente do que foi apresentado na década de 1970. Enquanto o período compreendido entre 1970 e 1978 abordado no capítulo anterior apresentou uma trajetória da dívida ascendente, com endividamento externo em média de 30%, na década de 1980 ocorre uma quebra dessa trajetória ascendente, registrando-se, mesmo, uma redução da dívida entre 1988 e 1987. De 1980 a 1982 a taxa média de endividamento ficou em torno de 15%, contudo, a partir de 1983 o endividamento externo brasileiro deixou de apresentar uma tendência única, como é percebido no gráfico 3.

Esse período é marcado pelo que ficou conhecido como a crise da dívida, na qual o país teve que se defrontar com a queda abrupta de suas reservas após a decretação da moratória do México em 1982, da deterioração dos termos de troca e do aumento de envio de divisas ao exterior referente ao pagamento do serviço da dívida, como visto no final do capítulo anterior. Sendo assim, em 1983 o país foi obrigado a adotar políticas econômicas com o objetivo de financiar o déficit em conta corrente, recorrendo inclusive ao Fundo Monetário Internacional (FMI). Além disso, houve um esforço permanente com o objetivo de reduzir o déficit em transações correntes, visto que, a liquidez internacional, antes abundante, se tornou escassa para os países em desenvolvimento, principalmente para América Latina, fazendo com que os movimentos de capitais autônomos praticamente se interrompessem.

Gráfico 3 - Dívida Externa Bruta (US$ Bilhões)



Fonte: elaboração própria a partir de IPEADATA

Esse é um período onde, como dito anteriormente, o endividamento não segue uma lógica semelhante a dos anos 1970. Apesar da dívida externa ter se elevado, em boa parte da década, sua dinâmica foi dada principalmente pelas negociações com o FMI e bancos credores e não mais pelo comportamento autônomo de tomadores e sistema financeiro. Nessa década há também uma mudança de foco analítico, em termos da interpretação econômica, em relação a anterior, pois a discussão não mais se concentra no processo de endividamento e suas causas e sim nas razões para o baixo crescimento associado à alta inflação.

Em relação à década de oitenta, Willcox (1999) subdividiu o período em dois: um primeiro, referente à primeira metade da década, no qual os autores ligados à tradição dos modelos de dois hiatos defendem que a restrição relevante seria a de divisas e um segundo (concernente à segunda metade da década) no qual haveria uma restrição de poupança.

Entretanto, uma outra interpretação muito importante no período se relaciona mais ao problema do *funding*, o que remete a interpretação de certos períodos nos anos 1970 com uma importante modificação: agora o problema do *funding* afetaria o financiamento do setor público e não mais o setor privado. Supondo verdadeira a hipótese de falta de *funding* interno em alguns anos na década de 1970, dadas as condições de liquidez internacional, esse problema pode ser

superado pelo acesso ao financiamento externo. A conseqüência, como já visto, seria um aumento do endividamento externo e das reservas. Com o fechamento do mercado voluntário de crédito essa carência de financiamento, agora do Estado, teria trazido drásticas conseqüências tanto ao crescimento econômico como a própria aceleração inflacionária.

Assim, antes de tratarmos especificamente destas questões no capítulo seguinte, neste capítulo daremos continuidade à apresentação do endividamento externo brasileiro seguindo o mesmo molde analítico do capítulo anterior. Dentro dessa apresentação, terá destaque a continuidade do processo de estatização da dívida externa e as interpretações dessa estatização. Para tanto, o capítulo será dividido em mais dois tópicos além desta introdução; um que compreende o período entre 1983 e 1985, onde a atenção das políticas econômicas adotadas pelo governo brasileiro se concentrou na tentativa de cobrir os déficits no balanço de pagamentos e evitar a redução das reservas internacionais, e o outro que abrange o período de 1986 a 1989, anos em que as ações econômicas do governo se voltaram para o combate à inflação.

3.2 Período de 1983-1985

O valor da dívida externa bruta brasileira em dólares apresentou uma quebra de tendência neste período. Após crescer em ritmo muito rápido em quase todos os anos estudados no capítulo anterior, a dívida externa diminuiu esse ritmo de crescimento a partir de 1983. Enquanto no início da década de 1970 a média de crescimento da dívida estava em mais de 30%, no ano de 1983 a dívida cresceu pouco mais de 9%, saindo de US$ 85,49 bilhões em 1982 para US$ 93,7 bilhões em 1983. De 1983 para 1984 a dívida cresceu aproximadamente 9%, indo para US$ 102,12 bilhões, e menos de 3% em 1985, atingindo o valor de US$ 102,17 bilhões, conforme pode ser visto no gráfico 3.1. Dentro das perspectivas de interpretações será feita neste tópico a análise para o comportamento da dívida externa brasileira para o período de 1983 a 1985.

A década de oitenta, como dito, foi marcada por grandes mudanças na economia brasileira. Após a decretação de moratória da dívida do México em 1982, o Brasil, assim como outros países em desenvolvimento, passou a ser visto com desconfiança por parte dos investidores externos, levando, dessa forma, à ausência dos fluxos de capitais voluntários para o Brasil. Somado a isso, a década anterior se encerrou registrando elevações no preço das principais

commodities e da taxa de juros internacional. Esses fatos foram importantes para que o Brasil encontrasse dificuldades para fechar o saldo de seu balanço de pagamentos. Com isso, o problema de obter financiamento externo conduziu as políticas do governo brasileiro no início da década de oitenta.

Tabela 35 – Endividamento Externo (em US$ Milhões)

Discriminação\Período	1983	1984	1985
Dívida Externa Bruta	93.745,00	102.127,00	102.171,00
Dívida Externa Líquida	89.182,00	90.132,00	93.562,60
Reservas	4.563,00	11.995,00	11.608,60
Dívida Externa Bruta/Reservas	20,5	8,5	8,8
Dívida Externa Líquida/Reservas	19,5	7,5	8,1

Fonte: elaboração própria a partir de IPEADATA

Com essa dificuldade para se obter divisas, o governo buscou adotar políticas que reduzissem as importações de mercadorias e aumentassem as exportações de mercadorias, de modo a tentar diminuir a necessidade de moeda estrangeira. Para isso, aplicou políticas econômicas recessivas com o objetivo de desaquecer a demanda interna. Além disso, desvalorizou consideravelmente a taxa de câmbio[36]. No entanto, as economias centrais estavam desaceleradas e, dessa forma, a demanda externa pelos produtos exportados brasileiros também estava desaquecida. Isso contribuiu para que o resultado de uma tentativa de superávit na balança comercial em 1983 não fosse alcançado. Diante das tentativas frustradas de fechar o balanço de pagamentos, a equipe econômica brasileira passou a realizar negociações com o Fundo Monetário Internacional[37], cujas recomendações refletiram num processo ainda mais recessivo para a economia brasileira. Essa situação só foi revertida no ano de 1984, com o aquecimento da economia norte-americana e a conseqüente performance da economia brasileira, gerando, com isso, uma melhora na situação externa do país. Nesse sentido, as reservas internacionais brasileiras, que haviam atingido valores baixos nos anos de 1982 e 1983, inclusive com o ano de 1983 sendo inferior a praticamente vinte

[36] A taxa de câmbio oficial, que era de 179,4 em 1982, passou para 576,2 em 1983 e 1.845,4 em 1984 e 6.205,0 em 1985. Fonte: Abreu (1991). Essas maxidesvalorizações na taxa de câmbio provocaram aumentos consideráveis na importação de bens intermediários e de capital implicando em aumentos de preços na economia, com a inflação brasileira atingindo patamares elevadíssimos.

[37] Para saber detalhes a respeito dessas negociações, ver Abreu (1991).

vezes os valores da dívida externa bruta e da dívida externa líquida (ver tabela 35), mudaram essa característica nos dois anos seguintes, crescendo consideravelmente, passando a representar um valor inferior (aproximadamente) a oito vezes os valores da dívida externa bruta e da dívida externa líquida. Dessa forma, para entender esse comportamento, é preciso estudar a trajetória das transações em bens e serviços que o país realizou com o resto do mundo, contudo, vejamos antes como está divida a dívida externa no que concerne as suas principais rubricas.

Tabela 36 – Dívida Externa (em Porcentagem do Total)

Discriminação \Período	1983	1984	1985
Dívida externa total	100,0	100,0	100,0
Dívida externa não registrada	13,3	10,8	8,9
Dívida externa registrada	86,7	89,2	91,1
Empréstimo Compensatório	2,8	3,9	4,4
Empréstimo Programa	0,5	0,4	0,4
Empréstimo Bônus	2,4	1,7	1,8
Financiamento de Importações	17,3	18,0	21,5
Empréstimos em moeda	63,6	65,1	62,9
Lei 4131	47,5	51,7	52,1
Resolução 289	0,0	0,0	0,0
Resolução 63	16,1	13,3	10,8
Outros empréstimos	0,1	0,1	0,1
Dívida Pública Consolidada	0,0	0,0	0,0

Fonte: elaboração própria a partir de Boletim do Banco Central vários anos

O registro da dívida externa brasileira conforme os tipos de empréstimos continua apresentando as mesmas características destacadas no capítulo anterior, ou seja, a dívida registrada tendo a maior representação, assumindo inclusive mais de 90% do total da dívida em 1985 com a conta empréstimos em moeda tendo a maior representatividade dentro da dívida registrada. Além disso, as dívidas assumidas pela lei 4.131 se destacam dentro dos empréstimos em moeda. No entanto, mais duas rubricas devem ser enfatizadas na tabela 36, a que se refere ao financiamento de importações, pois teve um aumento representativo no período, sendo que o valor de 1983 foi superior ao valor de 1982 em mais de 20%, enquanto que no ano de 1984 este valor foi superior a 13%, o de 1983 e o de 1985 foi superior ao de 1984 em aproximadamente 23%. Com isso, a

participação desse tipo de dívida no total da dívida externa brasileira passou a representar mais de 21%.

A outra conta a ser destacada é a que se refere à dívida não registrada, que teve uma queda considerável no período estudado, saindo de aproximadamente US$ 15,2 bilhões em 1982 para US$ 9,3 bilhões em 1984. Em conseqüência, a dívida externa não registrada, que representava mais de 17,9% do total da dívida externa bruta em 1982, passou a representar menos de 9% em 1985. Por outro lado, se compararmos com a dívida registrada, esta continuou crescendo, atingindo um valor de US$ 95,8 bilhões em 1984, o que representou mais de 91% do total da dívida, frente a US$ 70,2 em 1982, representando aproximadamente 82% do total. A dívida externa não registrada é, segundo o Banco Central do Brasil, composta por dívidas de curto prazo (vencimento igual ou inferior a 360 dias), que resulta da "consolidação das contas de obrigação do Plano Contábil das instituições financeiras, em moeda estrangeira, dos bancos comerciais e múltiplos, nacionais e estrangeiros sediados no país, da Caixa Econômica Federal e do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES)[38]". Além disso, contam também as linhas de crédito de curto prazo das empresas estatais. Dessa forma, a disponibilidade de liquidez internacional – reduzida após o segundo choque do preço do petróleo –, o aumento da taxa de juros internacional e, principalmente, a decretação da moratória do México, podem explicar esse comportamento declinante, visto que, os residentes brasileiros não estavam conseguindo captar mais empréstimos de curto prazo. Logo, dentro da tabela 36 percebe-se duas tendências, uma crescente da dívida registrada e outra decrescente da dívida não registrada, ou seja, a redução do ritmo de crescimento da dívida externa a partir de 1983 (comparado com os anos anteriores) foi conseqüência de uma queda da dívida externa não registrada. Por fim, apesar de ter uma representatividade menor do que as outras contas destacadas, é bom ressaltar o comportamento da rubrica empréstimo compensatório aumentou devido aos freqüentes acordos que o país fez com o FMI. Isso pode ser melhor observado a partir da tabela 39 referente à conta empréstimos e financiamentos de curto e longo prazos. Os valores dessa conta foram de US$ 4,4 e US$ 10,5 bilhões nos anos de 1983 e 1984, respectivamente, e apresentando valor negativo de US$ 106 milhões em 1985. É importante chamar a atenção para o fato de que no total dos empréstimos e financiamentos está contabilizada também entrada de empréstimo de regularização através de órgãos internacionais como o FMI. Como esse período foi marcado por

[38] Sumário Metodológico do Banco Central do Brasil. In www.bcb.gov.br

alguns acordos que o país realizou com o fundo, esse item terá uma participação representativa no total dos empréstimos e financiamentos para os anos de 1983 e 1984, fato que não ocorreu no ano de 1985. Além disso, as amortizações referentes aos empréstimos e financiamentos realizados, que já eram altas nos dois primeiros anos, aumentaram mais de 35% de 1984 para 1985[39].

Tabela 37 – Composição da Dívida Externa (em US$ Milhões)

Discriminação \Período	1983	1984	1985
Dívida externa registrada	81.319,10	91.091,00	95.857,00
Dívida Privada	21.027,10	19.335,00	17.176,60
Dívida Pública	60.292,00	71.756,00	78.680,00
Em porcentagem do total - Dívida Privada	25,9	21,2	17,9
Em porcentagem do total - Dívida Pública	74,1	78,8	82,1

Fonte: elaboração própria a partir de IPEADATA e BCB/DECEC

A participação do Estado na composição da dívida externa continua aumentando, saindo de uma participação total de 67% em 1982 para uma participação de aproximadamente 82% no ano de 1985. Esse processo do aumento proporcional da dívida externa pública em comparação com a dívida externa privada decorre da estatização da dívida externa, que se caracterizou pelos depósitos de dívidas externas privadas junto ao Banco Central que se tornou o responsável por elas e pela transferência de dívidas das estatais para o governo central a partir da supervisão do FMI no início da década de oitenta. Logo, a dívida externa brasileira passou a ser praticamente uma dívida do setor público.

Dando continuidade a nossa seqüência de análise, se faz necessário retomar o estudo das contas externas do país no que se refere às transações de bens e serviços.

[39] Para 1986 haverá também um aumento considerável, como será visto no tópico seguinte.

Tabela 38 – Transações Correntes (em US$ Milhões)

Discriminação/Período	1983	1984	1985
Balança comercial (fob)	6.470,39	13.089,52	12.485,52
Exportação de bens	21.899,31	27.005,34	25.639,01
Importação de bens	(15.428,93)	(13.915,82)	(13.153,49)
Serviços e rendas (líquido)	(13.354,05)	(13.155,91)	(12.877,30)
Serviços	(2.310,19)	(1.657,66)	(1.593,88)
Rendas	(11.043,87)	(11.498,25)	(11.283,42)
Transferências unilaterais correntes	110,64	161,31	143,44
TRANSAÇÕES CORRENTES	(6.773,03)	94,91	(248,34)

Fonte: elaboração própria a partir de Banco Central do Brasil e IPEADATA

Ao perceber o desenvolvimento das transações correntes para os anos de 1983, 1984 e 1985 na tabela 38, pode-se notar a existência de um saldo negativo nas transações correntes para os anos de 1983 e 1985, decorrentes do saldo negativo da conta serviços rendas, visto que a balança comercial aumentou o resultado superavitário de forma expressiva no ano de 1983 (saindo de um valor de US$ 0,7 bilhões em 1982 para US$ 6,47 bilhões em 1983) e, dando continuidade, também aumentou de forma expressiva em 1984 (US$ 13 bilhões), mantendo-se elevada em 1985 (US$ 12,5 bilhões). Por outro lado, é importante observar a forte participação da subconta rendas, que reflete a grande transferência de recursos ao exterior, principalmente devido ao aumento do montante de juros enviado ao exterior em conformidade com a elevação da taxa de juros externa do final da década anterior.

Contudo, o esforço brasileiro em diminuir a necessidade de recursos externos em suas transações correntes pode ser notado pela queda sucessiva da conta de importação de bens e da conta serviços. As importações de mercadorias caíram em todo o período estudado, mesmo com o aumento preços das *commodities* no final da década de 1970. Isso se deve, em 1983, pela recessão que o país enfrentou com redução do PIB de 2,8 % (após queda de 3,1% em 1981 e crescimento pífio de 1,1% em 1982) e o processo de substituição de importações realizado no II PND na década anterior. Da mesma forma, a conta de serviços apresentou queda em todo o período. Ademais, as exportações tiveram crescimentos consideráveis, atingindo mais de US$ 27 bilhões em 1984. Esse aumento também pode ser explicado pelas medidas estratégicas de incentivar as indústrias exportadoras adotas no II PND, além disso, a economia norte-americana se recuperava dos baixos crescimentos ocorridos no período anterior, o que fez aquecer a

economia mundial, implicando, assim, em aumento na demanda pelos bens para exportação produzidos no país.

Fica claro que diante desse quadro é muito difícil argumentar que o endividamento externo tenha respondido a um quadro de excessivo crescimento do produto que eventualmente tenha gerado um hiato de recursos. Como já dito, mesmo autores ligados à tradição de modelos de dois hiatos admitem que o baixo crescimento do período foi resultado de uma restrição de divisas[40].

A conta capital e financeira apresentou saldos positivos e elevados nos anos de 1983 e 1984 (US$ 7,4 bilhões e US$6,5 bilhões, respectivamente). O destaque é a subconta referente a outros investimentos que representou mais de 88% do total da conta capital e financeira em 1983 e mais de 81% em 1984. Esses resultados foram suficientes para conseguir fazer, em 1983, com que não houvesse muita saída de reservas internacionais (relembrando que em 1982 o México decretou moratória) – ou seja, o valor foi suficiente para cobrir o saldo deficitário das transações correntes – e que, em 1984, o país acumulasse reservas.

Além disso, como visto anteriormente, destaca-se a conta os empréstimos e financiamentos de curto e longo prazos que, junto de crédito comercial, moeda e depósitos e outros passivos de curto e longo prazos formam a conta outros investimentos estrangeiros e representa forte entrada de recursos para o país. Com isso, o acúmulo de reservas no período, que apresentava um momento de baixa liquidez internacional, foi, em parte, determinado pelos recursos captados com agentes reguladores, como o FMI.

[40] Para mais detalhes a respeito, ver Willcox (1999).

Tabela 39 – Movimento de Capitais Autônomos (em US$ Milhões)

Discriminação/Período	1983	1984	1985
CONTA CAPITAL E FINANCEIRA	7418,763	6529,193	196,562
Conta capital	-3,137	9,193	6,362
Conta financeira	7421,9	6520	190,2
Investimento direto	1137,8	1459,2	1337,3
Investimento brasileiro direto	-188,3	-42	-81,1
Investimento estrangeiro direto	1326,1	1501,2	1418,4
Investimentos em carteira	-287,6	-272,3	-230,5
Investimento brasileiro em carteira	-8,7	-4,8	-2,5
Investimento estrangeiro em carteira	-278,9	-267,5	-228
Outros investimentos	6554,7	5295,2	-943,9
Outros investimentos brasileiros	-9,3	-6,4	779,1
Outros investimentos estrangeiros	6564	5301,6	-1723
Crédito comercial - fornecedores LP e CP (líquido)	-147,9	-3881,65	-847,4
Empréstimos e financiamentos LP e CP (líquido)	4437	10517	-106
Moeda e depósito (líquido)	-136	314,2	-384,7
Outros passivos LP e CP (líquido)	2410,8	-1648,3	-385,3

Fonte: elaboração própria a partir de Banco Central do Brasil

Finalizando este tópico, vamos compilar os resultados das transações correntes como a conta movimento de capitais autônomos através da tabela a seguir que apresenta os principais valores do balanço de pagamentos para a economia brasileira para o período estudado. Nesta tabela é possível perceber que, apesar do elevado déficit nas transações correntes, a conta capital e financeira foi suficiente para que o país não reduzisse drasticamente as suas reservas no ano de 1983 e no ano de 1984, quando o país conseguiu melhorar o resultado das transações correntes, acumulou reservas no total de mais de US$ 7 bilhões, o que fez com que o total das reservas internacionais mais que dobrasse. Em 1985, entretanto, os movimentos de capitais foram muito baixos implicando em uma pequena baixa das reservas.

Tabela 40 – Saldo do Balanço de Pagamentos (em US$ Milhões)

Discriminação/Período	1983	1984	1985
TRANSAÇÕES CORRENTES	(6.773,03)	94,91	(248,34)
CONTA CAPITAL E FINANCEIRA	7.418,76	6.529,19	196,56
ERROS E OMISSÕES	(669,94)	402,60	(404,82)
RESULTADO DO BALANÇO	(24,20)	7.026,70	(456,60)
HAVERES DA AUTORIDADE MONETÁRIA (-=aumento)	24,20	(7.026,70)	456,60

Fonte:elaboração própria a partir de Banco Central do Brasil

3.3 Período de 1986-1989

A dívida externa brasileira continuou aumentando nos anos de 1986 e 1987, entretanto, houve uma redução substancial no montante da dívida externa no período de 1987 para o ano de 1988. Isto porque o governo brasileiro resolveu amortizar parte da dívida externa atrasada a partir de 1987, como será visto mais adiante. Essa medida adotada pelo governo foi parte de um conjunto de medidas tomadas pela equipe econômica do primeiro governo civil após o golpe de 1964. As reservas que foram acumuladas até 1985 foram dilapidadas pela experiência de estabilização de 1986 (ver Bastos 2001). As reservas que representavam mais de US$ 11,6 bilhões em 1985 passaram para pouco mais de US$ 6,7 bilhões em 1986 (como pode ser visto na tabela 41). Essa queda substancial das reservas levou o país a decretar moratória neste mesmo ano. A situação só se reverteu em 1988, quando o país conseguiu obter um resultado excepcional na balança comercial, fazendo com que o país acumulasse reservas. Contudo, o acúmulo de reservas só não foi maior devido ao governo brasileiro ter retomado em 1988 o pagamento da dívida externa amortizando um montante considerável. Essa mesma prática foi adotada em 1989, como será visto com detalhes mais à frente.

Tabela 41 – Endividamento Externo (em US$ Milhões)

Discriminação\Período	1986	1987	1988	1989
Dívida Externa Bruta	111.203,00	121.188,00	113.511,00	115.506,10
Dívida Externa Líquida	104.443,00	113.730,00	104.371,20	105.827,50
Reservas	6.760,00	7.458,00	9.139,80	9.678,60
Dívida Externa Bruta/Reservas	16,5	16,2	12,4	11,9
Dívida Externa Líquida/Reservas	15,5	15,2	11,4	10,9

Fonte: elaboração própria a partir de IPEADATA

No que concerne à composição da dívida externa, a dívida externa não registrada continuou com sua participação reduzida no percentual total da dívida brasileira se comparada com a participação na década de 1970, recuperando-se apenas em 1989 quando atingiu mais de 14% do total da dívida. Dessa forma, configurando a mudança nos tipos de empréstimos captados pelo país devido à restrição de liquidez externa, visto que, essa rubrica registra empréstimos de curto prazo. Dentro da dívida externa registrada, os empréstimos em moedas e o financiamento de importações também continuaram sendo destaques, porém, é possível perceber uma redução significativa da primeira rubrica. Os empréstimos em moeda têm uma redução na participação do total da dívida de

62,9% em 1982 para uma participação de 52,8% em 1989. Isso se dá, principalmente, pela quantidade de empréstimos captados pela resolução 63, utilizada para financiar as necessidades de capital de giro em geral. Essa redução fica mais visível quando comparada com o ano de 1982, onde os empréstimos captados pela resolução 63 representavam mais de 16% do total da dívida externa. Esses dados apenas ilustram a fortíssima restrição de crédito voluntário ao país no período.

Tabela 42 – Dívida Externa (em US$ Milhões)

Discriminação \Período	1986	1987	1988	1989
Dívida externa total	100,00	100,00	100,00	100,00
Dívida externa não registrada	8,49	11,28	9,65	14,04
Dívida externa registrada	91,51	88,72	90,35	85,96
Empréstimo Compensatório	4,04	3,25	2,71	2,11
Empréstimo Programa	0,35	0,31	0,31	0,29
Empréstimo Bônus	1,71	1,31	1,40	0,97
Financiamento de Importações	24,92	27,73	29,10	29,65
Empréstimos em moeda	60,42	56,06	56,79	52,88
Lei 4131	52,52	50,42	53,83	50,62
Resolução 289	0,01	0,01	0,01	0,01
Resolução 63	7,89	5,64	2,95	2,26
Outros empréstimos	0,07	0,06	0,05	0,04
Dívida Pública Consolidada	0,00	-	-	-

Fonte: elaboração própria a partir de Boletim do Banco Central vários anos

No que se refere à participação do setor público e do setor privado na composição da dívida externa, a tendência apresentada em toda a década se confirma neste período com o setor público atingindo mais de 90% na participação do total da dívida externa configurando processo de estatização da dívida.

Em resumo, o montante da dívida externa brasileira apresentou um comportamento diferente no final da década de 1980, entretanto, no que concerne à participação do setor público neste montante, a tendência continuou a mesma. Para entender melhor esse comportamento deve ser levado em conta o contexto externo e interno em que o país se defrontava no período.

Tabela 43 – Composição da Dívida Externa (em US$ Milhões)

Discriminação \Período	1986	1987	1988	1989
Dívida externa registrada	101.759,00	107.514,00	102.555,00	99.285,00
Dívida Privada	14.641,10	14.434,39	12.480,23	9.807,40
Dívida Pública	87.117,50	93.079,81	91.040,87	89.477,50
Participação no Total (Dívida Privada)	14,39	13,43	12,17	9,88
Participação no Total (Dívida Pública)	85,61	86,57	88,77	90,12

Fonte:elaboração própria a partir de IPEADATA

Diante de um ambiente externo altamente instável as transações de bens e serviços do país com o resto do mundo sofreram algumas interferências que fizeram com que o déficit em transações correntes que era pouco mais de US$ 248 milhões de dólares em 1985 desse um salto para mais de US$ 5,3 bilhões em 1986. Esse salto deficitário nas transações correntes foi devido (se comparado com o ano anterior) à redução do superávit na balança comercial, que caiu mais de US$ 4 bilhões de 1985 para 1986 em grande parte como conseqüência da política adotada pelo país para combater a inflação que manteve a taxa de câmbio fixa durante boa parte do ano de 1986, como citado anteriormente.

Tabela 44 – Transações Correntes (em Milhões)

Discriminação	1986	1987	1988	1989
Balança comercial (fob)	8.304,30	11.173,10	19.184,11	16.119,19
Exportação de bens	22.348,60	26.223,93	33.789,37	34.382,62
Importação de bens	(14.044,30)	(15.050,83)	(14.605,25)	(18.263,43)
Serviços e rendas (líquido)	(13.707,27)	(12.676,16)	(15.095,87)	(15.333,62)
Serviços	(2.557,41)	(2.257,88)	(2.895,53)	(2.666,83)
Rendas	(11.149,86)	(10.418,28)	(12.200,34)	(12.666,79)
Transferências unilaterais correntes	79,71	65,14	91,53	246,33
TRANSAÇÕES CORRENTES	(5.323,26)	(1.437,92)	4.179,77	1.031,89

Fonte:elaboração própria a partir de Banco Central do Brasil

Essa quebra de tendência do resultado da conta corrente em 1986 não se confirmou nos três anos seguintes. Nos anos de 1987, 1988 e 1989 retornou-se às características apresentadas nos

três anos estudados no tópico anterior desse capítulo. O superávit da balança comercial cresceu mais de 34% de 1986 para 1987 e mais de 71% de 1987 para 1988, obtendo mais de US$ 19 bilhões em 1988; o melhor resultado em termos de entrada de divisas (através das transações de bens) que o país teve em todo o período estudado. Esse resultado foi conseqüência do crescimento do volume das exportações que saíram de US$ 22,3 bilhões em 1986 para atingir o patamar de US$ 34,3 bilhões em 1989, um crescimento superior a 50%.

No entanto, o ano de 1986 apresentou uma queda das exportações se comparado ao ano de 1985 em decorrência da valorização cambial (resultado do congelamento da taxa de câmbio nominal e da inflação existente após a implantação do Plano Cruzado). Esse argumento é defendido por Bastos (2001), para quem a valorização cambial significou uma redução da "lucratividade esperada ou desejada do setor exportador[41]", levando este a reduzir as exportações brasileiras e a eliminar rapidamente o superávit estrutural. Este argumento se contrapõe ao argumento de Carneiro (2002), segundo qual, a queda das exportações se dá em virtude de um ciclo do quantum das exportações que tem relação inversa com a absorção doméstica.

Essa questão tratada por Carneiro faz remeter a uma possível limitação oferecida pela capacidade produtiva e, assim, um aumento da produção voltada para absorção doméstica (consumo, investimento ou gasto do governo) deveria restringir a capacidade produtiva de bens exportáveis e, conseqüentemente, o quantum exportado. No entanto, é importante adiantar que, como será visto a frente, a capacidade produtiva brasileira estava abaixo da plena utilização – o que descartaria a hipótese de *trade-off* entre absorção doméstica e quantum exportado. Além disso, é mais factível pensar, no contexto brasileiro da década de oitenta, o argumento de Bastos (2001) em relação ao fato de a queda das exportações ter sido uma resposta dos produtores de exportáveis à valorização cambial somado à questão relativa a queda do PIB mundial ocorrida no ano de 1986 em relação a segunda metade dos anos oitenta, o que influenciaria a redução da demanda do resto do mundo por nossos produtos e, por conseguinte, a queda das exportações brasileiras.

Em 1988 e 1989, o resultado das transações correntes foi superavitário, contudo, esse fato ocorreu devido ao crescimento do saldo da balança comercial e não devido à redução da conta renda. Na verdade, em 1988, dos mais de US$ 19,1 bilhões de superávit na balança comercial, apenas 22% deste valor se transformou em superávit nas transações correntes. Em 1989 foram apenas 6% de um total superavitário na balança comercial de US$ 16,1 bilhões. Logo, o esforço

[41] Bastos (2001) pág. 231.

brasileiro de gerar divisas através das transações de mercadorias se transformou, pelo menos a sua maior parte, em transferências de recursos para o exterior via pagamento do serviço da dívida.

Dentro dessa perspectiva, cabe verificar qual a implicação dessa transferência de recursos para economia brasileira, sob a ótica do trabalho de economistas que lançaram mão do modelo de dois hiatos como instrumental analítico. Para isso, nos guiaremos por Willcox (1999). De acordo com o autor, a partir da literatura brasileira dedicada a explicar as restrições ao crescimento econômico da década de oitenta com base no modelo de dois hiatos, pode-se dividir este período em dois subperíodos: na primeira metade da década, a restrição efetiva imposta à economia brasileira se dava pelo hiato de divisas; na segunda metade da década a restrição era atribuída ao hiato de poupança. Para explicar a primeira metade da década, os defensores do hiato de divisas argumentavam que o nível de investimento da economia brasileira estaria limitado por alguns fatores.

O modelo de dois hiatos é aplicável às economias em desenvolvimento e isso pressupõe, segundo o modelo, que parte do investimento realizado no país precisa ser importado, mas isso implica a existência de divisas. No entanto, seguindo Willcox, de acordo com a literatura brasileira que trata desse modelo para a década de oitenta, a capacidade de gerar divisas no Brasil estava limitada tanto pelo lado da demanda externa por produtos brasileiros como pela forte restrição de crédito, como visto anteriormente.

Uma vez registradas essas dificuldades, a discussão no país passou a envolver a questão do pagamento dos juros da dívida, já que isso significaria um envio de dólares ao exterior, limitando ainda mais o nível de investimento no Brasil. Dessa forma, a geração de divisas não passava pela redução das importações via desestímulo ao consumo, uma vez que o problema estava relacionado à insuficiência de demanda pelos nossos produtos por parte do resto do mundo que estava em recessão, pela baixa liquidez internacional e pelo aumento do serviço da dívida externa. Assim, de acordo com Bacha (1989), “[...] quando opera a restrição de divisas, o investimento será inferior ao que permitiria a poupança potencial e, em conseqüência, numa forma keynesiana, a renda ficará abaixo do seu valor potencial [...]” (Bacha, 1989, pág.222). A implicação do hiato de divisas, neste sentido, é a utilização da capacidade instalada abaixo da sua plena utilização, ou seja, a existência de capacidade ociosa na economia, o que pode ser visto na tabela seguinte, com destaque para a baixa utilização da capacidade instalada da indústria de bens

de capital para todo o período, que apresentou queda ao longo dos quatro primeiros anos da década.

Tabela 45 – Grau de Utilização da Capacidade Produtiva - %

Discriminação/ Período	GERAL	CATEGORIA DE USO			
		Bens de Consumo	Bens de capital	Material de construção	Bens de consumo intermediário
1980	84,3	84,3	81,8	87,5	88,3
1981	77,5	76,3	73,8	81,5	79,8
1982	75,8	74,3	63,8	80,0	79,8
1983	73,0	73,8	56,3	70,8	79,3
1984	74,0	72,0	61,3	68,3	81,0
1985	77,8	76,5	67,3	71,5	83,5
1986	82,5	81,3	75,5	77,3	86,0
1987	80,8	76,8	76,0	77,5	87,0
1988	79,5	76,5	72,3	75,8	85,8
1989	80,8	77,8	75,5	74,3	85,5

Fonte: elaboração própria a partir de FGV

Os dados da capacidade instalada (apresentados na tabela acima) e das transações do Brasil com o exterior (apresentados nas tabelas do tópico anterior, que mostram déficit nas transações correntes – excluindo o ano de 1984 – e queda dos empréstimos e financiamentos) parecem corroborar os argumentos dos economistas brasileiros que tratam a primeira metade da década de oitenta através do hiato de divisas e confirma também as próprias as palavras Willcox (1999) que afirma que "... a economia brasileira tinha seu nível de investimento e sua taxa de crescimento restritos pelas divisas" (Willcox, 1999, pág. 44).

Todavia, na segunda metade da década de oitenta, conforme Willcox, esses autores passam a acreditar no argumento do hiato de poupança como sendo o fator determinante da restrição ao crescimento econômico do país. Isso ocorreu devido ao fato da relativa melhora nas condições externas do país. Conforme Willcox (em relação aos autores do período), como as condições externas se tornaram favoráveis, removeu-se a limitação à captação de divisas por parte das exportações, alterando a discussão sobre a restrição ao crescimento econômico do Brasil. Sendo assim, para os usuários do modelo de dois hiatos, uma vez eliminada a restrição imposta

pela falta de divisas, a preocupação passa a ser a possível limitação ao investimento atribuída a um elevado nível de consumo público e/ou privado e a um excesso de exportações, visto que, estes agregados macroeconômicos ocupam a capacidade produtiva que poderia ser usada para a finalidade de elevar o nível de investimento do país e, assim, gerar crescimento econômico.

Neste sentido, de acordo com Bacha (1989), como o hiato de poupança implica a plena utilização da capacidade produtiva instalada, uma vez que a capacidade está plenamente utilizada e existe a restrição pelo lado da oferta dada por essa capacidade, a demanda (principalmente concernente à exportação, ao consumo e ao investimento) deve se ajustar a essa dada capacidade. Dessa forma, considerando que o consumo e as exportações são elevados, isso impõe um baixo nível de investimento, limitando o crescimento econômico. Para Willcox, “é neste contexto que torna-se difundida na literatura brasileira a idéia de que haveria uma meta de taxa de crescimento para a economia brasileira”. (Willcox, 1999, pág. 45)

Diante disso, cabe analisar os dados disponíveis anteriormente para verificar se houve de fato hiato de poupança na segunda metade da década de 1980, visto que se pressupõe a plena utilização da capacidade produtiva para a existência desse argumento. Sendo assim, a economia brasileira deveria estar utilizando plenamente a sua capacidade produtiva, no entanto, não é isso que os dados revelam. Conforme tabela 45, a utilização da capacidade instalada da indústria em geral esteve, na média do período, em torno de 80,3%, enquanto a média de utilização das indústrias de bens de capital e bens de consumo esteve em 73,3% e 77,8%, respectivamente. Além disso, a taxa de variação na utilização da capacidade produtiva do ano de 1987 em relação ao ano anterior apresentou uma queda de 5,5% na indústria de bens de consumo e uma queda de 5% do ano de 1988 em relação a 1987 para a utilização da capacidade produtiva de bens de capital. Por outro lado, o único setor que apresentou resultado mais significativo na década foi o de bens intermediários, cuja média de ocupação da capacidade do período foi de 85,6%. Cabe destacar, ainda, que, em média, a participação das exportações de bens intermediários no valor total das exportações representava 64,4% ao longo da década de oitenta, o que nos indica que o resultado econômico em termos de crescimento na década só não foi pior graças às exportações.

Dessa forma, não se pode afirmar que há uma pressão sobre a capacidade produtiva, nem no que se refere à questão do consumo nem em relação ao investimento. Mas poderíamos nos perguntar por que, então, os autores defendiam o hiato de poupança como inibidor do crescimento econômico. A resposta não é conclusiva, porém indicativa. Para que haja o funcionamento do hiato

de poupança, é necessária a suposição de que a economia esteja funcionando em (ou próxima de) sua plena capacidade. Assim sendo, qualquer pressão por parte da demanda (nesse caso consumo e exportações) sobre a oferta dada levará a uma pressão na utilização da capacidade instalada para este fim, “faltando”, dessa maneira, capacidade produtiva para bens de capital, “inibindo” o crescimento econômico. Essa idéia pode ser vista claramente em Giambiagi e Além (1997) que afirmam no início de seu artigo que

> Este artigo discute as possibilidades de crescimento da economia brasileira, à luz de uma restrição de poupança. Dadas as hipóteses de plena utilização da capacidade e uma função investimento, o crescimento do PIB está inversamente relacionado à propensão a consumir. (Giambiagi e Além, resumo, 1997, apud Willcox 1999)

No entanto, o hiato de poupança pode ser refutado tanto quando se observam os dados da economia brasileira, quanto quando consideramos a validade do princípio da demanda efetiva para o longo prazo, como visto no capítulo um dessa dissertação. Por outro lado, a explicação para o baixo crescimento da economia para o período recai muito mais sobre o argumento do hiato de divisas, assim sendo, retornemos agora à análise do saldo total do balanço de pagamentos.

No ano de 1986 as reservas internacionais diminuíram em comparação ao ano de 1985, o que implicou no abandono da política cambial imposta durante boa parte do ano de 1986 com a implantação do plano cruzado. Em 1987, essa situação se inverte e o resultado deficitário das transações correntes fica abaixo do valor total das divisas arrecadadas via conta capital e financeira levando o país a aumentar as reservas internacionais em mais de 10% de um ano para o outro. Esse aumento nas reservas internacionais no ano de 1987 foi conseqüência tanto do crescimento do valor arrecadado na conta capital e financeira como na redução do déficit das transações correntes. No ano de 1988, entretanto, mesmo com o ótimo resultado das transações correntes, que foi superavitário em US$ 4,17 bilhões, o aumento das reservas internacionais foi de apenas US$ 1,6 bilhão (representando um crescimento de mais de 22%, comparada com o ano anterior). Isto porque, a conta capital e financeira ficou negativa em mais de US$ 2 bilhões como conseqüência da amortização de parte da dívida externa brasileira, que reduziu de US$ 121,1 bilhões em 1987 para US$ 113,5 em 1988, conforme pode ser visto na tabela 46. Dessa forma, o esforço do país em obter superávit nas transações de bens e serviços não-fatores se transformou em, como dito,

transferências de divisas ao exterior tanto através de pagamento de juros da dívida externa como, para o ano de 1988, através de amortizações da dívida[42].

Tabela 46 – Movimento de Capitais Autônomos (em US$ Milhões)

Discriminação/Período	1986	1987	1988	1989
CONTA CAPITAL E FINANCEIRA	1.431,54	3.258,62	(2.098,33)	629,08
Conta capital	6,59	5,06	2,47	(2,63)
Conta financeira	1.424,95	3.253,56	(2.100,80)	631,70
Investimento direto	173,55	1.030,76	2.629,50	606,80
Investimento brasileiro direto	(143,60)	(138,34)	(175,50)	(523,10)
Investimento estrangeiro direto	317,15	1.169,10	2.805,00	1.129,90
Investimentos em carteira	(474,70)	(428,20)	(497,90)	(421,20)
Investimento brasileiro em carteira	1,00	-	-	(29,80)
Investimento estrangeiro em carteira	(475,70)	(428,20)	(497,90)	(391,40)
Outros investimentos	1.706,30	2.662,40	(4.233,30)	445,60
Outros investimentos brasileiros	1.280,70	(442,30)	3.352,40	(735,80)
Outros investimentos estrangeiros	425,60	3.104,70	(7.585,70)	1.181,40
Empréstimos e financiamentos LP e CP (líquido)	(204,75)	(1.463,80)	(303,75)	(3.825,95)

Fonte: elaboração própria a partir de Banco Central do Brasil

Em síntese, este capítulo buscou mostrar o comportamento da dívida externa brasileira e das transações do país com o resto do mundo no período de 1983 a 1989. Diante da análise feita percebeu-se uma mudança de trajetória do endividamento externo, que diminuiu em comparação ao período estudado no capítulo anterior. Isso se deu, principalmente, pela redução da liquidez externa e pela falta de disponibilidade dos investidores estrangeiros em emprestar para o país, mormente, depois do México decretar moratória em 1982. Essa dificuldade de divisas externas e o aumento da taxa de juros internacional fizeram com que o país mudasse o seu comportamento referente às transações de bens e serviços não-fatores, nos quais obtiveram resultados totalmente contrários aos obtidos na década de 1970, com a balança comercial apresentando valores superavitários jamais vistos na economia brasileira. Não obstante, como relatado em alguns trechos deste capítulo, muitos economistas interpretam que a tentativa de saída crise da dívida externa durante a década de 1980 e a mudança de trajetória do seu comportamento só foi possível

[42] Em relação à amortização de parte do principal da dívida externa, cabe ressaltar que este "gesto de boa vontade" por parte do governo brasileiro representou queima de reservas no período sem nenhuma contrapartida de acordo que obrigasse o Brasil a realizar tais pagamentos.

com o aumento da dívida interna[43], o que, segundo essas interpretações, prejudicaram o crescimento econômico no período. No próximo capítulo será feita uma abordagem e uma análise crítica dessas interpretações.

[43] Visto que, a maior parte da dívida externa na década de 1980 era do Estado (o processo de estatização da dívida).

CAPÍTULO 4

Conseqüências Internas dos Ajustes Externos da Economia Brasileira na Década de 1980

Nos dois capítulos anteriores foram feitos estudos a respeito do comportamento das contas externas da economia brasileira para o período compreendido entre 1970 e 1989. A exposição dividiu-se em dois capítulos, o segundo capítulo que abrangeu os anos de 1970 a 1982 e o terceiro capítulo que incluiu os anos de 1983 a 1989. Essa divisão ocorreu devido ao comportamento da dívida externa bruta para esses respectivos períodos. Enquanto na primeira abordagem, a dívida externa teve uma trajetória ascendente com uma participação maior do setor privado no começo da década de 1970, que foi reduzindo-se ao longo desta (até o Estado ser o maior participante deste total), no período compreendido entre 1983 e 1989 a trajetória ascendente da dívida teve uma redução em seu ritmo e até um decréscimo no ano 1987, com uma participação representativa do Estado no total da dívida externa (chegando a atingir mais de 90%).

Dessa forma, dentro da apresentação nos capítulos anteriores percebeu-se o crescimento acentuado dos passivos externos da economia brasileira frente ao resto do mundo. Isso ocorreu diante de cenários com excesso de liquidez externa e com déficit em transações correntes – provocado principalmente por transações de bens e serviços não-fatores –, como em boa parte da década de 1970, e com redução da liquidez externa, aumento da taxa de juros internacional e a busca por superávits nas transações correntes (via bens e serviços não-fatores) para fechar a necessidade de financiamento externo devido a transferências de divisas via pagamento de serviços da dívida e amortizações, como ocorrido na década de 1980. Ainda na apresentação dos dois capítulos anteriores, foram feitas contestações teóricas e empíricas a respeito do argumento do hiato de recursos, que era base das interpretações nos anos 1970 e 1980, bem como o argumento da ausência de *funding*, dentro da idéia de utilização de poupança externa para financiar o crescimento interno no período do “milagre econômico brasileiro” e na implantação do II PND.

O crescimento da participação do Estado na dívida externa, o fim do financiamento externo voluntário nos anos 1980 e, posteriormente, o crescimento da dívida interna do governo, levou alguns economistas (Belluzzo e Almeida (2002), Baer (1993), etc...) a relacionarem tais fenômenos tanto à incapacidade de estabilização econômica quanto ao crescimento medíocre do PIB durante esta década. Estes dois elementos estão relacionados, já que a alta inflação que de alguma forma estaria relacionada à incapacidade de "controle da moeda indexada" pelo governo ao quebrar o "estado de convenções" restringiria o investimento produtivo privado. Além desse efeito inflacionário o "estado de convenções" também sofre influência de uma suposta "fragilidade financeira do governo" que ao perder sua capacidade de investimento exerceria um impacto negativo sobre o financiamento privado.

Essas são questões muito importantes no debate sobre a interpretação heterodoxa dos anos 1980 e já começaram a ser exploradas, em alguns de seus aspectos, em Willcox (2005), mas não serão aprofundadas aqui. O objetivo dessa seção é avaliar, segundo as bases teóricas apresentadas anteriormente, o processo de estatização da dívida externa relacionado ao fim do financiamento voluntário internacional.

Antes de passar a esse ponto específico, vale lembrar que, ao analisarmos o processo de endividamento externo, ficou claro a restrição externa reconhecida por autores que se utilizam do instrumental do modelo de dois hiatos como sendo o principal fator limitante ao crescimento na primeira metade da década. Tais autores, como também já indicado, mudam sua leitura na segunda metade da década, privilegiando a restrição de poupança. Tal mudança não só é inteiramente contrária a uma interpretação que tem como elemento central o princípio da demanda efetiva como também mostrou-se inconsistente com os dados apresentados no capítulo anterior. Assim, se supusermos que a restrição externa manteve-se na segunda metade da década de 1980[44], pode-se indicar esta como um elemento central na explicação do mau desempenho da economia brasileira, em termos de crescimento no período. Esta mesma restrição também pode explicar o fenômeno da alta inflação do período, como em Bastos (2001). Assim, uma leitura heterodoxa possível e que evite colocar excessiva ênfase no endividamento interno público e sua forma de financiamento deveria passar, obrigatoriamente, pelo papel central da restrição externa em variáveis como inflação e investimento privado. Como dito anteriormente não é objetivo deste trabalho nem avançar nessa direção nem criticar os trabalhos que enfatizam os impactos negativos do

[44] Para interpretações teóricas a respeito, ver Serrano e Willcox (2000) e Willcox (1999).

endividamento interno público. No que se segue apenas exploraremos a gênese e algumas características desse endividamento sob um determinado prisma teórico.

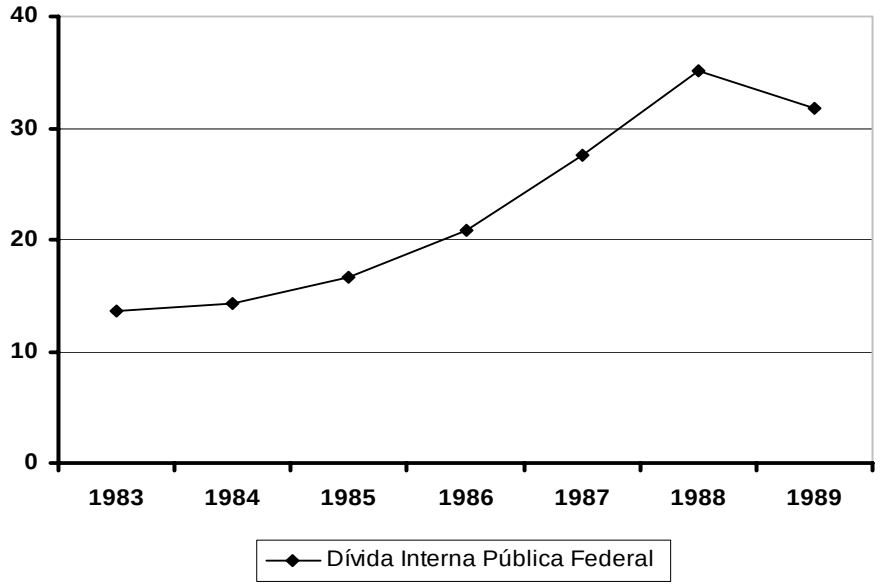
O processo de estatização da dívida externa apresenta vários momentos e engloba distintos processos desde a metade dos anos 1970 até o início dos anos 1980, como já descrito anteriormente, e representou uma mudança da participação do Estado no total da dívida externa registrada de quase 50% em 1974 para mais de 90% em 1989. Esse conjunto de processos poderia ser resumido nos seguintes tipos:

a) aumento das captações estatais e mesmo do governo federal na metade dos anos 1970. As estatais foram "forçadas" a fazer tais captações através de uma combinação de políticas restritivas: pelo lado do crédito, restrição a captações via BNDES e pelo lado dos lucros retidos, contenção tarifária. Esse processo se exacerbou a partir de 1979 quando a deterioração da balança comercial e de transações correntes, combinada com a retração do setor privado interno na captação de empréstimos no exterior, transformou o endividamento de empresas e bancos estatais em elemento central da política econômica do período;
b) depósitos do setor privado no Banco Central quitando a dívida externa em moeda nacional e repassando a dívida para a autoridade monetária. Esse processo seguiu as normas determinadas pelas Resoluções do Banco Central 432 e 230;
c) processo de renegociação da dívida externa com o FMI a partir de 1982. Nesse processo todos os novos empréstimos, bem como o refinanciamento de empréstimos antigos, passaram a ser feitos à Autoridade Monetária. Além disso, as estatais também passaram a refinanciar os seus pagamentos referentes à dívida externa segundo os mecanismos de "avisos" do Ministério da Fazenda. Apesar da dívida, nesse caso, permanecer no setor público, o fato desta passar das estatais para a autoridade monetária, terá um impacto sobre a dinâmica da dívida interna que é relevante para a interpretação heterodoxa sobre os anos 1980 ilustrada acima.

Finalmente, a partir do momento em que a dívida externa já estava estatizada, principalmente, na Autoridade Monetária, ocorreu o chamado processo de "substituição de dívida externa por interna" que geraria todas as conseqüências negativas à economia listadas acima. O

constante crescimento da dívida interna total (em poder do público e na carteira do Banco Central) pode ser visto no gráfico 4.

Gráfico 4 - Dívida Interna Pública Federal em Porcentagem do PIB



Fonte: elaboração própria a partir de ANDIMA

A dívida total interna do governo federal dará um salto de 11% do PIB em 1982 para mais de 30% em 1988 e 1989, fato esse que ocorre num período em que a dívida externa líquida tem crescimento menos acentuado.

Antes de tratar de forma mais analítica esse processo é importante lembrar que essa mudança de perfil de endividamento, e mais ainda a forma como ocorreu a estatização da dívida, realmente representou uma intervenção estatal a favor do setor privado da economia. Como se viu no capítulo 1 o gasto público deficitário garante os lucros privados e a sua contrapartida é a elevação da riqueza privada na forma de dívida pública. Esse tipo de raciocínio pode ser apresentado tanto para o caso de fluxos como para o restabelecimento de ajustes de metas de estoque. Em ambos os casos o gasto público deficitário é uma "solução" para a deficiência de demanda efetiva. No caso brasileiro, como se verá abaixo, esse componente também existe, mas a estatização da dívida representou uma intervenção direta do Estado retirando do setor privado a necessidade de um ajuste externo de difícil execução. Esse ajuste como mostrado na seção 2

poderia representar uma enorme recessão para adequar a renda interna ao financiamento e as condições de comércio pós 1979, ou uma quebra do setor privado endividado em dólares, frente às desvalorizações cambiais decorrentes de tal quadro de deterioração das contas externas. A própria renegociação da dívida externa a partir de 1982, só poderia ser executada dentro do âmbito do governo federal. Assim como assinala Baer (1993), "...o Estado acumulou um crescente estoque de dívida para cumprir com o serviço da dívida externa e para socializar o ônus do ajuste do setor privado, enquanto este último, passou a financiar o Estado via operações de mercado aberto" e, continuando com o argumento da autora, "este circuito passou a representar o mecanismo de manutenção do valor da riqueza privada acumulada[45]". Baer (1993) reconhece claramente o caráter de intervenção indireta, usual, e direta, peculiar e característica do Brasil nesse período, como centrais na manutenção de um nível de produto e emprego no período. Bontempo (1988) também apresenta argumentos na mesma direção:

> o processo de ajustamento externo da economia foi realizado basicamente às expensas do setor público. O ajustamento caracterizou-se, dentre outros fatores, pela estatização da dívida externa e pela sua transformação em dívida interna, de maneira que o equilíbrio no balanço de pagamentos significou o desequilíbrio interno na forma de aumento do déficit público. Bontempo (1988) pág. 101

O peculiar em ambos os autores é que esse processo é visto como "paradoxal" para Baer (1993) por que o lucro privado teria deixado de ser canalizado para investimentos produtivos. Bontempo (1988) também segue na mesma direção afirmando que esse processo teria sido "com o sacrifício do desenvolvimento do país", quando em tese, e seguindo a literatura Kaleckiana/Keynesiana tradicional ele teria sido capaz de evitar que o país fosse lançado em uma depressão econômica de enormes proporções[46]. Esse tipo de interpretação só se sustenta uma vez assumidas teorias de inflação e investimento privado que relacionam essas variáveis com a acumulação do estoque de dívida, e sua eventual dificuldade de financiamento. Como dito anteriormente, esse é um objetivo que não será aqui perseguido. No restante desta seção nos limitaremos a analisar o processo de crescimento da dívida interna segundo a abordagem das finanças funcionais e da moeda endógena.

---

[45] Baer (1993), pág. 40.

[46] Um indicador dessa possibilidade é o fato do choque de deterioração dos termos de troca em 1979 ter sido maior que o de 1930 e que a ruptura dos canais de financiamento voluntário internacional, após 1982 ter sido total. Some-se a esses fatos a transformação do país desde 1930. O Brasil não era mais essencialmente rural e sim urbano. Nessas circunstâncias os impactos de uma severa crise seriam bem mais complexos que os observados em 1930.

4.2 Dívida Externa, Dívida Interna e Finanças Funcionais

A interpretação tradicional do financiamento do setor público apresenta este como tendo como fontes alternativas a emissão monetária, emissão de dívida e recolhimento de impostos. Lerner (1943) apresenta uma leitura alternativa a essa visão tradicional. Para este autor, que formulou a abordagem das finanças funcionais, o financiamento do governo sempre é monetário já que qualquer gasto interno do governo é efetuado em moeda corrente do país. De fato nenhum gasto[47], seja ele pagamento de salários, transferências ou compra de bens e serviços se faz com títulos do governo e sim com moeda corrente, ou moeda fiduciária emitida pelo governo.

Essa ordem pode ser vista de um ponto de vista lógico, ou seja, com uma precedência lógica do gasto determinando a renda. Desta renda é que se cobrarão impostos e caso haja um superávit privado a possibilidade de alocação de parte desse excedente em títulos do governo.

Essa ordem causal lógica não corresponde, é claro, a administração diária das finanças públicas. Nesse caso, a cada determinado período de tempo (que pode ser um dia ou um mês, dependendo do referencial de análise) estão se realizando despesas, arrecadando-se impostos e vendendo-se dívida pública ao público nos mercados primários e secundários. O tesouro tem um regime de *overdraft* na autoridade monetária, ou seja, tem acesso ao crédito necessário para seus pagamentos diários, enquanto, estão sendo recolhidos impostos à rede bancária que em datas especificas são repassados ao tesouro. Ao mesmo tempo ocorrem leilões primários de títulos do tesouro e/ou leilões de títulos do tesouro na carteira do Banco Central.

Os gastos seguem um planejamento prévio bem como os leilões primários de títulos do tesouro. Já a arrecadação de impostos pode apenas ser estimada e não determinada com precisão *ex ante*, daí a natureza de *overdraft* do tesouro junto a seu financiador. Na lógica de Lerner a arrecadação de impostos, ou mais precisamente a alíquota tributária, deveria ser estabelecida tendo como meta a renda líquida do setor privado compatível com um nível de alto (ou pleno) emprego. Por vezes essa alíquota pode seguir outros objetivos como, por exemplo, certa meta de déficit primário compatível com uma carga de juros específica.

O importante a destacar dentro dessa abordagem é que o governo não tem, logicamente, um problema de financiamento já que a moeda fiduciária corrente é demandada pelo setor privado para pagamento de impostos. Os gastos do governo retornam, num sistema econômico moderno, às

[47] Existiriam exceções como indenizações por desapropriações públicas, mas esses são casos que envolvem troca de propriedade de estoque de riqueza, quase sempre terra ou construção, ou seja não tem impacto direto sobre o produto.

reservas bancárias e justamente em relação a esses montantes é que o Banco Central irá realizar suas operações de venda de títulos. Caso as reservas estejam pressionando as taxas de juros básicas para valores inferiores aos determinados pelo Banco Central, este intervirá vendendo títulos públicos de sua carteira, procedendo de forma inversa caso haja uma pressão por dinheiro no interbancário. As programações de leilões do tesouro atendem à demanda por títulos de aplicações financeiras como o ajuste de carteiras de fundos de investimento, cadernetas de poupança, etc...

A partir dessa lógica, dentro de uma perspectiva de economia fechada, fica claro que o governo não só nunca tem problema de financiamento interno como também nunca quebra, já que sua dívida pública é denominada num ativo por ele emitido, a moeda fiduciária estatal. Na realidade, a única diferença entre moeda fiduciária estatal e dívida pública estatal está no fato que a primeira não paga juros e exerce um poder de compra imediato. Em sistemas monetários modernos, com mercados secundários desenvolvidos, essa questão de poder de compra é praticamente inexistente, já que é sempre possível vender um título público em tais mercados, trocando-se o sacrifício da remuneração por maior liquidez. Nesse caso, a única diferença de moeda e dívida passa a ser, de fato, os juros reais pagos a cada uma dessas formas de passivo do setor privado.

Como esse esquema analítico é afetado pela inserção do setor externo na economia? Do ponto de vista do financiamento do governo só existirá alguma mudança caso parte de seus gastos tenham que ser feitos em moeda internacional. Nesse ponto, seguindo a abordagem das finanças funcionais, duas importantes conclusões podem ser tiradas.

Não faz sentido falar em financiamento global, ou agregado, do governo por crédito externo já que a maioria dos gastos é realizada em moeda nacional. Ao contrário, se é correto supor que o governo não quebra em sua própria moeda, o financiamento externo é uma opção indesejável, na medida em que supera as necessidades de gastos na moeda externa. Afinal, o governo estará se financiando com um ativo que não emite. De fato, como já visto, no capítulo 2, o endividamento externo nos anos 1970 obedeceu a uma lógica de balanço de pagamentos e não de financiamento, estrito senso, do setor público. O mesmo pode-se dizer do aumento do endividamento externo nos anos 1980 que obedeceu a uma lógica de defesa do setor privado e de fechamento do balanço de pagamentos sem nenhuma espécie de *default* ou atrasados comerciais. Assim, o fechamento do mercado financeiro voluntário nos anos 1980 representa apenas um problema de financiamento externo e não de perda agregada de financiamento público.

A variação de reservas internacionais tem impactos sobre a dívida líquida do governo e, possivelmente, sobre a alocação de ativos na economia. Entretanto, quando a variação de reservas ocorre por conta de operações da Autoridade Monetária tal impacto envolve alguns efeitos peculiares e que receberam grande destaque na análise do processo de "transformação" da dívida externa em interna. Como a análise desse processo incorpora alguns conceitos relevantes sobre o processo de demanda por moeda e alocação dos ativos por parte do setor privado da economia, passamos, a seguir, a estudá-lo.

A restrição orçamentária do governo nos auxilia a entender o impacto da variação de reservas sobre a riqueza privada e sobre o financiamento do setor público:

$$G - T + iD_{t-1} + i^*eD^*_{t-1} = (M_t - M_{t-1}) + D_t - D_{t-1} + e(D^*_t - D^*_{t-1})$$

onde as dívidas, tanto interna quanto externa, são tratadas em termos líquidos.

Suponha que haja uma acumulação de reservas como resultado de superávit comercial. Caso o déficit medido acima da linha seja nulo, o que irá ocorrer é uma mudança da composição dos ativos do setor privado. Haverá uma queda do endividamento externo líquido e um aumento dos outros dois ativos do setor privado/passivo do governo: moeda e dívida. Em princípio, o único impacto que uma operação dessa terá sobre as finanças públicas será sobre os juros pagos sobre o novo estoque de riqueza. O déficit público acima da linha pode se elevar caso os juros sobre a dívida externa superem a média ponderada dos juros sobre a dívida e sobre a moeda.

Entretanto, Bontempo (1988), observa corretamente que se o governo executa pagamentos ao exterior, especificamente no caso brasileiro, quando ocorre pagamento da dívida externa na Autoridade Monetária/Governo Federal, não há impacto direto da variação das reservas internacionais na riqueza privada interna.

Nesse caso, as operações do Banco Central podem não envolver variação na moeda interna por conta da sua própria dívida externa, Bontempo desconta as operações realizadas exclusivamente pelo Banco Central, de modo a excluir a parte da variação das reservas que não impacta na variação do estoque de moeda. Para isso, ele separa a dívida externa total em dívida externa das autoridades monetárias e do governo federal e dívida externa do setor privado. Assim, o impacto da variação das reservas internacionais sobre o estoque monetário é dado por[48]:

[48] Na apresentação do modelo desenvolvido por Bontempo manteremos a mesma nomenclatura do original. Para mais detalhes ver Bontempo (1988) pág. 102 a 105.

$$(ISE) = E(dRI - dDEAM + rDELAM) \quad (1)$$

e

$$ISE = E[(X - M) + dDEPR - rDEPR$$

Onde:

ISE = impacto monetário das operações externas do Banco Central

E = taxa de câmbio

dRI = variação das reservas internacionais

DEAM = dívida externa do governo federal e do Banco Central

DELAM = dívida externa líquida do Governo federal e Banco Central

(X – M) = superávit ou déficit das transações correntes

rDEAM = pagamento líquido dos encargos ao exterior pelo governo federal e Banco Central

DEPR = dívida externa do setor privado e do setor público equilibrado

rDEPR = pagamento de juros externos do setor privado e do setor público equilibrado

Seguindo Bontempo, para alcançarmos o impacto total da variação da base monetária, temos de considerar outros fatores que podem influenciá-la para acrescentarmos na equação acima, obtendo, assim, a necessidade de financiamento interno líquida do Banco Central e do Tesouro Nacional, que é dada pela variação da base monetária e da dívida mobiliária federal[49], é igual ao que ele considerou como o impacto monetário das operações externas das autoridades monetárias somado ao montante de juros pagos sobre a dívida mobiliária federal e os haveres líquidos[50]. Isto é:

$$d(BM + DMF) = E(dRI - dDEAM + rDELAM) + iDMF + dHL \quad (2)$$

Onde:

BM = base monetária

DMF = dívida mobiliária federal

dRI = variação das reservas internacionais

[49] A dívida mobiliária federal corresponde, segundo Banco Central (1999), "ao total de títulos públicos Federais fora do Banco Central, incluindo, além dos títulos de emissão do Tesouro Nacional, os títulos de emissão do Banco Central".

[50] Para Bontempo, corresponde ao total de todas as outras contas que podem afetar a base monetária e dívida mobiliária federal, tais como: despesas fiscais (exceto juros), aplicações no crédito rural, repasses ao sistema financeiro, receitas ficais, etc.

E (dRI – dDEAM +rDELAM) = ISE

iDMF = encargos da dívida mobiliária federal

HL = haveres líquidos do governo central

Simplificando a equação 2, Bontempo passa os encargos da dívida mobiliária federal para o lado esquerdo da equação:

$$dBM + CLR = E(dRI - dDEAM + rDELAM) + dHL \qquad (3)$$

Onde

CLR = captação líquida de recursos com operações da dívida mobiliária federal em poder do público.

Nesse modelo quando ocorre o pagamento de juros da dívida externa do setor privado, visto que, para pagar o serviço da dívida, o agente detentor da dívida terá que trocar a moeda nacional pela moeda estrangeira reduz-se, em princípio a base monetária. Já quando o governo paga juros sobre a sua dívida o mesmo não ocorre: reduzem-se as reservas mas não há impacto sobre a base monetária. Mas para a equação da restrição orçamentária do governo isso equivale ao aumento da dívida externa líquida.

Há dois pontos a se considerar nesse tipo de argumentação. O primeiro diz respeito ao próprio processo de ajuste monetário, ou seja, a adoção ou não da hipótese de moeda endógena em uma economia aberta.

Lavoie (2000) considera, em seu artigo a hipótese da oferta de moeda ser determinada endogenamente e a taxa de juros interna ser determinada exogenamente pelas autoridades monetárias. Trabalhando com uma economia aberta ele só alerta para o impacto sobre a taxa de juros de mudanças na taxa de câmbio. Entretanto, superávits no balanço de pagamentos não aumentam a oferta de moeda numa economia que adota como política cambial a taxa de câmbio fixa. Da mesma forma, saldos deficitários do balanço de pagamentos não reduzem a oferta de moeda da economia. Ou seja, transações entre residentes e não residentes de um país não têm impactos diretos e automáticos sobre o lado monetário da economia para que o balanço de pagamentos retorne ao equilíbrio.

Isto ocorre porque os créditos fornecidos pelos bancos comerciais só aumentam ou reduzem em conformidade com a demanda pelo crédito e não devido às reservas bancárias que o banco comercial possui, como argumentam os que adotam a teoria da oferta de moeda exógena. Em verdade, determinada uma taxa de juros pelo Banco Central do país, os bancos comerciais

estipulam uma taxa de juros base, a qual estão dispostos a emprestar. Sendo assim, tendo demanda para empréstimos, os bancos emprestam qualquer quantia[51] (a taxa de juros estipulada) e depois adaptam suas reservas a essa quantidade de empréstimos. Caso o banco não tenha reserva suficiente para fazer frente às reservas limites, ele recorrerá ao mercado interbancário de reservas e, em última instância, ao Banco Central (que está sempre disposto a emprestar) através das operações de redesconto. Caso a quantidade de moeda que o banco comercial possua seja maior que a demanda por empréstimos, o banco comercial alocará esses recursos em outros ativos que não meios de pagamentos, principalmente, títulos públicos. Dessa forma, pela lógica da oferta de moeda endógena, não é quantidade de empréstimos que se adapta a uma determinada quantidade de reservas (via multiplicador monetário) e sim o contrário – a quantidade de reservas que se adapta a uma dada oferta de crédito determinada pela demanda.

Esse mesmo raciocínio serve para a economia aberta. Quando o país se defronta com um saldo superavitário no balanço de pagamentos, os agentes econômicos que estão com a moeda estrangeira em mão vão a uma instituição bancária autorizada pelo Banco Central a trocar a moeda estrangeira pela moeda nacional e solicitam a troca. Se algum desses agentes solicita ao banco que seja repassado em espécie a quantidade correspondente da moeda estrangeira em moeda nacional[52], ele estará aumentando a oferta de moeda, mas em reposta a uma demanda que esse agente tem, logo, não existiria nenhum desequilíbrio no mercado monetário. Por outro lado, se os agentes econômicos resolverem deixar a quantidade de moeda nacional (trocada pela moeda estrangeira) em depósito bancário à vista, o banco comercial estará com uma quantidade de reservas bancárias maior do que o necessário exigido pelas autoridades monetárias[53]. Caso existam outros agentes econômicos demandando empréstimos (a uma taxa de juros estipulada pelo banco comercial com base na taxa de juros determinada pelo Banco Central), utilizarão esse aumento repentino na quantidade de reservas para realizar esses empréstimos. Dessa forma, haverá aumento da oferta de moeda, mas também em resposta ao aumento da demanda por crédito, não gerando nenhum desequilíbrio no mercado monetário. Todavia, como o aumento das reservas bancárias devido à entrada de divisas no país é um aumento repentino, é mais provável que não exista

[51] Desde que esses demandantes sejam pagadores potenciais, isto é, tem condições de quitar suas obrigações no futuro.

[52] O banco comercial realizará a troca da moeda estrangeira por moeda nacional junto ao Banco Central, que contabilizará em seu balancete aumento do seu ativo (reservas internacionais) e aumento do seu passivo (base monetária).

[53] Visto que, a instituição bancária trocará a quantidade de moeda estrangeira pela quantidade correspondente de moeda nacional via Banco Central.

demanda por crédito (pois, já foi satisfeita anteriormente). Sendo assim, os bancos terão duas opções: reduzir a dívida com o Banco Central adquirida anteriormente através de operações de redescontos para regularizar falta de reservas anteriores ou adquirir (caso não tenham dívidas de redesconto com o Banco Central) títulos públicos. Em ambos os casos não haverá aumento da oferta de moeda nem da base monetária, as únicas modificações serão feitas no balancete do Banco Central.

Em resumo, a argumentação de Lavoie (2000) implica que desequilíbrio do balanço de pagamentos não provoca desequilíbrio no mercado monetário, visto que a base monetária não se modifica direta nem automaticamente devido à entrada e saída de divisas no país. Com isso, o tradicional conceito de esterilização da base monetária através da venda títulos públicos por parte do governo no caso de excesso de divisas no país perde seu poder explicativo lógico, visto que não há nesse modelo excesso de oferta de moeda.

Como mostrado, o pagamento de juros a partir de reservas teria como contrapartida uma queda das reservas externas. O eventual aumento do endividamento interno através do ajuste de estoques apresentado anteriormente teria um impacto sobre as finanças públicas dado pelo diferencial entre juros externos e internos. Qualquer outro impacto direto macroeconômico dependeria de hipóteses especiais sobre uma suposta relação máxima dívida pública interna e produto.

Uma relação indireta via efeito riqueza, poderia forçar o governo a diminuir os gastos, mas nesse caso recolocar-se-ia o problema da restrição externa ao crescimento, ou seja, se o crescimento da riqueza privada implicasse num aumento do gasto este deveria ser compensado com políticas restritivas do governo já que provavelmente levaria a um desequilíbrio das contas externas.

Se for verdade que o superávit comercial implicou em um aumento de dívida pública através dos mecanismos endógenos de alocação de riqueza privada, dada uma taxa de juros determinada exogenamente pelo governo, cabe perguntar se este movimento da dívida seria independente dos outros componentes de gasto e receita do governo. Em outras palavras: poderia haver uma política fiscal que contra-balançasse este mecanismo de crescimento da dívida caso houvesse alguma meta de relação dívida/PIB? Em tese isso seria possível, ou seja, gerar-se um superávit fiscal que compensasse o crescimento da dívida, mas com efeitos extremamente recessivos sobre o nível de produto e emprego.

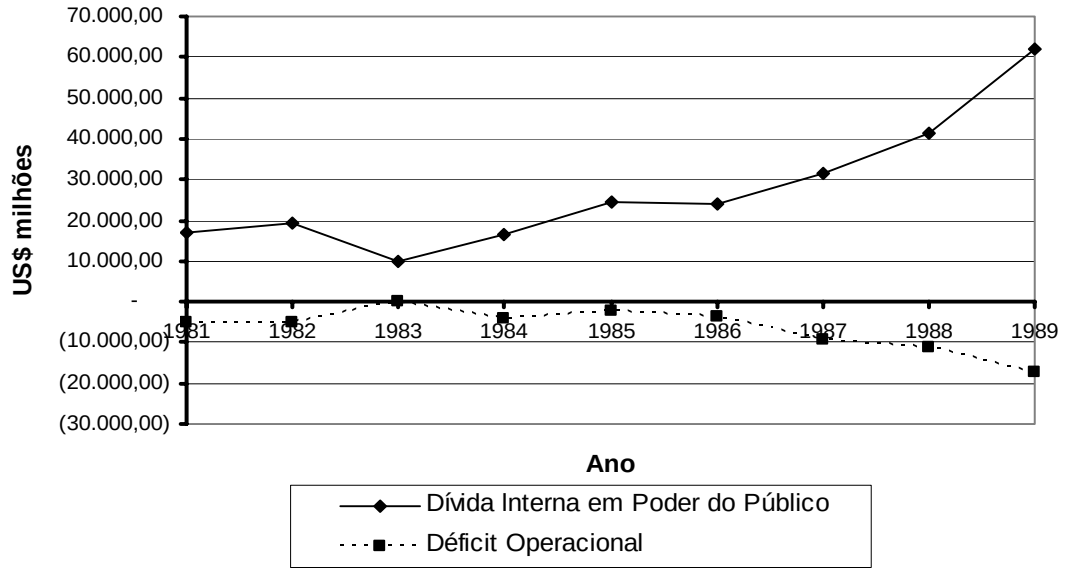
Tavares (1996) parece assumir essa posição ao tratar das políticas econômicas utilizadas pelo país para obter superávits comerciais e pagar parte da dívida externa. Segundo esta autora "a contrapartida das tentativas de utilizar políticas cambiais e monetárias ativas para fazer o ajuste externo tem sido a necessidade de um ajuste fiscal permanente[54]". Porém, ainda seguindo Tavares, tal prática era muito difícil, visto que, num ambiente de alta inflação e de recessão que o Brasil vivia na época provocou um "*trade-off* negativo sobre a arrecadação fiscal e um alto grau de endividamento interno que produziu constantemente desajustes fiscais e patrimoniais no setor público[55]".

A "necessidade" desse ajuste como já explicitado acima dependeria de duas variáveis: o impacto dos juros internos no gasto total do governo e uma eventual meta da relação dívida/PIB. Como lembrado no início desse capítulo, não se pretende nesta dissertação discutir teoricamente este último ponto, mas apenas e tão somente observar como se comportaram os outros componentes de dispêndio que juntamente com o desempenho da balança comercial tiveram impacto sobre a trajetória da dívida pública.

Isso será feito através do estudo das contas orçamentárias do governo na década de 1980, cotejando estas com o comportamento dos juros pagos e das amortizações da dívida externa. Dessa forma, para realizar essa análise, vamos comparar os gastos do governo federal, no nosso caso, a despesa de execução financeira do Tesouro Nacional com o pagamento de juros da dívida externa e a amortização desta dívida por parte do governo. Contudo, antes será apresentado um gráfico (gráfico 5) cotejando o déficit público operacional com o comportamento da dívida interna. Analisando o gráfico, percebe-se claramente que a trajetória da dívida interna brasileira na década de 1980, como seria o esperado – visto que, o déficit é o fluxo da dívida –, acompanhou o desempenho do resultado operacional das contas do governo; enquanto o déficit estava diminuindo a dívida interna pública diminuía e, por outro lado, enquanto o déficit aumentava a dívida também aumentava.

[54] Tavares (1996) pág. 76
[55] Ibdem.

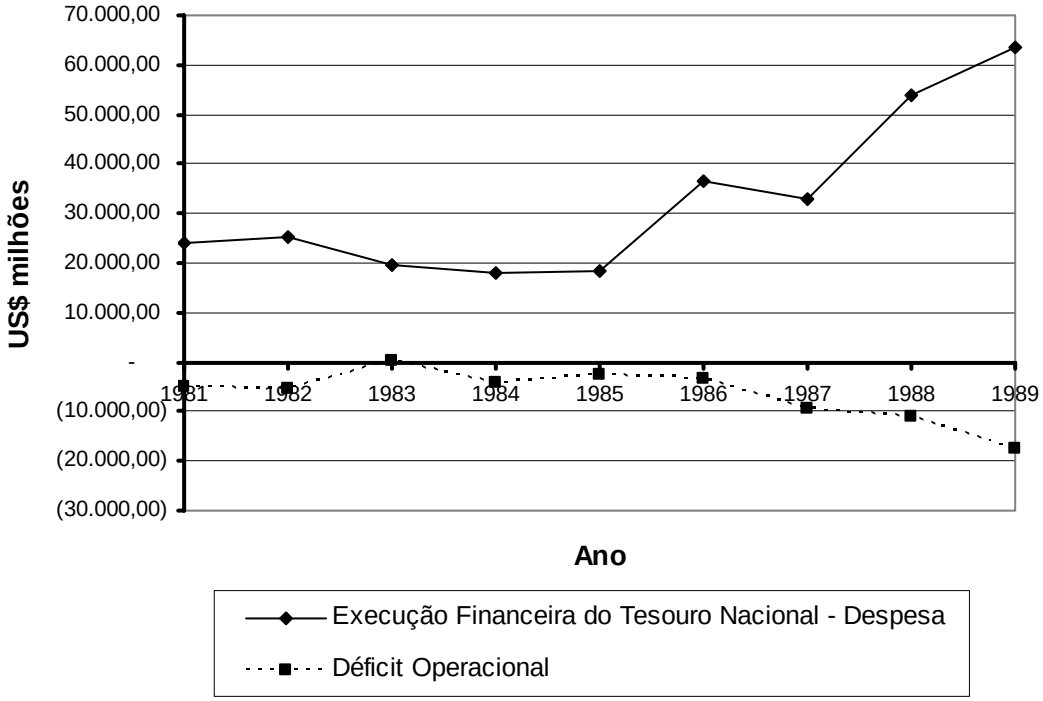
Gráfico 5 - Dívida Interna e Déficit Operacional



Fonte: elaboração própria a partir de ANDIMA

Colocando também um gráfico separado para comparar o comportamento do déficit operacional analisado anteriormente com as despesas realizadas pelo governo no mesmo período, percebemos no gráfico 6 que os gastos do governo, senão no todo, em parte, é um dos principais fatores a determinar a trajetória do resultado operacional do governo. Na maioria das vezes em que os gastos caíram o resultado operacional deficitário caiu e todas as vezes que os gastos subiram (fato que ocorreu principalmente a partir da segunda metade da década) o déficit público aumentou.

Gráfico 6 - Despesa do Governo e Déficit Operacional



Fonte: elaboração própria a partir de ANDIMA

Dessa forma, o comportamento da dívida interna está, em parte, condicionado ao que aconteceu aos gastos do governo. Como o argumento do Bontempo se baseia na idéia de que o pagamento de juros da dívida externa e/ou a amortização desta dívida está atrelada a gastos do governo com a moeda nacional, isto implica que, se a realização desses gastos (pagamento de juros e amortização) aumentou o total das despesas do governo na mesma proporção, logo houve um aumento do déficit operacional e, consequentemente, um aumento da dívida interna. Nesse sentido, o argumento de Bontempo e também de Cavalcanti (1988) estão corretos, qual seja, a necessidade de financiamento externo devido à dívida externa (e sua estatização) levou ao aumento da dívida interna. Todavia, não é isto que os dados parecem mostrar quando se compara a trajetória da soma do montante de juros pagos da dívida externa e da amortização com a trajetória da despesa.

A tabela 47 a seguir apresenta os valores dessa contas para o período de 1981 a 1989 (além de apresentar os valores do déficit público operacional e da dívida interna). O montante de juros pagos e as amortizações da dívida externa do setor público foram estimados a partir dos

dados obtidos do balanço de pagamento fornecido pelo Banco Central. Contudo, como esses valores são contabilizados para todos os pagamentos e amortizações (tanto do setor público quanto do setor privado), obteve-se o valor apenas para o setor público considerando a proporcionalidade entre o setor público e privado da participação no total da dívida externa registrada apresentada no capítulo anterior.

Tabela 47 – Gastos do Governo e Pagamento de Juros (em US$ Milhões)[1]

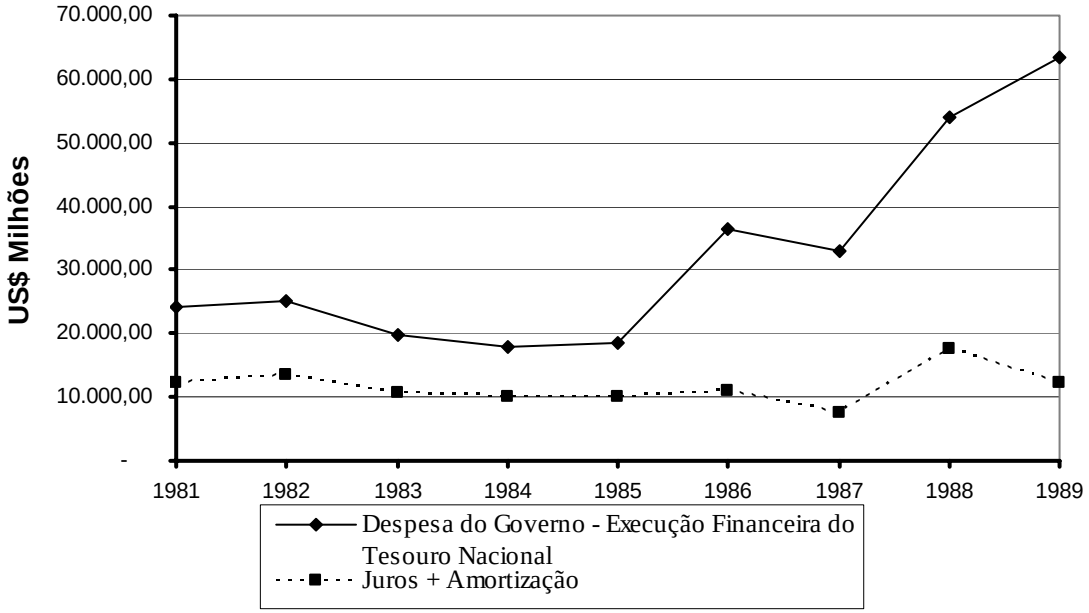
Discriminação/Período	Despesa do Governo - Execução Financeira do Tesouro Nacional	Juros + Amortização	Déficit Público Operacional	Dívida Interna em Poder do Público	
1981	24048,34	12208,68	-5070,01	16978,27	
1982	25097,92	13641,74	-5290,51	19258,15	
1983	19683,71	10736,50	141,06	9678,04	
1984	17984,48	10173,19	-4113,45	16671,20	
1985	18516,94	10089,14	-2463,54	24641,49	
1986	36352,33	11043,25	-3504,18	24045,72	
1987	32924,34	7667,98	-9454,98	31730,70	
1988	53950,72	17424,22	-11225,35	41196,92	
1989	63450,75	12181,97	-17518,51	62213,74	
Fonte: elaboração própria a partir de IPEADATA e Banco Central do Brasil					
[1] Para a conversão dos dados de real para dólar utilizou-se a taxa de câmbio média.					

Para que os dados estejam em consonância com a argumentação de Bontempo de que o aumento da dívida externa correspondeu a um aumento da dívida interna, pressupõe-se que o pagamento de juros da dívida externa do governo e as amortizações sejam diretamente proporcionais ao movimento das despesas do governo no mesmo período, visto que, como descrito acima, no modelo de Bontempo, pagamento dos juros e amortização são variáveis que impactam a oferta de moeda da economia e/ou o financiamento dessas despesas por tributos e/ou dívida interna, pois, seria necessário pagar essas contas, que são contratadas em moeda estrangeira, com captação da moeda nacional. Sendo assim, tais contas entram como despesas do governo e, por isso, a dívida interna cresceria por causa dessas despesas.

Contudo, não é isso que ocorre quando verificamos os dados da tabela. A variação das despesas do governo não está em conformidade com a variação da soma do montante de juros

pagos com as amortizações. A única exceção foi o ano de 1983 quando ambos os montantes reduziram-se aproximadamente 21%. Nos demais anos essas variações têm proporções bastante distintas. Logo, a influência que as despesas têm sobre a dívida interna não é conseqüência da dívida externa e sim de outras variáveis. Essa percepção fica mais clara se observarmos o comportamento dessas duas contas no gráfico abaixo.

Gráfico 7 - Despesas do Governo, Juros Externos e Amortizações



Fonte: elaboração própria a partir de ANDIMA

O mesmo raciocínio empírico pode ser utilizado através do comportamento do instrumento usado pelos órgãos públicos para financiar parte de pagamentos de serviços da dívida externa e amortização, o chamado Aviso MF-30 que trata-se de uma conta cujo objetivo é servir de instrumento para fornecer a estados e municípios e empresas públicas os recursos necessários para liquidar dívida contratada em moeda estrangeira. Por essa conta, o governo central, através do Banco Central, assumia os débitos externos dessas entidades públicas e em contrapartida obtinha um crédito com as mesmas.

A adoção desse instrumento por parte do governo central gerou algumas conclusões por parte de alguns autores. Para Cavalcanti (1988), por exemplo, a utilização dos Avisos MF-30 levava o Banco Central a se tornar o devedor final dos depósitos junto a credores externos e, dessa forma, a incorrer também nos juros e amortizações dessa dívida, "[...] o que representava uma

pressão adicional sobre suas contas". (Cavalcanti, 1988, pág. 51.). Por outro lado, como a demanda pelos Avisos MF-30 era maior que a quantidade de recursos externos do Banco Central, para este pagar a dívida pública, era necessário em contrapartida expandir a oferta de moeda. Uma vez que o governo queria manter o controle sobre esse agregado, ele passou a emitir títulos da dívida interna. Esse argumento também é assumido por Bontempo (1988). Além disso, para Cavalcanti (1988, pág. 51), "à medida que os órgãos e entidades públicas não conseguiam gerar superávits orçamentários equivalentes à sua transferência de recursos ao exterior, passavam a demandar empréstimos-ponte (Aviso MF-30)". Dessa forma, se caso esses órgãos e instituições tivessem gerado superávits, os problemas da dívida interna não teriam ocorrido da mesma forma que argumentam Bontempo (1988) e Tavares (1996).

Entretanto, para autores como Cavalcanti (1988) e Bontempo (1988), a adoção do Aviso MF-30 gerou implicações importantes através do seu suposto impacto negativo na economia brasileira via aumento da dívida interna. Porém, a questão relevante que se coloca é que esse instrumental adotado pelo governo central foi fundamental para aliviar as empresas públicas com dívidas no exterior e que, caso não tivessem à sua disposição esse instrumento, deveriam alocar suas forças de produção de modo a captar recursos externos para o eventual pagamento da dívida. Dessa forma, com o Aviso MF-30 se tornou possível liberar essas entidades públicas do compromisso externo, que passou para as mãos do governo central. Assim sendo, cabe verificar se a utilização desse instrumento gerou grandes impactos sobre o endividamento interno.

Tabela 48 – Dívida Interna e Aviso MF-30 (em US$ Milhões)

Discriminação/ Período	Dívida Interna em Poder do Público[1]	Aviso MF-30[2]
1981	16978,27	-
1982	19258,15	1187,00
1983	9678,04	3557,00
1984	16671,20	3203,00
1985	24641,49	6806,00
1986	24045,72	13126,00
1987	31730,70	12281,00
1988	41196,92	23117,00
1989	62213,74	25627,00
Fonte: elaboração própria. [1] ANDIMA; [2] Baer (1993)		

Pela tabela é possível verificar o montante da dívida interna em poder do público e compará-lo com os Avisos MF-30. Pode-se observar que a variação da dívida interna não acompanha a variação da conta dos Avisos MF-30. No ano de 1983 enquanto o aviso MF registra um aumento em relação ao período anterior de quase 200%, a dívida interna registra queda de 50% para o mesmo período. O mesmo ocorre no ano de 1986 quando a dívida interna apresenta uma variação negativa de 2,4% e os Avisos MF uma elevação de 92% em relação ao período anterior. Situação oposta ocorre no ano de 1987 (ano em que o Brasil decretou moratória de parte dos juros da dívida externa) em que os Avisos MF apresentam variação negativa em relação ao período anterior de 6,4% e a dívida interna registra variação positiva de 32%.

Diante disso, cabe ressaltar que, se os Avisos MF-30 representassem um grave fator de substituição de dívida externa por dívida interna, como apregoam os autores já citados anteriormente, pelo menos a sua trajetória de comportamento deveria se assemelhar a da dívida interna, fato não constatado pelos dados da tabela acima. Além do mais, apesar do Aviso MF representar, em termos proporcionais, mais de 50% em relação à dívida interna, não há garantias de que esse instrumento seja canalizado posteriormente em dívida interna.

Para finalizar, vamos fazer um exercício contábil apenas para verificar o impacto nos gastos do governo caso os argumentos de Bontempo, Cavalcanti e Tavares fossem os adotados pelo Estado brasileiro no período, ou seja, que o governo tivesse incorrido em superávit primário para pagar a parte dos juros referente à dívida externa e, nesse sentido, não aumentassem a dívida interna. Para tanto, é preciso ver a proporção das despesas com juros no total das despesas do governo. Fazendo essa simples relação a partir dos dados da tabela 49, percebe-se que o montante com juros pagos da dívida externa representou nos três primeiros anos em média 30% do total da despesa, apresentando um aumento significativo dos dois anos seguintes (1984 e 1985), reduzindo a partir de 1986 até atingir 10% em 1989, contudo lembrando que o governo brasileiro suspendeu parte do pagamento dos juros da dívida externa em 1987.

Tabela 49 – Pagamento de Juros e Despesas do Governo (em US$ Milhões)

Discriminação/ Período	Execução Financeira do Tesouro Nacional - Despesa	Pagamentos de juros (Juros Pagos + títulos de renda fixa) - BP	Relação Juros/Despesas
1981	24048,34	7012,38	0,29
1982	25097,92	8168,78	0,33
1983	19683,71	5531,77	0,28
1984	17984,48	8476,08	0,47
1985	18516,94	8498,66	0,46
1986	36352,33	8479,01	0,23
1987	32924,34	4672,42	0,14
1988	53950,72	9047,71	0,17
1989	63450,75	6468,05	0,10

Fonte: elaboração própria a partir de IPEADATA

Sendo assim, seguindo o nosso objetivo de estimar um superávit primário capaz de cobrir o pagamento com juros, esse valor teria que ser no mínimo do tamanho dos gastos com juros e, dessa forma, os gastos do governo teriam que ser reduzidos no mesmo tamanho isso se o resultado operacional do governo estivesse igual a zero em todos os períodos, fato que não ocorreu como pôde ser visto anteriormente. Logo, a redução nas despesas do governo terá que considerar também o valor deficitário do resultado operacional. Diante disso, tem-se que a redução das despesas do governo para se obter o superávit primário estimado teria que ser igual à soma do montante de juros pagos e do resultado operacional do governo, isso é feito na tabela a seguir.

Tabela 50 – Tamanho da Redução do Gasto do Governo (em US$ Milhões)

Discriminação/ Período	Despesa Estimada	Juros	Déficit Operacional	Redução da Despesa	Redução Despesa % PIB
1981	12082,39	7012,38	-5070,01	11965,95	4,63
1982	13459,29	8168,78	-5290,51	11638,62	4,29
1983	5390,71	5531,77	141,06	14293,00	7,54
1984	12589,53	8476,08	-4113,45	5394,95	2,84
1985	10962,20	8498,66	-2463,54	7554,74	3,58
1986	11983,18	8479,01	-3504,18	24369,15	9,45
1987	14127,40	4672,42	-9454,98	18796,94	6,66
1988	20273,06	9047,71	-11225,35	33677,66	11,02
1989	23986,56	6468,05	-17518,51	39464,19	9,49

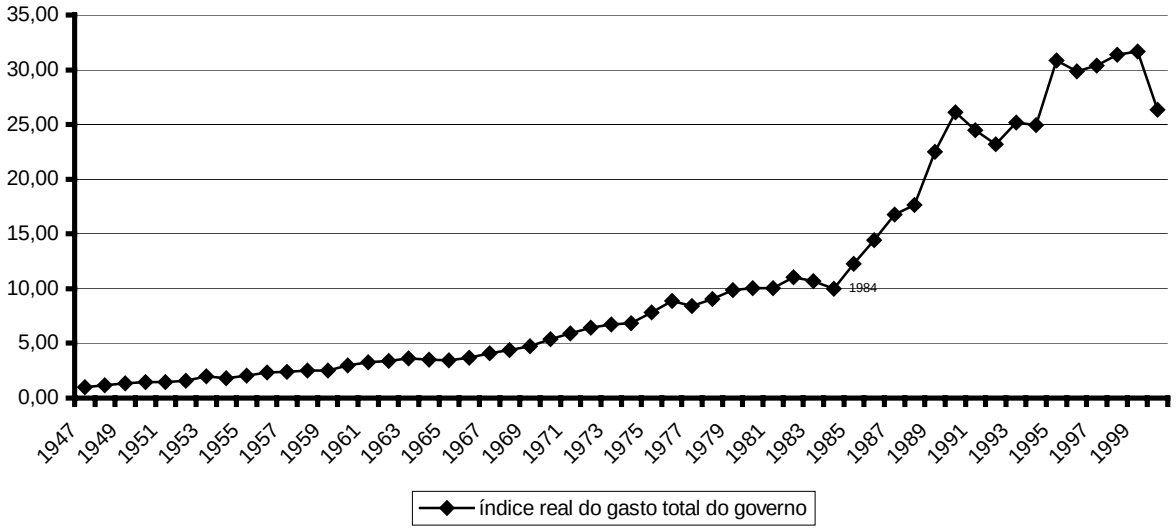
Fonte: elaboração própria a partir de IPEADATA

A tabela 50 nos apresenta que, para que o governo não aumentasse o montante de sua dívida interna na década de oitenta, conforme indicado pelos autores citados nesse capítulo, ele deveria realizar uma redução brutal no total de sua despesa, em média cerca 6,6% ao longo de todo o período, chegando a 9,5% nos anos de 1986 e 1989 e a 11% no ano de 1988. Levando em conta que a década de oitenta passava por período de recessão econômica, essa "economia" nos gastos do governo mostra-se no mínimo inadequada, uma vez que seus impactos recessivos sobre a economia brasileira que apresentava crescimento medíocre seriam desastrosos e sem precedentes.

Na apresentação até aqui desenvolvida procurou-se destacar os aspectos conjunturais do gasto público nos anos 1980, que como pode ser visto cresceu na década, especialmente, com maior ênfase na segunda metade. Observou-se, também, que certamente este aumento teve um efeito positivo sobre a manutenção do nível de produto frente à retração de outros componentes de gasto privado. A idéia que o chamado déficit financeiro explicaria o comportamento do déficit agregado e conseqüentemente da dívida pública não resiste a uma análise mais rigorosa. Como entender, entretanto, o aumento do gasto do governo dentro de uma perspectiva de mais longo prazo?

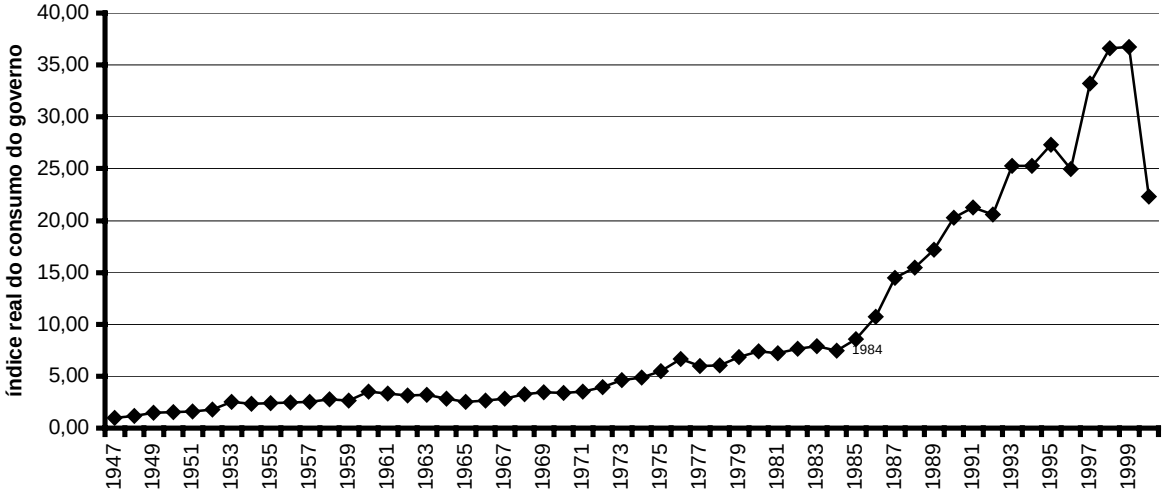
Os gráficos a seguir mostram uma situação curiosa.

Gráfico 8 - Índice Real do Gasto Total do Governo



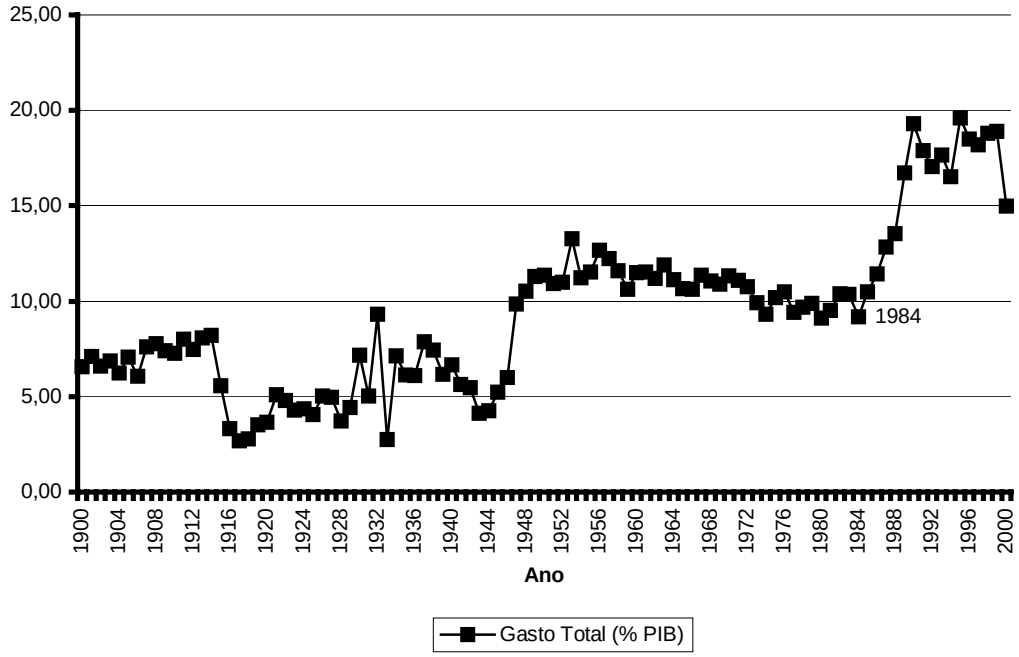
Fonte: elaboração própria a partir de IBGE

Gráfico 9 - Índice Real do Gasto em Consumo do Governo



Fonte: elaboração própria a partir de IBGE

Gráfico 10 - Gasto Total (% PIB)



Fonte: elaboração própria a partir de IBGE

Observa-se nos gráficos (8 e 9) um padrão de crescimento relativamente modesto do gasto real do governo no período do pós-guerra até 1984. A leitura conjunta desses gráficos mostra que o gasto de consumo é em boa medida responsável por esse desempenho, com um crescimento médio em torno de 5%. Esse crescimento, inferior ao do PIB no período vai explicar como o gasto do governo em proporção do PIB fica estagnado, ou levemente declinante no período do pós-guerra até 1984. Também desse dado de mais longo prazo ainda, podemos ver que o gasto tem uma mudança de patamar no pós-guerra. Essa virtual estagnação, até 1984 é mais surpreendente se anotarmos que esse é exatamente o período de forte industrialização e urbanização. Seria esperado que, nesse caso, houvesse uma elevação da participação percentual do gasto público no PIB de acordo com a chamada Lei de Wagner[56]. Pode-se supor que havia, então, uma pressão reprimida pela elevação do gasto público, e que foi atendido com o processo de redemocratização. Isso fica claro quando reparamos que não foi só a diminuição da velocidade

[56] Segundo a qual, à medida que os países se desenvolvem, maior é a participação relativa do gasto público na renda nacional.

do crescimento do PIB que explica a trajetória do gráfico 10. O crescimento real do gasto muda radicalmente de trajetória a partir de 1985. Aliás, talvez não seja uma mera coincidência histórica que esses crescimentos acelerados coincidam com fases de redemocratização após longos períodos de ordem autoritária.

Finalmente, deve-se examinar uma das bases dos argumentos centrais daqueles que defendem que o ajuste dos anos 1980 implicou numa crise financeira do Estado, com conseqüências negativas sobre inflação e crescimento.

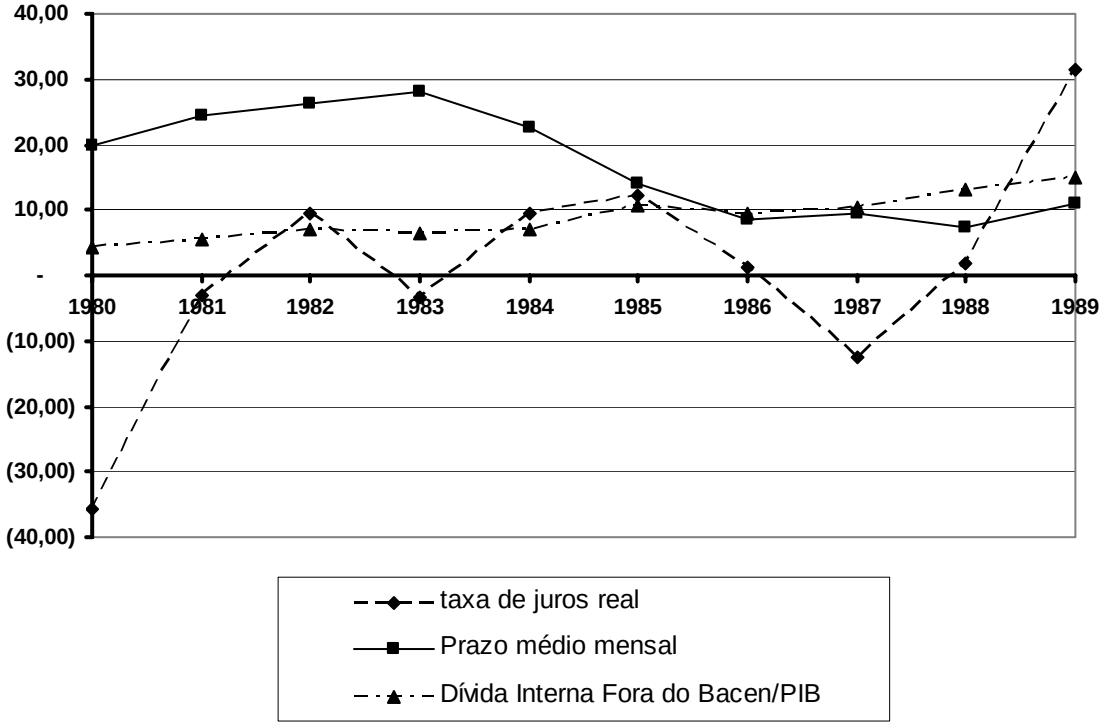
O primeiro ponto relacionado a esse argumento diz respeito ao tamanho do estoque da dívida pública no período. De fato, na tabela, observa-se um crescimento da dívida pública em proporção do PIB no período. Entretanto, a dívida que interessa em termos dos supostos efeitos negativos que pode exercer sobre o setor privado é a dívida fora do BACEN. Esta, de fato, praticamente dobra na segunda metade da década de 1980. A média na primeira metade é de aproximadamente 6% e a da segunda metade 12%. De qualquer modo, apesar de dobrar, os valores são extremamente baixos comparando com o mesmo parâmetro com os anotados em outros países ou mesmo na história mais recente do Brasil. Apenas para ilustrar esse ponto: o acordo de Maastricht, considerado por muitos como conservador em termos fiscais, estabelece um limite para a dívida pública de 60% do PIB, bem como, na segunda metade da década de 2000, a dívida pública brasileira está estabilizada em cerca 45%. Logo, seria difícil argumentar utilizando-se o tamanho do estoque de dívida que haveria uma série crise das finanças públicas.

A outra linha de argumentação dos defensores da tese da "crise das finanças públicas" diz respeito à forma de financiamento da dívida pública e não, exatamente, seu estoque. A existência de uma dívida de curtíssimo prazo levaria o setor privado a colocar o governo em permanente "córner" em relação ao giro de sua dívida. Nessa situação o setor privado seria capaz de exigir taxas de juros crescentes e prazos mais curtos e qualquer tentativa de alongamento do prazo da dívida encontraria forte resistência do setor privado. Sem entrar na discussão propriamente dita da moeda indexada[57] podemos verificar que tal correlação direta não se verifica no período estudado.

Dada essa argumentação das finanças públicas, e consequentemente, o Estado como "refém" do setor privado, é preciso verificar qual relação se estabelece entre estoque da dívida em poder do público, taxa de juros real e seu prazo. Para isso, observamos o gráfico a seguir.

[57] Ver Mendonça de Barros (1993).

Gráfico 11 – Estoque da Dívida, Prazo e Remuneração Real



Fonte: elaboração própria a partir de ANDIMA

Seguindo a argumentação exposta nos parágrafos acima, era de se esperar que, uma vez que os agentes econômicos olhavam com desconfiança para o endividamento público, haveria uma relação positiva entre estoque da dívida, remuneração real e prazo da mesma, com sugere Baer (1993):

> Quando, por parte dos agentes, começa a surgir desconfiança em torno da gestão da dívida pública, o problema passa a ter vários desdobramentos que só tendem a reforçar as dificuldades de administrá-lo. Um primeiro movimento tende a ser um aumento do prêmio do risco e um encurtamento dos prazos exigidos pelos investidores de carteira nas novas colocações dos títulos. (Baer, 1993, pág.34)

Assim sendo, partindo do argumento exposto, para os agentes econômicos aceitarem um volume cada vez maior de dívida, eles exigiriam em troca prazos cada vez menores e a taxas de juros reais cada vez maiores. Contudo, observando o gráfico acima, é possível constatar que essa relação não se estabelece. O que poderíamos sugerir aqui é que o comportamento do prazo da dívida é mais condizente com as taxas de inflação, isto é, do período que vai de 1983 a 1986 (antes dos planos de estabilização), há um encurtamento do prazo da dívida. No entanto, esse

prazo se estabiliza a partir de 1986, e até aumenta um pouco entre os anos de 1988 e 1989. Já o comportamento da dívida é crescente ao longo de toda a década. Por outro lado, o comportamento da taxa de juros reais também não possui relação alguma com as duas outras variáveis.

Dessa forma, podemos concluir que o comportamento do prazo da dívida e da sua remuneração real não segue um padrão de uma possível exigência por parte dos detentores da dívida pública como condição *sine qua non* para aceitarem essa dívida. Ao contrário, eles aceitam essa dívida do governo de forma a ajustarem seus *portfólios*.

CONCLUSÃO

Nas décadas de 1970 e 1980 a economia brasileira apresentou, como visto, comportamento distinto no que concerne às principais variáveis econômicas: enquanto a primeira década apresentou, em média, altas taxas de crescimento e aumento da dívida externa, a década de 1980 se defrontou com crescimento médio baixo e aumento da dívida interna. Na década de 1970, a disponibilidade de recursos externos para os países em desenvolvimento conseqüente da maior liquidez internacional, tanto para o período antes do primeiro choque do preço do petróleo quanto no período pós-choque, facilitou a captação de recursos externos por parte de residentes brasileiros (além das próprias facilidades de captação proporcionadas pelo governo). Essa maior facilidade de empréstimos acabou implicando em aumento da dívida externa brasileira e do montante do serviço pago referente a seus serviços.

Todavia, a tendência crescente dessa dívida está longe de ser explicada pela necessidade de financiamento para realizar investimentos – devido à falta de poupança interna – como argumentam os defensores da idéia de hiato de poupança. Pelo contrário, como se viu nos dados apresentados, nos momentos da década de 1970 em que havia maiores disponibilidades de recursos externos, os empréstimos captados no exterior acabavam se configurando em aumento de reservas internacionais e as importações de bens e serviços não se configuravam em sua totalidade na importação de bens de capital, nem em transportes para trazer tais bens. No começo da década de 1970 antes do primeiro choque do preço do petróleo, por exemplo, o país acumulou elevadas reservas internacionais. Além do que, os saldos das transações correntes não se configuravam como sendo apenas compras de bens de capital ou intermediário nem de realização de serviços para transportar esses bens.

Por outro lado, a explicação do crescimento da dívida externa para esse começo de década com base na idéia de falta de *funding* interno para realizar investimento no país devido ao sistema financeiro nacional ser incipiente (e por isso as empresas nacionais captavam recursos externos na forma de empréstimos para realizar os investimentos) também não se concretiza, visto que, apesar da dificuldade de mensuração de dados, o BNDES seria um dos principais fomentadores de empréstimos de longo prazo necessários para a realização do investimento e,

pelo que relatamos, não houve nenhuma escassez desses recursos. Em verdade, então, a captação de recursos externos por residentes brasileiros foi destinada mais puramente ao aumento de reservas internacionais, porém sem nenhuma aparente consonância com política econômica de crescimento econômico do país, mas em grande medida para favorecer a determinados grupos privados, principalmente os pertencentes ao sistema financeiro nacional.

No período imediatamente posterior ao primeiro choque do petróleo, onde as reservas internacionais despencaram e a necessidade de financiamento das transações correntes aumentou consideravelmente, apesar de vários autores argumentarem que o crescimento da dívida externa estaria relacionada à continuidade das políticas desenvolvimentistas de industrialização da economia brasileira, em verdade a continuidade do crescimento da dívida externa para o período estava condicionada à restrição externa provocada pela deterioração dos termos de troca (devido ao aumento dos preços das *commodities*) e pelo aumento do serviço da dívida. Sendo assim, o crescimento da dívida externa nos anos seguintes ao primeiro choque do petróleo foi devido à busca de recursos externos para o país financiar o déficit em suas transações correntes. Esse argumento parece com a interpretação do hiato de recursos, porém considerando um hiato de divisas ampliado, como sugeriram Serrano e Willcox (2000), onde se contabiliza todo o saldo das transações correntes.

No final da década de setenta e antes do segundo choque do preço do petróleo a dívida externa brasileira teve uma mudança de tendência ascendente explicada mais uma vez pela acumulação de reservas e não por falta de *funding* interno ou por hiato de poupança, culminado novamente pela explicação no sentido de favorecimento ao sistema financeiro nacional. Em seguida, a crise do segundo choque do preço do petróleo fez com que os termos de troca do país com o resto do mundo aumentassem consideravelmente e, além disso, houve um aumento da taxa de juros externa fazendo com que o montante referente ao serviço da dívida também aumentasse consideravelmente. Dessa forma, as transações correntes se tornaram negativas e a captação de empréstimos externos passou a ser condicionada pelo hiato de divisas provocado por essa deterioração das transações correntes, porém esses recursos não foram suficientes e o país reduziu seu estoque de reservas internacionais.

Com o fim dos fluxos de capitais voluntários para o Brasil a partir da moratória mexicana na década de 1980, o país passou a obter quedas consideráveis nas suas reservas e a apresentar dificuldades no seu balanço de pagamentos. Essa situação forçou o governo brasileiro

a rever suas políticas econômicas de modo a tentar promover as exportações e desestimular as importações via desaquecimento da demanda interna e desvalorização cambial com o objetivo de fechar o balanço de pagamentos. Todavia, essas metas não foram alcançadas, uma vez que os principais países importadores de nossos produtos passavam por período de desaquecimento em suas economias. Isso fez com que o país recorresse a empréstimos junto ao FMI, levando a uma mudança substancial na característica da dívida externa, pois sua dinâmica passou a ser ditada pelas negociações com o FMI e com os bancos credores internacionais.

Além da crise da dívida externa, o país também apresentou, como vimos, baixas taxas de crescimento econômico ao longo da década de oitenta. Para justificar essa situação, surgiu um debate que fazia menção ao hiato de divisas como limitador do crescimento econômico na primeira metade da década de oitenta e do hiato de poupança como principal restrição ao crescimento a partir da segunda metade da década. Contudo, como visto, a questão do hiato de divisas pode ser assumida, uma vez que o país enfrentava problemas em acumular divisas devido a restrições impostas pela balança comercial e ainda precisava remeter dólares para o exterior na forma de pagamento de juros da dívida, restringindo o crescimento econômico. No entanto, quanto à argumentação do hiato de poupança, esse pode ser refutado, uma vez que o argumento considera que, ao produzir bens de consumo e de exportações, a capacidade produtiva fica limitada para produzir bens de capital, mas, no entanto, o período foi marcado por capacidade produtiva ociosa, o que desmonta o argumento do hiato de poupança.

Ademais, a década de 1980 foi marcada pelo baixo crescimento econômico e pela elevação da dívida interna pública, o que deu margem, como visto, a interpretações de que o crescimento da dívida interna foi provocado pela estatização da dívida externa e por desequilíbrios do balanço de pagamentos (apresentados após a moratória do México). No entanto, o processo de estatização da dívida representou, na verdade, uma intervenção do estado brasileiro de modo a garantir a sustentação dos lucros privados e a riqueza privada sob a forma de dívida pública. Além do mais, essa intervenção estatal retirou do setor privado a necessidade deste realizar ajuste externo, o que provocaria conseqüências negativas para a economia brasileira.

Fora isto, foi levantado também o argumento de que o processo de estatização da dívida externa levava, em contrapartida, a um aumento da dívida interna, haja vista que, neste caso, a emissão monetária estaria diretamente ligada aos resultados do balanço de pagamentos. Dessa forma, um aumento nas reservas internacionais (como ocorrido na segunda metade da

década de 1980) teria sua contrapartida na emissão monetária e, como o país realizava políticas econômicas austeras, isso significava um aumento da emissão de títulos da dívida de modo a esterilizar a quantidade de moeda em circulação na economia. No entanto, isso foi refutado através da abordagem da moeda endógena em que movimentos nas reservas não correspondem a movimentos na oferta de moeda. Ademais, o comportamento das contas públicas, da dívida interna e do somatório da amortização da dívida externa e dos juros desta mesma dívida apresentados no capítulo 4 mostraram que o crescimento da dívida interna não pode ser visto como independente da evolução dos gastos do governo e não apenas como uma conseqüência direta dos pagamentos de juros e amortizações. Nesse sentido, o crescimento da dívida interna foi provocado, em boa medida, por gastos que não os relacionados com a dívida externa brasileira, contra argumentando a literatura convencional.

Além disso, foi visto também que a elevação da dívida interna pública gerou interpretações a respeito de uma possível crise financeira do estado e com conseqüências ao não pagamento dessa dívida por parte do governo. Todavia, pelo argumento das finanças funcionais, é importante ressaltar que o governo não enfrenta problemas absolutos para financiar a sua dívida interna que é contratada na moeda que ele emite e que é demandada pelos agentes privados para o pagamento de impostos. Dessa forma, a demanda por títulos públicos é realizada pelos agentes que buscam alocar os ativos em sua carteira.

Por fim, foi visto também que, ao contrário do que apregoam alguns autores, e com base nos dados da década de 1980, não existe uma relação direta e causal entre tamanho da dívida, seu prazo e sua remuneração real, ou seja, o argumento de que os agentes econômicos exigem prazos cada vez menores a remunerações cada vez maiores por desconfiarem do não pagamento da dívida por parte do Estado não se confirmou na década de oitenta.

Em resumo, nesse trabalho buscou-se analisar empiricamente os principais argumentos expostos a respeito do processo de endividamento externo e interno ao longo das décadas de setenta e oitenta de modo a apresentar sugestões para uma interpretação alternativa à literatura convencional.

BIBLIOGRAFIA

ABREU, M. P. (Org.) **A ordem do progresso**: cem anos de política economica republicana 1889 – 1989. Rio de Janeiro: Campus, 1990.

ANDIMA. **Séries históricas: dívida pública**. Rio de Janeiro, 1994.

ARIDA, P. O déficit público: um modelo simples. **Revista de Economia Política.** São Paulo, v.5 n.4 out-set/1985.

BACHA, E.L. Crescimento com oferta limitada de divisas: uma reavaliação do modelo de dois hiatos**. Pesquisa e Planejamento Econômico,** Rio de Janeiro v.12 n.2.: ago/1982.

BACHA, E.L. Um modelo de três hiatos. **Pesquisa e Planejamento Econômico**. Rio de Janeiro, v.19 n.2, ago/1989.

BAER, M. **O rumo perdido: A crise fiscal e financeira do estado brasileiro**. Rio de Janeiro: Paz e Terra, 1993.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Dívida líquida e necessidade de financiamento do setor público**. Brasília, ago/1999.

BASTOS, C.P.M. Inflação e Estabilização. In FIORI, J.L.; MEDEIROS, C.A. (Org.) **Polarização Mundial e Crescimento**. Petrópoilis: Vozes, 2001.

BATISTA JUNIOR, P.N. **Mito e realidade na dívida externa brasileira**. Rio de Janeiro: Paz e Terra, 1983.

BELLUZZO, L.G. e ALMEIDA, J.G. **Depois da queda**. São Paulo: Civilização Brasileira, 2002.

BIASOTO JUNIOR, G. **Dívida externa e déficit público**. Brasília: IPEA, 1992.

BONTEMPO, H. C. Transferências externas e financiamento do governo federal e autoridades monetárias. **Pesquisa e Planejamento Econômico**, Rio de Janeiro, v. 18 n.1, abr/1988.

CARNEIRO, R. **Desenvolvimento em Crise:** a economia brasileira no último quarto do século XX. : São Paulo: Editora UNESP, IE/UNICAMP, 2002.

CARVALHO, F.C. **Fundamentos da escola pós-keynesiana: a teoria de uma economia monetária.** TD n.176. Rio de Janeiro: IEI/UFRJ, set/1988.

CAVALCANTI, C.B. **Transferência de Recursos ao exterior e substituição de dívida externa por dívida interna**. Dissertação (Mestrado), 12º prêmio BNDES de Economia, Rio de Janeiro, 1988.

CESARATTO, S.; SERRANO, F.L.P.; STIRATI, A. Technical change, effective demand and employment. **Review of Political Economy**, v.15, n.1, 2003.

CHENERY, H. Overcapacity and the acceleration principle. **Econometrica**, v. 20, n. 1, 1952.

CHENERY, H. B., BRUNO, M. Development alternatives in an open economy: the case of Israel. **The Economic Journal**, vol. LXXII, n. 285, March, 1962.

CHENERY, H. B., STROUT, A. Foreign assistance and economic development. **The American Economic Review**, v. LVI, n. 4, Sep., 1966.

CICCONE, R. **Debito Pubblico, Domanda Aggregata e Acumulazione.** 1ª ed. Roma: Iuglio/2002.

CRUZ, P. D. Notas sobre o endividamento externo brasileiro nos anos setenta. In: BELLUZZO, L.G.M.; COUTINHO, R. (Orgs.) **Desenvolvimento Capitalista no Brasil:** ensaios sobre a crise. Brasília: Brasiliense, 1983.

CRUZ, P. D. **Dívida externa e política econômica:** a experiência brasileira nos anos setenta. Brasília: Brasiliense, 1984.

CUZ, P. D. Endividamento externo e transferência de recursos reais ao exterior: Os setores público e privado na crise dos anos oitenta. **Nova Economia,** Belo Horizonte 5 (1), ago/1995.

FISHLOW, A. A economia política do ajustamento brasileiro aos choques do petróleo: uma nota sobre o período 1974/84. **Pesquisa e Planejamento Econômico**. Rio de Janeiro, v.16 n.3, dez/1986.

FURTADO, C. **Formação econômica do Brasil**. 27 ed. São Paulo: Companhia Editora Nacional, 1998.

GIAMBIAGI, F., ALÉM, A. C. O aumento do investimento: o desafio de elevar a poupança privada no Brasil. **Revista do BNDES**, n. 8, dez/1997.

KALDOR, W.N. The role of industrialization in Latin American inflations. In KALDOR, W.N. **Further Essays on applied economics.** New York: Holmes & Meier Publishers, 1978.

KALECKI, M. **Teoria da dinâmica econômica**: Ensaio sobre as mudanças cíclicas e a longo prazo da economia capitalista. São Paulo: Abril Cultural, 1983.

LAVOIE, M., The Reflux Mechanism in the Open Economy. In ROCHON, L. P.; VERNENGO, M. **Credit, effective demand and the open economy**: essays in the horizontalist tradition. Edward Elgar, 2000.

LERNER, A. Functional Finance and The Federal Debt. **Social Research**, v.10, p.38-51, 1943.

LERNER, A. P. **Economics of employment**. New York: McGRAW-HILL, 1951.

LESSA, C. **Quinze anos de política econômica**. 4 ed. São Paulo: Brasiliense, 1983.

MALAN, P.S.; BONELLI, R. **Crescimento econômico, industrialização e balanço de pagamentos**: o Brasil dos anos 70 aos anos 80. TD n.60, IPEA. Rio de Janeiro, nov/1983.

MENDONÇA DE BARROS, L.C. Moeda Indexada, uma experiência brasileira. **Economia e Sociedade**, Campinas, n. 2, ago/1993.

MIGLIOLI, J. **Acumulação de capital e demanda efetiva.** São Paulo: T. A. Queiroz Editor, 1981.

NETO, A.F.; RESENDE, A.L. **Déficit, dívida e ajustamento: uma nota sobre o caso brasileiro**. Revista de Economia Política. São Paulo, v. 5 n. 4 out-set/1985.

NOGUEIRA DA COSTA, F.; DEOS, S. **Reflexões sobre o financiamento na economia brasileira.** TD nº109. Campinas: IE/UNICAMP, 2002.

PEREIRA, J.E.C. **Financiamento externo e crescimento econômico no Brasil: 1966/1973**.Rio de Janeiro: IPEA/INPES, 1974.

PEREIRA, J.E.C. Relacionamento financeiro do Brasil com o exterior. **Pesquisa e Planejamento Econômico.** Rio de Janeiro, v.4 n.2, jun/1974.

PREBISCH, R. O desenvolvimento econômico da América Latina e alguns de seus principais problemas. In: BIELSCHOWSKY, R. (Org.) **Cinqüenta anos de pensamento na CEPAL.** Rio de Janeiro: Record, 2000a.

PREBISCH, R. Problemas teóricos e práticos do crescimento econômico. In: BIELSCHOWSKY, R. (Org.) **Cinqüenta anos de pensamento na CEPAL.** Rio de Janeiro: Record, 2000b.

PROCHNIK, M. Fontes de Recursos do BNDES. **Revista do BNDES**. Rio de Janeiro, nº 4, dez/1995.

RESENDE, M.F.C. **Déficits gêmeos e poupança nacional: Abordagem convencional e pós-keynesiana.** TD nº256. Belo Horizonte: CEDPLAR/UFMG, 2005.

SARGENT, T. J.; WALLACE, N. Some unpleasant monetarist arithmetic. **Qarterly Review**, Federal Reserv Bank of Mineapolis, 1981.

SERRANO, F.L.P. Long Period Effetive Demand and The Sraffian Supermultiplier, **Contributions to Political Economy**, n.14, pág.67-90, 1995.

SERRANO, F.L.P. **The Sraffian Supermultiplier**. PhD Dissertation Submitted to the Faculty of Economics and Politics at the University of Cambridge, England, 1996.

SERRANO, F.L.P. A Soma das poupanças determina o investimento? **Archetypon**, vol. 8. Rio de Janeiro, 2000.

SERRANO, F.L.P. Equilíbrio neoclássico no mercado de fatores: um ponto de vista sraffiano, **Ensaios FEE**, v.22, n.1, 2001a.

SERRANO, F.L.P. Acumulação e Gasto Improdutivo na economia do desenvolvimento. In FIORI, J.L.; MEDEIROS, C.A. (Org.) **Polarização Mundial e Crescimento, Petrópolis**: Vozes, 2001b.

SERRANO, F.L.P. Política Monetária e a abordagem da taxa de juros exógena, Rio de Janeiro: IE-UFRJ, **Mimeo**, 2002.

SERRANO, F.L.P. Notas sobre o ciclo, a tendência e o supermultiplicador. **Mimeo**. Rio de Janeiro, 2004.

SERRANO, F.L.P.; WILLCOX, L.D.S. O modelo de dois hiatos e o supermultiplicador. **Revista de Economia Contemporânea**, v.4 n.2. Rio de Janeiro, jul/dez.2000.

SOUZA, J.R.C.; JAYME, F.G. **Restrição ao crescimento no Brasil:** uma aplicação do modelo de três hiatos (1970–2000). TD2002.003. Belo Horizonte: CEDPLAR/UFMG, 2002.

STEINDL, J. The role of household saving in the modern economy. Roma: **Banca Nazionale del Lavoro Quaterly Review**, p.69-88, 1982.

STEINDL, J. **Maturidade e estagnação no capitalismo americano**. São Paulo: Abril Cultural, 1983.

STEINDL, J. Saving and Debt. In: BARRERE, A. (Org.) **Money, credit and prices in keynesian perspective**. London: Macmillan, 1989.

STUDART, R. O sistema financeiro e o financiamento do crescimento: uma alternativa pós-keynesiana à visão convencional. **Revista de Economia Política**, p. 101-119, v. 13 n. 1 (49), jan/mar, 1993.

STUDART, R. **Investment finance in economic development**. London: Routledge, 1995.

TAVARES, M. C. As Políticas de Ajuste no Brasil: os Limites da resistência. In TAVARES, M. C.; FIORI, J. L., **Desajuste Global e Modernização Conservadora**. Rio de Janeiro: Paz e Terra, 2000.

TERZI, A. The independence of finance from saving: a flow of funds interpretation. **Journal of Post Keynesian Economics**, v.9 n.2, winter/1986.

WILLCOX, L. D, **Restrições macroeconômicas ao crescimento**: uma análise crítica do Modelo de Dois Hiatos. Dissertação (Mestrado), Instituto de Economia, Universidade Federal do Rio de Janeiro, 1999.

WILLCOX, L.D.S. Endividamento forçado, big government e a implausibilidade de crise no capitalismo: um Exercício a partir de um Modelo de Consistência entre Fluxos e Estoques. Porto Alegre: **Ensaios FEE**, v.24, n.1, 2003.

WILLCOX, L.D.S. **Modelos de consistência entre fluxos e estoques e aplicação para o caso brasileiro:** uma Possível Leitura Crítica. Tese (Doutorado) – Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 2005.

WRAY, R. L**. Trabalho e moeda hoje:** a chave para o pleno emprego e a estabilidade dos preços. Tradução de José Carlos de Assis. Rio de Janeiro: UFRJ/Contraponto, 2003.

ZINI JUNIOR, A. **Uma avaliação do setor financeiro no Brasil**: da reforma de 1964/65 à crise dos anos oitenta. Dissertação (Mestrado) – Instituto de Filosofia e Ciências Humanas, Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 1982.

Livros Grátis

(http://www.livrosgratis.com.br)

Milhares de Livros para Download:

Baixar livros de Administração
Baixar livros de Agronomia
Baixar livros de Arquitetura
Baixar livros de Artes
Baixar livros de Astronomia
Baixar livros de Biologia Geral
Baixar livros de Ciência da Computação
Baixar livros de Ciência da Informação
Baixar livros de Ciência Política
Baixar livros de Ciências da Saúde
Baixar livros de Comunicação
Baixar livros do Conselho Nacional de Educação - CNE
Baixar livros de Defesa civil
Baixar livros de Direito
Baixar livros de Direitos humanos
Baixar livros de Economia
Baixar livros de Economia Doméstica
Baixar livros de Educação
Baixar livros de Educação - Trânsito
Baixar livros de Educação Física
Baixar livros de Engenharia Aeroespacial
Baixar livros de Farmácia
Baixar livros de Filosofia
Baixar livros de Física
Baixar livros de Geociências
Baixar livros de Geografia
Baixar livros de História
Baixar livros de Línguas

Baixar livros de Literatura
Baixar livros de Literatura de Cordel
Baixar livros de Literatura Infantil
Baixar livros de Matemática
Baixar livros de Medicina
Baixar livros de Medicina Veterinária
Baixar livros de Meio Ambiente
Baixar livros de Meteorologia
Baixar Monografias e TCC
Baixar livros Multidisciplinar
Baixar livros de Música
Baixar livros de Psicologia
Baixar livros de Química
Baixar livros de Saúde Coletiva
Baixar livros de Serviço Social
Baixar livros de Sociologia
Baixar livros de Teologia
Baixar livros de Trabalho
Baixar livros de Turismo