

TEXTO PARA DISCUSSÃO Nº 43

DÍVIDA EXTERNA, HIATO DE RECURSOS E
CHOQUE DE JUROS, 1967-85

Cláudio Gontijo

Fevereiro de 1988

339.72.053.1(81)
G641d Gontijo, Cláudio.
1988 Dívida externa, hiato de recursos e choque de juros, 1967-
85. - Belo Horizonte: CEDEPLAR/UFMG, 1988.
35p. - (Texto para Discussão, 43).
1. Dívida Externa - Brasil. I. Título. II. Série.
CDU 339.72.053.1(81)

CENTRO DE DESENVOLVIMENTO E PLANEJAMENTO REGIONAL DA UFMG
C E D E P L A R

DÍVIDA EXTERNA, HIATO DE RECURSOS E CHOQUE DE JUROS, 1967-85

Cláudio Gontijo

SUMÁRIO

	Página
1. INTRODUÇÃO	1
2. O HIATO DE RECURSOS FINANCEIROS	2
3. O HIATO REAL DO BRASIL 1967-85	4
4. DÍVIDA EXTERNA E HIATO DE RECURSOS	10
5. OUTROS FATORES CONDICIONANTES DO ENDIVIDAMENTO BRASILEIRO	17
6. A DÍVIDA EXTERNA E O CHOQUE DOS JUROS	20
7. CONCLUSÕES E RECOMENDAÇÕES	31
BIBLIOGRAFIA	35

DÍVIDA EXTERNA, HIATO DE RECURSOS E CHOQUE DE JUROS, 1967-85

Cláudio Gontijo*

1. INTRODUÇÃO

A dívida externa dos países em desenvolvimento, e do Brasil em particular, representa uma das mais sérias ameaças ao seu desenvolvimento a longo prazo. Na década atual, o Brasil já assistiu a dois programas de ajustamento, que resultaram em fortes recessões, a primeira em 1981 e a segunda em 1983, como forma de corrigir seu "desequilíbrio externo". Atualmente, enceta-se novo plano de ajustamento, com políticas contencionistas que objetivam reduzir a demanda agregada, e, deste modo, viabilizar saldos na balança comercial suficientes para a renegociação da dívida externa.

O objetivo deste texto é contribuir para a elucidação da gênese dessa dívida. Neste sentido, discute-se a tese que sustenta que o endividamento brasileiro resultou da opção de manter taxas de crescimento do produto incompatíveis com o volume de poupança interna.

O trabalho divide-se em seis seções, fora a introdução. Na seção 2, discute-se o conceito tradicional de hiato de recursos, apresentando os dados correspondentes para o Brasil durante o período 1967-85. Na seção 3, apresenta-se o conceito de hiato de recursos reais, discutindo-se a sua evolução durante o mesmo período. Na seção 4, apresenta-se um modelo econômétrico simples, procurando-se estudar as relações quantitativas entre a evolução da dívida externa brasileira e o comportamento do hiato de recursos reais. Na seção 5 estuda-se a acumulação excessiva de reservas internacionais e a fuga de capitais como fatores explicativos da discrepância entre o comportamento da dívida e do hiato de recursos reais. Na seção 6, analisa-se o impacto do choque dos juros 1979-85 sobre a dívida brasileira. Finalmente, na seção 7, discutem-se as principais conclusões do trabalho.

De forma a se evitar as distorções causadas pela perda do poder aquisitivo do dólar, os dados em moeda estrangeira foram infla-

* Professor do CEDEPLAR e do Departamento de Ciências Econômicas da FACE/UFMG.

Agradeço as sugestões do Prof. José Afonso B. Beltrão da Silva.

cionados pelo deflator implícito do PIB americano, de modo que, salvo observação em contrário, os valores apresentados neste artigo referem-se a dólares constantes de 1985.

2. O HIATO DE RECURSOS FINANCEIROS

Segundo a metodologia aceita pelo FMI, o total da poupança externa absorvida por um país iguala-se ao saldo de transações correntes, resultando de um excesso de demanda interna.

A ser aceita essa tese, a origem da crise brasileira da dé cada dos oitenta estaria na excessiva absorção de poupança estrangeira: entre 1967, ano do início do "milagre", e 1982, o "hiato de recursos" teria sido de US\$ 134,8 bilhões, dos quais 90% corresponderiam ao período dos "choques" do petróleo. No período crítico 1974-80, o saldo negativo da balança de transações correntes correspondeu, em média, a 4,6% do PIB e a 19,1% da formação bruta de capital fixo (FBKF) da economia, o que significaria a contribuição da poupança externa para a sustentação de um ritmo mais elevado de crescimento do produto.

Contudo, o problema desse enfoque é que ele considera conjuntamente elementos qualitativamente diferentes, do ponto de vista da produção. De fato, o saldo de transações correntes engloba elementos financeiros, como juros e remessa de lucros, conjuntamente com elementos materiais indispensáveis à produção no país e ao consumo de sua população, como a importação de mercadorias. Isso inviabiliza considerá-lo como representando o "hiato de recursos" que o país deve compensar com a poupança externa. Assim, por exemplo, é difícil conceber que a elevação da taxa de juros no mercado internacional, como consequência de uma política deliberada do Federal Reserve, na medida em que aumenta a carga de juros que um país devedor deverá arcar, implique numa ampliação do "hiato de recursos" desse país, ou tenha a ver com um hipotético "excesso de demanda interna".

Para se evitar essas ambigüidades, alguns autores propuseram separar aqueles itens da balança de transações correntes que representam recursos reais (balança comercial e serviços produtivos), daqueles outros que constituem apenas direitos sobre rendas (serviços de fatores). Isto permitiria, então, estabelecer o conceito de "hiato real", separando-o das dimensões financeiras da conta corren-

QUADRO 1
SALDO DE TRANSAÇÕES CORRENTES
BRASIL
1967-85

Déficit em conta corrente

Anos	Valores anuais		Acumulado (US\$ milhões correntes)	Conta Corrente/PIB (%)	Conta Corrente/FBFK (%)
	(US\$ milhões correntes)	(US\$ milhões de 1985)			
1967	237,0	661,4	661,4	0,79	3,84
1968	508,0	1.354,1	2.015,5	1,50	6,60
1969	281,0	732,9	2.748,4	0,75	3,18
1970	562,0	1.452,6	4.201,0	1,32	5,53
1971	1.309,0	3.262,9	7.463,9	2,65	10,93
1972	1.486,0	3.491,2	10.955,1	2,56	10,49
1973	1.688,0	3.748,3	14.703,4	2,15	8,77
1974	7.122,4	15.686,6	30.390,0	6,83	26,45
1975	6.700,2	12.374,5	42.764,5	5,40	20,03
1976	6.017,1	10.553,5	53.318,0	3,95	15,87
1977	4.037,3	6.693,1	60.011,1	2,30	10,27
1978	6.990,4	10.787,5	70.798,6	3,36	15,48
1979	10.741,6	15.240,2	86.038,8	4,56	21,94
1980	12.807,0	16.654,0	102.692,8	5,14	23,61
1981	11.734,3	13.922,6	116.615,4	4,28	20,13
1982	16.310,5	18.170,9	134.786,3	5,79	27,24
1983	6.837,4	7.338,3	142.124,6	3,28	19,32
1984	-44,8	-46,3	142.078,3	-0,02	-0,12
1985	267,8	267,9	142.346,1	0,12	0,60
Médias					
1967-73	867,3	2.134,3	-	1,67	7,05
1974-79	6.934,8	11.889,2	-	4,40	18,34
1980-82	13.617,3	16.249,2	-	5,07	23,66
1983-85	2.353,5	-2.519,9	-	1,05	6,20

FONTE: BACEN. Boletim mensal. Vários números.

te e, deste modo, calcular o montante efetivo de poupança externa que um país utiliza para sustentar seu crescimento econômico¹.

3. O HIATO REAL DO BRASIL 1967-85

Para o Brasil, o cálculo do "hiato real" foi feito, para diferentes períodos, por Doellinger (1974), Zini (1982), Davidoff (1984) e pelo Banco Central (vide Boletim, vários números). Como as metodologias são diferentes, à exceção das utilizadas por Doellinger e Davidoff, seus resultados também o são, embora não se observe uma discrepância quantitativa significativa entre eles. Aqui, procurou-se apresentar os dados obtidos pelas três metodologias distintas, utilizando-se os resultados apresentados pelos próprios autores para aqueles anos para os quais estão disponíveis, calculando-os para o restante do período, quando não disponíveis². Apenas no caso da série do Banco Central, optou-se por considerar somente os dados diretamente obtidos pela instituição, cuja série inicia-se em 1971. Contudo, dada a ausência de maiores discrepâncias entre as três séries, optou-se por trabalhar com a de Doellinger até 1970 e com a do Banco Central a partir do ano seguinte.

¹ No Brasil, quem primeiro salientou a inconveniência de se tomar o saldo da balança de transações correntes como representando o aporte de poupança externa ao País foi o próprio Banco Central, através do estudo "Setor externo e desenvolvimento da economia nacional", de 1973. Seguiu-se Doellinger (1974), Zini (1982) e Davidoff (1983 e 84). Ressalte-se que, de acordo com a bibliografia citada por estes autores, o conceito de "hiato real" já vinha sendo utilizado desde a década dos sessenta.

² O "hiato de recursos reais" engloba o saldo da balança comercial e o saldo dos serviços "produtivos". As diferenças entre os autores referem-se a quais elementos devem ser lançados na conta de serviços "produtivos", ou na de serviços "não produtivos". Doellinger, assim como Davidoff, lançam nessa última conta, além da renda dos fatores (juros e lucros), itens como viagens internacionais, corretagem e comissões, aluguéis de filmes, transações governamentais, etc. Já Zini considera na conta de serviços não produtivos os serviços de fatores e todos os componentes da conta "outros serviços", o que exclui, por certo, transporte, viagens internacionais e pagamento de representação do País no exterior, mas inclui pagamentos com "royalties", despesas com assistência técnica, etc. Finalmente, o Banco Central também adota outra metodologia particular, separando o saldo da conta de serviços, os serviços de fatores dos de não-fatores. Apesar dessas divergências metodológicas, os resultados quantitativos dos três procedimentos são quase idênticos (os coeficientes de correlação foram todos próximos a 0,999).

Os resultados encontram-se nos Quadros 2 e 3. Como se pode verificar, o recurso à poupança externa foi importante apenas no período entre 1974-80, quando, em média, o hiato de recursos reais³ correspondeu a 2,6% do PIB e 10,7% da FBKF. No período do "milagre" (1967-73), a contribuição real da poupança estrangeira foi relativamente reduzida, alcançando somente US\$6,5 bilhões, contra US\$49,4 bilhões entre 1974 e 1980. A partir de 1981, com a implementação do primeiro programa de ajustamento, há uma drástica alteração do quadro, com o Brasil reduzindo rapidamente seu hiato de recursos reais, para, a partir de 1983, com o segundo plano de ajustamento, começar a remeter grandes volumes de poupança para o restante do mundo.

É interessante observar que, em primeiro lugar, o "milagre" ocorreu quase que sem recurso à poupança externa, contrariando a visão então predominante no governo. A explicação reside no fato da expansão econômica ter-se dado, no período, calcada essencialmente no aproveitamento da capacidade ociosa herdada do período anterior, de desaceleração do crescimento, conjugado ao ritmo extremamente rápido de aumento das exportações, consequência dos incentivos internos e da conjuntura externa favorável. Somente a partir de 1970, com o progressivo esgotamento da capacidade ociosa e aumento da taxa de investimento, a elevação da taxa de poupança mostrou-se insuficiente, tornando-se necessário o recurso à poupança externa. No que diz respeito ao Balanço de Pagamentos, isso se traduziu na incapacidade da expansão das exportações sustentar o aumento das importações e dos dispêndios com serviços produtivos. Mesmo assim, a absorção de poupança estrangeira mostrou-se reduzida, com a relação hiato de recursos reais/PIB atingindo, em média, 1,5%, enquanto a relação hiato/FBFK chegava a 6,3%.

Contudo, seria com os choques do petróleo que o Brasil buscária o recurso da poupança externa para sustentar a sua taxa de crescimento do produto: entre 1974 e 1979, o hiato de recursos reais alcançaria, em média, 2,7% do PIB e 10,9% da FBKF. Inquestionavelmente,

³ No presente estudo, utilizou-se os resultados de Doellinger como representando o hiato de recursos reais até 1970. A partir de 1971, utilizou-se os dados do Banco Central.

QUADRO 2
HIATO DE RECURSOS REAIS
BRASIL
(Em US\$ milhões)

Ano	Balança Comercial			Serviço não Fatores			Hiato Real		
	EXP.	IMP.	SALDO	DOEL.	ZINI	BACEN	DOEL	ZINI	BACEN
1967	1.654,0	1.441,0	213,0	-168,0	-156,0	-	45,0	57,0	-
1968	1.881,0	1.885,0	-4,0	-144,0	-217,0	-	-118,0	-221,0	-
1969	2.311,0	1.993,0	318,0	-217,0	-288,0	-	101,0	30,0	-
1970	2.739,0	2.507,0	232,0	-275,0	-384,0	-	-43,0	-152,0	-
1971	2.904,0	3.247,0	-343,0	-360,0	-481,0	-512,0	-703,0	-824,0	-855,0
1972	3.991,0	4.232,0	-241,0	-418,0	-639,0	-689,0	-659,0	-880,0	-930,0
1973	6.199,0	6.192,0	7,0	-718,0	-917,0	-988,0	-711,0	-910,0	-981,0
1974	7.951,0	12.641,3	-4.690,3	-904,7	-1.431,0	-1.516,7	-5.595,0	-6.122,0	-6.207,0
1975	8.669,9	12.210,3	-3.540,4	-1.034,6	-1.440,6	-1.393,6	-4.575,0	-4.981,0	-4.934,0
1976	10.128,3	12.383,0	-2.254,7	-1.075,3	-1.442,3	-1.423,3	-3.330,0	-3.697,0	-3.678,0
1977	12.120,2	12.023,4	96,80	-1.312,8	-1.212,8	-1.274,8	-1.216,0	-1.116,0	-1.178,0
1978	12.658,9	13.683,1	-1.024,2	-1.290,8	-1.285,8	-1.373,8	-2.315,0	-2.310,0	-2.398,0
1979	15.244,4	18.083,9	-2.839,5	-1.918,5	-1.725,5	-1.820,5	-4.758,0	-4.565,0	-4.660,0
1980	20.132,4	22.955,2	-2.822,8	-2.419,2	-3.356,2	-2.467,2	-5.242,0	-6.179,0	-5.290,0
1981	23.293,0	22.090,6	1.202,4	-2.228,4	-1.956,4	-2.203,4	-1.026,0	-754,0	-1.001,0
1982	20.175,1	19.395,0	780,1	-2.242,1	-2.424,1	-2.649,1	-1.462,0	-1.644,0	-1.869,0
1983	21.899,3	15.428,9	6.470,4	-1.595,4	-1.415,4	-1.568,4	4.875,0	5.055,0	4.902,0
1984	27.005,3	13.915,8	13.089,5	-1.229,5	-1.033,5	-1.248,5	11.860,0	12.056,0	11.841,0
1985	25.638,7	13.168,1	12.470,6	-933,6	-857,6	-1.075,6	11.537,0	11.613,0	11.395,0
Acumulado							*	*	
1967-73	21.679,0	21.497,0	182,0	-2.270,0	-3.082,0	-2.189,0	-2.088,0	-2.900,0	-2.766,0
1974-79	66.772,7	81.025,0	-14.253,2	-7.536,7	-8.538,7	-8.802,7	-21.789,0	-22.791,0	-23.055,0
1980-82	63.600,5	64.440,8	-840,3	-6.889,7	-7.736,7	-7.319,7	-7.730,0	-8.577,0	-8.160,0
1983-85	74.543,3	42.512,8	32.030,5	-3.758,5	-3.306,5	-3.892,5	28.272,0	28.724,0	28.138,0

FONTE: BACEN, Boletim Mensal e Relatório Anual - diversos números

* Dados do período 1971-73

QUADRO 3
SALDO DO HIATO DE RECURSOS REAIS, HIATO/PIB E HIATO/FBFM
BRASIL
1967-85

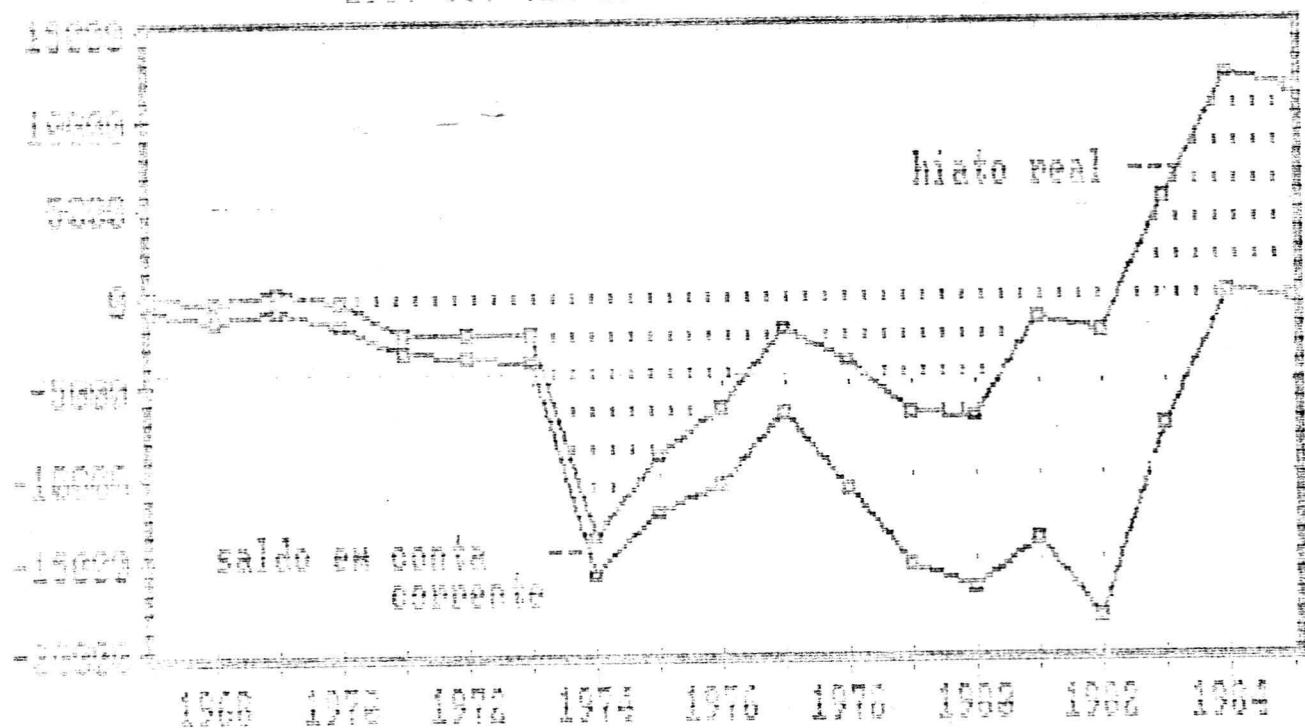
Hiato de Recursos Reais (1)

Anos	Corrente		Acumulado (US\$ milhões de 1985)	Hiato/PIB	Hiato/FBFM
	(US\$ milhões)	(US\$ milhões de 1985)		(%)	(%)
1967	-45	-125,6	-125,6	-0,15	-0,73
1968	118	314,5	189,0	0,35	1,53
1969	-101	-263,4	-74,4	-0,26	-1,14
1970	43	111,1	36,7	0,10	0,42
1971	855	2.131,2	2.167,9	1,73	7,14
1972	930	2.184,9	4.352,9	1,60	6,56
1973	981	2.178,4	6.531,2	1,24	5,10
1974	6.207	13.670,5	20.201,7	5,95	23,06
1975	4.934	9.112,6	29.314,3	3,97	14,75
1976	3.678	6.450,9	35.765,2	2,42	9,70
1977	1.478	1.952,9	37.718,1	0,67	2,99
1978	2.398	3.700,6	41.418,7	1,15	5,31
1979	4.660	6.611,6	48.030,3	1,98	9,52
1980	5.290	6.879,0	54.909,3	2,12	9,75
1981	1.001	1.187,7	56.097,0	0,36	1,72
1982	1.869	2.032,2	58.179,2	0,66	3,12
1983	-4.902	-5.261,1	52.918,1	-2,35	-13,85
1984	-11.841	-12.231,8	40.686,3	-5,61	-33,03
1985	-11.395	-11.395,0	29.291,3	-5,64	-25,72
Médias					
1967-73	397,3	933,0	-	0,66	2,70
1974-79	3.842,5	6.916,5	-	2,69	10,89
1980-82	2.720,0	3.383,0	-	1,05	4,86
1983-85	-9.379,3	-9.629,3	-	-4,33	-24,20

FONTE: BACEN. Boletim Mensal e Boletim Anual; diversos números

(1) Dados até 1971 são de Doellinger.

Gráfico 1. HIAZO REAL X SALDO EM CONTA CORRENTE, BRASIL
 1960-1985. (EM MILHARES DE 1985)



caso não houvesse esse aporte de recursos, a taxa de crescimento do produto potencial brasileiro teria sido menor⁴.

Em fins de 1980, com a rápida redução das reservas cambiais, consequência do segundo choque do petróleo e do choque dos juros, a política econômica brasileira foi drasticamente alterada, ensaiando-se o primeiro programa de ajustamento, sob inspiração indireta do FMI. A conseqüente recessão, que viria em 1981, induziu uma dramática queda das importações, possibilitada pela substituição de importações tornada possível pela entrada em operação dos grandes projetos implementados pelo II-PND. A queda das importações contribuiria decisivamente para a redução do hiato real, que alcançaria somente US\$3,3 bilhões no biênio 1981-82, contra quase US\$13,5 bilhões no biênio anterior.

A reversão definitiva da situação deficitária só viria em 1983, como resultado da implementação de novo programa de ajustamento, desta feita sob a supervisão direta do FMI. A queda das importações, consequência da recessão, seria a grande responsável pela eliminação do hiato de recursos durante esse ano, quando, pela primeira vez desde 1969, o Brasil passaria a transferir poupança para o exterior, com o hiato real apresentando um resultado negativo de US\$5,3 bilhões. A partir de 1984, a expansão das exportações, condicionada pela recuperação da economia mundial, passaria a ter um importante papel na ampliação das remessas de poupança para o exterior, que superaria os US\$11,8 bilhões ao ano no biênio seguinte.

As maciças remessas de recursos reais ao exterior a partir de 1983 fizeram cair o "saldo" da conta hiato real, de forma que, tomando-se o resultado acumulado durante o período 1967-85, seria de apenas US\$29,3 bilhões. A continuidade dessas remessas durante 1986

⁴ Entre 1974 e 1980, o produto potencial (calculado através dos dados sobre o grau de utilização da capacidade instalada do IBRE/CEI e das informações sobre o produto efetivo das contas nacionais) cresceu a uma taxa média anual de 8,1%, correspondendo a uma taxa de investimento de 27,4% e uma relação incremental capital/produto de 3,67. Considerando que a absorção de poupança estrangeira foi de 2,6% do PIB, conclui-se que essa entrada de recursos externos permitiu uma elevação de 0,7% da taxa de crescimento do produto potencial.

Essa conclusão, contudo, subestima o papel da poupança externa, dado o caráter estratégico das importações brasileiras no período, grande parte das quais foram de bens de capital e de insumos básicos (como petróleo, aço e fertilizantes). Assim, caso o Brasil não tivesse recorrido ao capital externo, a queda da taxa de crescimento do produto potencial certamente teria sido bem maior do que os 0,7% obtidos através da utilização do modelo Harrod-Domar.

garantiu que, em fins desse ano, o Brasil já havia devolvido ao resto do mundo a maior parte da poupança externa aqui alocada desde 1967.

Ao todo, durante o período em que o País absorveu poupança real do exterior (1967-82), o hiato de recursos reais somou US\$59,2 bilhões, o que significa 20,4% das exportações, 1,5% do PIB e 6,2% da FBKF do País no período. Em contrapartida, entre 1983 e 1985 o Brasil remeteu US\$28,8 bilhões para o exterior, o que correspondeu, em média, a 4,0% do PIB e a 23,4% da FBKF no período.

4. DÍVIDA EXTERNA E HIATO DE RECURSOS

Um tratamento mais analítico das relações entre a dívida externa e o hiato de recursos reais pode ser efetuado através de um modelo econométrico simples, supondo-se que a variação da dívida externa num determinado período seja resultado da absorção de poupança externa, medida através do comportamento do hiato de recursos reais. Essa hipótese equivale a outra, que estabelece que a evolução da dívida externa determina-se pelo comportamento da conta "hiato de recursos reais acumulado", que representa a acumulação da poupança externa real absorvida durante dado período. A diferença entre essas duas hipóteses é que a primeira considera a questão do ponto de vista dos fluxos anuais, enquanto que a segunda, do prisma do estoque resultante em determinado ano. Aqui, adotou-se a segunda, em razão da maior facilidade de apreensão do seu significado.

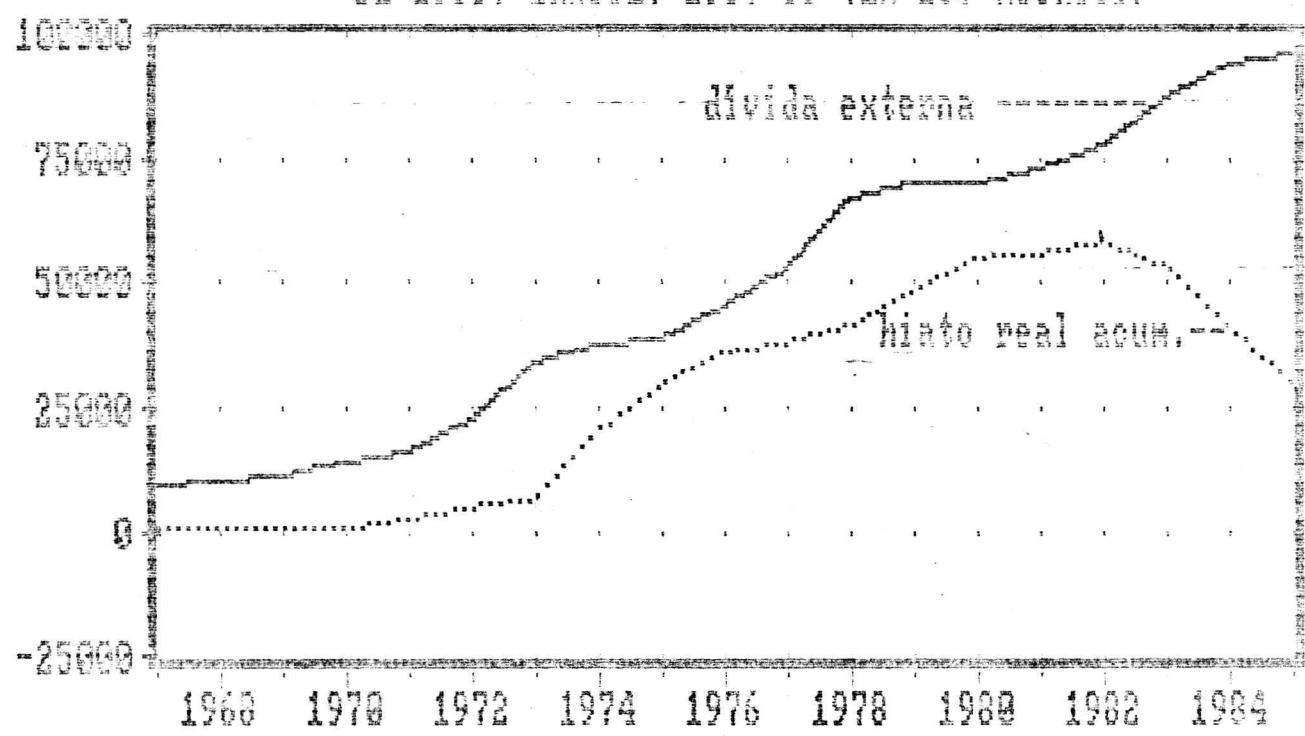
A hipótese a ser testada, pois, expressa-se pela equação (1), abaixo, onde D_l = dívida líquida (dívida bruta menos reservas) e H_a = hiato de recursos reais acumulado. A questão reside em se determinar até que ponto a acumulação de poupança externa determinou o crescimento da dívida brasileira após 1967. Observe-se que o modelo teórico subjacente exclui a questão da acumulação de reservas como fator explicativo do crescimento da dívida externa do Brasil, por considerar apenas a dívida líquida, em lugar da dívida bruta.

$$D_l = A + B \cdot H_a$$

(1)

O Gráfico 2 ilustra o comportamento da dívida externa bruta e da conta hiato de recursos reais acumulado durante o período 1967-85. Visualmente, observa-se que ambas as variáveis tiveram uma tendência crescente até 1982. A partir de então, a segunda passou a experimentar uma tendência descendente, oposta à tendência da primeira, que manteve-se ascendente.

Grafico 2. DIVIDA EXTERNA E HIATO REAL ACUMULADO A PREÇOS DE 1985, PERÍODO 1967-85 (EM US\$ MILHÕES)



QUADRO 4
DIVIDA BRUTA E HIATO DE RECURSOS REAIS ACUMULADO
BRASIL
1967-1985
(Em US\$ milhões de 1985)

Trimestre	Dívida Bruta	Hiato Acumulado	Trimestre	Dívida Bruta	Hiato Acumulado	Trimestre	Dívida Bruta	Hiato Acumulado
1967.4	8.936	-126	1975.3	31.163	26.565	1981.1	61.126	56.569
1968.4	9.445	189	1975.4	31.639	28.963	1981.2	62.102	57.165
1969.4	9.775	-74	1976.1	34.607	31.266	1981.3	63.999	57.301
1970.4	10.619	37	1976.2	35.399	32.829	1981.4	63.957	56.862
1971.1	10.784	920	1976.3	35.021	34.579	1982.1	65.168	57.451
1971.2	11.008	1.493	1976.4	34.098	35.527	1982.2	66.089	58.136
1971.3	11.429	1.820	1977.1	37.791	36.346	1982.3	69.919	58.802
1971.4	12.210	3.187	1977.2	39.117	36.210	1982.4	73.757	58.982
1972.1	12.742	2.933	1977.3	40.525	36.724	1983.1	79.081	58.647
1972.2	13.214	3.410	1977.4	41.082	37.491	1983.2	79.361	56.820
1972.3	12.948	3.625	1978.1	44.546	38.588	1983.3	79.125	55.012
1972.4	12.541	4.391	1978.2	46.200	39.323	1983.4	82.383	53.616
1973.1	12.520	4.878	1978.3	48.246	40.714	1984.1	84.822	51.401
1973.2	11.748	5.096	1978.4	48.789	41.404	1984.2	84.568	47.888
1973.3	12.349	4.890	1979.1	51.407	42.713	1984.3	83.192	44.351
1973.4	13.669	6.549	1979.2	53.883	43.836	1984.4	81.706	41.106
1974.1	14.057	9.608	1979.3	55.843	45.811	1985.1	81.502	39.274
1974.2	17.215	13.546	1979.4	57.058	48.243	1985.2	80.367	35.972
1974.3	21.010	16.961	1980.1	58.169	50.977	1985.3	82.120	32.594
1974.4	24.034	19.523	1980.2	61.147	52.726	1985.4	86.512	29.482
1975.1	27.426	22.084	1980.3	61.570	54.764	-	-	-
1975.2	30.504	24.437	1980.4	61.034	55.521	-	-	-

FONTE: BACEN. Boletim Mensal. Vários números

A base de informações para a análise está constituída pelos dados trimestrais do Banco Central do Brasil sobre a dívida externa, as reservas internacionais e a conta hiato de recursos reais (Quadro 4). No caso dessa última variável, os dados só se encontram disponíveis a partir de 1971, de forma que o modelo desconsidera o período anterior⁵.

Ao se aplicar a equação (1) à série dos dados trimestrais da dívida líquida e hiato acumulado no período 1971-85, obteve-se $A = 8285,95$ e $B = 1,1248$, significantes a 2%. O coeficiente de determinação (r^2) ajustado foi de 0,732. Os resultados mostraram, contudo, forte autocorrelação dos resíduos (Durbin-Watson de 0.031), o que foi reduzido, mas não eliminado, através da utilização de médias móveis de dois períodos⁶. Como consequência, obtiveram-se novos valores de A , B e de r^2 (ajustado), conforme mostra o Quadro 5, 1ª coluna.

O exame dos resultados mostra que o poder explicativo da acumulação de poupança externa como fator determinante do crescimento da dívida líquida brasileira no período 1971-85 não é forte, dado o valor relativamente baixo do coeficiente de determinação ajustado, de 0,706. De igual forma, a especificação do modelo pode não ser adequada, dada a presença de autocorrelação dos resíduos, não eliminável através da utilização de defasagens e de médias móveis.

Os resultados melhoraram sensivelmente quando se utiliza uma variável dummy (X) para periodizar o processo de crescimento da dívida brasileira, em suas relações com a absorção de poupança externa. Mais precisamente, quando se utiliza essa variável para considerar os efeitos do choque dos juros de 1980-85, o que significa aceitar a hipótese de que, com esse choque, o crescimento da dívida externa líquida teria deixado de ser determinado pela absorção de poupança estrangeira.

⁵ O que não compromete, de forma alguma, a análise aqui desenvolvida, pois, como depreende-se dos dados do período 1967-70, o crescimento da dívida nessa fase não se relacionou com o hiato de recursos reais, que só se tornou significativo a partir de 1970.

⁶ Como se verifica, os resultados continuaram a apresentar autocorrelação dos resíduos. Isso poderia ser o resultado de diversos fatores, entre os quais o fato de se utilizar uma equação com apenas uma variável independente para descrever um fenômeno complexo, o que significa ignorar a influência de outras variáveis na determinação da variável dependente. Outro fator seria a especificação inadequada do modelo utilizado, o que exigiria a sua substituição.

QUADRO 5
PARAMETROS E ESTATISTICAS BASICAS
EQUACAO: $D_t = A + B.H_t + C.(H_t - H_0).X_t$

1
BRASIL
1971-85

Especificação	Período		1971-85		1980-85	
	1º modelo	2º modelo	1971-73	1974/79	1º modelo	2º modelo
Coeficientes						
A	6.160,4	853,0	10.958,3	838,4	98.503,4	(-113.973,8)
B	1,2251	1,4655	0,3858	1,1238	(-0,4887)	3,2003
B	-	(-1,8968)	-	-	-	(-3,3147)
1						
M(2)	0,9848	-	-	0,6090	0,9961	0,7588
D(1)	-	0,9690	-	-	-	-
Níveis Signif.						
A	0,095	0,984	0,000	0,617	0,000	0,001
B	0,000	0,000	0,023	0,000	0,002	0,000
B	-	0,000	-	-	-	0,000
1						
M(2)	0,000	-	-	0,012	0,000	0,004
D(1)	-	0,000	-	-	-	-
2						
r ajustado	0,7064	0,8977	0,3619	0,9591	0,6561	0,8169
Durbin-Watson	1,4344	2,3554	0,9077	0,9266	1,0368	0,9965

Nesse caso⁷, conforme mostra a 2ª coluna do Quadro 5, a variância explicada pela equação correspondente aumenta significativamente, com r^2 atingindo 0,897. Também desaparece o problema da autocorrelação dos resíduos, quando se utiliza uma defasagem de um trimestre. O fato de A não ser significante não implica um problema, pois o interesse do modelo centra-se nos coeficientes B e B_1 , que são significantes a níveis inferiores a 0,0%.

Um elemento importante do 2º modelo é o fato do coeficiente B_1 ser negativo, demonstrando que, a partir do primeiro trimestre de 1980, há uma relação inversa entre o crescimento da dívida externa líquida e a acumulação de poupança estrangeira.

Outra forma de melhorar os resultados obtidos consiste em se determinar os valores correspondentes para os coeficientes para cada subperíodo considerado. A idéia subjacente a esse tratamento é que o relacionamento entre ambas as variáveis assinaladas teria sido diferente em cada fase específica da evolução da economia brasileira a partir de 1971.

O Quadro 5 revela os resultados da segmentação do período 1971-85 em três fases distintas: a primeira vai de 1971 a 1973 e corresponde aos últimos anos do "milagre brasileiro"; a segunda estende-se de 1974 a 1979 e corresponde, grosso modo, ao período do primeiro choque do petróleo; a terceira vai de 1980 a 1985 e representa a fase do choque dos juros.

Como se verifica, os valores dos parâmetros divergem sensivelmente de fase para fase. Na primeira, não se observa uma dependência elevada entre a dívida líquida e a acumulação de poupança externa ($r^2 = 0,362$), embora o reduzido número de observações limite a validade desses resultados. No período 1974-79, pelo contrário, o crescimento da dívida externa líquida do Brasil esteve fortemente associado à acumulação de poupança externa, de modo que o coeficiente de determinação ajustado atingiu 0,959. O fato de A não ser significativo não representa um problema, pois o interesse do modelo está no coeficiente B, que é significativo a níveis inferiores a 0,0%.

⁷ Como consequência, em lugar da equação (1), tem-se a seguinte:

$$D_l = A + B \cdot H_a + B_1 \cdot (H_a - H_o) \cdot X \quad (1')$$

onde $H_o = \text{US\$}50.976,9$ milhões, correspondendo à dívida líquida do primeiro trimestre de 1980, e X representa a variável dummy.

Finalmente, observa-se que a relação entre a dívida externa líquida e o hiato de recursos acumulado durante a fase do choque dos juros é inversa (coeficiente B negativo), além de bem mais fraca ($r^2 = 0,656$ no caso do primeiro modelo e $r^2 = 0,8169$ no caso do segundo). A diferença entre os dois modelos é que o segundo incorpora a mudança de sinal da conta hiato de recursos reais, ocorrida a partir de 1983, quando o Brasil passou, de importador, a exportador de poupança. Isso é feito através de uma variável dummy, que assume o valor de zero até o primeiro trimestre de 1983 e o valor unitário a partir de então⁸. Conforme se constata, o segundo modelo explica melhor o ocorrido entre 1980 e 1985.

Uma última observação deve ser feita a respeito dos resultados obtidos com a utilização de modelos específicos para cada sub-período. Como se verifica, da mesma forma como ocorreu com o primeiro modelo utilizado para descrever o comportamento da dívida líquida como função da acumulação de poupança externa, durante todo o período 1971-85, não se conseguiu eliminar o problema da autocorrelação dos resíduos. Contudo, ao contrário do que ocorreu com aquele modelo, não se deve considerar que existam maiores problemas no que diz respeito à especificação dos modelos utilizados. A impossibilidade de se eliminar completamente a autocorrelação dos resíduos através de médias móveis e defasagens pode estar refletindo apenas o fato de a variável dependente ser função de várias outras variáveis que não foram consideradas no modelo, o que não invalida o seu poder explicativo, uma vez que o que essencialmente interessa nesses modelos são os coeficientes de correlação.

A conclusão que se retira dessa análise é que existem evidências estatísticas de que o crescimento da dívida externa líquida do Brasil somente esteve estreitamente dependente da absorção de poupança externa durante o período 1974-79. A partir de 1980, quando se fizeram sentir os efeitos do choque dos juros, o endividamento brasileiro passou a responder por outros fatores.

⁸ O segundo modelo baseia-se na equação (1'), onde $H_0 = \text{US\$ } 58.647,3$ milhões, correspondendo à dívida líquida do primeiro trimestre de 1983.

5. OUTROS FATORES CONDICIONANTES DO ENDIVIDAMENTO BRASILEIRO

Para se analisar a influência das variáveis financeiras na gênese da dívida externa brasileira, há de se examinar as possibilidades de discrepância entre o hiato financeiro e o hiato real. Nesse sentido, há de se considerar que o hiato de recursos reais pode ser financiado, em primeiro lugar, através da entrada de capital de risco, o que é possível quando a taxa de lucro vigente no país com insuficiência de poupança interna é superior à taxa média de lucro prevalecente nos países exportadores de capital. Em segundo lugar, se a entrada de capital de risco se mostra insuficiente para cobrir o hiato de recursos, o país com insuficiência de poupança interna terá de cobrir o restante através do endividamento, o que significa que a taxa de juros passa a ser uma variável-chave, cujo comportamento não se determina pelas mesmas variáveis internas e externas que condicionam o aparecimento e o comportamento do hiato real e a entrada de capital de risco.

Isso não significa que os países se endividem somente quando na presença de hiato de recursos reais. Na realidade, muitos dos países em desenvolvimento, tradicionais importadores de capital, estiveram dirigidos por governos que encaravam, pelo menos até a recente crise da dívida, o processo de endividamento e a consequente proximidade com os centros financeiros mundiais como uma estratégia adequada de promoção do desenvolvimento, o que explica que alguns países chegaram a se endividar pesadamente sem a justificativa da presença de hiato de recursos reais. Isso quando a política de sustentação do endividamento não representou, diretamente, o resultado das pressões dos especuladores sobre governos autoritários. Em qualquer desses dois últimos casos, a política governamental de endividamento responderia, internamente, aos interesses do capital financeiro internacional, na sua necessidade de encontrar aplicações lucrativas para seus recursos excedentes, independentemente das necessidades reais das economias devedoras.

No caso brasileiro, uma primeira abordagem consiste em analisar-se a importância da própria política de dívida externa como fator autônomo explicativo da discrepancia entre a dívida e o hiato de recursos reais. Uma sugestão nesse sentido foi dada por Davidoff (1984), segundo a qual um importante fator a explicar a própria dívida brasileira antes do "choque" dos juros (1979-86) teria sido a acumulação indevida de divisas, resultante da contratação de empréstimos acima das necessidades ditadas pelo hiato de recursos reais, sustentação de

um mínimo de reservas e cobertura do serviço da dívida, considerando-se as entradas de capital de risco.

Seguindo as sugestões de Davidoff, procurou-se calcular tanto o excesso de reservas quanto o seu custo de sustentação. Para tanto, aceitou-se como sendo de quatro meses de importações o volume adequado de reservas a ser mantido, estimando-se o custo de sustentação como igual ao excesso de reservas sobre o volume adequado multiplicado pela relação juros pagos no ano/dívida externa média no ano. Ao contrário do que poderia parecer à primeira vista, isso não implica em desconsiderar a remuneração dessas reservas, mas apenas em obter-se um resultado aproximado e de fácil cálculo, uma vez que na conta juros já se considera o resultado líquido dos juros pagos em relação aos recebidos.

Pelo Quadro 6, verifica-se que houve uma acumulação excessiva de reservas cambiais, tanto no período 1970-73 quanto entre 1976 e 1978. O quadro não retrata o período anterior a 1970 e posterior a 1979 porque neles não houve acumulação excessiva de reservas⁹. Em 1974 e 1979, apesar do nível da liquidez internacional ultrapassar o mínimo recomendável, assistiu-se a um processo de esgotamento do excesso das reservas, consequência dos choques externos. Contudo, o custo de sustentação desse excesso, conforme a metodologia adotada, esteve longe de confirmar as hipóteses pessimistas sobre sua importância para o processo de endividamento do Brasil: apenas US\$2,6 bilhões entre 1970 e 1979.

Outra forma de a política econômica levar ao endividamento, na ausência de hiato real, e que foi amplamente utilizada por países com regimes ditoriais, como a Argentina no passado, consiste em sustentar uma taxa oficial de câmbio muito acima da taxa determinada pelo mercado (negro). Com isso, torna-se altamente lucrativo comprar dólares no mercado oficial e negociá-los no mercado paralelo, ou então, adquirir ativos no exterior. Gera-se, assim, um movimento de evasão de capitais, de caráter claramente especulativo, e que só termina quando esgotar-se a capacidade de endividamento do país.

⁹ Antes de 1970, as reservas internacionais eram inferiores a quatro meses de importação, e o mesmo voltou a ocorrer de 1980 a 1983. A partir de 1984, as reservas passaram a ultrapassar esse mínimo. No entanto, dado o precário equilíbrio das contas externas do Brasil, não se pode tomar esse montante como representando qualquer "excesso".

QUADRO 6
CUSTO DE SUSTENTAÇÃO DO EXCESSO DE RESERVAS
BRASIL
1970-79

Ano	RESERVAS			CUSTO		
	Mínimas (US\$ milhões)	Total (US\$ milhões)	Excesso (US\$ milhões) de 1985)	%	(US\$ milhões)	de 1985
1970	835,7	1.186,7	351,0	907,25	5,86	20,6
1971	1.081,7	1.722,7	641,0	1.597,78	5,77	37,0
1972	1.411,7	4.183,2	2.771,5	6.511,38	6,06	168,0
1973	2.064,1	6.415,8	4.351,7	9.663,16	7,60	330,7
1974	4.213,8	5.269,1	1.055,3	2.131,96	9,21	97,2
1975	4.056,3	4.040,5	-	-	-	-
1976	4.127,7	6.543,9	2.416,2	4.237,82	8,64	208,8
1977	4.007,7	7.256,1	3.248,4	5.385,27	8,48	275,5
1978	4.561,0	11.895,1	7.334,1	11.317,91	8,84	648,3
1979	6.028,0	9.688,7	3.660,7	5.193,82	11,25	411,8
Total						
1970-73	-	-	-	-	556,3	1.274,51
1974-79	-	-	-	-	1.641,6	2.604,93
1970-79	-	-	-	-	2.197,9	3.878,54

FONTE: - Zini, A. "Uma avaliação do setor financeiro no Brasil: da reforma de 1964/65 à crise dos anos oitenta". Campinas: UNICAMP, 1982. 2v. p.219.
 - BACEN, Boletim Mensal, diversos números.

A evasão de capitais pode ser mensurada, segundo proposição de Khan e Ul Haque (1987), por dois métodos. O primeiro define evasão de capital como o total bruto de saídas de capital a curto prazo mais erros e omissões. O segundo "define evasão de capital como aquela parte do aumento de ativos externos que não gera renda conhecida"¹⁰, ou seja, deve ser mensurada de acordo com os fluxos totais de capital privado calculados à base de renda de juros notificada ao governo. Finalmente, o estoque da evasão de capital, devidamente capitalizado, pode ser obtido através dos depósitos de entidades privadas não-bancárias dos países devedores nos bancos estrangeiros.

A aplicação das duas primeiras metodologias, segundo Khan e Ul Haque, não confirma a hipótese de que a evasão de capital provocada por sustentação do câmbio valorizado tenha sido um importante fator do endividamento brasileiro, ao contrário do que teria acontecido com outros países, como a Argentina, Coréia do Sul, Filipinas, México, Peru e Venezuela (Quadro 7). Contudo, quando se consideram os depósitos de entidades brasileiras no exterior, que somavam US\$8,2 bilhões (dólares correntes) em 1984 (Quadro 8), a coisa muda de figura, uma vez que esse montante equivaleria a 7,4% da dívida bruta total (registrada e não registrada) do País naquele ano. No entanto, mesmo assim, restaria explicar os restantes 92,6% da dívida.

Conclui-se, assim, que, de qualquer forma, a política brasileira de endividamento, desconectada do comportamento do hiato de recursos reais, revela-se marginal dentro da explicação da gênese da dívida externa do País.

6. A DÍVIDA EXTERNA E O CHOQUE DOS JUROS

Na realidade, como se verá, a discrepância atual entre a dívida externa do Brasil e o estoque do hiato de recursos reais, que retrata a absorção de poupança externa desde 1967, explica-se pelo choque de juros, que se iniciou, a bem dizer, a 6 de outubro de 1979, quando o presidente do Federal Reserve, Paul Volcker, alterou radicalmente a política monetária norte-americana, iniciando um severo arrocho creditício. Como consequência, a prime-rate saltou de 9 para 15% em dezembro, chegando ao seu pico um ano depois, quando atingiu 21,5% (Gráfico 3). O aumento da prime-rate puxou o da libor, que passou a acompanhá-la, embora com defasagem e com um diferencial para menos.

¹⁰ KHAN e UL HAQUE, op. cit. p.3.

QUADRO 7
ESTIMATIVAS DA DIVIDA EXTERNA E DA EVASÃO DE CAPITAL DE
OITO PAÍSES ALTAMENTE ENDIVIDADOS
(Em US\$ bilhões)

País	Dívida Externa (1) Bruta	Método 1		Método 2	
		Evasão de K acumulada (2)	Evasão de K como % da dívida externa (4)	Evasão de K acumulada (3)	Evasão de K como % da dívida externa (4)
Argentina	43,6	15,3	35,1	31,3	71,8
Brasil	90,5	-0,2	-0,2	3,9	4,3
Chile	17,3	-1,9	-11,0	-0,7	-4,0
Coréia, Rep.da	37,1	0,6	1,6	8,1	21,8
Filipinas	23,3	-	-	8,4	36,1
México	85,6	32,7	38,2	29,4	34,3
Peru	11,6	1,2	10,3	3,8	32,8
Venezuela	31,8	10,8	34,0	15,6	49,1

(1) Extraído de World Debt Tables, do Banco Mundial (1985/86)

(2) Capital privado a curto prazo mais erros e omissões líquidas

(3) Fluxos totais de capital privado menos fluxos de capital privado calculados à base de renda de juros notificada ao governo.

(4) Influxo de capital

(5) Sem estimativa

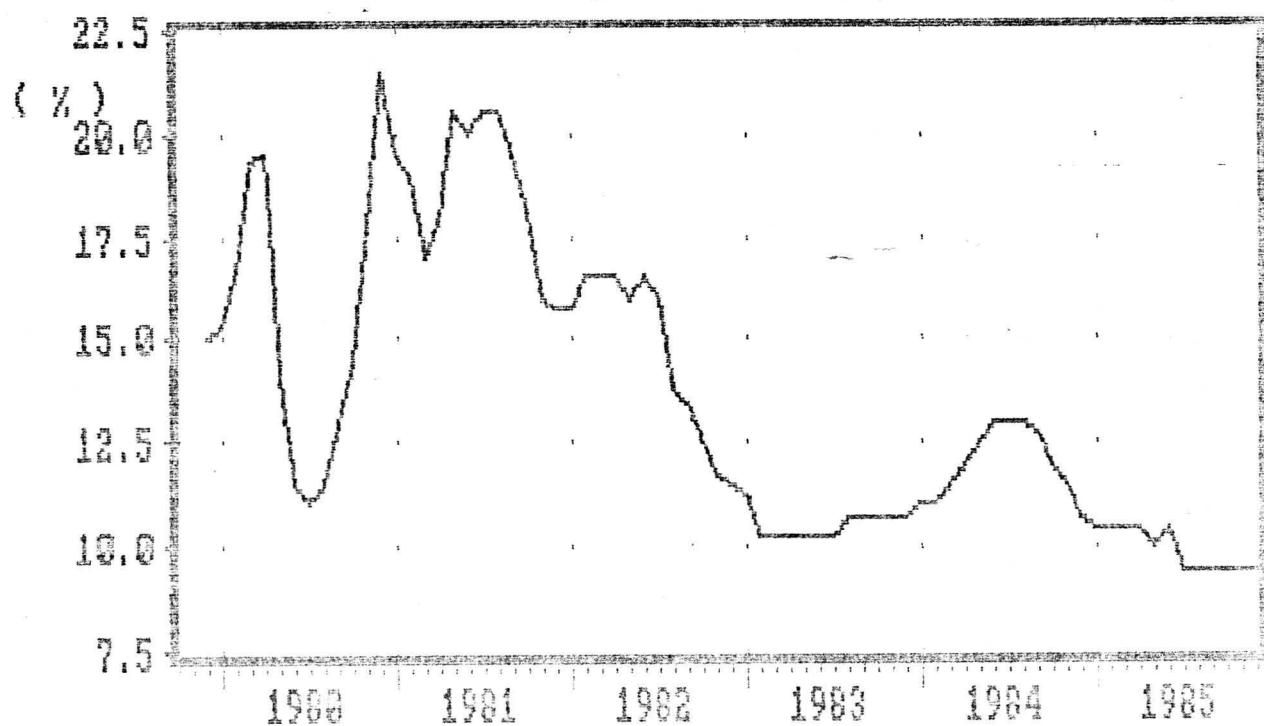
FONTE: KHAN, M.S. ULHAQUE, N. Evasão de capital em países em desenvolvimento. Finanças e desenvolvimento, 7 (1): 2-5, mar. 1987.

QUADRO 8
 DEPOSITOS DE ENTIDADES PRIVADAS NAO-BANCARIAS
 DE OITO PAISES DEVEDORES EM PODER DE BANCOS ESTRANGEIROS, 1984
 (Em US\$ bilhões)

Países	Itens		Depósitos em todos os bancos como % da Dívida Externa Bruta (em percentual)
	Bancos dos EUA	Todos os Bancos	
Argentina	3,8	7,6	17,0
Brasil	1,8	8,2	7,4
Chile	1,5	1,9	9,9
Coréia, Rep.da	0,1	0,4	1,0
Filipinas	0,7	1,1	4,7
México	10,4	14,3	15,1
Peru	0,9	1,4	11,2
Venezuela	7,0	11,7	34,2
Total	26,2	46,6	12,2

FONTE: Departamento do Tesouro dos EUA (Washington) Treasury Bulletin, diversos números; IMF - International Financial Statistics, diversos números). Apud: KHAN, M.S.; ULHAQUE, N. Evasão de capital em países em desenvolvimento. Finanças e desenvolvimento, 7 (1): 2-5 mar. 1987.

Grafico 3. PRIME RATE. Out. 1979 - Dez. 1985.



Fonte: Conjuntura Económica

Depois de atingir o pico em dezembro de 1980, a prime-rate iniciou um lento movimento de queda, devido ao progressivo afrouxamento da política monetária, resultante da recessão e do declínio da inflação nos Estados Unidos. Contudo, somente em 1986 ela voltaria ao patamar anterior a outubro de 1979, encerrando o "choque dos juros".

Esse choque não teria atingido tão duramente a economia brasileira, caso 75,5% da dívida externa registrada não estivessem, então, contratados a taxas flutuantes. Com a rápida elevação da prime-rate e da libor, cresceu o serviço da dívida, numa conjuntura de novo aumento do hiato de recursos reais (US\$13,5 bilhões em 1979-80), condicionado pelo segundo choque do petróleo e da consequente deterioração dos termos de intercâmbio.¹¹ Diante do aumento do serviço da dívida e do hiato de recursos reais, o Brasil passou a contratar novos empréstimos, de modo a financiar o déficit em conta corrente (US\$31,2 bilhões em 1979-80 contra US\$17,5 bilhões no biênio anterior), ao mesmo tempo em que se reduziam, aceleradamente, as reservas internacionais, que atingiram a US\$9,0 bilhões em dezembro de 1980 contra US\$18,4 bilhões dois anos antes.

Contudo, os bancos credores passaram a substituir a libor pela prime-rate como taxa básica de referência e a aumentar o spread. Com isso, o Brasil inseriu-se num perverso processo de endividamento tipo "bola de neve": a elevação da taxa de juros agravava a situação do balanço da conta corrente, forçando o País a obter novos recursos no mercado internacional, num contexto de novo aperto de liquidez, o que significava, além de taxas mais elevadas, uma redução dos prazos dos empréstimos, com a piora do perfil da dívida. Desse modo, o problema repunha-se ano após ano, em escala crescente.

Sob essa perspectiva devem ser analisados os dois programas de ajustamento do balanço de pagamentos, encetados na década atual, cujos impactos se fizeram sentir em 1981 e 1983, respectivamente. O efeito do primeiro foi reduzir drasticamente o hiato de recursos, en-

¹¹ Entre 1978 e 1980 o índice de termos de troca experimentou uma queda de 24,4%. Retirando-se os impactos diretos do petróleo e derivados, a deterioração dos termos de intercâmbio alcançou 5,0% no mesmo período.

quanto o segundo permitiu, depois de um longo período da história econômica brasileira, reverter completamente a tendência anterior, de forma que o País passou a exportador líquido de poupança real¹². No entanto, esses programas mostraram-se inteiramente ineficazes em estancar o crescimento da dívida externa brasileira, que continuou a crescer exponencialmente, saltando de US\$70,0 bilhões em 1980 para US\$95,9 bilhões em 1985, embora fossem drenados, nesse mesmo período, cerca de US\$25,6 bilhões de recursos reais ao exterior.

A explicação do fenômeno é relativamente simples, uma vez que no período do choque dos juros (1980-85) o crescimento da dívida externa do Brasil esteve estreitamente entrelaçado às necessidades de financiamento para cobrir o pagamento do serviço da própria dívida (de US\$106,7 bilhões no período), cujo aumento, por sua vez, foi provocado, em grande medida, pelo próprio choque dos juros.

De modo a quantificar os efeitos desse processo desencadeado pelo choque dos juros, procurou-se refazer as contas do balanço de pagamentos, extirpando-os e comparando os resultados com os dados efetivamente verificados nas contas externas do País. Para tanto, adotaram-se duas metodologias alternativas. Na primeira, considerou-se o custo médio da dívida externa brasileira nos dez anos anteriores ao choque dos juros (incluindo-se 1979). Por custo médio entendeu-se a razão juros pagos no ano/dívida média do ano. Essa metodologia implicou em considerar uma taxa de juros de 8,113% ao ano, em lugar da taxa média efetiva. Na segunda, optou-se por tomar uma taxa de juros igual ao deflator implícito do PIB dos EUA mais um por cento.

Ambas metodologias são arbitrárias, mas servem para "expurgar" os impactos da política de Paul Volcker sobre a saúde das con-

12

Ou seja, o Brasil passou a conviver com resultados negativos da conta hiato de recursos reais.

QUADRO 9
BALANÇO DE PAGAMENTOS
BRASIL
1967-85
(Em US\$ milhões de 1985)

Itens	1967-73	1974-79	1980-85	1967-85
1. Balança Comercial	607,2	-26.272,1	31.561,4	5.896,5
Exportações	53.117,7	112.545,2	153.331,7	318.994,6
Importações	-52.510,5	-138.817,3	-121.770,3	-313.098,1
2. Serviços não Fatores	-7.138,4	-15.227,0	-12.822,4	-35.187,8
3. Hiato Real (1 + 2)	-6.531,2	-41.499,1	18.739,0	-29.291,3
4. Lucros e Dividendos	-2.059,4	-6.695,2	-9.111,2	-17.865,8
5. Juros	-4.714,4	-20.963,9	-62.108,0	-87.786,3
6. Outros Serviços Fatores	-1.913,9	-2.319,0	-4.717,9	-8.950,8
7. Transferências	515,5	141,8	890,8	1.548,1
8. Transações Correntes (3+ ... +7)	-14.703,4	-71.335,4	-56.307,3	-142.346,1
9. Conta de Capitais	27.017,0	74.733,3	36.276,4	138.026,7
Investimentos Externos	3.983,1	13.017,4	11.889,0	28.889,5
Emp. Financ. Médio Longo Prazo	34.564,2	90.972,3	71.129,2	196.665,7
Amortizações	-14.208,6	-37.484,8	-44.602,4	-96.295,8
(1)				
Capitais de Curto Prazo	1.817,2	9.850,3	2.987,5	14.655,0
Outros Capitais	861,1	-1.526,7	-5.138,0	-5.803,6
10. Erros e Omissões	1.817,5	-2.063,5	-2.180,2	-2.426,2
11. Superávit (+) ou Déficit (-)	14.131,1	1.334,4	-22.211,1	-6.745,6

FONTE: BACEN. Boletim mensal. Vários números

tas externas do Brasil. Com base nessas taxas, remontou-se o balanço de pagamentos. Os valores, ao contrário do adotado até agora, estão expressos em dólares correntes.¹³

Note-se que a metodologia utilizada implicou em considerar que o Brasil teria realizado um grande esforço para amortizar sua dívida, o qual, na verdade, não teria sido exigido caso prevalecessem efetivamente as taxas fictícias de juros que estão sendo utilizadas na simulação. Isso porque parte dos empréstimos tomados nesse período para cobrir o aumento dos pagamentos de juros implicaram em amortizações ainda dentro do mesmo espaço de tempo, dado o estreitamento dos prazos que então se processou, o que não teria acontecido caso não ocorresse o choque dos juros.

Conforme se pode constatar pelo Quadro 10, a dívida externa brasileira seria significativamente menor, caso o custo médio da dívida tivesse continuado, depois de 1979, aos níveis prevalecentes nos dez anos anteriores. Nesse hipótese, a dívida bruta registrada do Brasil seria de US\$67,4 bilhões, enquanto a líquida seria de somente US\$55,5 bilhões, ou seja, cerca de 57% da dívida efetiva. Caso o custo médio correspondesse a uma taxa real de um por cento ao ano, a dívida bruta registrada seria de US\$63,1 bilhões, enquanto que a líquida alcançaria US\$51,2 bilhões, ou 53% da dívida efetiva.

Outro aspecto da questão consiste no excesso de juros que foram pagos durante o mesmo período, como consequência do choque, que teria atingido de 24,7 a 30,9 bilhões de dólares, dependendo da metodologia utilizada para seu cálculo. Neste aspecto, salienta-se que,

¹³ Consideraram-se as seguintes equações:

$$JD_t = i_t \times (D_{t-1} - A_t/2 + NF_t/2) \quad (1)$$

$$NF_t = H_t + JD_t + L_t + S_t + T_t + A_t - I_t + E_t \quad (2)$$

$$D_t = D_{t-1} - A_t + NF_t \quad (3)$$

onde: JD = juros devidos; D = dívida externa bruta "devida"; A = amortizações efetivas; NF = necessidades de financiamento; H = hiato real de recursos; L = lucros e dividendos efetivos; S = outros serviços de fatores; T = transferências efetivas; I = investimentos externos efetivos; E = erros e omissões efetivos; i = taxa de juros "devida"; t = índice indicador do ano.

Observe-se que as variáveis A, H, L, S, T, I e E foram retiradas diretamente das contas correspondentes dos balanços de pagamentos efetivos entre 1980 e 1985. Na primeira simulação, $i_t = 0,08113$ e $D_{1979} = \text{US\$}49.904,2$.

QUADRO 10
JUROS PAGOS E JUROS DEVIDOS DIVIDA
EFETIVA E DIVIDA "DEVIDA"
BRASIL
1980-85
(Em US\$ milhões)

	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1981-85
Juros Devidos							
Método 1	4.334,4	4.796,8	5.311,0	5.706,8	5.712,5	5.565,2	31.426,7
Método 2	5.454,5	6.477,3	5.114,2	3.448,4	3.412,0	2.807,3	26.713,7
Juros Pagos	6.311,1	9.161,0	11.353,0	9.554,4	10.202,7	9.588,7	56.170,7
Excesso de Juros							
Método 1	1.976,7	4.364,2	6.042,0	3.848,7	4.490,2	4.023,5	24.345,3
Método 2	856,6	2.683,7	6.238,8	6.106,0	6.790,7	6.781,4	29.457,2
Dívida Devida Bruta							
Método 1	56.985,4	61.307,1	69.666,1	71.066,8	69.809,3	67.432,3	-
Método 2	58.105,5	64.107,8	72.269,9	71.412,3	67.854,4	62.719,3	-
Dívida Efetiva Bruta	53.847,5	61.410,8	69.653,5	81.319,2	71.091,0	95.856,6	-
Div.Ef.Bruta/Div.Dev.Bruta							
Método 1 (%)	94,49	100,17	99,98	114,43	130,48	142,15	-
Método 2 (%)	92,67	95,79	96,38	113,87	134,25	152,83	-
Dívida Devida Líquida							
Método 1	47.296,7	51.618,4	59.977,4	61.378,1	60.120,6	57.743,6	-
Método 2	48.416,8	54.419,1	62.581,2	61.723,6	58.165,7	53.030,6	-
Dívida Efetiva Líquida	46.934,9	53.904,0	65.659,1	76.756,3	79.095,7	84.248,2	-
Div.Ef.Liq./Div.Dev.Liq.							
Método 1 (%)	99,24	104,43	109,47	125,06	131,56	145,90	-
Método 2 (%)	96,94	99,05	104,92	124,35	135,98	158,87	-

FONTE: BACEN. Boletim Mensal. Vários números

Cálculos do autor.

Grafico 4. JUROS "DEVIDOS" E JUROS PAGOS, BRASIL: 1967-85
(EM U\$S MILHÕES)

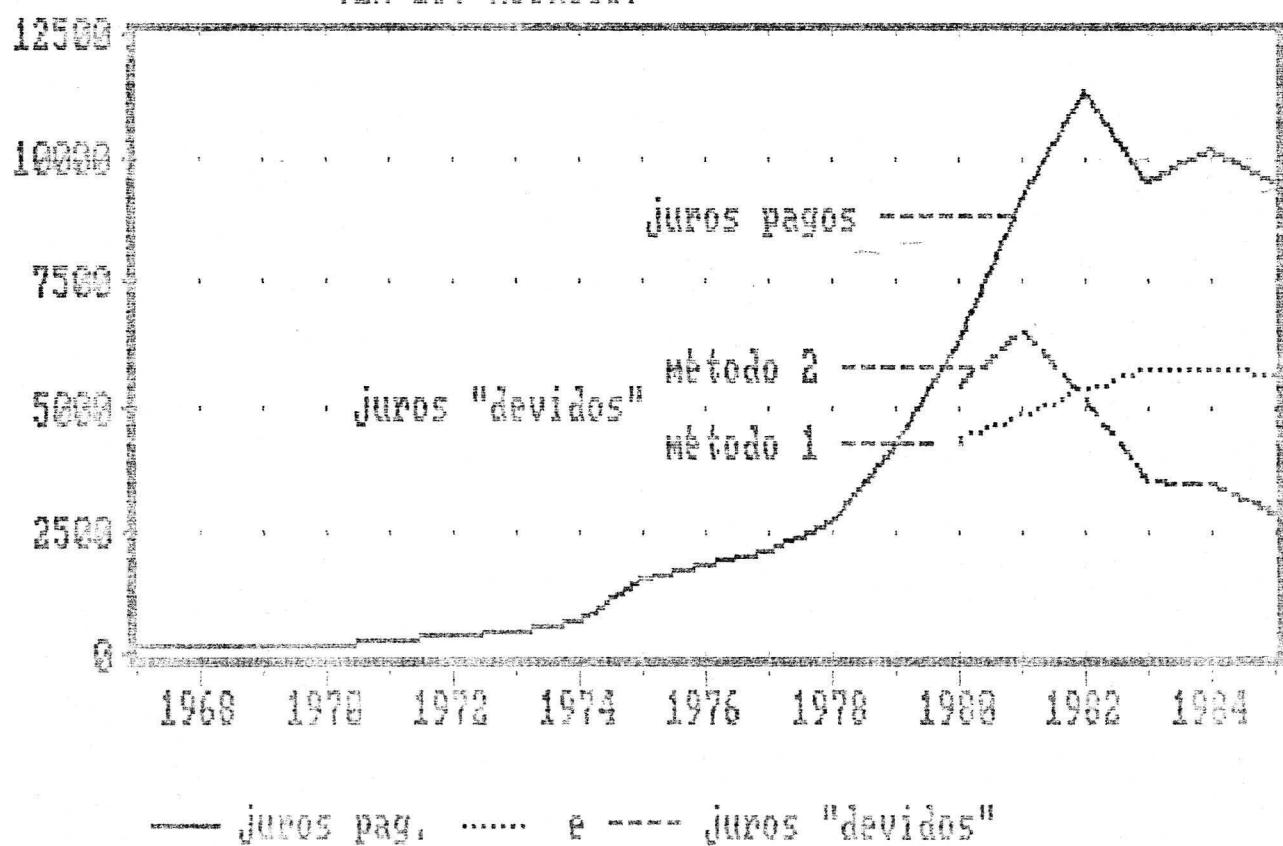
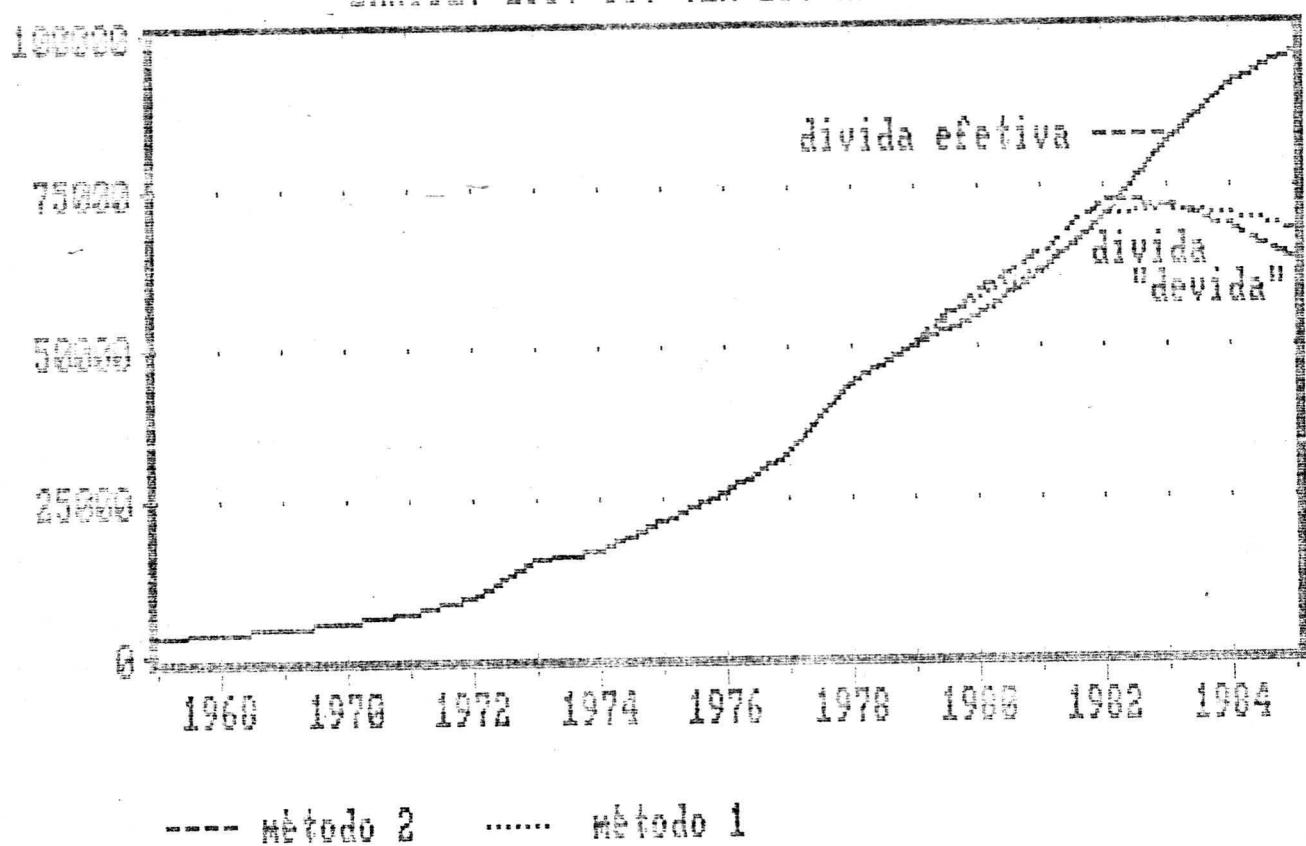


Grafico 5. DÍVIDA EFETIVA E DÍVIDA "DEVIDA",
BRASIL: 1967-85. (EM U\$A milhares)



caso não tivesse ocorrido o choque, as pesadas amortizações pagas pelo Brasil durante a década atual teriam reduzido significativamente o volume da dívida externa, fazendo cair também de modo significativo os juros e as relações juros/exportações e serviço da dívida/exportações. Deste modo, em 1985 os juros teriam correspondido de 12,2 a 21,7% do total das exportações, em lugar dos 37,4% que efetivamente ocorreram; a relação serviço da dívida/exportações, por sua vez, estaria entre 45,3 a 54,8%, e não 70,5% como, de fato, ocorreu. Mas, o que é mais importante, a situação tenderia a melhorar de forma crescente com o decorrer do tempo, ao contrário do que vem acontecendo. Ou seja: mais alguns anos e o Brasil teria superado, depois de enorme esforço, o constrangimento externo, podendo voltar a crescer sem maiores restrições desta natureza, em lugar de encontrar-se inserido numa situação de trade off entre crescimento e equilíbrio no balanço de pagamentos.

7. CONCLUSÕES E RECOMENDAÇÕES

A partir da análise precedente, é possível periodizar o processo de gênese da atual dívida externa brasileira, desde 1967, segundo os seus principais fatores condicionantes. Assim, podem ser distinguidas cinco fases. A primeira, que corresponde ao período de recuperação econômica, depois da crise da década dos sessenta, vai de 1967 a 1969. A expansão da dívida nesse período foi determinada, fundamentalmente, pelas necessidades de financiamento decorrentes do serviço da dívida anterior e pelo aumento das reservas internacionais. Não houve, praticamente, absorção de poupança externa, em termos reais, de modo que o País cresceu com seus próprios recursos, utilizando-se da reserva de capacidade ociosa herdada da crise anterior.

A segunda corresponde ao período de prosperidade e auge econômico do "milagre", entre 1970 e 73. Nessa fase, a aceleração do crescimento econômico provocou o surgimento de um modesto hiato de recursos reais, da ordem de 1,2% do PIB e de 4,8% da FBKF. Contudo, o aumento da dívida externa não foi resultado apenas das necessidades de financiamento do serviço da dívida anterior e da cobertura do hiato de recursos, mas também da excessiva acumulação de divisas, consequência direta da política econômica, que via no endividamento externo e na aproximação com o capitalismo financeiro internacional um instrumento privilegiado de promoção do desenvolvimento. Dessa forma, em fins de 1973, para uma dívida externa bruta de US\$15,6 bilhões, US\$4,4 bilhões, ou 27,9%, corresponderiam a reservas não necessárias (valores em dólares correntes). Internamente, a insuficiência de poupança

resultou do sensível aumento da taxa de investimento, num contexto de forte expansão do consumo corrente e esgotamento da capacidade ociosa.

A terceira fase vai de 1974 a 1979 e caracterizou-se pelo fato de que, basicamente, o endividamento brasileiro foi condicionado pela política de sustentação da taxa do crescimento econômico, num contexto de crise internacional e deterioração dos termos de troca. Caso não houvesse o recurso ao capital financeiro internacional, o produto potencial teria crescido a uma taxa abaixo da taxa que efetivamente se observou.

A quarta fase, que vai de 1980 a 1982, foi marcada pelo fato de o processo de expansão da dívida externa do Brasil condicionar-se por dois fatores fundamentais: pela presença de um hiato de recursos reais ainda positivo, mas muito reduzido (em torno de 1,0% do PIB e 4,6% da FBKF, em média), e pela explosão dos custos financeiros, resultante do choque dos juros. Assim, a dimensão financeira tornou-se preponderante para explicar o aumento da dívida externa brasileira. Na realidade, esse foi um período importante de transição entre o anterior e o posterior, cujas características foram francamente contrapostas, e nele assistiu-se ao primeiro programa efetivo de ajustamento da economia brasileira ao estrangulamento externo, o qual possibilitou a redução dramática da absorção de poupança real do exterior.

Finalmente, na fase que se inicia com o novo programa de ajustamento, em 1983, o aumento da dívida externa esteve determinado quase que exclusivamente pela dimensão financeira do processo, de modo que o Brasil passou a transferir poupança real ao exterior numa escala jamais vista (acima de 5% do PIB a partir de 1984), sem que isso sequer impedissem o crescimento da dívida. Internamente, consolidou-se o processo de desajustamento financeiro iniciado com o programa de estabilização de 1981, e assistiu-se à queda drástica da taxa de investimento, comprometendo, a médio prazo, a continuidade do crescimento auto-sustentado.

Observou-se, pois, o reverso do previsto pelos economistas que comandaram a política econômica durante o regime militar: o recurso ao endividamento trouxe consigo, depois de um período relativamente curto em que ajudou a sustentar a taxa de crescimento do produto potencial acima da taxa de crescimento que seria obtida sem o recurso ao capital internacional, a dependência financeira e a estagnação econômica.

Outro resultado da análise precedente é que ela permite avaliar as diferentes posições a respeito da formação da dívida externa do Brasil. Conforme se conclui, a tese que concebe o grande volume atual da dívida como a consequência necessária da opção de se manter altas taxas de crescimento do produto, numa conjuntura mundial adversa, em lugar de encetar políticas de ajustamento, carece de base. Apesar da dívida, até 1979, ter sido condicionada, em grande medida, pela absorção de poupança externa para superar o choque do petróleo e garantir a continuidade do crescimento acelerado, de 40 a 44% da dívida registrada do Brasil em fins de 1985 era consequência direta do choque dos juros, porcentagem essa que continuou a crescer posteriormente. Deste modo, essa tese justificaria a dívida antes do choque, mas não depois dele.

Na realidade, a aproximação do Brasil ao capital financeiro internacional possuiu, até 1982, um forte condicionamento interno não financeiro, representado pela insuficiência de recursos reais para dar conta da manutenção de níveis mais altos de crescimento econômico. No entanto, a forma de circulação do capital financeiro internacional, que repassava os petrodólares através do mecanismo das taxas flutuantes, constituiu-se, efetivamente, no mecanismo que garantiu o crescimento da dívida brasileira, mesmo num contexto de exportação de grandes volumes de recursos reais. Foi ainda através desse mecanismo que se consolidou a profunda dependência financeira do País que prevalece nos dias atuais, e que representa um dos mais sérios impedimentos à expansão econômica que o Brasil já enfrentou.

O estudo precedente permite também reavaliar as diferentes propostas de política econômica para o Brasil, principalmente no que diz respeito à área externa, assim como os juízos de valor sobre a dívida externa do País.

Em primeiro lugar, não se deve atribuir importância decisiva à política interna, ao contrário do que ocorreu em alguns dos outros países endividados do Terceiro Mundo, como fator responsável pelo estado atual de verdadeira inadimplência. A tese dos banqueiros internacionais de que o Brasil teria "vivido além de suas possibilidades" no passado, estando agora obrigado a "apertar o cinto" para pagar sua dívida, não se sustenta. Se alguma responsabilidade têm as autoridades brasileiras, principalmente no período 1974-79, foi a de permitir os contratos a taxas flutuantes, o que significa, nos dizeres de Celso Furtado, que o Brasil passava um "cheque em branco" aos

seus credores¹⁴. Na realidade, não fosse a explosão dos juros entre outubro de 1979 e fins de 1985, a dívida brasileira seria sensivelmente menor, e o País estaria superando a crise da dívida¹⁵.

Em segundo lugar, a partir do que se disse anteriormente, as propostas de renegociação da dívida externa, com base na refutação de parcela da mesma, encontram uma justificativa técnica. Nesse sentido, de forma a preservar seu crescimento a longo prazo, sem sacrifícios adicionais, as autoridades brasileiras poderiam ater-se ao princípio de reconhecer a dívida externa, expurgando-se os efeitos do choque dos juros. Outra proposta seria a de reconhecer apenas o valor de mercado da dívida (o que implicaria em estabelecer um deságio que hoje atinge mais de 40%) e contabilizar os juros sobre o total assim recalculado. Isso significaria, de imediato, forte redução da crônica dependência financeira a que o País se vê submetido.

Em terceiro lugar, não mais se justificam, do ponto de vista estrito de honrar o serviço da dívida externa do Brasil, programas de estabilização que objetivem manter altos níveis de transferência de recursos reais ao exterior. Os programas encetados no passado já cumpriram o seu papel, e não tem sentido manter indefinidamente a economia brasileira na estagnação e com problemas financeiros internos de forma a honrar uma dívida cujo principal componente, atualmente, é financeiro.

¹⁴ A cláusula contratual de taxa flutuante, segundo o direito civil brasileiro, seria considerada cláusula potestativa, por deixar um dos contratantes à mercê do outro. Seria, pois, considerada cláusula nula.

¹⁵ Isto apesar da forte deterioração dos termos de intercâmbio contra o Brasil na década atual: considerando-se a média do período 1959-85 como igual a 100, a média dos termos de troca para 1980-85 seria de 74,5. Essa queda, que não pode ser inteiramente atribuída à elevação dos preços do petróleo importado (os termos de intercâmbio fora petróleo, considerando-se 1977 igual a 100, teriam sido de 83 em 1983, mantendo-se em baixos níveis, desde então), representa, em parte, a consequência do aumento da concorrência resultante do esforço conjunto dos países endividados em expandir suas exportações, assim como do alto nível da taxa de juros (que desincentiva a manutenção de estoques) e da fragilidade da recuperação do comércio internacional a partir de 1984, depois de um período de forte queda. Todos esses fenômenos foram, em certa medida, consequência da própria crise da dívida dos países em desenvolvimento.

BIBLIOGRAFIA

- ARIDA, P. (org.). Dívida externa, recessão e ajuste estrutural; o Brasil diante da crise. Rio de Janeiro, Paz e Terra, 1983. 206p.
- BACHA, E.L. Crescimento com oferta limitada de divisas: uma reavaliação do modelo de dois hiatos. Pesquisa e Planejamento Econômico, 12(2):285-310, ago. 1982.
- _____. Choques externos e perspectivas de crescimento: o caso do Brasil - 1973/89. Pesquisa e Planejamento Econômico, 14(2):583-622. dez. 1984.
- _____. Contabilidade dos choques externos: o caso da América Latina - 1978/82. Pesquisa e Planejamento Econômico, 15(2):261-76. ago. 1985.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL. Setor externo e desenvolvimento da economia nacional. Boletim 2. fev. 1973. Anexo especial nº II.
- BANCO MUNDIAL. Informe sobre o desenvolvimento mundial. Rio de Janeiro, FGV, vários anos.
- BATISTA, Jr., P.N. Mito e realidade na dívida externa brasileira. Rio de Janeiro, Paz e Terra, 1983. 225p.
- _____. Formação de capital e transferência de recursos ao exterior. Revista de Economia Política, 7(1):10-28. jan./mar. 1987.
- DAVIDOFF, P. Dívida externa e política econômica. São Paulo, Brasiliense, 1984. 188p.
- _____. Notas sobre o endividamento externo brasileiro nos anos setenta. In: BELLUZZO, L.G.M., COUTINHO, R. (orgs.). Desenvolvimento capitalista no Brasil, nº 2. São Paulo, Brasiliense, 1983. p.59-106.
- DOELLINGER, C. von et alii. A política brasileira de comércio exterior e seus efeitos: 1967/73. Rio de Janeiro, IPEA/INPES, 1974. 168 p. (Coleção Relatórios de Pesquisa nº 22).
- FISHLOW, A. A economia política do ajustamento brasileiro aos choques do petróleo: uma nota sobre o período 1974/84. Pesquisa e Planejamento Econômico, 16(3):507-50. dez. 1986.
- KHAN, M.S., UL HAQUE, N. Evasão de capital em países em desenvolvimento. Finanças & desenvolvimento, 7(1):2-5, mar. 1987.
- KUCINSKI, B., BRANFORD, S. A ditadura da dívida. São Paulo, Brasiliense, 1987. 223p.
- LEMGUBER, A.C., BATISTA JR., P.N. Os efeitos dos choques externos sobre o balanço de pagamentos e a dívida externa do Brasil - 1974/1979. In: ENCONTRO NACIONAL DE ECONOMIA, 8. Nova Friburgo 1980. Anais. Brasília, ANPEC, 1980. p.211-46.
- ZINI, A. Uma avaliação do setor financeiro no Brasil: da Reforma de 1964/65 à crise dos anos oitenta. Campinas, UNICAMP, 1982. 2v. Micrografado.