

**UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO**

**INSTITUTO DE ECONOMIA**

**Leon Labre**

**A vulnerabilidade externa da economia brasileira no período 1974-1980: uma análise empírica**

**Rio de Janeiro**

**2017**



**Leon Labre**

**A vulnerabilidade externa da economia brasileira no período 1974-1980: uma análise empírica**

Trabalho de conclusão de curso apresentado a Coordenação do curso de Ciências Econômicas, do Instituto de Economia da Universidade Federal do Rio de Janeiro como requisito parcial a obtenção de bacharel em Ciências Econômicas.

**Orientador:** Prof. Dr. Eduardo Figueiredo Bastian

**Rio de Janeiro**

**2017**



**Leon Labre**

**A vulnerabilidade externa da economia brasileira no período 1974-1980: uma análise empírica**

Trabalho de conclusão de curso apresentado a Coordenação do curso de Ciências Econômicas, do Instituto de Economia da Universidade Federal do Rio de Janeiro como requisito parcial a obtenção de bacharel em Ciências Econômicas.

Aprovada em     de     de 201

**BANCA EXAMINADORA**

---

Prof. Dr. Eduardo Figueiredo Bastian - Orientador  
Universidade Federal do Rio de Janeiro

---

Prof. Dr. Carlos Pinkusfeld Monteiro Bastos  
Universidade Federal do Rio de Janeiro

---

Prof. Dr. Luiz Carlos Delorme Prado  
Universidade Federal do Rio de Janeiro

## **AGRADECIMENTOS**

Agradeço, primeiramente, aos meus pais, Zeca e Margareth, e a meus avós maternos, Leny e Beto, por todo apoio, dedicação e esforço de uma vida inteira, sem os quais essa graduação jamais seria possível.

Agradeço a Fabíola, por ter aguentado todas as minhas teimosias e ter me dado toda atenção e conselhos imprescindíveis, durante esse percurso.

E também aos professores do Instituto de Economia por todo o conhecimento transmitido ao longo do curso, em especial ao meu orientador Professor Eduardo Figueredo Bastian pelo comprometimento e empenho na elaboração desse trabalho.

## RESUMO

O trabalho analisa a evolução da vulnerabilidade externa na economia brasileira entre 1974-1980, período que teve como marco o início da implementação do Segundo Plano Nacional de Desenvolvimento (II PND). Para isso, o estudo utiliza três indicadores sintéticos para analisar as condições de solvência externa – a capacidade de um país em saldar seu passivo externo no longo prazo – e um parâmetro para averiguar as condições de liquidez externa, isto é, se um país possui reservas cambiais suficientes para quitar seus débitos com prazos de maturação de curto prazo. Os indicadores de solvência externa empregados são: passivo externo líquido sobre exportações de bens e serviços, dívida externa líquida sobre exportações de bens e serviços e déficit de transações correntes sobre exportações de bens e serviços. Já o parâmetro de liquidez externa usado é a dívida externa de curto prazo sobre reservas internacionais. Todos os indicadores sintéticos propostos apresentaram um aumento da vulnerabilidade externa no período em estudo, com a exceção do último parâmetro listado de solvência externa. E mesmo o indicador que apresenta melhora do endividamento externo, apresenta um déficit em conta corrente elevado no final do ano de 1980.

Palavras-chave: Política econômica. Vulnerabilidade externa. II Plano Nacional de Desenvolvimento. Solvência externa. Liquidez externa.

## ABSTRACT

The work analyzes the evolution of external vulnerability in the Brazilian economy between 1974 and 1980, a period that was the beginning of the implementation of the Second National Development Plan (II PND). In order to do this, the study uses three synthetic indicators to analyze the conditions of external solvency - the ability of a country to pay its external liabilities in the long term - and a parameter for ascertaining external liquidity conditions, i.e. if a country has enough foreign-exchange reserves to offset its debts with short-term maturity. The external solvency indicators used are: net external liabilities as a share of the exports of goods and services, net external debt to exports of goods and services, and the ratio between the current transactions deficit and the value of exports. The external liquidity parameter used the ratio between the stock of short-term debt and international reserves. All proposed synthetic indicators showed an increase in external vulnerability in the study period, with the exception of the last listed parameter of external solvency. And even the indicator that improves external indebtedness shows a high current account deficit at the end of 1980.

Keywords: Economic policy. External vulnerability. II PND. External solvency. External liquidity.



**LISTA DE ILUSTRAÇÕES**

Gráfico 1	Indicador I: dívida externa de curto prazo/Reservas internacionais (1974-1980)	37
Quadro 1	Composição do aumento da dívida externa bruta	38
Gráfico 2	Indicador II: dívida externa líquida/Exportações de bens e serviços	38
Gráfico 3	Indicador III: passivo externo líquido/exportações de bens e serviços	39
Gráfico 4	Indicador IV déficit de transações correntes/exportações de bens e serviços	42
Quadro 2	Brasil: índices do comércio exterior e saldo comercial, 1972-1980	43

## SUMÁRIO

	<b>INTRODUÇÃO</b>	9
<b>1</b>	<b>A ESTRATÉGIA DO GOVERNO GEISEL: ANTECEDENTES HISTÓRICOS E O II PND</b>	11
1.1.1	O Plano de Ação Econômica do governo e as reformas estruturais (1964-1968)	11
1.1.2	O Milagre econômico	15
1.2	CONJUNTA EXTERNA E INTERNA E APRESENTAÇÃO DO II PND	20
1.3	CONTROVÉRSIAS SOBRE O II PND	23
1.3.1	Castro e Souza (1985)	24
1.3.2	Fishlow (1986)	26
1.3.3	Carneiro Netto (2014)	27
1.3.4	Carneiro (2002)	29
1.3.5	Lessa (1978) e síntese	30
<b>2</b>	<b>JUSTIFICATIVA E APLICAÇÃO DAS ESTATÍSTICAS DE DÉBITO EXTERNO</b>	32
2.1	APRESENTAÇÃO DOS INDICADORES SINTÉTICOS DE ENDIVIDAMENTO EXTERNO	32
2.2	APLICAÇÃO DOS PARÂMETROS DE ENDIVIDAMENTO EXTERNO	35
2.2.1	A vulnerabilidade externa no período 1974-1980	36
	<b>CONCLUSÃO</b>	44
	<b>REFERÊNCIAS</b>	46
	<b>ANEXO A – Balanço de pagamentos e indicadores sintéticos</b>	48

## INTRODUÇÃO

Em meados de 1979, o segundo choque internacional do petróleo fez o preço do barril saltar, em média, de US\$13,3 em 1978, para US\$ 30,3 em 1979 e US\$35,69 no ano posterior (HERMANN, 2011, p.77). Em vista disso, os países desenvolvidos iniciaram um processo de subida da taxa de juros para conter pressões inflacionárias provocadas por esse choque de oferta. O que os levou a um período de recessão que se estendeu, na maior parte deles, até 1982.

O aumento dos juros e a piora dos termos de troca provocaram consequências negativas para o balanço de pagamentos brasileiro: a recessão nos países centrais prejudicou a importação de produtos brasileiros, houve aumento do serviço da dívida externa, já que grande parte dela era contratada a taxas de juros flutuantes, indexadas à *prime rate* norte-americana e o aumento dos juros causou sensível diminuição do fluxo de capitais para o país, já que a maior despesa da dívida contratada e o seu maior custo de *rolagem* implicavam maior atribuição de risco ao país pelos investidores internacionais (HERMANN, 2011, p.78).

A piora nas condições externas somou-se ao aumento da dívida externa bruta brasileira que passara de US\$17,2 bilhões (em 1974) para US\$49,9 bilhões, em 1979 (CRUZ, 1998, p.69). Esse contexto provocou a necessidade do uso de políticas econômicas recessivas, no início da década de 1980, para maximizar o saldo de divisas, permitindo o pagamento desse débito. Esse período ficou conhecido como o da Crise da dívida.

Em vista das implicações que o endividamento externo provocou na economia brasileira na década de 1980, justifica-se o estudo do aumento da vulnerabilidade externa entre 1974-1980, que tem como marco na política econômica a implementação do Segundo Plano Nacional de Desenvolvimento (II PND).

A presente monografia usará alguns indicadores sintéticos (passivo externo líquido/exportações de bens e serviços; dívida externa líquida/exportações de bens e serviços; deficit em transações correntes/exportações de bens e serviços; dívida externa de curto prazo/reservas internacionais) para avaliar a evolução das condições de solvência externa e liquidez externa da economia brasileira entre 1974-1980.

O trabalho será dividido da seguinte forma: o primeiro capítulo abordará o contexto histórico anterior ao início do Governo Geisel – serão apresentados os contextos interno e externo do início de 1974 até o lançamento do II PND (em 1976), além de apresentar o plano

quanto aos seus objetivos e instrumentos econômicos; serão expostas também algumas controvérsias da literatura relativas à racionalidade econômica, e aos instrumentos realizados na reforma. No segundo capítulo, será feito o estudo das causas do endividamento externo a partir da discussão dos trabalhos de Cruz (1998, p.67-115), Carneiro (2002, p.83-96) e Castro e Souza (1985, p.116-128), e da aplicação desses indicadores para o período 1974-1980. Por fim, haverá uma seção com as conclusões.

## **1 A ESTRATÉGIA DO GOVERNO GEISEL: ANTECEDENTES HISTÓRICOS E O II PND**

O período de 1963-1973 é dividido em duas fases: entre 1963-1968, quando ocorre um ajuste conjuntural e estrutural da economia para o controle da inflação, do deficit externo e da retomada do crescimento econômico; e entre 1968-1973, com utilização de uma política monetária expansionista e por grande crescimento econômico, queda da inflação e contas externas controladas, embora o passivo externo tenha aumentado.

O objetivo dessa seção é mostrar como as reformas de 1964-1966 consolidaram um padrão de financiamento no Brasil baseado na indução ao endividamento externo e na necessidade no plano interno do uso das fontes de poupança compulsórias e das instituições públicas de crédito; e enfatizar a herança do milagre econômico para o governo empossado em 1974.

### **1.1.1 O Plano de Ação Econômica do governo e as reformas estruturais (1964-1968)<sup>1</sup>**

O governo Goulart deixou de herança para o governo militar uma economia em estagflação: o PIB havia crescido 0,6% em 1963, após um crescimento real médio de 8,8% entre 1957-1962, além disso a inflação que era de 32,5% naqueles anos passa para 79,9% em 1963 (HERMANN, 2011, p.51).

General Humberto de Alencar Castelo Branco, que sob a jurisdição do Ato Institucional nº 1, havia sido eleito presidente da República, indicou a seguinte equipe econômica: para o ministério da fazenda, Octávio G. de Bulhões, e para o ministério do planejamento, Roberto de O. Campos.

O novo ministério propôs duas linhas de ação para a solução da crise econômica: um programa de estabilização de curto prazo de modo a combater a inflação (o Plano de Ação Econômica do governo), e um ajuste estrutural, para aumentar a taxa de crescimento do PIB no médio e no longo prazo, consistindo numa reforma fiscal e do sistema financeiro, além do aumento no grau de abertura da economia ao mercado externo.

A equipe econômica apontou três causas para a inflação: a) os déficits públicos; b) expansão creditícia excessiva para as empresas; c) aumentos salariais acima da produtividade. Na visão dos formuladores do PAEG, esses fatores levavam a expansão dos meios de

1 Essa seção se baseia no trabalho de Hermann (2011, p.51-62)

pagamento, causando o aumento da inflação (PAEG, 1964 apud BASTIAN, 2012 p. 146). Logo, o governo adotou as seguintes medidas: ajuste fiscal, com o aumento da carga tributária e reajuste das tarifas públicas defasadas, além de corte de despesas governamentais em 1964; desaceleração das taxas de expansão dos meios de pagamento, cuja as metas de aumento eram: 70% em 1964, 30% em 1965, 15% em 1966; controle no crédito concedido às empresas, sendo o crédito total limitado às mesmas taxas de expansão definidos para os meios de pagamento (HERMANN, 2011, p.51-52).

A ditadura militar adotou, também, um mecanismo de correção salarial estabelecendo o reajuste de maneira a igualar o salário real médio vigente nos últimos 24 meses, multiplicado por um coeficiente traduzindo o aumento da produtividade do ano anterior e de um fator para compensar o resíduo inflacionário esperado no período em que vigorasse o salário reajustado (PAEG, 1964, p.83 apud BASTIAN, 2012, p.149). Ao tentar reconstituir a média salarial dos últimos meses, acrescido de um fator de produtividade e de correção do resíduo inflacionário, esse novo mecanismo de correção não recompunha integralmente o poder aquisitivo do salário prevalecente após a última data de reajuste, quebrando a espiral inflacionária.

A equipe econômica realizou as seguintes reformas estruturais:

a) Reforma tributária cujo os objetivos eram: aumentar as receitas do governo; dar racionalidade ao sistema tributário, diminuindo custos operacionais da arrecadação e extinguindo impostos de pouca relevância financeira; e estabelecer um sistema tributário que desse sustentação ao crescimento econômico.

Dentre as medidas para o cumprimento dessas metas estavam: Os impostos passaram a ser ordenados de acordo com a sua incidência e não mais pela instância arrecadora – tributos sobre comércio exterior, sobre produção e circulação, sobre patrimônio e renda e impostos especiais. Extingui-se a incidência acumulativa, alterando-a por impostos sobre valor adicionado. Vários impostos foram substituídos - o Imposto de Consumo (IC) pelo Imposto sobre produtos industrializados, o Impostos sobre Venda e Consignações (IVC) pelo Imposto sobre Circulação de Mercadorias (ICM). Além disso, alguns tributos foram extintos ( como o do selo por exemplo), outros criados - como o Imposto sobre serviços(ISS), de âmbito municipal. Estados e municípios ganharam o direito a parcelas do Imposto de Renda(IR), do IPI, e de impostos únicos sobre combustíveis e lubrificantes, energia elétrica e mineração (Cardoso, 2012, p.184).

b) A reforma financeira tinha o objetivo de criar mecanismos financeiros não inflacionários, ampliando o segmento de capital de longo prazo. Essa carência ficou visível, por exemplo, durante o Plano de Metas, cujo financiamento teve como fontes principais a emissão de moeda, o crédito externo, e algumas fontes fiscais e parafiscais. O baixo retorno real dos ativos, causado pelo contexto de inflação acelerada, teto da taxa de juros (Lei da Usura) e a proibição da indexação dos contratos impediam a formação de um mercado de capital de longo prazo.

Em vista disso, primeiramente, o governo adotou modificações no sistema monetário, como a criação do Banco Central do Brasil (BACEN), que passaria a ser o responsável pela execução da política econômica, e do Conselho Monetária Nacional (CMN), que teria função normativa e reguladora do sistema financeiro brasileiro. E reorganizou o sistema financeiro escolhendo o modelo segmentado. Dessa forma os agentes atuam em segmentos distintos no mercado, sendo o suprimento de capital de longo prazo a cabo dos bancos de investimento, já que intermedeiam a colocação de títulos no mercado de capitais (HERMANN, 2011, p.56).

Além disso, Castelo Branco tomou as seguintes medidas: 1) Extinção da Lei da Usura e da proibição da indexação de contratos; 2) Criação da ORNT (Obrigações reajustáveis do Tesouro Nacional) normalizando a correção monetária da dívida pública com a inflação ocorrida ao longo de cada período de pagamento de juros; 3) Lei de Mercado de capitais (1965) e resoluções ao longo do período feitos pelo BACEN que autorizavam a criação de diversos produtos financeiros com correção monetária, como títulos de renda fixa e empréstimos; 4) Redução ou isenções do impostos de renda para as empresas emissoras das ações e os poupadores; 5) Criação do FGTS (Fundo de Garantia por Tempo de serviço), mecanismo de poupança forçada que forçava o empregador a depositar em nome do empregado uma parte da remuneração, paga para a formação de um reserva a ser utilizada em caso de demissão sem justa causa ou devido a aposentadoria, em fundos controlados pelo governo. Substituiu o regime de estabilidade no emprego; 6) Criação de novas fontes de financiamento de longo prazo para os bancos públicos, através de fundos especiais cuja a origem era de recursos formados pelas próprias autoridades monetárias ou pelos fundos de poupança compulsórias recém-criados (HERMANN, 2011, p.54 e 58).

c) A reforma do setor externo tinha o objetivo de incentivar a participação do capital externo, tanto a partir de investimento direto como via empréstimos, na economia. Visto que

para os formuladores de política econômica o país carecia estruturalmente de fundos para investimento, o que justificava o recurso ao capital externo para aumentar a oferta de poupança. Para isso foram adotadas algumas medidas :

(1) regulamentação de alguns tópicos da Lei nº 4.131 (de 1962), de forma a permitir a captação direta de recursos externos por empresas privadas nacionais; (2) Resolução 63 do Bacen, que regulamentou a captação de empréstimos externos pelos bancos nacionais para repasse às empresas domésticas; (3) mudança na legislação sobre investimentos estrangeiros no país, de modo a facilitar as remessas de lucros ao exterior — o objetivo era tornar o mercado brasileiro mais competitivo na captação de investimentos diretos. (HERMANN, 2011, p.58).

A lei nº 4.131/1962 alargou as bases de financiamento do sistema de crédito nacional ao fomentar a captação de créditos externos, com juros mais baixos e prazos mais flexíveis dos que os de origem doméstica. As grandes empresas públicas e privadas e principalmente as multinacionais ao recorrem a esse tipo de recurso para o financiamento de suas atividades, diminuíram a demanda por capital de longo prazo no mercado interno. O que entrou em desacordo com uma das metas das reformas estruturais que era a criação de um segmento financeiro de ativos de longo prazo (CRUZ, 1998, p.95-96).

O ajuste conjuntural provocou os seguintes resultados: a) as taxas de inflação não seguiram o crescimento previsto pela equipe econômica: alcançou 92% em 1964, 34% em 1965 e 39% em 1966, em discrepância das metas do Plano que eram, respectivamente, 70%, 25% e 10%; b) o ajuste fiscal foi relativamente bem-sucedido, já que mesmo não cumprindo exatamente as metas propostas pelo governo, os déficits ficaram perto do esperado para o biênio 1964-1965; c) as metas de expansão dos meios de pagamento não foram cumpridas em 1964 e 1964 e as do crédito ao setor privado não o foram nos três anos do Programa de Ação Econômica do Governo (PAEG), porém como as metas de inflação foram superadas, devidos ao choque tarifário, a expansão do M1 e do crédito, a trajetória de crescimento real dos meios e o crédito foram ambíguos: negativos em 1964 e 1966 e positivo em 1965; d) devido ao novo mecanismo de correção salarial houve queda do salário real; e) a atividade econômica cresceu a taxa moderadas no período 1964-67, 4,2% ao ano (HERMANN, 2011, p.58-61)

O ajuste estrutural teve os seguintes méritos: a reforma fiscal garantiu uma base tributária eficiente para o financiamento das atividades do setor público (HERMANN, 2011, p.55); a reforma financeira permitiu uma melhor gestão da política monetária com a criação do BACEN e da CMN, além de garantir as condições para a criação de um mercado de dívida



pública no país, financiando os déficits governamentais de forma não inflacionária (HERMANN, 2011, p.62); a criação do FGTS, com o fim da estabilidade no emprego, diminui custos de mão de obra, além de dar mais uma fonte de poupança para o governo (SÁ EARP; PRADO, 2003, p.9); as mudanças do setor externo aumentaram os incentivos para a captação de crédito externo, apesar de desestimular a formação do segmento de capital de longo prazo, devido a atuação da Lei nº 4.131/1962. Porém o objetivo de aumentar oferta interna de crédito a longo prazo fracassou:

A nova organização do sistema financeiro não alcançou todos os resultados almejados, notadamente quanto ao aumento da oferta de crédito interno a longo prazo. ‘Os créditos de longo prazo para investimento fixo [foram] providos exclusivamente por agências públicas e bancos oficiais (BNDE, Finame, BNB, Banco do Brasil e BNH, este evidentemente para financiar a construção de habitações) enquanto os créditos a curto e médio prazos para capital de giro [foram] supridos pelos bancos comerciais e o Banco do Brasil (de forma crescente) e crescentemente pelas financeiras e bancos de investimento’ (Suzigan, Bonelli, Horta e Lodder, 1974, p. 28). Muitas empresas, no entanto, notadamente as estatais, passaram a utilizar créditos externos de mais longo prazo, seja diretamente através da Lei nº 4.131, ou indiretamente através de empréstimos captados pelos bancos através da Resolução 63 do Banco Central e repassados às empresas (e, em menor, escala, com base na Instrução 289 de 1965, revogada em 1972). Lago (2014, p.223).

### **1.1.2 O Milagre econômico**

Antes de abordar o período do milagre, algumas considerações sobre a conjuntura externa entre 1968-1973 serão feitas. A economia mundial estava em pleno crescimento econômico durante a década de 1960: “Entre 1961 e 1973 a economia norte-americana crescia a uma taxa média de 4.5% ao ano, o Japão a uma taxa de 9.4%, a Alemanha 4.3% e a Itália a 4.9% ”(Argy, 1981:69, apud SÁ EARP; PRADO, 2003, p.9). Os Estados Unidos sofriam déficits no balanço de pagamentos, desde o início da década de 60. As causas desse fenômeno eram: a guerra do Vietnã, gastos militares decorrentes da manutenção de tropas na Europa e em outras partes do mundo no contexto da Guerra fria, investimentos externos das empresas americanas e dos empréstimos internacionais concedidos pelos Estados Unidos (SÁ EARP; PRADO, 2003, p.9-10).

Os déficits no balanço de pagamentos americano expandiram o comércio mundial e a reservas internacionais nos países superavitários (em destaque Alemanha, Japão e outras nações europeias). Conjugado com os investimentos americanos que buscavam ativos mais

rentáveis, não submetidos a teto de juros, esses recursos transformaram o mercado de capitais global (HERMANN, 2011, p.67). Provocando a mudança do restrito mercado de operações cambiais de então para um importante negócio de empréstimos bancários internacionais em dólar para empresas transnacionais, governos e empresas públicas, o que ficou denominado como o mercado de eurodólares, já que era realizado, predominantemente, nos grandes centros financeiros europeus (SÁ EARP; PRADO, 2003, p.9-10).

O mercado de eurodólares cresceu a taxa média anual de 36%, entre 1964-1973, saindo de 12 bilhões de dólares em 1964 para 191 bilhões de dólares em 1973 (SÁ EARP; PRADO, 2003, p.10). De acordo com Bonelli e Malan (1976), a “liquidez internacional cresceu em 4 anos (entre 1969 e 1973) a uma taxa média anual de 24% ao ano, enquanto a média anual para os 20 anos anteriores (1949/1969) havia sido da ordem de 2,8% ao ano” (BONELLI; MALAN, 1976, p.359, apud BASTIAN, 2017, p 381). A consequência desse fato para o Brasil foi o crescimento do negócio de divisas e o grande aumento do fluxo de capitais. Contribuindo para o aumento dos investimentos diretos externos no país e o aumento da oferta de créditos para empresas privadas e/ou ao setor público, financiando o crescimento econômico e os déficits no balanço de pagamentos.

Por fim, cabe destacar outro fator exógeno que formava o quadro internacional favorável para o Brasil – a melhora nos termos de troca que evoluíram passando de 104 (base 1980=100) em 1967 para 120,5 em 1973, por conta de um aumento dos preços de exportação de 79,7%, ante a um crescimento dos preços de importação (LAGO, 2014, p.230)

O segundo Presidente da República no período militar assume o poder em marco de 1967. Quando nomeia uma nova equipe econômica com Delfim Neto no Ministério da Fazenda e Hélio Beltrão no Ministério do Planejamento, que posteriormente iria ser substituído por João Paulo dos Reis Velloso em 1969, já no governo Médici.

Costa e Silva manteve em parte o plano de combate gradual a inflação, herdada do governo anterior, porém inseriu algumas modificações: o controle da inflação passou a enfatizar o componente de custos em detrimento da demanda. A nova equipe econômica argumentava que a ação dos preços administrados pelo governo, o aumento da margem de lucro dos oligopólios privados e da taxa de juros causavam a alta dos preços (SÁ EARP; PRADO, 2003, p.16). Em vista disso, o combate da inflação deveria ser conciliada com políticas de incentivo ao crescimento econômico.

O governo, portanto, conduz uma inflexão na condução da política monetária que passa a ser expansionista a partir de 1967, após contração da liquidez em 1966: o M1 cresce a

uma taxa média anual de 14% entre 1968 e 1973, em valores reais (contra 5% no período 1964-1967). O crédito total seguiu a mesma trajetória, com avanço real médio de 17% ao ano entre 1969 e 1973, contra 5% no período 1964-1967 (HERMANN, 2011, p.66).

A partir de 1968, ano de início da política monetária mais expansionista, tanto o produto global como o setorial apresentam grande crescimento. Entre 1968-1973, o PIB real expandiu-se a taxa média de 11,2%, ante uma média histórica do pós-guerra até o começo dos anos 1960, de 7% (LAGO, 2014, p.216).

O crescimento industrial foi marcante: a indústria de transformação evoluiu, em média, 13,3% ao ano e a indústria de construção 15% ano, entre 1968-1973. Os serviços industriais de utilidade pública, o que inclui em destaque a geração de energia elétrica, controladas principalmente pelo governo, tiveram expansão anual de 12,1% (LAGO, 2014, p.216)

O maior crescimento diminuiu a capacidade ociosa do setor industrial, que caiu de 24% em 1967 para 7%, em 1971, praticamente desaparecendo em 1972 (BONELLI; MALAN, 1976, apud SÁ EARP; PRADO, 2003, p.18). O que induziu o aumento da taxa de investimento para a continuidade do crescimento econômico: a participação da formação bruta de capital fixo no PIB cresce de 18,7 (1968-1970), para 20,5% no período 1971-73 (LAGO, 2014, p.217).

A formação de capital no período 1967-1973 foi influenciada pela política industrial, que teve começo em 1964, coordenada pela CDI (Comissão de Desenvolvimento Industrial):

[...] tal política, entre 1968 e 1973, consistia na concessão bastante indiscriminada de incentivos, pois o CDI aprovava a maioria dos projetos submetidos. Ainda que passível de críticas por certa liberalidade na concessão de incentivos, o CDI, juntamente com o BNDE e especificamente o FINAME (com programas de empréstimo de até 8 anos ou até mesmo 15 anos e juros anuais de 3% a 6% mais correção monetária), teve papel importante na recuperação da demanda interna e no crescimento do setor de bens de capital (Lago, Almeida e Lima, 1979a, cap. VI e Suzigan, 1978, p. 48). (Lago, 2014, p.217).

Quanto ao setor primário e terciário, o primeiro teve crescimento médio de 4,5% entre 1968 e 1973, enquanto o segundo teve, também expressivo crescimento no período, com destaque para o comércio (média de 11,1%) e o de transporte e comunicação, com média acima a 13% (LAGO, 2014, p.126).

O crescimento favorável desses diversos setores foi influenciada pela ampliação do crédito: a) agrícola, beneficiado com isenções fiscais e subsídios, com o objetivo de aumentar

a oferta de alimentos para o mercado interno e exportações; b) construção civil, enquanto a construção residencial beneficiou-se dos recursos do Banco Nacional de Habitação (oriundos, por sua vez, das cadernetas de poupança indexadas e do FGTS), a construção pesada foi beneficiada pelo grande aumento de demanda estatal por obras de infraestrutura; c) expansão do crédito ao consumidor, a partir do final de 1966, no momento em que as sociedades de crédito, financiamento, e investimentos foram conduzidas, pelo governo, a fornecer capital de giro para as empresas, para o crédito direto aos consumidores e para o crédito pessoal. O que provocou expressivo aumento na produção de bens de consumo duráveis (LAGO, 2014, p.217).

Fatores herdados do governo anterior e medidas tomadas pelo governo contribuíram para que a inflação diminuísse para uma média de 19,1% a.a no período 1968-1973 (antes a uma taxa de 45,5% entre 1964-1967)<sup>2</sup>: 1) capacidade ociosa herdada do período 1962-1967, em vista do baixo crescimento do PIB; 2) controle de preços industriais e dos juros; 3) a manutenção da política salarial do PAEG que provocou a queda, em média do salário real; 4) uso de subsídios e isenções fiscais ao setor agrícola para aumentar a oferta de alimento para o mercado interno; 5) a redução do deficit público, a partir de 1965 (desaparecendo em 1973), e seu financiamento pelo endividamento junto ao público a partir de 1969, o que diminuiu os empréstimos do Tesouro.

Além disso, a conjuntura internacional permitiu uma melhora das contas externas, dando graus de liberdade ao melhor manejo do câmbio. Não obstante a política de minidesvalorizações realizadas a partir de 1968, as defasagens entre as correções cambiais e a inflação, foram realizadas de modo a não tornar o câmbio um fator adicional de pressão inflacionária, principalmente entre 1970 e 1973 (HERMANN, 2011, p.66).

Cabe destacar, por fim, a herança econômica recebida por Geisel em 1974, em virtude de alguns desequilíbrios surgidos no período entre 1968-1973:

- O crescimento nesse período veio adicionado de um aumento da dependência externa com relação ao petróleo, cuja composição no consumo total de energia primária elevou-se de 34% em 1971 (primeiro dado disponível) para 40% em 1973. O consumo aparente de petróleo que em 1967 era de 21 milhões de m<sup>3</sup>, vai para 46 milhões em 1973. Ao mesmo tempo, a importação desse produto subiu de 59% do consumo interno para 81% (HERMANN, 2011, p.75);

- Desigualdade no crescimento da produção de bens de produção (máquinas, equipamentos e bens intermediários) com relação ao setor de consumo duráveis, não-duráveis e da construção civil.

O crescimento das importações de bens de capital e intermediários em ritmo superior à produção nacional explica essa desigualdade: enquanto entre (1970-1973) a produção de bens de consumo duráveis cresceu 97%, a produção de bens intermediários aumentou 45% (SERRA, 1982, p.91); o coeficiente de importações de bens de capital expandiu-se de 19% para 25,5% entre 1967-1973.

Entre as razões para o crescimento das importações de bens de capital estão: considerável dependência entre a produção doméstica e a importação de bens de capital, explicadas, por sua vez, pela ineficiência do parque produtor já instalado além dos obstáculos de natureza tecnológica para substituir parte das importações; as facilidades de financiamento externo para os bens de capital importado eram maiores; as empresas internacionais aqui instaladas apresentavam tendência de importar os bens de capital que necessitavam em detrimento do mercado interno; facilidades governamentais à compra de bens de capital importados, que só foram estendidos à produção doméstica no fim da década de 70. (SERRA, 1982, p. 96-97);

- Aumento do endividamento externo, a partir do aumento do volume de reservas internacionais, principalmente no período 1971-1973, o que acumulava a conta de ativos externos das autoridades monetárias, aumentando a oferta de moeda e por consequência a inflação futura;
- Serra (1982, p.94) destaca outras razões para inflexão da trajetória inflacionária a partir de 1973: atraso na produção agrícola para o mercado interno, em comparação ao crescimento da indústria e da massa de salários; *superaquecimento* do comércio mundial (subida de preços, especulação e escassez de produtos básicos) dificultando em alguns casos que pontos de estrangulamento fossem evitados ou atenuados mediante importação;

- O superaquecimento de demanda interna também era outro motivo de crescimento inflacionária. Os seguintes indicadores apresentam evidências dessa pressão:

[...] o indicador de utilização de capacidade na indústria alcançou um pico de 90% (87% em 1972) – outro indicador, a proporção de industriais considerando o nível de demanda como “forte” em vez de “normal” ou “fraco”, cresceu para 33% em abril (o mais elevado registrado pela Sondagem Conjuntural da FGV desde 1967) e prosseguiu a escalada para inéditos 49% em julho e 60% em outubro [...]. (MACARINI, 2008, p.36).

## 1.2 CONJUNTA EXTERNA E INTERNA E APRESENTAÇÃO DO II PND

Essa seção tem três objetivos: exibir o contexto internacional do período 1974-78; expor a conjuntura interna do início do governo Geisel, até o momento em que se é proposto o II PND; e apresentar as metas e os instrumentos econômicos desse plano.

Carneiro (2014, p.241-242) aponta que a quadruplicação do preço do petróleo, no final de 1973, teve origem no descompasso entre demanda e investimentos nesse produto, que cedo ou tarde refletiria no preço, a exemplo do que ocorria com diversas outras matérias primas negociadas no mercado internacional. Pelo lado da demanda esse autor aponta que:

A economia mundial cresceu quase 7% em termos de produto (Williamson, 1989, p. 371); as pressões de uma demanda mundial superaquecida desde a escalada dos gastos militares norte-americanos associados à Guerra do Vietnã somavam-se às demandas de aumentos salariais em praticamente todo o mundo industrializado e aos efeitos retardados da queda do dólar em 1971. A expansão de crédito bancário para o comércio internacional, na esteira das inovações financeiras associadas ao surgimento do mercado de euromonedas, garantia que a expansão do produto mundial, a taxas excepcionais, se fizesse com aprofundamento dos fluxos comerciais. O crescimento do comércio mundial, a inflação e a desvalorização do dólar no período imediatamente anterior ao primeiro choque do petróleo foram os principais fenômenos econômicos que ajudam a explicar o mesmo. (CARNEIRO, 2014, p.240).

Em relação à oferta, houve falta de desenvolvimento em fontes alternativas de suprimento energético, além de novos campos de produção de óleo bruto.

Os efeitos imediatos do choque foi o aumento de juros (já em 1974) e redução do crescimento econômico (1974-1975) nos países centrais. O que prejudicou ainda mais a capacidade de importar dos países em desenvolvimento, pois, além de já sofrerem com a piora

nos termos de troca, tiveram suas receitas de exportação deterioradas (HERMANN, 2011, p.77).

O choque de oferta de 1973, porém, causou um efeito benéfico para os países periféricos. A partir de 1974, as receitas de exportação dos países da Organização dos Países Exportadores de Petróleo (Opep) passaram a ser investidos no mercado financeiro dos países desenvolvidos. O ingresso desses recursos, aumentou o capital disponível para os bancos locais, estimulando a aptidão para investimentos de maior risco, principalmente em países em desenvolvimento como o Brasil. Ou seja, os petrodólares passaram a financiar os déficits em transações correntes de países endividados (HERMANN, 2011, p.77).

Geisel começa seu mandato com uma economia em pleno crescimento, refletindo os investimentos em curso ou recém-programados do período anterior. O desequilíbrio externo, apesar de se acentuar em vista do choque do petróleo, não estava fora do controle: as exportações continuavam em alta, a razão dívida/exportações situava-se em níveis toleráveis e o país encontrava-se em posse de reservas internacionais consideráveis (MACARINI, 2008, p.37). A inflação era o problema mais sério a ser enfrentado inicialmente pelo governo: “De janeiro a abril o IPA cresceu à média de 3,9% e a imprensa recolhia uma avaliação generalizada de um movimento em alta, projetando-se uma inflação em torno de 25% a 30%.” (MACARINI, 2008, p.37). Em vista disso, a equipe econômica propôs um programa de estabilização com políticas monetárias e fiscais contracionistas.

Entretanto, a breve ortodoxia esteve condenada por dois motivos: um de natureza econômica e outra de essência política. Quanto ao primeiro, a contração fiscal e monetária não tiveram força para, a curto prazo, reduzir a aceleração da inflação. Porém provocou queda na atividade industrial, além de levar à falência uma grande instituição financeira (Grupo Halles). Em vista da substancial liquidez da economia, da inflação decorrente do fim de alguns preços administrados, e do aumento do preço em dólares dos bens importados decorrentes do primeiro choque do petróleo, a inflação não cedeu em 1974; a derrota do Arena (partido do governo) nas eleições de 1974 prejudicou a sustentação da distensão. Momentos de incerteza política não são favoráveis a medidas de austeridade (FISHLOW, 1986, p.515).

Em vista disso, no início de 1975, estava decidido a mudança de rumo da política econômica, em favor da retomada do crescimento, materializada sob a forma do lançamento do II PND. Outras motivações para essa mudança foram: os empresários afetados pela austeridade tinham suficiente poder político para pressionar o bloqueio por essa opção de

política econômica; a ideologia do regime se baseava na ideia de grandeza, do *Brasil Grande Potência* o que era não era congruente com políticas de estabilização e seus efeitos negativos sobre o crescimento (MACARINI, 2008, p.41-42).

Macarini (2008, p.42) faz a ponderação que o as principais medidas instrumentais para a efetivação do II PND já estavam sendo implementadas ao longo de 1974, antes, portanto das eleições de novembro. E que o efeito das causas, citadas anteriormente para a mudança de condução na política econômica, foi de antecipar e acelerar a execução do plano.

A mudança de rumo era facilitada por dois fatores: a inflação mais alta era tolerada devido a indexação generalizada, que já era característica da economia e porque um balanço de pagamentos mais fraco não impediria o crescimento, em vista da conjuntura internacional, decorrente da reciclagem dos petrodólares (FISHLOW, 1986, p.515-516).

O diagnóstico que orientou a formulação do II PND se baseava na constatação de alguns problemas que afetavam a economia brasileira em fins de 1973: forte dependência do petróleo e atraso no desenvolvimento setor de bens de capital o que com a crise do petróleo e o nível de crescimento da economia geravam uma tendência a um elevado desequilíbrio externo (SERRA, 1982, p.101-102).

Dentre os objetivos do plano estavam:

- (i) que entre 1974 e 1979 a economia (PIB) crescesse a 10 por cento ao ano, a indústria a 12 por cento, a agricultura a 7 por cento e as exportações aproximadamente duas vezes e meia em volume no conjunto do período;
- (ii) substituir aceleradamente as importações no setor de bens de capital e insumos básicos (química pesada, siderurgia, metais não-ferrosos e minerais não metálicos);
- (iii) desenvolver grandes projetos de exportação de matérias-primas (celulose, ferro, alumínio e aço);
- (iv) aumentar intensamente a produção interna de petróleo e a capacidade de geração de energia hidrelétrica, desenvolver o transporte ferroviário e o sistema de telecomunicações, realizar um amplo programa de eletrificação rural, irrigação e construção de armazéns e centrais de abastecimento. (SERRA, 1982, p.104).



Os instrumentos que seriam utilizados para o cumprimento dessas metas eram:

- (i) promover a transferência de parte da poupança privada então destinada ao financiamento dos bens de consumo duráveis para sustentar os novos investimentos;
- (ii) obter financiamento externo e atrair investimentos estrangeiros de risco (sob forma de joint ventures) sobretudo para os projetos de exportação;
- (iii) realizar o redirecionamento da poupança compulsória (no caso, o PIS-PASEP), para o sistema BNDE, cujo papel no fomento da produção de bens de capital deveria ser fortalecido;
- (iv) canalizar os estímulos e incentivos aos investimentos por intermédio do CDI (Conselho de Desenvolvimento Industrial), instituição à qual competia conceder isenções relacionadas com importações de máquinas e equipamentos;
- (v) mobilizar as empresas estatais, muitas delas responsáveis integrais pelo cumprimento dos programas de investimento e produção em seus respectivos setores de atividade. (SERRA, p.104-105).

### **1.3 CONTROVÉRSIAS SOBRE O II PND<sup>3</sup>**

Segundo Carneiro (2002, p.55), há, no mínimo, três correntes de interpretação sobre o período: uma visão ortodoxa, em que a estratégia de política econômica é analisada como evasão ao ajustamento; uma perspectiva estruturalista, no qual o período é visto como de ajuste estrutural; e por fim, uma interpretação crítica que aponta as falhas da tentativa do ajuste estrutural.

Essa seção tem o objetivo de apresentar a contribuição de obras representativas de cada ótica: Fishlow (1986) e Carneiro Netto (2014), ortodoxa; Castro e Souza (1985), estruturalista e Carneiro (2002) e Lessa (1978), interpretação crítica. O que permitirá analisar a divergência na literatura referente a alguns aspectos do II PND, como a sua racionalidade econômica e os instrumentos utilizados na reforma. A visão sobre a justificativa e a formação

3 Para mais informações sobre a imensa gama de controvérsias sobre o plano, ver Naretto (1994); Boarati (2003).

do endividamento externo entre 1974-1980 muda de acordo com as hipóteses referentes a esse plano de desenvolvimento.

A justificativa para a escolha de cada obra é a seguinte: Castro e Souza (1985) é a obra seminal da visão estruturalista, defensor da racionalidade econômica do plano; Fishlow (1986) pela análise das motivações políticas na escolha do II PND e a crítica das medidas econômicas conjunturais tomadas no período; Carneiro Netto (2014) por enfatizar o legado negativo deixado pelo ajuste estrutural para a década de 1980; Carneiro (2002), por apresentar uma crítica ao padrão de financiamento do II PND, essencial para o estudo da evolução do endividamento externo no período; e, por fim, Lessa (1978) por destacar o erro de se realizar a transformação na estrutura produtiva no meio de uma conjuntura extremamente adversa para tal ação.

### **1.3.1 Castro e Souza (1985)**

Os autores defendem a racionalidade econômica das medidas tomadas no início do governo Geisel. Segundo Castro e Souza (1985, p.37):

[...] o bloco de investimentos anunciado pelo II PND, destinado a ‘ substituir importações e, se possível, abrir novas frentes de exportação’, teria em princípio por efeito: sustentar a conjuntura impedindo uma descontinuidade de consequências imprevisíveis; assegurar o espaço necessário à absorção do surto anterior de investimentos; e claro, modificar, a longo prazo, a estrutura produtiva.

O ajuste estrutural ao investir na ampliação dos setores de bens de capital e insumos básicos, além de diminuir a dependência externa, representava uma autêntica mutação (na expressão de Castro e Souza (1985) na estrutura da economia ao direcionar a industrialização para as indústrias capital-intensiva e tecnológica-intensivas, dando-lhes competitividade internacional (CARNEIRO, 2002, p.58)

Desaquecer a economia via política fiscal e monetária ou deprimir o consumo em favor do investimento, não resolveria o problema do balanço de pagamentos, visto que não avançaria em modificar a estrutura econômica desequilibrada (com deficiências no setor de bens de capital e de petróleo).

O anúncio do novo bloco de investimentos sustentou o ânimo dos empresários, ao manter um ritmo de expansão da renda adequado, evitando que a safra do milagre sofresse

prejuízos. Além de que ao manter a trajetória crescente dos investimentos, ampliava-se a capacidade produtiva.

Os autores destacam a ousadia do plano pelas seguintes razões: pretendia-se mudar o estilo de desenvolvimento (antes baseado em bens de consumo duráveis) em favor da expansão dos ramos intermediários; o novo bloco de investimentos se daria com a economia mundial entrando em recessão, e além disso com a economia interna pendendo à reversão cíclica; favorecia atividades intensivas em petróleo, como metalurgia e petroquímica, agravando o problema energético no curto e médio prazo; e por fim a política de mudança na oferta ao enfatizar os setores de insumos básicos e de bens de capital, sendo o atraso relativo desses formando o estigma, na esfera industrial, do subdesenvolvimento, pretendia “superar, conjuntamente, a crise e o subdesenvolvimento” (CASTRO, 1986, p.33).

Castro e Souza contestam a crítica sobre a falta do ajustamento da economia em 1974. O governo ao tentar resolver as causas do desequilíbrio do balanço de pagamentos atuando diretamente na transformação da base energética e do aparelho produtivo, reconhecia a gravidade e durabilidade da crise do petróleo.

O autor defendia as metas irrealísticas do plano. O argumento é que caso o governo houvesse adotado objetivos de crescimento não ambiciosos, diminuiria o *animal spirits* dos empresários: “Se, em agosto de 1974, se tivesse estabelecido para 1975 uma meta de expansão do PIB de, digamos, 4 a 6%, o desânimo teria sido total. E essa taxa de crescimento mais baixa teria ocorrido não em 1975, mas já em 1974.” (Velloso, apud Castro, 1986, p. 39).

Não fazia sentido, também, desvalorizar o câmbio em 1974, pois não havia como a economia realizar um substancial esforço exportador na época (a estrutura produtiva ainda era considerada frágil, precária, sendo de nível tecnológico relativamente inferior ao dos países desenvolvidos). Em vista disso Castro (1986, p. 43): “Não creio, em suma, que existisse, para o Brasil, solução capaz de evitar o endividamento externo e o redirecionamento forçado dos investimentos.”

Quanto às críticas sob o aumento do grau de estatização da economia no período, dada a escolha do governo em responder o choque externo de 1973, por meio da reformulação do aparelho produtivo e a falta de interesse do setor privado em investir nos setores a serem reformulados, não havia outra opção ao governo se não utilizar de todos os instrumentos direto e indiretamente sob o comando deste para a realização dos objetivos propostos.

### 1.3.2 Fishlow (1986)

A formulação do II PND possuía três contradições: a subestimação da crise do petróleo; a deterioração no curto prazo do balanço de pagamentos; e o papel excessivo do Estado como protagonista dos projetos.

A conjuntura interna e externa era problemática, no início do governo Geisel: um setor industrial com pouca capacidade ociosa, exigindo-se elevados investimentos na opção de se manter o crescimento; a deterioração das relações de troca com a taxa de câmbio apreciado; inflação interna e externa em aceleração; e uma matriz energética fortemente dependente do petróleo.

A opção pelo crescimento só foi possível através do recurso ao endividamento externo, permitindo manter o câmbio apreciado, e, implicitamente, o subsídio à energia e demais matérias primas importadas, fazendo com que o país pudesse se isolar da inflação importada. O que fez com os setores prioritários do II PND pudessem receber elevadas taxas de investimento fixo. Resolvendo o conflito potencial em se manter altas taxas de crescimento com aumento do consumo. A estratégia de crescimento com endividamento servia aos interesses de legitimidade do governo, pois tornava possível atender ao máximo de interesses domésticos que lhe davam sustentação.

A substituição de importações do II PND só funcionaria como um ajuste de curto prazo se houvesse um grau elevado de capacidade ociosa na indústria. Possibilitando aumentar a produção, em meio a restrição externa, sem a exigência de um grande aumento de importações essenciais.

A inalterada base fiscal do governo conjugada com a pressão do setor privado para a concessão de subsídios, isenções fiscais e o uso do endividamento externo para sustentar o alto nível de gastos do II PND descumpriam a meta da existência de um setor público que estabeleceria uma *relação construtiva* com o setor privado.

O autor criticou também a inconsistência da política macroeconômica entre 1976 e 1979, que nomeou como o período *tapa buracos*. O governo realizava política monetária contracionista para manter a inflação baixa e com o aumento dos juros atrair capital externo, para compor reservas cambiais. Como a entrada de divisas excedia o necessário para se cobrir o déficit de transações correntes, o Banco Central acumulava uma quantidade importante de reservas. A acumulação de reservas expandia a base monetária, aumentando os depósitos nos bancos comerciais, o que aumentava a oferta de crédito. Diminuindo assim a eficácia da

política monetária em curso. O aumento dos juros enfraquecia a capacidade fiscal do Estado, já que ampliava a demanda por crédito subsidiado por parte da classe empresarial. E os controles administrativos nos preços das estatais deprimiam as receitas dessas empresas. Que recorriam ao endividamento externo como forma de obtenção de capital (FISHLOW, 1986: 524-5).

### **1.3.3 Carneiro Netto (2014)**

Erros de diagnóstico além da ineficiência dos instrumentos de política econômica após o primeiro choque do petróleo foram responsáveis, em grande parte, pelo desequilíbrio macroeconômico da economia brasileira, no início da década de 1980 - alto endividamento externo, deterioração da saúde fiscal do Estado, inflação acelerada e perda de dinamismo econômico (CARNEIRO NETTO, 2014, p.246).

O autor defende que a melhor opção diante do choque de oferta de 1973 era ter feito um ajuste conjuntural em 1974. Porém alguns condicionantes internos foram decisivos para que a opção tomada fosse outra – A leitura dos jornais da época não davam nenhuma evidência que as autoridades brasileiras tiveram, num primeiro momento, consciência da gravidade da crise do petróleo e das novas restrições mundiais, a abundância de liquidez externa permitia o financiamento do choque de oferta sem maiores restrições, a indexação generalizada aumentava a tolerância do governo a taxas de inflação mais altas, a opção por não desvalorizar o câmbio era justificada devido ao pessimismo quanto às elasticidades e o temor inflacionário, o ajustamento conjuntural era impossibilitado por razões políticas (um ajuste recessivo era contrário a estratégia de legitimidade via crescimento). Devido a esse conjunto de razões, o governo optou por realizar um ajustamento na oferta, calibrando os preços relativos de forma mais gradual, utilizando-se do financiamento externo.

Não desvalorizar o câmbio teve como contrapartida a opção por intervir mais ativamente na economia, seja via incentivos fiscais e creditícios, seja a partir do aumento do investimento público na readequação da oferta.

O resultado do uso desses incentivos foram – a diminuição da receita pública já que o Estado deixou de coletar certos tributos e realizou empréstimos com encargos abaixo da inflação. Esse efeito foi agravado ainda por outras ações como a prática de se reajustar os preços públicos abaixo da inflação e o uso generalizado de artifícios financeiros que

escondiam a verdadeira dimensão fiscal. O corolário do aumento do protagonismo público no investimento foi a maior necessidade da poupança pública ou de um maior endividamento do setor público (CARNEIRO NETTO, 2014, p.260-261).

Para conter os desequilíbrios comerciais provocadas pela crise do petróleo, o governo encareceu as importações a partir do aumento generalizado das tarifas, bem como pela criação de encargos financeiros e restrições quantitativas de vários tipos. O autor elogia essa política comercial que provocou a diminuição do coeficiente de importações sob o produto – esse valor passa de 12% em 1974 para 7,2% em 1978 (CARNEIRO NETTO, 2014, p.257).

No entanto, o sucesso no controle das importações não foi suficiente para reverter a tendência de deterioração do déficit na conta corrente :

[...] Entre 1974 e 1978 as importações mundias cresceram cerca da metade do que haviam crescido entre de 1970-1974. A desaceleração do crescimento do comércio mundial, que se agrava após 1978, foi mais importante do que a aceleração progressiva da taxa de juros paga pelo Brasil, que adquire importância a partir de 1979. Estes são os grandes fatores por detrás da deterioração do balanço de pagamentos brasileiro [...] (CARNEIRO NETTO, 2014, p.257).

Com relação à política industrial, o autor apesar de reconhecer que os objetivos gerais da reestruturação da oferta foram atingidos (apesar de que com prazos mais longos do que os previstos), crítica a subestimação do mercado de bens de capital, que provocou a elevação da capacidade ociosa no setor e a concessão indiscriminada de uma gama de estímulos fiscais, creditícios e cambiais que provocaram a queda da carga tributária líquida e do aumento do endividamento do setor público (CARNEIRO NETTO, 2014, p.259).

Por fim, cabe enfatizar que o maior protagonismo do Estado no investimento em meio a uma queda na carga tributária e cenário externo adverso fez com que houvesse um aumento explosivo da dívida externa:

A dívida externa brasileira cresceu US\$18 bilhões entre 1974 e 1977, outros US\$18 bilhões nos dois anos seguintes. No início do governo Geisel, o país pagava anualmente US\$600 milhões de juros, em 1978 a conta de juros líquidos subira para US\$2,7 bilhões que a alta das taxas de juros internacionais elevaria para US\$4,2 bilhões no primeiro ano do governo Figueiredo. Em grande medida, este vertiginoso crescimento da dívida externa foi o resultado da política de longo prazo adotada. (CARNEIRO NETTO, 2014, p.256).

### 1.3.4 Carneiro (2002)

Para Carneiro (2002, p.28) só é possível explicar as diferentes dinâmicas da economia brasileira ao longo da história, a partir do estudo da interdependência entre fatores internos e externos do desenvolvimento. Dentre os fatores externos estão: a disponibilidade de acesso às tecnologias que se encontram na fronteira da produção; a organização das finanças internacionais, que influenciam na presença ou ausência de financiamentos; as regras vigentes sobre o comércio e as finanças, além das instituições internacionais que as regulam (CARNEIRO, 2002, p.28-29).

Com relação aos aspectos internos:

Dentre os fatores internos, o destaque cabe ao padrão de crescimento – a combinação de setores produtivos líderes do processo – e ao padrão de financiamento, ou seja, a sua capacidade de financiar o investimento nos prazos e volumes requeridos pelo primeiro. O outro elemento central do processo refere-se ao papel do Estado, à sua intervenção direta na economia e sua articulação com o setor privado. (CARNEIRO, 2002, p.29).

Quanto aos setores líderes do processo, a industrialização é vista, pelo autor, como um processo de diferenciação da estrutura produtiva e de independência dos determinantes do crescimento diante da conjuntura externa. No seu estágio mais avançado, quando o setor líder é o da industrialização pesada, a autonomia perante os mercados externos é máxima. Já que a existência de um amplo setor produtor de bens de capital, transforma o investimento e seus encadeamentos, como o motor crítico da dinâmica da economia. Isto é, ocorre a autonomia quanto a dependência do processo de reprodução do capital e as importações de meios de produção (CARNEIRO, 2001, p.37).

Entretanto, a independência de uma economia perante os condicionantes externos, realizada através da modernização da estrutura da economia, depende de um sistema financeiro robusto capaz de financiar essa diferenciação. Quanto mais o processo de industrialização avança para os setores de maior complexidade tecnológica, maior é o requerimento de capital e de prazos de maturação mais longos para o investimento. A ausência desse padrão de financiamento, faz com que essa demanda seja realizada a partir de créditos externos (CARNEIRO, 2001, p.37-38).

A combinação do padrão financeiro nacional, formado a partir das reformas do governo Castelo Branco e vigente durante o período do II PND (deficiente na oferta de

créditos de longo prazo no volume e nos prazos adequados às empresas nacionais, públicas e as multinacionais), com um período de crescimento econômico, incentivou a tomada do financiamento externo (com o uso, por exemplo, da Lei nº 4.131/1962) por esses agentes econômicos, o que contribuiu para o aumento do endividamento externo no período 1974-1980 (CARNEIRO, 2002, p.85). Ou seja, a tentativa de dar autonomia a economia brasileira diante da conjuntura externa, através de novos projetos de industrialização, ao não levar em conta a formação de um sistema financeiro robusto, acabou produzindo o efeito contrário: o aumento da dependência brasileira a conjuntura externa.

### **1.3.5 Lessa (1978)<sup>4</sup> e síntese**

O autor pontua que uma série de dificuldades desencorajavam a realização de uma ajuste estrutural naquele momento – a economia estava em um processo cíclico de desaceleração por causa do excesso de investimento do período do milagre, as condições externas eram adversas, com queda do comércio global e com a piora nas condições de financiamento (prazos mais curtos e juros mais altos), apesar de se tentar readequar a oferta às novas condições externas o II PND implicava numa piora, no curto prazo, no balanço de pagamento, pois ampliava a importação de bens de capital e insumos. Além disso o plano criava tensões políticas com o setor hegemônico do ciclo anterior – o de bens de consumos duráveis. Por essas razões, o fracasso do plano já se tornou visível em 1977, com a desaceleração do programa de investimentos.

Lessa (1978) destaca, também, que as autoridades da época tentaram conciliar a maior gama de interesses possíveis, mantendo sua legitimidade, e evitando assim perda nos setores médios da sociedade, e como resultado, à indústria de bens de consumo duráveis.

De um modo geral pode se destacar as seguintes críticas de autores ortodoxos e críticos ao ajustamento com relação ao II PND: Não era o momento propício a realização de um ajuste estrutural de tamanha magnitude, em vista da conjuntura internacional e da falta de uma estrutura financeira interna capaz de sustentar os investimentos; a contradição em se resolver o problema do balanço de pagamentos com um plano de desenvolvimento intensivo em importações; a deterioração fiscal do Estado em vista da concessão ineficiente de subsídios e isenções fiscais e o alto endividamento externo formado no período.

4 A parte sobre Lessa(1978) se baseia na interpretação de Carneiro (2002, p.58)



Para Castro e Souza (1985) em vista na inutilidade a política fiscal, monetária e cambial para ajustar a economia a um de choque de oferta do tamanho da crise do petróleo, não havia outra alternativa se não realizar um ajuste estrutural para aumentar a gama de produtos exportáveis e diminuir as importações mesmo que isso implicasse num aumento do endividamento externo no curto prazo – “O dilema era a opção entre crescimento com mudança estrutural e endividamento, ou recessão pura e simples.” (CASTRO; SOUZA, 1985, p.126)

## 2 ANÁLISE DOS INDICADORES DE ENDIVIDAMENTO EXTERNO

O capítulo será dividido em duas seções. A primeira seção tem o objetivo de apresentar e justificar a utilização de quatro indicadores sintéticos para a análise do endividamento externo: 1) passivo externo líquido/exportações de bens e serviços; 2) dívida externa líquida/exportações de bens e serviços; 3) déficit em transações correntes/exportações de bens e serviços; 4) dívida externa de curto prazo/ reservas internacionais. A segunda seção tem a meta de aplicar esses indicadores sintéticos de endividamento para o período 1974-1980.

### 2.1 APRESENTAÇÃO DOS INDICADORES SINTÉTICOS DE ENDIVIDAMENTO EXTERNO

O balanço de pagamentos(BP) pode ser definido pela seguinte relação contábil<sup>5</sup>:

$$\mathbf{BP = [(X-M) - RLEE] + MK}$$

Onde: X=Exportação de bens e serviços não fatores;

M=Importação de bens e serviços não fatores;

RLEE=Renda líquida enviada ao exterior ;

(X-M)-RLEE = Saldo de transações correntes=TC;

MK=Movimento de capitais.

No caso em que o BP=0 e não havendo, portanto, acúmulo nem perda de reservas:

$$\mathbf{BP=TC+MK=0} \quad \rightarrow \quad \mathbf{-TC=MK}$$

Caso não se utilize de reservas internacionais formadas anteriormente para cobrir o saldo em conta corrente, variações na conta de movimento de capitais devem financiar os déficits em transações correntes, de modo a manter estável o BP. Porém o uso dessa conta para cobrir o déficit tem um custo:

5 Cabe destacar que a apresentação feita nesse capítulo segue a 5ª edição do Manual do Balanço de Pagamentos e Posição de Investimento Internacional (BPM5), que vigorou até o primeiro semestre de 2015. Para maiores informações sobre a nova edição, ver: <http://www.bcb.gov.br/pt-br/#!/n/6MANBALPGTO>. Acessado em 29 de setembro de 2017.

O problema dos saldos em transações correntes é que, em certo sentido, eles se realimentam. Um país deficitário cobre o seu desequilíbrio em conta corrente recebendo capitais externos. Essa entrada de capitais, todavia, significa maiores transferências futuras de renda para o exterior, sob a forma de juros e remessas de lucros, carregando o déficit em transações correntes futuras (SIMONSEN; CYSNE, 2009, p. 89).

Dado uma crescente remessa de rendas para o exterior e uma sucessão de déficits em transações correntes o montante do passivo externo torna-se gradualmente maior. A questão, portanto, é saber até quando os agentes financeiros estarão dispostos a financiar esse débito. A disposição dos investidores internacionais depende de fatores qualitativos e quantitativos de um país. Entre os primeiros estão a previsão de crescimento da sua produção e das exportações e a solidez de suas instituições políticas e econômicas. Já em relação ao segundo o parâmetro essencial é a relação passivo externo líquido/ exportações (SIMONSEN; CYSNE, 2009, p.92).

A justificativa para esse parâmetro quantitativo é que os agentes externos, seja realizando um investimento direto, seja realizando uma operação de crédito, desejam remeter suas rendas para o exterior em moedas conversíveis (como o dólar, euro ou em outra moeda estrangeira com essa característica). O que interessa a esses investidores é quanto um país pode obter divisas via exportação de bens e serviços, já que são a fonte primária de obtenção dessas moedas (SIMONSEN; CYSNE, 2009, p.92). Esse indicador traduz a capacidade de pagamento de um país, posto que indica quantos anos de exportação seriam necessários para quitar todo o passivo externo (GIAMBIAGI *et al.*, 1998, p.448, apud, BASTIAN, 2017, p.370).

O passivo externo líquido cresce de acordo com a taxa de juros que esse débito é rolando (uma taxa média que engloba, por exemplo, a remuneração tanto de empréstimos quanto do estoque de investimento direto externo), a relação crucial para que a dinâmica dessa dívida seja sustentável no longo prazo é dado pela diferença entre a taxa de crescimento das exportações e da taxa de juros:

Conforme demonstrado originalmente por Domar (1957), se a taxa de crescimento das exportações fica sistematicamente abaixo da taxa de juros, mesmo para um déficit comercial “primário” pequeno e constante, a razão passivo externo/ exportações cresce sem limite e em algum momento será necessária a geração de um superávit comercial para estabilizar o crescimento do passivo externo (MEDEIROS; SERRANO, 2001, p. 119)<sup>6</sup>

6 Para uma derivação formal dessa relação ver Lara (2012, p.17-20)

Devido à dificuldade de se calcular as diversas taxas de retorno dos diferentes ativos que compõem o passivo externo líquido, Serrano e Medeiros (2001) propõem um indicador alternativo para analisar a trajetória de crescimento de uma dívida externa – déficit em transações correntes/ exportações de bens e serviços. Lara (2012,p.22) pontua que esse indicador é superior a outra alternativa como o déficit de transações correntes/Produto Interno Bruto(PIB), já que nem tudo que é produzido pode transformar-se em divisas, somente as exportações possuem tal característica.

As questões até aqui tratadas entram na ótica de vulnerabilidade externa que Lara (2012,p.21) chama de solvência externa: a capacidade de um país manter a confiança dos investidores quanto ao pagamento do passivo externo no longo prazo. A diminuição da oferta de capitais para cobrir o déficit de transações correntes é a consequência da perda dessa certeza.

Porém uma trajetória adversa do passivo externo não leva, necessariamente, a uma crise cambial. Já que o país tem a opção de manejar a política fiscal e monetária, de modo a gerar saldos comerciais e, assim, interromper a trajetória de crescimento da dívida:

[...] crises de liquidez externa e a crise cambial propriamente dita em geral ocorrem apenas quando subitamente os credores externos se recusam a refinarciar os compromissos externos que vencem num determinado período (MEDEIROS; SERRANO, 2001, p.120).

O problema de um indicador como o passivo externo líquido/exportações de bens e serviços, para a avaliação de uma possível crise cambial, é que esse desconsidera como a diferença na estrutura dos prazos do passivo externo pode afetar a vulnerabilidade externa.

Considere, por exemplo, a diferença envolvida numa estrutura de prazos formada, por um lado, só por investimentos diretos estrangeiros, e do outro lado só com títulos da dívida externa com vencimento fixado no curto prazo. Enquanto em relação ao primeiro a renda derivada do fator de produção deverá ocorrer espaçadamente, ao longo da vida útil do ativo, já o segundo se os ativos forem acumulados em grandes quantidades e tiverem a data de liquidação próximas, pode haver a saída de fluxos de capitais em grandes proporções e de modo concentrado no tempo (LARA, 2012, p.20).

Medeiros e Serrano (2001, p.121) propõem um indicador que permite analisar a vulnerabilidade externa sob a ótica das diferentes estruturas de prazos envolvidas no passivo externo – passivo externo de curto prazo/reservas cambiais. Já que para os autores a

probabilidade de uma crise de liquidez é diretamente relacionada com a capacidade do Banco Central de pagar os débitos de curto prazo.

A ótica da vulnerabilidade externa pela qual se trata aspectos de curto prazo, no qual se não resolvidos podem resultar em crises cambiais é chamada de liquidez externa:

As condições de liquidez dizem respeito à capacidade da autoridade monetária de sustentar um determinado patamar de taxa nominal de câmbio, suprindo, com suas reservas internacionais, as flutuações de demanda por divisas estrangeiras. (LARA, 2012, p.24)

Dos indicadores tratados até aqui, tem-se o passivo externo/exportações de bens e serviços e déficit de transações correntes/exportações de bens e serviços para lidar com o problema da solvência externa e o para a liquidez externa foi-se proposto o passivo externo de curto prazo/reservas cambiais. Por fim, adiciona-se também o indicador dívida externa líquida / exportações de bens e serviços, devido à importância da composição do passivo externo líquido entre o estoque de investimento direto estrangeiro e a dívida externa líquida (BASTIAN, 2017, p.372).

## **2.2 APLICAÇÃO DOS PARÂMETROS DE ENDIVIDAMENTO EXTERNO**

Antes de começar a segunda seção, cabe aqui a realização de algumas observações metodológicas sobre a construção desses indicadores :

- O passivo externo líquido é por definição o simétrico da posição internacional de investimento líquido<sup>7</sup>, ou seja, corresponde ao estoque de passivos financeiros externos menos o estoque de ativos financeiros. Porém esse dado só é disponibilizado pelo Banco Central para o ano de 2001 em diante. Por isso usa-se aqui a proxy, passivo externo líquido ano  $t$  é igual a dívida externa líquida de 1956 mais o resultado do somatório da conta corrente de 1957 até o ano  $t$ <sup>8</sup>, sugerido em (SIMONSEN; CYSNE, 2009, p.125).

7 “A posição internacional de investimento líquido é o balanço contábil do estoque de ativos e passivos financeiros externos de uma economia.” (SIMONSEN; CYSNE, 2009,p.81)

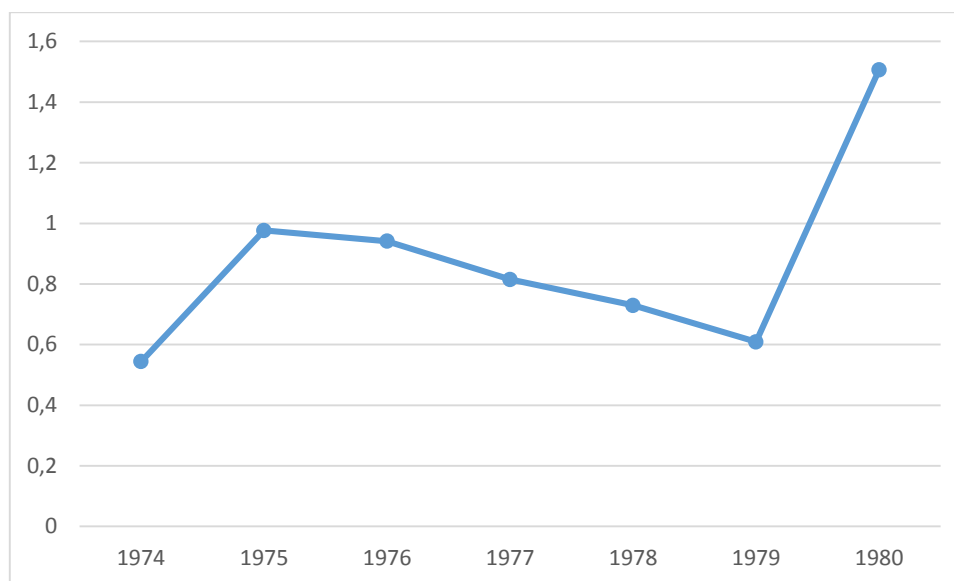
8 Utiliza-se o ano de 1956 como ponto inicial pois é a primeira data no qual há dados sobre a dívida externa bruta. A dívida externa líquida é dada pela diferença entre a dívida externa bruta e as reservas internacionais conceito liquidez.

- Com relação ao passivo externo de curto prazo foi utilizado como *proxy* o dado dívida externa não registrada, disponibilizado pelo Bacen. Visto que essa rubrica representa toda a dívida de curto prazo, ou seja, aquela com vencimento igual ou inferior a 360 dias, composta por obrigações dos bancos comerciais e múltiplos, da Caixa Econômica Federal e do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), do CRR (convênio de crédito recíproco) e por linhas de crédito de curto prazo das empresas estatais (SIMONSEN; CYSNE, 2009, p.128)
- Para a avaliação da trajetória do indicador passivo externo líquido/exportações de bens e serviços será utilizado a *regra de bolso* sugerida em Simonsen e Cysne (2009, p.92) – a posição do país é confortável se a relação estiver abaixo de 2, em posição duvidosa se estiver entre 2-4 e em estado crítico se estiver acima de 4.
- Todos os dados utilizados neste capítulo podem ser consultados no anexo estatístico, que com a exceção da dívida externa bruta cuja fonte é o Ipeadata, são fornecidos pelo Banco Central.

### **2.2.1 A vulnerabilidade externa no período 1974-1980**

Com base no indicador dívida externa de curto prazo sobre reservas internacionais, proposto por Medeiros e Serrano (2001), para avaliar a possibilidade de uma crise cambial, houve uma piora da liquidez externa durante o período, apesar de que entre 1975-1979 o indicador mostrar uma tendência declinante.

Gráfico 1 - Indicador I: dívida externa de curto prazo/Reservas internacionais (1974-1980)



Fonte: Elaboração própria a partir do Banco Central

O perfil da dívida se deteriora principalmente no ano em que a consequência do segundo choque do petróleo é máxima – período 1979-1980. Isso pode ser explicado já que nesse período há aumento da atribuição de riscos para os países periféricos, com os capitais de prazos mais dilatados e de juros relativamente menores preferindo investimentos em ativos mais seguros nos países desenvolvidos (como títulos da dívida pública americana). Além disso esse ano é de aumento do déficit em transações correntes e perda de reservas internacionais (há uma queda de 28,5% entre 1979-1980, saindo de um total anual de US\$ 9,7 milhões no primeiro ano para US\$ 7,0 milhões no ano posterior) devido à recessão mundial, degradação dos termos de troca e fuga de capitais. Nesse sentido, por esse indicador, o papel II PND para a explicação desses resultados é menor.

No período 1974-1978 cerca de 79% do aumento da dívida bruta foi causado pela dívida líquida, contra 21% das reservas internacionais. No início do período (1974-1975) as consequências do choque do petróleo, deterioração dos termos de troca e da oferta de crédito, aumentaram a participação da dívida líquida no aumento da dívida bruta (há queda de reservas internacionais durante o período). No período posterior (1976-1978) há um aumento da importância das reservas na explicação do aumento da dívida bruta. E após 1979 a dívida bruta expande-se acima da dívida líquida virtude da perda de reservas internacionais causada pela diminuição dos financiamentos, após o segundo choque do petróleo (CARNEIRO, 2001, p.89).

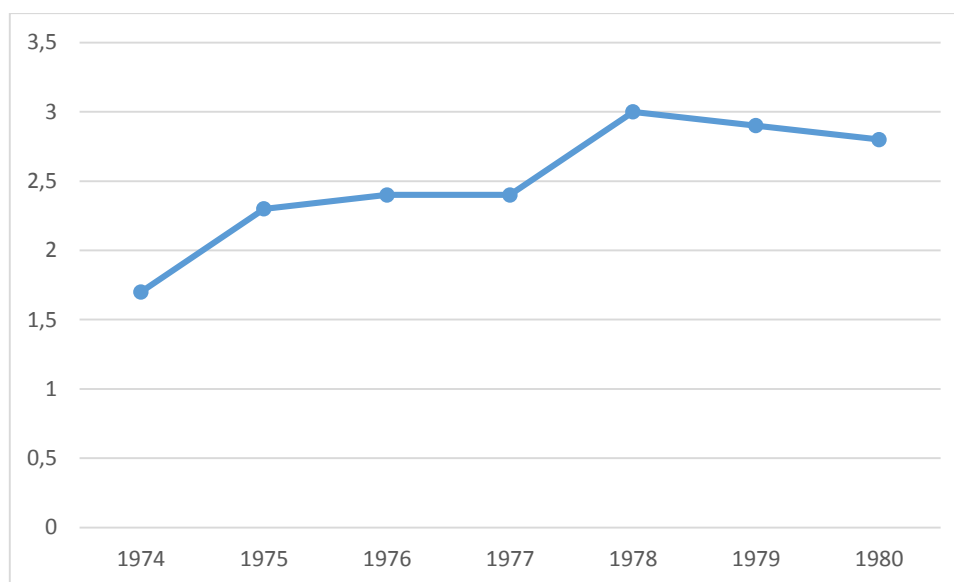
Quadro 1 - Composição do aumento da dívida externa bruta

Período	Participação da dívida líquida no aumento da dívida externa bruta	Participação das reservas internacionais no aumento da dívida externa bruta
1974-1976	89%	11%
1976-1978	72%	28%
1974-1978	79%	21%

Fonte: Elaboração própria a partir do Banco Central

Por outro lado, outros parâmetros reforçam a responsabilidade do ajuste estrutural pelo aumento da vulnerabilidade externa. O indicador dívida externa líquida/Exportações de bens e serviços mostra uma piora no perfil da dívida, não obstante uma breve melhora entre 1978-1980 – há um aumento de 64,7 % no período 1974-1980, saindo de 1,7 em 1974 para 2,8 em 1980. O que indica que o aumento do passivo externo no período veio com o aumento da participação da dívida externa líquida em detrimento do estoque de investimento direto estrangeiro.

Gráfico 2 - Indicador II: dívida externa líquida/Exportações de bens e serviços



Fonte: Elaboração própria a partir do Banco Central

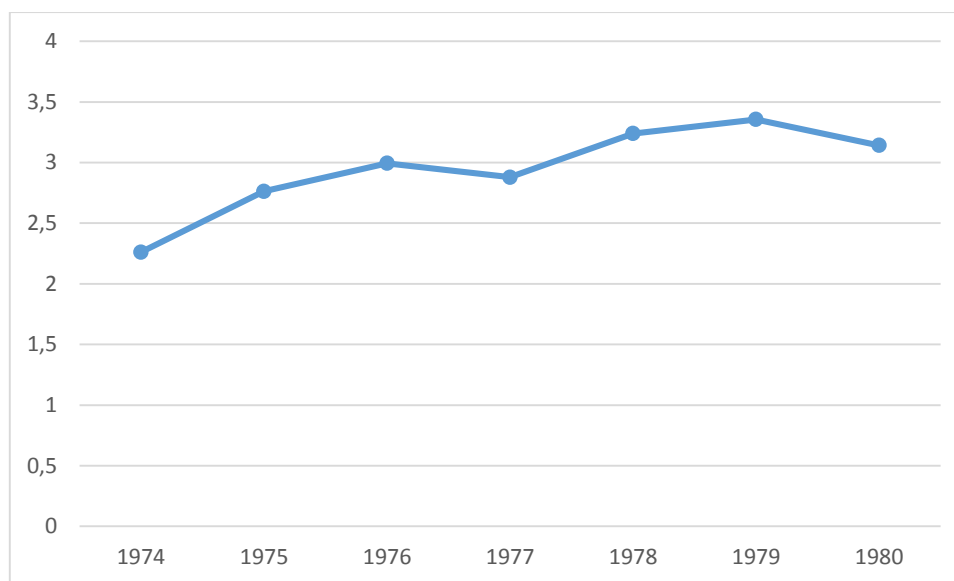
Outros dados da degradação nas condições de tomada de capitais externos são dados por Batista Júnior (1988, apud CARNEIRO, 2002, p.93) – a dívida pública tomada a taxas flutuantes passa de 25,2%, no período 1971-1973, para 51,8% em 1974-1978 e 64,4% em 1979-1982. Ademais os dados fornecidos pelo autor, do aumento da participação da dívida de



curto prazo na dívida total, estão em congruência com o indicador I – de 9,6 % em 1978 para 15% em 1980 e 20% em 1982.

O resultado para os outros indicadores de solvência externa são ambíguos. Começa-se por aquele no qual há uma piora no período em destaque.

Gráfico 3 - Indicador III: passivo externo líquido/exportações de bens e serviços



Fonte: Elaboração própria a partir do Banco Central

Durante toda a série, o indicador passivo externo líquido sobre exportações de bens e serviços se encontra em posição duvidosa segundo a regra de bolso proposta por Simonsen e Cysne, tendo havido um aumento de 38,9% do início do período para o final desse. Todavia, em nenhum momento o indicador superou 4, ou seja, não entrou na zona de maior risco.

No período 1974-1976 houve deterioração do saldo da corrente com uma média de aproximadamente US\$ 7 bilhões (antes um valor de US\$ 2,08 bilhões em 1973) com destaque para o forte déficit comercial que somou cerca de US\$ 10,5 bilhões durante o período. Para Cruz (1998,p.73-76) esses resultados podem ser explicados pelo piora nos termos de troca e a diminuição do comércio mundial, provocadas pela crise do petróleo, além do aumento das importações devido à implementação do II PND, intensivo em importações de bens de capital e intermediários. Castro e Souza (1986, p.120) pontuam também os efeitos que o final do *milagre econômico* teve sob as importações no período, juntamente com a diminuição do mercado externo para as exportações e o papel das compras especulativas de 1974 e início de 1975.

Durante o período 1977-1978, Cruz (1998, p.77) defende a tese que a tomada de recursos externos passa ser fundamentalmente financeira<sup>9</sup>. Já que mesmo com a melhora do quadro externo com recuperação do crescimento nos principais parceiros comerciais, aumento da liquidez internacional e melhora da balança comercial (com um superávit de US\$ 0,9 bilhões) a dívida externa bruta cresce a uma taxa média de 30% a.a. Cabe destacar que para o autor a política indutora de recursos externos ajudou nesse resultado – aumento da taxa de juros de modo a aumentar o diferencial do custo do capital, instituição de uma mecanismo de proteção cambial, com a criação do depósito em moeda estrangeira no Banco Central, realização de uma série de restrições às empresas estatais (contenção tarifária, diminuição do custeio de recursos da Receita Federal, capitais de longo prazo do Banco Nacional de Desenvolvimento sendo reservados para empresas privadas nacionais) induzindo-as ao uso de recursos externos.

Castro e Souza (1986, p.123-125) discordam do caráter financeiro do passivo externo entre 1977-1978. Argumentam que somente as taxas de juros nominais sobem e não às reais, o que ocasionou o crescimento da conta de juros. Uma vez que houve oferta extra de créditos, foi possível evitar a amortização disfarçada através de novos financiamentos e da continuidade do valor real da dívida (CARNEIRO, 2002, p.92)

Carneiro(2011, p.92) concorda parcialmente com essa visão. Uma parcela de acréscimo da dívida no período parece ter sido de fato para equilibrar a amortização disfarçada. Entretanto, o crescimento real de 26,1% da dívida externa bruta entre 1977-1978, indica que outros fatores além do déficit em transações reais explicam esse resultado – como a própria rolagem da dívida.

No período 1979-1980, o segundo choque do petróleo faz retornar a conjuntura de aceleração inflacionária nos países centrais. O que fez as autoridades desses adotarem políticas monetárias ortodoxas que provocaram o aumento das taxas de juros e diminuição do crescimento econômico, além de fuga de capitais dos países periféricos para os centrais. A Libor de seis meses, por exemplo, que possuía um valor médio de 9,9 a.a nos anos de 1977/78, atinge um valor médio de 14,4% em 1979 e de 16,8% em 1980 ( CRUZ, 1998, p. 79). O resultado para o Brasil foi o aumento de 53,3% da dívida externa bruta entre 1978-1979 e de 18,9% entre 1979-1980, o que fez esse débito saltar de aproximadamente US\$ 6,9 bilhões em 1978 para aproximadamente US\$ 12,7 bilhões em 1980.

9 “[...] pelo qual a dívida adicional serviria apenas para fazer face aos encargos do estoque existente.” (CARNEIRO, 2002, p.92)

Há um debate na literatura sobre alguns aspectos da formação do endividamento no período tratado. Castro (1986, p.120) defende a tese de que a elevação do déficit de transações correntes entre 1974-1978 decorreu do déficit da balança comercial, sendo responsável por 65% do aumento no período. Com o choque de oferta de 1973 e o ajuste estrutural em andamento explicando o aumento do saldo negativo da balança comercial.

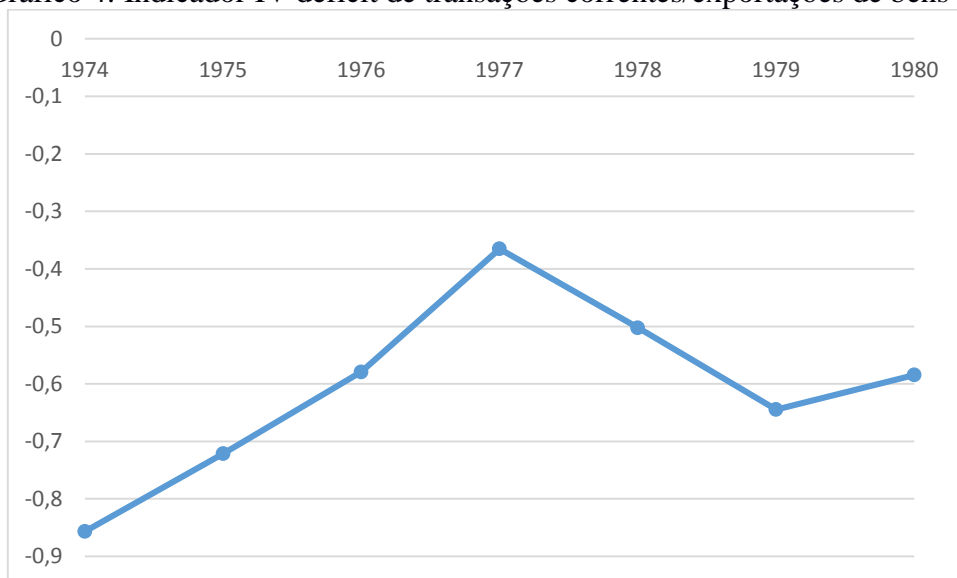
Contra a tese anterior, Carneiro (2001, p.86 e 92) apresenta três argumentos: primeiro, com a exceção do biênio 1974-1975, a absorção de recursos financeiros foi superior à absorção de recursos reais durante todo o período 1974-1980; segundo, após o impacto inicial da crise do petróleo, há melhora do saldo comercial a partir de 1976; e terceiro, a parcela referente ao pagamento de serviços não produtivos, que de início representa pequena parte do déficit de transações correntes, ganha importância a partir de meados da segunda metade da década de 70, formando mais da metade deste a partir de 1977. Em vista disso, para o autor, a falta de um sistema financeiro capaz de sustentar investimentos da magnitude do II PND foi responsável pelo aumento do endividamento externo no período 1974-1980.

Dentre as hipóteses de Castro e Souza (1985) sobre o II Plano Nacional de Desenvolvimento estão – à inutilidade de um ajuste conjuntural em 1974 e/ou uma desvalorização cambial, a defesa de um ajuste estrutural com endividamento, como a única resposta *possível* para se combater os efeitos do choque do petróleo de 1973, e os resultados do II PND em manter o produto em expansão entre 1974-1980, economizar divisas e em realizar modificações estruturais na economia<sup>10</sup>. Mesmo aceitando esses pressupostos, o indicador três dá uma evidência a mais para uma avaliação negativa no plano, em vista das consequências macroeconômicas que o aumento do endividamento provocou na década de 1980. Nesse sentido reforça as críticas de autores como Fishlow (1986), Carneiro Netto (2014), Carneiro (2002) e Lessa (1978) sobre o aumento da vulnerabilidade externa entre 1974-1980.

Por fim, apresenta-se o último indicador de solvência externa, que indica uma melhora da vulnerabilidade externa entre 1974-1980, apesar do parâmetro permanecer num valor elevado durante toda a série:

10 Sobre a economia de divisas e os resultados em termos estruturais do II PND, ver Castro e Souza(1985, p.56-60 e p.73-82).

Gráfico 4: Indicador IV déficit de transações correntes/exportações de bens e serviços



Fonte: Elaboração própria a partir do Banco Central

Como há aumento no déficit do balanço de rendas durante todo o período, as transferências unilaterais são irrelevantes, a receita da exportação de serviços além de baixa permanece estagnada durante toda a série e o balanço de serviços líquido permanece estável entre 1974-1978 só degradando-se em 1979-1980, a explicação para essa melhora da vulnerabilidade externa tem que estar na balança comercial.

Em 1974, devido ao aumento do preço do petróleo, degradação dos termos de troca e da antecipação das importações o déficit comercial passa para US\$ 4,6 bilhões antes um pequeno superávit de US\$ 7 bilhões no ano anterior. No entanto, após esse choque as importações mantêm-se estáveis durante o período 1974-1978. A melhora da balança comercial é provocada pela melhora nos termos de troca, com crescimento marginal do quantum exportado e decréscimo relevante no quantum importado (CARNEIRO, 2011, p.79).

Quadro 2 – Brasil: índices do comércio exterior e saldo comercial, 1972-1980

	Exportações	Exportações	Importações	Importações	Índice de relações de troca	Saldo (US\$ mi)
Data	Preços	Quantum	Preços	Quantum		
1972	41	76	47	70	87	-241,1
1973	56	88	59	85	95	7
1974	71	89	91	115	78	-4.690,30
1975	71	98	94	109	76	-3.540,40
1976	82	99	96	108	85	-2.254,70
1977	100	100	100	100	100	96,8
1978	92	113	107	105	86	-1.024,20
1979	101	124	128	115	79	-2.839,50
1980	107	152	164	115	65	-2.822,80

Fonte: CARNEIRO (2002, p.79)

Nota: (1977=100)

No período 1977-1980, os termos de troca voltam explicar as oscilações da balança comercial, porém dessa vez com o efeito contrário – a piora desse índice provoca aumento nos déficits comerciais. Carneiro (2002, p.80) destaca que o resultado só não foi pior devido o papel da política comercial no período que fez com que houvesse aumento do quantum exportado (principalmente a partir de 1977), apesar da estagnação dos preços das exportações e o valor constante do quantum importado, entretanto aumento do preço das importações.

Apesar da melhora em relação a solvência externa, deve-se relativizar os resultados do indicador IV. Em vista que após o fim da flutuação positiva dos termos de troca o parâmetro tem uma queda de 61,1 % entre 1977-1980, terminando o período um alto déficit em transações correntes de US\$ 12,7 bilhões antes a um valor das exportações de bens e serviços de aproximadamente US\$ 21 bilhões.

## CONCLUSÃO

O presente trabalho procurou avaliar a evolução das condições de solvência externa e liquidez externa da economia brasileira entre 1974-1980. Para isso utilizou-se de quatro indicadores sintéticos – passivo externo de curto prazo/reservas internacionais (Indicador I), dívida externa líquida/exportações de bens e serviços (Indicador II), passivo externo líquido/exportações de bens e serviços (Indicador III), déficit em transações correntes/exportações de bens e serviços (Indicador IV).

O primeiro indicador indicou um aumento na vulnerabilidade externa pela ótica da liquidez externa. Essa deterioração ocorreu, principalmente no ano posterior ao segundo choque do petróleo (1980), o que indica a menor responsabilidade do II PND na explicação do resultado. De todo modo, a disparada no valor do indicador em 1980 aponta para um grande aumento do risco de uma crise de liquidez externa. Além disso, o indicador II e o dado sobre a contratação de empréstimos a taxas flutuantes dão evidência contrária a esse papel menor do ajuste estrutural – o aumento desses dois últimos dados é mais uniforme durante os anos de 1974-1980.

Com relação aos outros parâmetros para a solvência externa houve resultados divergentes. O indicador III aponta um resultado negativo, permanecendo em posição duvidosa, segundo a *regra de bolso*, durante todo o período. Há divergência na literatura sobre a responsabilidade do II PND nesse aumento, com alguns autores dando mais ênfase ao choque de petróleo e a necessidade do ajuste estrutural em tal situação, enquanto outros pontuam a incosequência em realizar tal ajuste sem uma base financeira adequada para seu financiamento e num momento adverso da economia mundial. Porém mesmo aceitando as hipóteses mais favoráveis sobre os resultados do ajuste estrutural, o indicador III dá uma evidência a mais sobre o legado macroeconômico negativo para a década de 1980, no que tange às condições externas.

Por fim, o indicador IV mostra uma evolução na solvência externa, porém esse resultado deve ser relativizado em vista do alto patamar do indicador durante o período, principalmente após 1977. Pela análise dos componentes do saldo em transações correntes, mostrou-se que essa melhora foi causada pela balança comercial, e sendo essa, por sua vez influenciada pelas oscilações dos termos de troca e do uso da política comercial.

Todos os indicadores propostos para a análise do endividamento externo apresentam deterioração, com exceção do indicador IV, entre o período 1974-1980. E mesmo o parâmetro

no qual houve melhora, pondera-se o fato que o país persistia em apresentar déficit em conta corrente em 1980.

## REFERÊNCIAS

BASTIAN, Eduardo F.. A Sustentabilidade do endividamento externo brasileiro no período 1963-72: uma análise empírica. **Estudos Econômicos**, São Paulo, v. 47, n. 2, p.365-394, abr.-jun 2017. Disponível em: <<https://www.revistas.usp.br/ee/article/view/105670/129365>>. Acesso em: 2017

BOARATI, Vanessa. **A discussão entre os economistas na década de 1970 sobre a estratégia de desenvolvimento II PND**: motivação, custos e resultados. 2003. 109 f. Dissertação (Mestrado em Economia) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2003.

CARDOSO, R.F. Política econômica, reformas institucionais e crescimento: a experiência brasileira (1945-2010). In: **Desenvolvimento econômico: uma perspectiva brasileira**. 1.ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2013. 262 p.

CARNEIRO NETTO, Dionísio Dias. Crise e Esperança, 1974-1980. In: **A ordem do progresso: dois séculos de política econômica no Brasil**. 2.ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2014. 441 p.

CARNEIRO, Ricardo. **Desenvolvimento em crise**: a economia brasileira no último quarto do século XX. São Paulo: UNICAMP, Instituto de Economia: Ed. UNESP, 2002. 423 p.

CASTRO, Antonio Barros de; SOUZA, Francisco Eduardo Pires de. **A economia brasileira em marcha forçada**. 2. ed. Rio de Janeiro, RJ: Paz e Terra, 1985. 217 p.

CRUZ, Paulo Davidoff. Notas sobre o endividamento externo brasileiro nos anos setenta. In: BELUZZO, Luiz Gonzaga de Mello ; COUTINHO, Renata (Org.). **Desenvolvimento capitalista no Brasil**: ensaios sobre a crise. 4. ed. Campinas, SP: UNICAMP/IE, 1998. v.2. p. 67-115.

HERMANN, Jennifer. Auge e declínio do modelo de crescimento com endividamento: o II PND e a crise da dívida externa (1974-1984). In: **ECONOMIA brasileira contemporânea: 1945-2010**. 2. ed. Rio de Janeiro, RJ: Elsevier, 2011. p. 73-96.

FISHLOW, Albert. 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, p. 507-550, dez. 1986.

LAGO, L.A.C. A retomada do crescimento e as distorções do “MILAGRE”, 1967-1974. In: **A ordem do progresso: dois séculos de política econômica no Brasil**. 2.ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2014. 441 p.

LARA, F. **Solvência e liquidez externas: aspectos teóricos, contábeis e a definição de indicadores sintéticos para análise de conjuntura**. Fundação de Economia e Estatística Siegfried Emanuel Heuser (FEE).Textos para Discussão FEE n.101, 2012.



LESSA, Carlos. **Estratégia de desenvolvimento, 1974 - 1976: sonho e fracasso**. Tese de Professor Titular, UFRJ, 1978

MACARINI, José Pedro. Governo Geisel: transição político-econômica? um ensaio de revisão. **Revista Economia Contemporânea**, Rio de Janeiro, v. 15, n.1, p. 30-61, jan.-abr. 2011.

MEDEIROS, C.A.; SERRANO, F. Inserção externa, exportações e crescimento no Brasil. In: FIORI, J.L.; MEDEIROS, C. (org.). **Polarização Mundial e Crescimento**. Petrópolis: Editora Vozes, 2001.

NARETTO, Nilton de Almeida. **A estratégia econômica do governo Geisel em debate**. 1994. 189 f. Dissertação (mestrado) - Universidade Estadual de Campinas, Instituto de Economia, Campinas, SP, 1994. Disponível em: <<http://libdigi.unicamp.br/document/?code=vtls000076178>>. Acesso em: 22 jan. 2017.

## ANEXO A – Balanço de pagamentos e indicadores sintéticos

Data	2301 - Transações correntes (saldo) - anual - US\$ (milhões)	2303 - Exportação de bens (fob) - US\$ (milhões)	3545 - Reservas internacionais - Conceito liquidez - Total - anual - US\$ (milhões)	Divida externa bruta - US\$ (milhões) - Banco Central do Brasil, Boletim, Seção Balanço de Pagamentos (Bacen / Boletim / BP) - BM_DEXTEI	3678 - Dívida externa não registrada (curto prazo) - Total - anual - US\$ (milhões)	7942 - Serviços (receita) - anual - US\$ (milhões)	11423 - Dívida externa líquida/exportações - Razão - anual - Razão	Passivo externo líquido	Exportações de bens e serviços	Indicador III	Indicador IV	Indicador I
1970	-838,7	2.738,90	1.187	6.240	945	313,1	-	6.899	3052	2,2605504587156	-0,274803407601573	0,796124684077506
1971	-1.629,70	2.903,90	1.723	8.284	1.662	359,4	2,1	8.529	3263,3	2,61358134403824	-0,499402445377379	0,964654672083575
1972	-1.687,90	3.991,20	4.183	11.464	1.943	404,4	1,7	10.217	4395,6	2,32432432432432	-0,383997633997634	0,464475256992589
1973	-2.085,40	6.199,20	6.416	14.857	2.286	593,7	1,2	12.302	6792,9	1,81103799555418	-0,306997011585626	0,35625
1974	-7.504,10	7.951,00	5.269	20.032	2.866	808,9	1,7	19.806	8759,9	2,26101896140367	-0,856642199111862	0,544012146517366
1975	-6.999,50	8.669,90	4.040	25.115	3.944	1.032,30	2,3	26.806	9702,2	2,76285790851559	-0,721434313866958	0,976287128712871
1976	-6.425,80	10.128,30	6.544	32.145	6.160	968,9	2,4	33.232	11097,2	2,99459323072487	-0,579046966802437	0,94127444987775
1977	-4.826,20	12.120,20	7.256	37.951	5.914	1.099,90	2,4	38.058	13220,1	2,87878306518105	-0,365065317206375	0,814980705622933
1978	-6.983,40	12.658,90	11.895	52.187	8.676	1.242,70	3	45.041	13901,6	3,24000115094665	-0,502345053806756	0,729356872635561
1979	-10.708,20	15.244,40	9.689	55.803	5.899	1.366,20	2,9	55.749	16610,6	3,35625443993594	-0,644660638387536	0,608814119104139
1980	-12.739,20	20.132,40	6.913	64.259	10.412	1.665,00	2,8	68.489	21797,4	3,14205363942488	-0,584436675933827	1,50614783740778
Fonte	BCB-Depec	BCB-Depec	BCB-Depec	Ipeadata	BCB-Depec	BCB-Depec	BCB-Depec					

Fonte: <http://www.bcb.gov.br/?serietemp>

Legenda:

Indicador 1: Dívida de curto prazo/Reservas internacionais

Indicador 2: Dívida externa líquida/Exportações de bens e serviços

Indicador 3: Passivo externo líquido/Exportações de bens e serviços

Indicador 4: Déficit de transações correntes/Exportações de bens e serviços