

# A vulnerabilidade externa decorrente da Posição Internacional de Investimentos e do fluxo de rendas: uma análise da economia brasileira no período 1953-1963 \*

---

*Paulo Van Noije* \*\*

## **Resumo**

O objetivo do trabalho é apresentar como a vulnerabilidade externa, na esfera financeira, é afetada pela hipótese de que um dos elos mais importantes da interação entre os fluxos e estoques externos brasileiros está na sua circularidade, ou seja, a Posição Internacional de Investimentos negativa causa uma saída de rendas, e esse fluxo está diretamente relacionado com o aumento do passivo externo. Assim, analisou-se o período 1953-1963 – marcado por uma expressiva industrialização com investimentos estrangeiros (Plano de Metas), num contexto de escassez de divisas –, chegando-se a resultados de que a maior parte (em torno de 67%) da elevação do passivo externo líquido do período foi decorrente das rendas líquidas enviadas ao exterior. Também foram apresentados diversos indicadores de endividamento externo que permitiram concluir que a vulnerabilidade externa da economia brasileira, sob a ótica do presente estudo, se deteriorou ao longo do período.

**Palavras-chave:** Vulnerabilidade externa; Posição Internacional de Investimentos; Fluxo de rendas; Plano de Metas; Economia brasileira.

## **Abstract**

***The external vulnerability arising from the international investment position and the flow of income: an analysis of the Brazilian economy in the period 1953-1963***

The objective of this paper is to show how the external vulnerability, in the financial sphere, is affected by the hypothesis that one of the most important links of the interaction between flows and foreign stocks of Brazil is in its circularity, what means that the International Investment Position cause an outflow of income, and this flow is directly related to the increase in external liabilities. Thus, we analyzed the period 1953-1963 – marked by a significant industrialization with foreign investment (*Plano de Metas*) in a context of scarce foreign exchange – coming to results that most (around 67%) of the increase in net external liabilities of the period resulted from net income sent abroad and are presented several indicators of indebtedness which showed that the external vulnerability of the Brazilian economy, from the perspective of the present study, has deteriorated over the period.

**Keywords:** External vulnerability; International Investment Position; Flow of income; *Plano de Metas*; Brazilian economy.

**JEL** E01, F30, F49, N01.

---

\* Trabalho recebido em 19 de maio de 2012 e aprovado em 8 de abril de 2013.

\*\* Professor da [Facamp](http://www.facamp.com.br) (Faculdades de Campinas), Campinas, SP, Brasil. E-mail: [paulovannoije@yahoo.com.br](mailto:paulovannoije@yahoo.com.br).

## Introdução

Podemos considerar que Keynes contribuiu de diversas maneiras para o estudo da economia, inclusive com muitas ideias originais. Uma de suas preocupações era incorporar de forma mais incisiva a influência dos estoques (financeiros) sobre a análise econômica. Dessa maneira, este trabalho tem por objetivo seguir essa incorporação, por meio do estudo da relação entre os fluxos e estoques externos da economia brasileira no período 1953-1963, e verificar como essa interação afetou a vulnerabilidade externa do país durante esses anos.

No Brasil, em termos históricos, pode-se observar que a economia é estruturalmente deficitária em rendas. Esses recursos enviados ao exterior originam uma permanente necessidade de geração de divisas, geralmente não satisfeita pelo “lado real” da economia (através de superávits da balança comercial e de serviços), fazendo com que o País fique dependente do financiamento estrangeiro para fechar suas contas externas, constituindo-se essa condição, portanto, em uma das causas da vulnerabilidade externa brasileira, sobretudo em momentos de reversão do contexto internacional em que uma situação de abundância de liquidez se modifica para uma de escassez de liquidez.

No caso brasileiro, pode se considerar que as rendas líquidas enviadas ao exterior exercem uma pressão por geração de divisas desde longa data. Por exemplo, de acordo com dados de Abreu (1990), de 1889 a 1900, o Brasil apresentou, em todos os anos, superávits nas contas da balança comercial e de serviços (serviços não fatores), porém se deparou com déficits na conta de rendas (serviços fatores). Tais valores negativos, decorrentes dos serviços fatores, foram tão expressivos que fizeram com que o País tivesse déficit nas transações correntes em quase todos os anos do período<sup>1</sup>. Dessa maneira, desde o final do século XIX, o Brasil tinha uma permanente necessidade de geração de divisas para poder honrar o pagamento dessas rendas enviadas e acabava tendo que aumentar ainda mais seu passivo externo para poder fazê-lo, já que só conseguia realizar tais pagamentos com a obtenção de empréstimos estrangeiros.

Dessa forma, um dos elos mais importantes dessa interação entre fluxos e estoques externos brasileiros está na sua circularidade, ou seja, a Posição Internacional de Investimentos negativa causa uma saída de rendas, e esse fluxo está diretamente relacionado com o aumento do passivo externo. Assim, um dos objetivos deste trabalho é demonstrar como essa circularidade evolui no período 1953-1963.

Para tanto, a próxima seção trata da conceituação da Posição Internacional de Investimentos e dos determinantes de sua evolução. A segunda parte explica o

---

(1) Com exceção dos anos 1893 e 1900 (Abreu, 1990).

que significa a vulnerabilidade externa decorrente da Posição Internacional de Investimentos e do fluxo de rendas, e a seguinte trata do contexto internacional e das políticas econômicas internas (sobretudo as cambiais). A quarta seção apresenta uma estimativa da Posição Internacional de Investimentos para o período 1953-1963, e a quinta aborda as rendas líquidas enviadas no período. Na sexta, observa-se uma estimativa de rentabilidade dos estoques externos e, na sétima parte, apresenta-se como a circularidade entre a Posição Internacional de Investimentos e as rendas líquidas enviadas evolui no período 1953-1963. Por último, são feitas algumas considerações finais.

### 1 Posição Internacional de Investimentos: estrutura, conceituação e determinantes de sua evolução.

Apresentamos abaixo a Estrutura da Posição Internacional de Investimentos (PII). A PII é igual à diferença entre os ativos externos brutos de um país e seus passivos externos brutos. O cálculo e a apresentação da PII seguem a metodologia da quinta edição do Manual do Balanço de Pagamentos do Fundo Monetário Internacional (Simonsen; Cysne, 2007). A categorização dos estoques de ativos e passivos na PII corresponde aos componentes da conta financeira do Balanço de Pagamentos (BP)<sup>2</sup>: investimento direto, investimento em portfólio, derivativos e outros investimentos.

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

(A) Ativo Externo Bruto	(B) Passivo Externo Bruto
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Investimento direto no exterior</li> <li>• Investimento em carteira</li> <li>• Derivativos</li> <li>• Outros Investimentos</li> <li>• Ativos de Reservas</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Investimento direto estrangeiro</li> <li>• Investimento em carteira</li> <li>• Derivativos</li> <li>• Outros Investimentos</li> </ul>

Fonte: Banco Central. Elaboração própria.

O balanço de pagamentos registra os fluxos entre o país e o exterior num determinado período contábil, ou seja, as transações efetivas entre residentes e não residentes da economia doméstica, geralmente em um ano. Já a PII complementa o BP através do balanço de estoques. Seu objetivo é apresentar, a cada ponto no tempo, o total de ativos e passivos financeiros externos de uma economia (FMI, 1993).

O cálculo da PII é relativamente recente, e uma das principais transformações em relação à metodologia antiga foi que retirou do contexto do

(2) Uma única diferença é a inclusão das reservas internacionais no item “Ativos de Reservas”.

balanço de pagamentos os lançamentos relativos à alocação dos Direitos Especiais de Saque (DES), à monetização de ouro e às reavaliações de ativos. Tais lançamentos tiveram como contrapartida a criação da Posição Internacional de Investimentos, que os registram no seu balanço de estoques (Cysne, 2008).

Tradicionalmente, não se utiliza o termo Posição Internacional de Investimentos nas discussões sobre os estoques externos, sendo primordialmente empregado o termo Passivo Externo Líquido (PEL). Existem duas maneiras diferentes de se calcular o PEL:

a) PEL1: O Passivo Externo Líquido 1 é igual ao déficit acumulado na conta corrente do balanço de pagamentos, sendo que, no caso brasileiro, tal valor é calculado pelos dados acumulados a partir do início de 1947<sup>3</sup> (Cysne, 2008). Além disso, é suposto, por simplificação, um passivo externo líquido igual a zero no final de 1946 (Simonsen; Cysne, 2007). Dessa maneira, podemos considerar o PEL1 como uma aproximação do Passivo Externo Líquido, porém com a vantagem de facilitar os cálculos de sua elaboração.

b) PEL2: O Passivo Externo Líquido 2 é calculado como o estoque do passivo externo menos o estoque do ativo externo, ou seja, o simétrico, ou oposto, da Posição Internacional de Investimento, de forma que o  $PEL2 = -PII$ , ou  $PII = -PEL2$  (Cysne, 2008). Dessa maneira, além de retratar, como o PEL1, o histórico das transações correntes do país, o PEL2 incorpora os efeitos das alterações de valor<sup>4</sup> e de quantidade<sup>5</sup> dos passivos e ativos externos.

Portanto, dada a semelhança entre ambos, já que um apenas é o inverso do outro, usaremos, nesta análise, tanto o PEL como a PII. Logo, para se explicar os conceitos de passivos externos líquidos (PEL1 e PEL2) e de Posição Internacional de Investimentos, serão utilizadas as seguintes igualdades:

$$STC_t = -SCF_t \quad (1)$$

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

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

$$PEL2 = PEL1 + V, \text{ ou, } PEL2 = DCCA + V \quad (4)$$

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

$$PEL2 = P_{ext} - A_{ext} \quad (6)$$

STC: saldo em transações correntes

SCF: saldo na conta financeira

---

(3) O motivo pelo qual se começa a contabilizar os déficits das transações correntes a partir do ano de 1947 reside no fato de que é a partir desse ano que o Banco Central disponibiliza os dados do BP brasileiro.

(4) Conforme apresentado adiante, tal fato é tratado como o efeito GDN.

(5) De acordo com apresentação a seguir, tal fato é tratado como o efeito OMV.

PEL: Passivo Externo Líquido

PEL1: Passivo Externo Líquido 1

PEL2: Passivo Externo Líquido 2

DCCA: déficit acumulado na conta corrente do balanço de pagamentos

$A_{ext}$ : Estoque de Ativos Externos

$P_{ext}$ : Estoque de Passivos Externos

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

PII: Posição Internacional de Investimento

Dessa maneira, com foco na questão do passivo externo líquido, identifica-se por (1) que o saldo em transações correntes é igual ao inverso da conta financeira, ou seja, um déficit em transações correntes no ano  $t$ , por exemplo, é financiado pela entrada de capitais estrangeiros no ano  $t$ , gerando, conforme se observa em (2), um aumento do passivo externo líquido 1 (PEL1) no ano  $t$ . Vale ressaltar, continuando no mesmo exemplo, que, caso não ocorra um superávit na conta financeira no ano  $t$  no mesmo montante do déficit em transações correntes desse ano  $t$ , provavelmente serão utilizadas as reservas internacionais<sup>6</sup> para suprir essa diferença, fato que também gera um aumento do passivo externo líquido<sup>7</sup>, porém, dessa vez, pela diminuição do ativo externo bruto.

Igualmente, vale a pena observar que os fluxos financeiros por si só não alteram o saldo da PII. Isso fica evidente ao se analisar, por exemplo, uma entrada de divisas decorrente de um investimento estrangeiro na Bolsa de Valores doméstica quando as transações correntes estão em equilíbrio, sendo utilizadas, portanto, na formação de reservas internacionais. Nesse caso, a transação tem um efeito nulo<sup>8</sup> no saldo da PII, já que o aumento do passivo externo decorrente dessa operação, contabilizado como “Investimento em carteira”, é igual ao aumento do ativo externo ocasionado pela formação de reservas internacionais.

Já por (3), o PEL1 pode ser entendido como o déficit acumulado<sup>9</sup> na conta corrente do balanço de pagamentos, ou seja, pode-se perceber que o somatório (do oposto) dos saldos em conta corrente gera o Passivo Externo Líquido 1, retratando a parcela do PEL de uma economia que se explica unicamente em função do histórico de transações entre residentes e não residentes (Cysne, 2008).

---

(6) Pode ocorrer também o não pagamento, ou seja, uma moratória.

(7) Caso ocorra um superávit na conta financeira maior do que o déficit em transações correntes, ocorre um aumento das reservas internacionais, apesar do aumento do passivo externo líquido.

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

(9) Um superávit acumulado em conta corrente implica um Passivo Externo Líquido 1 negativo.

Entretanto, conforme (4), o PEL1 e o PEL2 só serão iguais caso não ocorram as variações “V”: valorizações ou desvalorizações de ativos e passivos; monetizações ou desmonetizações de ouro; e alocações ou cancelamentos de DES. Dessa maneira, pode-se dizer que a variável PEL1 é mais fácil de ser calculada do que a PEL2, já que basta somar os saldos das transações correntes disponíveis no Banco Central para obtê-la. Entretanto, apesar das dificuldades inerentes à obtenção dos valores do PEL2 (-PII), a utilização de seus valores pode contribuir para a análise da vulnerabilidade externa decorrente dos estoques externos e dos fluxos de rendas, já que retrata, de forma mais fidedigna, os reais valores dos estoques externos.

Assim, devemos lembrar que são as movimentações pelo lado financeiro do balanço de pagamentos que causam modificações nas posições patrimoniais e representam transformações de estoque ou riqueza, afetando a contabilidade da PII; essas movimentações alteram o saldo do passivo externo líquido quando representam uma capacidade (superávit) ou necessidade (déficit) de financiamento das transações correntes. Entretanto, como ressaltado, nem todas as mudanças patrimoniais decorrem de transações no BP, já que uma parte delas pode ser derivada das mencionadas variações (“V”) de valor. Será explicado adiante como elas se configuram<sup>10</sup>.

Para analisar como ocorrem essas variações nas posições patrimoniais serão utilizadas as seguintes identidades<sup>11</sup>, que ligam as diferentes contas da PII em dois pontos distintos no tempo:

$$A_0 + VAA + OMV + GDN = A_N \quad (7)$$

$$A_N - A_0 = VAA + OMV + GDN \quad (8)$$

$$A_i = P_i \times Q_i \quad (9)$$

$A_0$  e  $A_N$ : valores do ativo ou passivo na estatística da PII em um momento inicial ( $i=0$ ) e em outro final ( $i=N$ )

$P_i$ : preço do ativo em um momento  $i$

$Q_i$ : quantidade do ativo em um momento  $i$

---

(10) Outro detalhe que deve ser ressaltado é a diferença entre o fluxo de rendas gerado por um estoque de passivo/ativo externo e a variação de valor do mesmo. Para a explicação desses conceitos, será utilizado um exemplo: supondo o passivo externo no começo de um período composto por um investimento em ações por parte de estrangeiros no valor de 100 unidades monetárias. Caso, no final do período, essas ações valham 120 e gerem dividendos de 12, pode-se considerar que o fluxo de rendas foi de 12 (dividendos) e a variação de valor do estoque de 20 (120 - 100) unidades monetárias. Assim, a rentabilidade de um passivo/ativo externo deve ser decomposta entre o fluxo de rendas que gera e a sua possibilidade de valorização, destacando apenas que, no primeiro caso (rendas), trata-se de um “lucro” de fato para o investidor estrangeiro, enquanto, no segundo caso (variação de valor do estoque), esse “lucro” ainda tem que ser realizado através da venda desse ativo (ativo sob o ponto de vista do investidor estrangeiro; para o país em que se encontra o investimento, trata-se de passivo externo).

(11) Baseadas em Araujo (2008).

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

OMV: valor associado a outras mudanças do volume do ativo

GDN: valor do ganho de detenção nominal do ativo

Assim, podemos considerar a variação de uma conta da PII num intervalo “n” como sendo igual a (8), ou seja, por “ $A_N - A_0$ ”, decorrente da possibilidade de alterações em três variáveis, que são:

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

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

c) GDN: são os ganhos com a detenção de ativos financeiros e não financeiros decorrentes de variações nos preços (Araujo, 2008), entre eles, a variação da taxa de câmbio. Assim, “[...] os GDN de ativos e passivos financeiros cujos valores são fixados em termos monetários são sempre nulos [...]” (Araujo, 2008, p. 271), como as dívidas contraídas em dólar, já que essa é a moeda de referência na qual se calcula a PII brasileira. Um exemplo de GDN que não é nulo ocorre nos investimentos em Bolsas de Valores, já que os estoques sofrem variações de valor conforme as modificações das cotações das ações.

Conseqüentemente, levando-se em conta os efeitos das VAA, GDN e OMV (respectivamente, na citação a seguir), podemos considerar que “A change in stocks during any defined period can be attributable to transactions (flows); to valuation changes reflecting changes in exchange rates, prices, etc.; or to other adjustments (e.g., uncompensated seizures).” (FMI, 1993, p. 6).

Assim, verificamos por (9) que os valores do ativo ou passivo na estatística da PII sofrem alterações decorrentes de mudanças nas quantidades e/ou nos preços. Como se pode perceber, as OMV e as VAA são causadas por modificações nas quantidades. Já as GDN são acarretadas por reavaliações nos preços.

De tal modo que, ao se analisar a identidade (4)<sup>12</sup>, pode-se perceber que o PEL1 é afetado pelas VAA ( $\sum VAA = PEL1$ ), enquanto OMV e GDN geram “V” ( $OMV + GDN = V$ ), sendo que essas representam as valorizações ou desvalorizações de ativos e passivos, monetizações ou desmonetizações de ouro e alocações ou cancelamentos de DES. Desses três itens:

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

Assim sendo, pode-se perceber que Cysne (2008) considera que o GDN é a variação (“V”) mais relevante nos dias atuais; e, considerando que as OMV apresentam variação pouco expressiva<sup>13</sup>, atribuir-se-á valor zero para essa variável no restante desta pesquisa<sup>14</sup>, concentrando-se na discussão do GDN e das VAA.

Além disso, vale destacar que os passivos e ativos externos podem ser denominados em vários tipos de moedas diferentes. Entretanto, utiliza-se uma moeda de referência para padronizar a elaboração da PII, da mesma forma como é feito com a mensuração do balanço de pagamentos. No caso brasileiro, a moeda de referência utilizada na contabilização da PII e do BP é o dólar americano.

## **2 A vulnerabilidade externa decorrente da Posição Internacional de Investimentos e do fluxo de rendas: condicionando a inserção externa.**

Existem diversas esferas em que a vulnerabilidade externa<sup>15</sup> se manifesta: comercial, produtiva-tecnológica e monetária-financeira. Esse assunto é um dos mais tratados na área econômica; contudo, geralmente as análises sobre o tema são focadas na questão do comércio exterior (Gonçalves, 2005), sendo que muitos modelos de crise do balanço de pagamentos consideram as rendas líquidas enviadas como nulas (Gonçalves, 1998). Dessa maneira, partindo da análise da esfera financeira, pretende-se fazer justamente o oposto, inferindo-se de que forma a interação entre os estoques externos e as rendas enviadas/recebidas do exterior influenciam a vulnerabilidade externa.

---

(12) De acordo com a identidade (4): ( $PEL2 = PEL1 + V$ ).

(13) De acordo com Araujo (2006, p. 7).

(14) Como  $V = OMV + GDN$ , logo, se  $OMV = 0$ , tem-se que  $V = GDN$ .

(15) “[...] vulnerabilidade externa é a probabilidade de resistência a pressões, fatores desestabilizadores e choques externos” (Gonçalves, 1999, p. 59).

No Brasil, em termos históricos, pode-se observar que a economia é estruturalmente deficitária em rendas<sup>16</sup>. Esses recursos enviados ao exterior originam uma permanente necessidade de geração de divisas, geralmente não satisfeita pelo “lado real”<sup>17</sup> da economia (através de superávits da balança comercial e de serviços), fazendo com que o País fique dependente do financiamento estrangeiro para fechar suas contas externas. Essa condição se constitui, portanto, em uma das causas da vulnerabilidade externa brasileira, sobretudo em momentos de reversão do contexto internacional em que uma situação de abundância de liquidez se modifica para uma de escassez de liquidez. Dessa forma, um dos elos mais importantes dessa interação entre fluxos e estoques está na sua circularidade, ou seja, a Posição Internacional de Investimentos negativa causa uma saída de rendas, e esse fluxo está diretamente relacionado com o aumento do passivo externo.

Pode-se, portanto, considerar que um importante fator definidor da vulnerabilidade externa são os desequilíbrios entre os estoques de passivo e ativo externo, que geram fluxos de rendas registrados no balanço de pagamentos (BP), e que acabam por condicionar o lado real e financeiro das outras contas do BP, especialmente no caso dos deficitários em rendas, muitas vezes obrigados a atrelar suas estratégias de inserção externa à necessidade de geração de divisas para fazer frente aos desequilíbrios entre seus passivos e ativos externos. Para se analisar de que forma a PII e as rendas líquidas enviadas afetam a vulnerabilidade externa, deve-se levar em conta três aspectos referentes aos estoques externos: a) suas magnitudes; b) suas rentabilidades; c) suas tendências de valorização/desvalorização.

Em primeiro lugar (a), observa-se que:

[...] A acumulação de ativos ou passivos promove igualmente a criação e distribuição de uma outra substância, mais dificilmente mensurável (e cujo nome é quase um tabu entre economistas), e que vem a ser o poder político [...] (Macedo e Silva; Dos Santos, 2008, p. 15).

Portanto, considera-se que a acumulação de um passivo externo líquido elevado significa o aumento da vulnerabilidade externa (Carneiro, 2002), ou seja, a diminuição do poder efetivo e uma perda de autonomia na política econômica<sup>18</sup>.

---

(16) De acordo com dados do Banco Central, em todos os anos a partir de 1947 ocorreram saídas de rendas maiores do que entradas, ou seja, em todos os anos a partir de então ocorreram déficits na conta das transações correntes (obs.: o ano de 1947 é o primeiro em que o Bacen disponibiliza dados para essa conta).

(17) Considerando as rendas como o “lado financeiro”.

(18) “[...] o conceito de vulnerabilidade externa nos remete ao conceito de poder no sistema internacional. O poder efetivo é inversamente proporcional à vulnerabilidade externa [...]” (Gonçalves, 2005, p. 20).

É importante analisar o que leva à formação de uma PII desfavorável. A ortodoxia atribui o aumento do passivo externo líquido (PEL1) a um excesso de gasto doméstico sobre a renda doméstica, conforme o trecho:

Em particular, o PEL1<sup>19</sup> se eleva se, e somente se, a absorção líquida de bens e serviços de certa economia se mostra, durante o período contábil em questão, superior ao Produto Nacional Bruto (PNB) medido a preços de mercado. Ou, equivalentemente, se o país absorve poupança externa, investindo mais do que poupa internamente (Cysne, 2008, p. 4).

Entretanto, nem todos os economistas preferem enfatizar a associação de que um déficit em transações correntes significa um excesso de investimento sobre a poupança, tampouco destacar outra causa, ou seja, um excesso de demanda interna<sup>20</sup> sobre a oferta doméstica, como fica evidente no trecho a seguir:

[...] em determinado instante do tempo, o país pode ser superavitário em termos de balança comercial e serviço de não fatores, isto é, consumir menos do que produz e, apesar disso, o saldo em transações correntes, como definido, ser deficitário, devido ao pagamento de juros [*ou melhor, pagamento de rendas*]. Ou seja, o país realiza uma transferência líquida de recursos ao exterior, mas esta pode ser insuficiente para compensar a renda líquida enviada ao exterior [...] (Gremaud, 2009, p. 276, grifo meu).

Apesar das duas visões (Cysne e Gremaud) estarem corretas, elas evidentemente destacam aspectos diferentes. Assim, o sentido que conferem ao déficit das transações correntes acaba sendo muito distinto. No primeiro caso, para Cysne, é enfatizado um excesso de gastos sobre a renda. Já no segundo, para Gremaud, percebe-se que as rendas líquidas enviadas ao exterior são muito importantes na análise desse déficit externo.

Dessa maneira, parece fundamental analisar a identidade obtida em Araujo (2008):

$$RD = Y - RL = PNB \quad (10)$$

RD: Renda Doméstica

Y: Produto

RL: Renda Líquida Enviada

PNB: Produto Nacional Bruto

Como fica evidente em Cysne, o déficit nas transações correntes só ocorrerá caso a absorção de bens e serviços seja superior ao Produto Nacional Bruto (PNB). Contudo, o ponto que se tenta destacar através de (10) é que o PNB é

---

(19) PEL1: Passivo Externo Líquido (obtido através de metodologia que soma os saldos em transações correntes (Cysne, 2008).

(20) O investimento é um dos componentes da demanda.

afetado pela renda líquida enviada ao exterior (RL). Ou seja, nas diversas análises, entre elas a de Garcia (2001), que se referem a uma “insuficiência de poupança doméstica” como a causa do desequilíbrio das transações externas, não se encontra a devida ênfase na “despoupança” causada pela RL.

Essa discussão poderia ser tratada como um simples manuseio de identidades, contudo não o é. As implicações decorrentes da mesma são muito importantes. Afinal, quando se trata os déficits nas transações correntes unicamente como um excesso de investimento sobre a poupança temos a impressão de uma economia que está sendo ajudada através dos ingressos estrangeiros ou, dito de outra maneira, pode-se considerar essa economia como “perdulária”, vide as “receitas” de melhoria das contas externas preconizadas pelo FMI<sup>21</sup>.

Entretanto, a PII negativa (passivo externo líquido desfavorável) tende a gerar uma “fuga/transferência de excedente” da economia doméstica para a estrangeira através dos pagamentos dos fluxos de rendas gerados por esses estoques externos, ou seja, permitindo que se levante a hipótese de que a PII desfavorável esteja, em algum grau, na causa da mencionada “insuficiência de poupança doméstica”, e não que seja uma consequência da mesma.

Portanto, ao se atentar para o fato de que a interação entre a PII com as rendas líquidas enviadas ao exterior exerce grande influência sobre a vulnerabilidade externa, o enfoque da discussão passa a ser outro, já que esses rendimentos decorrentes dos estoques de ativos e passivos externos podem ser analisados como origem da permanente necessidade de geração de divisas e por uma persistente perda de recursos por parte dos países deficitários em rendas, acentuando, ou até mesmo causando, a situação de “insuficiência de poupança”. A ideia implícita nesse raciocínio é de que as entradas de divisas ocasionadas pelos financiamentos externos e as saídas por conta das amortizações e das rendas significam, intertemporalmente, uma perda líquida de divisas<sup>22</sup>.

Dessa forma, levando-se em conta o segundo aspecto mencionado acima (b), deve-se considerar não apenas as magnitudes dos valores acumulados dos estoques externos, mas também as rentabilidades observadas dos mesmos. Até porque um país pode ter um ativo externo menor que o passivo externo e, mesmo assim, obter uma entrada líquida de rendas devido a uma rentabilidade mais elevada daquele em relação a esse.

---

(21) “O FMI financia o ajuste das contas externas dos países em desenvolvimento com base em acordos que envolvem condicionalidades. O enfoque do FMI para o ajuste das contas externas está na redução dos gastos da economia. Essa redução é provocada, fundamentalmente, por políticas macroeconômicas restritivas. Não é por outra razão que o ajuste fiscal é o critério de desempenho mais importante usado pelo FMI para liberar seus recursos” (Gonçalves, 2005, p. 177).

(22) Isso fica evidente ao se verificar que o valor de um empréstimo é menor do que a soma da amortização e dos juros.

Tal fato ocorreu, por exemplo, nos Estados Unidos no ano de 2000. Os haveres dos Estados Unidos no resto do mundo (ativo externo) somavam 3.488 bilhões de dólares, enquanto os haveres do resto do mundo nos Estados Unidos (passivo externo) eram de 6.446 bilhões de dólares (Duménil; Lévy, 2005, p. 96-97). Entretanto, ocorreu uma entrada de rendas de 353 bilhões de dólares, enquanto as saídas de rendas desse país foram de apenas 331 bilhões de dólares. Ou seja, não obstante os Estados Unidos ostentarem um passivo externo maior que o ativo externo, ocorreu uma entrada líquida de rendas no ano de 2000 devido ao diferencial de rentabilidade entre os ativos e passivos externos. Portanto, essa economia apresentou o que chamaremos de um *efeito rentabilidade* favorável.

Dessa forma, considera-se que a vulnerabilidade externa, sob a ótica do presente trabalho, é crescente quando a rentabilidade do passivo externo aumenta e decrescente com a elevação da rentabilidade do ativo externo. Assim, o diferencial entre essas taxas será considerado nesta análise.

O terceiro aspecto mencionado (c) está ligado à possibilidade dos estoques externos mudarem de valor por variações de preços (efeito GDN), seja pelo tipo de ativo que os caracteriza, seja porque podem ser denominados em vários tipos de moedas diferentes. Nesse sentido:

[...] como se sabe da experiência internacional, passivos denominados em moeda doméstica são bem mais confortáveis em momentos de crises externas, tendo em vista que seu valor de mercado em moeda estrangeira costuma reduzir-se automaticamente em tais situações [...] (Cysne, 2008, p. 4).

Dessa maneira, deve-se levar em conta a composição dos estoques externos na análise, e pode-se considerar que, quanto maior a proporção do passivo denominado em moeda doméstica, menor será a vulnerabilidade externa resultante. Raciocínio parecido vale para o ativo externo, isto é, quanto maior a participação de ativos denominados em moedas conversíveis<sup>23</sup>, menor tende a ser a vulnerabilidade externa, ou seja, a política de acumulação de reservas internacionais se enquadra nesse contexto.

Portanto, diante do exposto, deve-se levar em conta que:

O aumento da vulnerabilidade se manifesta na maior fragilidade do país, tanto em conduzir sua política econômica, como em contágio de crises externas. No âmbito das finanças, a vulnerabilidade está associada à crescente dependência de recursos externos para cobrir as necessidades de financiamento do BP (Lacerda, 2004, p. 71).

---

(23) Para mais detalhes sobre a conversibilidade das moedas, ver Carneiro (2008).

Para se entender de que forma a vulnerabilidade externa decorrente da PII e do fluxo de rendas é afetada, também devem ser analisados: a) o contexto internacional, sobretudo as condições de liquidez observadas, que afetam diretamente as possibilidades de obtenção dos financiamentos externos; b) as políticas econômicas internas, principalmente no que se refere ao tipo de inserção internacional intentado, e as políticas cambiais e de mobilidade permitida aos capitais externos. Esses dois aspectos serão examinados na próxima seção para o período 1953-1963.

### **3 Conjuntura internacional e política econômica interna do período**

Esta seção apresentará um breve resumo de alguns dos principais movimentos da economia mundial e das políticas econômicas internas no período do pós guerra até meados da década de 60, privilegiando aqueles que influenciaram as transações externas brasileiras e determinaram as condições de obtenção de divisas, seja através do saldo comercial, seja pela atração de recursos externos. Para tanto, a primeira parte é referente à conjuntura internacional, a segunda, às políticas cambiais brasileiras e outras políticas internas.

#### **3.1 Conjuntura internacional**

O período do pós-guerra até meados da década de 1960 foi caracterizado, principalmente nos países menos desenvolvidos, pela “escassez de divisas”, ou seja, por uma restrição de liquidez internacional. Dentro desse contexto, alguns movimentos foram mais importantes para as transações externas brasileiras, entre os quais podemos citar os mecanismos de financiamento internacional existentes no período; a "reconstrução do mundo" no pós-guerra, com os EUA ocupando a posição de nação hegemônica; a recuperação europeia; a internacionalização produtiva e o fluxo de capitais; e o comportamento do comércio internacional.

Levando-se em conta que o período foi marcado pela “escassez de divisas”, vale mencionar que os mecanismos de financiamento internacional existentes eram diferentes dos atuais, sendo que algumas modalidades só foram se tornar relevantes décadas depois, como os investimentos em carteira. Nesse sentido, à época, as formas mais importantes de financiamento internacional para o Brasil foram os investimentos estrangeiros diretos, os empréstimos e financiamentos autônomos e os empréstimos compensatórios (Davidoff Cruz, 1980).

Com o final da Segunda Guerra Mundial, os EUA assumiram a responsabilidade pela formulação e implementação de uma nova ordem internacional, evitando medidas que pudessem desestabilizar a economia mundial e perdendo dívidas de guerra (Pinho Neto, 1996). O novo sistema financeiro internacional, estruturado no acordo de Bretton Woods (1944), oficializou o dólar

como moeda universal, convertível em ouro à taxa fixa de US\$ 35 a onça (Kilsztajn, 1989).

A supremacia da economia americana garantiu superávits nas suas contas correntes que, conjugados com a demanda internacional de dólares para a constituição de reservas, caracterizava a “escassez de dólar” no período (Kilsztajn, 1989).

Dentro dessa ordem, o Plano Marshall (1947) significou elevados investimentos na Europa e no Japão. Vale ressaltar que tais transferências só foram admissíveis devido ao clima político da época, caracterizado pelo início das disputas entre os Estados Unidos e a União Soviética, potências do período. É justamente nas regiões em que os EUA vislumbravam maior perigo de um golpe comunista que os recursos foram mais generosos<sup>24</sup> (Pinho Neto, 1996; Griffith-Jones; Sunkel, 1990). Em relação à América Latina, esta não recebeu níveis consideráveis de auxílio<sup>25</sup>, o que fica evidente pelo fato de que o volume de auxílio oficial destinado a essa região era significativamente inferior ao fluxo para os chamados países estratégicos, caracterizando, assim, a situação de “escassez de divisas” para a região.

Se, por um lado, o Plano Marshall não destinava recursos significativos para os países latino-americanos, por outro lado, a recuperação europeia significou uma fonte importante de divisas para os mesmos, já que o financiamento das exportações (europeias) era uma das estratégias do processo de recuperação<sup>26</sup>. Além disso, dado o enfrentamento do desafio americano na Europa e considerando seu êxito, uma importância adicional dessa recuperação é que as empresas europeias foram as primeiras atraídas pelo Plano de Metas (Lessa, 1981).

Os Estados Unidos recomendavam aos países latino-americanos – devido as suas posições relativamente pouco significativas na Guerra Fria – que melhorassem o clima para investimentos privados, com uma política

---

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

(25) “A principal razão (explicitamente citada em documentos oficiais norte-americanos) era que a América Latina desempenhava, na época, papel insignificante na guerra fria.” (Griffith-Jones; Sunkel, 1990, p. 64).

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

macroeconômica confiável, principalmente via combate à inflação e redução de controles sobre os fluxos de lucros dos investidores estrangeiros. De fato, na década de 1950, pode-se observar um processo de transnacionalização da produção, uma vez que as companhias multinacionais, visando evitar as barreiras tarifárias dos países latino-americanos, acabaram comprando ou estabelecendo empresas nesses países, sendo que os fluxos de capital para a América Latina assumiram principalmente a forma de investimento privado direto (Griffith-Jones; Sunkel, 1990).

Contudo, de acordo com Noije (2010), a partir de 1958 (até o fim do período analisado, em 1963), os empréstimos compensatórios tornaram-se a principal forma de financiamento dos déficits das transações correntes brasileiras, até mesmo porque os investimentos diretos estrangeiros ocorriam em grande parte na rubrica “mercadorias” (que representa as importações de máquinas e equipamentos) e não na conta “moeda” (com a entrada de divisas).

Finalmente, o período entre o fim da Segunda Guerra Mundial e o início da década de 1970 foi caracterizado por um processo de aumento do comércio internacional; porém, foram estabelecidas barreiras aos produtos primários e facilidades aos produtos manufaturados, criando um cenário de dificuldades para se obter divisas através de um esforço exportador de produtos primários, como no caso da economia brasileira, em que a pauta de exportação era primordialmente concentrada no café.

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

### **3.2 Reformas cambiais e outras políticas internas**

Nesta parte serão apresentadas as principais reformas cambiais brasileiras e outras políticas econômicas internas observadas no período do pós-guerra até meados da década de 60, sobretudo aquelas que interferiram nas transações externas.

O primeiro governo no pós-guerra foi o de Dutra, que se caracterizou, inicialmente, pela defesa do liberalismo cambial e alfandegário e por uma menor intervenção do Estado na economia. Os déficits na balança comercial levaram o governo a rever essa política ainda em 1947, quando foi criado o sistema de licença prévia, significando que as divisas para importar só eram liberadas de acordo com

as prioridades do Governo e após exame, caso a caso, dos pedidos de importação. Existem indícios de que esse princípio, a partir de 1949, acabou se constituindo em um instrumento de proteção industrial mediante a promoção da substituição de importações (Vianna, 1990). Tal sistema foi, em síntese, a política praticada até 1953, quando o desequilíbrio no balanço de pagamentos se agravou<sup>27</sup>.

Dessa maneira, no início de 1953, o governo brasileiro tentou negociar um acordo com o governo norte-americano que lhe permitisse uma melhor posição frente a atrasados comerciais acumulados<sup>28</sup>. Essa dificuldade cambial fez com que o Governo promulgasse a Lei 1807, conhecida como a Lei do Mercado Livre. Na prática, ela acabou instituindo o sistema de taxas múltiplas<sup>29</sup> de câmbio, algumas flutuantes<sup>30</sup>.

Em meados de 1953, foi idealizada a Instrução 70 da Sumoc<sup>31</sup>, sendo que importantes mudanças cambiais foram introduzidas, entre as quais o monopólio cambial, que voltou ao Banco do Brasil, além da extinção do controle quantitativo das importações, substituído pelo regime de leilões de câmbio em bolsa de fundos públicos do País<sup>32</sup>, o que acabou criando um mecanismo de mercado para equilibrar a oferta e a demanda por divisas (Vianna, 1990; Baer, 2003).

Além disso, a partir de 1953, o Governo adotou:

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

---

(27) Tal desequilíbrio foi provocado, principalmente, pelo temor da Guerra da Coreia, que causou um grande aumento de importações em 1951 e 1952. Além disso, em 1952, a taxa cambial (real) estava muito valorizada, já que a taxa nominal permaneceu praticamente nos mesmos níveis de 1939 num período em que a inflação doméstica total chegou a níveis próximos de 400%, ou seja, superior à inflação externa (Conjuntura Econômica, 1972).

(28) Acumulados principalmente em 1951 e 1952, no período do temor da Guerra da Coreia.

(29) O sistema cambial vigente no período de 1953-1957 apresentou basicamente quatro tipos diferentes de taxas de câmbio, sendo que algumas delas ainda contavam com divisões. Tinha-se a taxa oficial, a taxa do mercado livre, “uma” taxa de importação (na verdade dividida em cinco categorias, sendo que os setores prioritários podiam importar com taxas mais valorizadas, ou seja, com um custo menor) e “uma” taxa de exportação (na verdade quatro categorias).

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

(31) Superintendência da Moeda e do Crédito.

(32) Nesse regime, basicamente, havia uma quantidade “fixa” de divisas que era disputada pelos demandantes das mesmas; porém, esses leilões eram divididos em categorias de acordo com o tipo de demanda pelas moedas estrangeiras, de forma que o Governo podia favorecer os setores que considerava prioritários na aquisição das divisas. Para mais informações sobre a operacionalidade desses leilões, ver Vianna (1990, p. 139-141). As implicações dos leilões de câmbio serão apresentadas adiante.

Já a partir de 1954 (Lei 2.145), e com maior firmeza em 1955, por meio da Instrução 113 da Sumoc, estabeleceram-se, nesse esquema geral, dispositivos pelos quais a Cacex<sup>33</sup> poderia:

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

Dessa maneira, fica evidente que, a partir de 1953, uma série de instrumentos podiam ser utilizados para incentivar a entrada de capitais estrangeiros, especialmente pela possibilidade de internalizar o investimento pela taxa de mercado livre e remeter uma parte do mesmo pela taxa oficial, que era mais valorizada e permitia, portanto, uma rentabilidade maior em moeda estrangeira.

Nesse quadro, nota-se o poder de política econômica que o sistema cambial vigente conferia ao Governo. Em primeiro lugar, porque este podia incentivar setores que considerava mais importantes por meio da definição das categorias cambiais, uma vez que ocorriam substanciais distorções nos preços relativos devido aos leilões cambiais. Na época, de fato, acabou propiciando a proteção da indústria doméstica existente, já que, mantendo os bens de produção nas categorias inferiores (que apresentavam câmbio mais valorizado), propiciava baixos custos de investimento e, ao mesmo tempo, garantia a proteção do mercado doméstico, encarecendo a importação de produtos concorrentes, mantendo-os em categorias mais elevadas (que apresentavam câmbio mais desvalorizado). Em segundo lugar, conferiu tratamento favorável ao capital estrangeiro, considerado pelas autoridades monetárias como essencial para o desenvolvimento do País, pelo fato de poder remeter lucros, juros e amortizações convertidos à taxa oficial. E, por último, permitiu a geração de receita pelo Governo (entre 1954 e 1960, chegou a representar 16% da receita fiscal da União), já que, ao manter para as exportações um câmbio valorizado e para as importações um relativamente desvalorizado, ficava com o "lucro"<sup>34</sup> desse sistema, ou seja, a diferença entre o que recebia de ágios e pagava em bonificações (Cerqueira, 1999).

Em 1955, já no governo Café Filho, o novo ministro da Fazenda, Eugênio Gudin, tentou conter o déficit do Governo com um novo plano econômico que tinha como uma das medidas mais importantes a Instrução 113 da Sumoc. Por meio

---

(33) Carteira de Comércio Exterior do Banco do Brasil.

(34) Parte desses recursos era utilizada na política de defesa do café (Lessa, 1981).

dessa, ficava a Cacex autorizada a emitir licenças de importação sem cobertura cambial<sup>35</sup> para equipamentos considerados essenciais na complementação dos conjuntos já existentes no País. (Pinho Neto, 1990).

A prioridade dessa nova Instrução era o saneamento econômico e financeiro doméstico, criando condições favoráveis à realização de investimentos estrangeiros no País (Pinho Neto, 1990). Embora essa fosse uma medida amplamente criticada pelos setores nacionalistas, foi a política que prevaleceu durante o governo Kubitschek (JK), sendo de fundamental importância para o Plano de Metas<sup>36</sup> já que permitiu uma forte entrada de investimentos por esse mecanismo.

Em relação ao Plano de Metas<sup>37</sup>, este se deu através de uma industrialização com transformações estruturais decisivas num espaço de tempo relativamente curto e articulado diretamente pelo Estado. Nesse período, observou-se um substantivo crescimento do setor de bens de capital, em muito explicado pela instalação, no País, das indústrias automobilística, de construção naval, de material elétrico pesado e outras de máquinas e equipamentos. Ao mesmo tempo, as indústrias básicas expandiram-se consideravelmente, entre as quais a siderúrgica, a de metais não ferrosos, a indústria química pesada, a de petróleo, e a de papel e celulose (Serra, 1982).

Para que pudesse ser realizado, o Plano de Metas necessitava de um grande volume de investimentos. Porém, os mecanismos de financiamento interno eram muito inferiores às necessidades, e as exportações começaram a diminuir de valor em 1955, não apresentando indícios de recuperação num contexto em que a evolução da economia tendia a tornar mais rígida a pauta de importações (Lessa, 1981). Dessa forma, utilizou-se o capital estrangeiro, por meio do endividamento externo, como mecanismo de se obter os bens de capitais importados, indispensáveis para a economia sustentar seu nível de investimento<sup>38</sup>:

A política de capital estrangeiro assumia, assim, lugar fundamental dentro do esquema geral do Plano, como única via aberta, dadas as regras de jogo das

---

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

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

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

(38) Na seção sobre a circularidade entre a PII e as rendas enviadas, serão discutidos os fatores que levaram ao forte aumento do endividamento externo no período.

instituições brasileiras, à continuidade do processo de substituição de importações (Lessa, 1981, p. 57).

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

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

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

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

Dessa maneira, fica evidente que o Plano de Metas conseguiu sustentar importações de equipamentos, o que foi fundamental para os objetivos estabelecidos em um contexto extremamente adverso. O que se pretende analisar nas próximas seções é o quanto esse esforço comprometeu o balanço de pagamentos tanto para o próprio período como para o seguinte, além das transformações que realizou na Posição Internacional de Investimentos e no fluxo de rendas.

Além disso, não obstante a facilidade de importação permitida pela Instrução 113 da Sumoc, no governo JK, ocorreu uma importante reforma na política cambial<sup>39</sup> com a Lei Tarifária de 1957<sup>40</sup>.

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

Em 1961, Jânio Quadros assume a Presidência, herdando de JK uma série de dificuldades econômicas, como a deterioração do BP, a indisciplina fiscal e a inflação em processo de aceleração. Dessa forma, o Governo instituiu uma nova política cambial<sup>41</sup> por meio da Instrução 204 da Sumoc. Tal reorientação visava resolver os problemas de déficits do Governo, tanto internos, manifestado pelos déficits de caixa do Tesouro, como externos, observáveis no BP. Tal intenção se daria sem deixar de lado a preocupação com a inflação (Abreu, 1990; Silva, 2000).

Essa reforma de 1961, apesar de eliminar uma importante fonte de receitas para o Governo proveniente do sistema de leilões cambiais, contrabalanceou esse

---

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

(40) As principais medidas foram: introdução de tarifas *ad valorem*, variando de 0 a 150%; redução das cinco categorias de importação anteriores a duas categorias de importação obtidas por leilões (através da “categoria Geral” eram importados matérias-primas, equipamentos e bens não suficientemente atendidos pelo mercado interno. Já a “categoria Especial” incluía todos os bens não considerados essenciais); e a criação de uma terceira categoria de importação, a “categoria Preferencial” (que não estava sujeita a leilão), então utilizada para a importação de produtos privilegiados (trigo, petróleo, papel, fertilizantes e alguns equipamentos) e remessa de juros e amortizações considerados fundamentais ao desenvolvimento do País. Essa era uma taxa mais valorizada, garantindo preços menores em moeda doméstica, porém com uma cotação mínima, igual ao custo de câmbio (Orenstein; Sochaczewski, 1990; Baer, 2003).

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

efeito com a instituição dos depósitos prévios das importações, gerando consequências positivas para o orçamento do setor público. Já no plano externo, também se obtiveram resultados satisfatórios, sendo que o BP foi beneficiado pela recuperação das exportações e pela renegociação da dívida externa, auxiliado pelo bom recebimento das medidas pela comunidade financeira internacional (Abreu, 1990; Silva, 2000).

Entretanto, esse otimismo inicial não durou muito. A incerteza política da época, que acabou por aumentar a desconfiança dos agentes em relação à política econômica, manifestou-se na contração da entrada de capitais estrangeiros. Dessa forma, o BP deteriorou-se consideravelmente. Entretanto, nenhuma reforma cambial mais significativa foi implementada até o final do período analisado, ou seja, no ano de 1963<sup>42</sup> (Abreu, 1990, p. 200-210).

#### 4 Estimativa da Posição Internacional de Investimentos

Nesta parte, pretende-se apresentar uma estimativa da Posição Internacional de Investimentos (PII) da economia brasileira para o período de 1953 a 1963. Entretanto, vale ressaltar que esta tentativa é apenas exploratória, sendo que possíveis ajustes podem ser necessários em pesquisas futuras.

Tabela 1  
Estimativa da Posição Internacional de Investimentos (US\$ milhões), 1953-1963

	1953	1954	1955	1956	1957	1958	1959	1960	1961	1962	1963
Outros Inv. Bras. (A)	37	37	37	37	37	37	37	94	120	140	155
Reservas Inter. ( B )	650	521	508	671	509	465	366	345	470	285	219
Ativo Externo (A+B)	687	558	545	708	546	502	403	439	590	425	374
IED (C)	591	598	757	1.076	889	778	801	1.159	1.099	1.146	1.437
Dívida Externa (D)	1.159	1.317	1.445	1.580	1.517	2.044	2.234	2.372	2.835	3.005	3.089
Passivo Externo (C+D)	1.750	1.915	2.202	2.656	2.406	2.822	3.035	3.531	3.934	4.151	4.526
PII (Ativo-Passivo)	-1.063	-1.357	-1.657	-1.948	-1.860	-2.320	-2.632	-3.092	-3.344	-3.726	-4.152

Obs.: PII: Posição Internacional de Investimentos; Outros Inv. Bras.: Outros Investimentos Brasileiros no exterior; IED: Investimento Estrangeiro Direto; Reservas Inter.: Reservas Internacionais.

Fonte: Outros Investimentos Brasileiros (A): Banco Central e Noije (2010); Reservas Internacionais (B): Revista Conjuntura Econômica (Nov. 1972, p. 81); IED (C): Banco Central e Noije (2010); Dívida Externa (D): Abreu (1990).

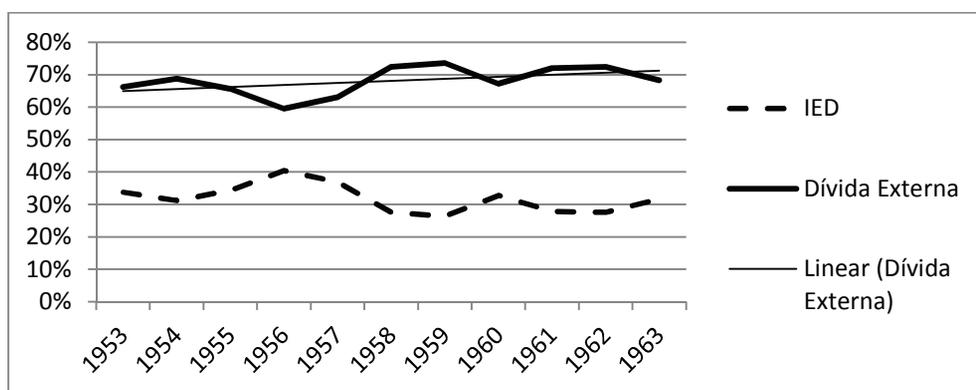
Os valores da PII da economia brasileira para o período de 1953 a 1963 estão apresentados na Tabela 1, sendo que o Brasil se encontra no grupo dos países que têm um passivo externo maior do que o ativo externo, ou seja, que pode ser

(42) Porém, vale frisar que, em 1963, ocorreu a implementação do Plano Trienal, elaborado por conta da aceleração inflacionária e dos problemas externos da economia, e que apresentava um diagnóstico ortodoxo da inflação, destacando-se o excesso da demanda por conta do déficit do setor público. Ainda no final do ano, o Plano já era tido como fracassado (Abreu, 1990).

considerado mais vulnerável externamente, sob a ótica do presente estudo, por causa de sua condição patrimonial.

Pode-se observar, pela Tabela 1, que, ao longo do período, o ativo externo apresenta uma tendência de queda no seu valor. O oposto ocorre com o passivo externo, que passa de um valor de 1.750 milhões de dólares em 1953 para 4.526 milhões de dólares em 1963 (Tabela 1). O mesmo ocorre com o passivo externo líquido (PEL), ou seja, o oposto simétrico da PII, que varia de 1.063 para 4.152 milhões de dólares durante o período 1953-1963.

Gráfico 1  
Composição do passivo externo brasileiro, 2003-2010, (%).



Fonte: Elaboração própria com base nos dados da Tabela 1.

Entretanto, apesar do aumento significativo do passivo externo, pode-se observar, pelo Gráfico 1, que sua composição permaneceu relativamente estável, com uma leve tendência de elevação da participação da dívida externa em relação ao estoque de IED, acentuando o fato de que o País já tinha uma menor participação do passivo denominado em moeda doméstica, ou seja, conforme apresentado em seção anterior, caracterizando, por esse aspecto, uma piora da vulnerabilidade externa, potencializada pela queda das reservas internacionais (Tabela 1).

Para finalizar essa parte, são apresentados, na Tabela 2, alguns indicadores de vulnerabilidade externa obtidos por meio da utilização da estimativa da PII. Fica evidente a deterioração das contas externas brasileiras, sendo que a PII estimada durante o período se elevou do patamar de -6% em 1953 para -16% do Produto Interno Bruto em 1963 decorrente de uma queda do Ativo Externo (que passa de 4% do PIB em 1953 para 1% do PIB em 1963) e pela elevação do Passivo Externo (sendo que a Dívida Externa passa de 6% do PIB em 1953 para 12% do PIB em 1963, enquanto o IED passa de 3% do PIB em 1953 para 5% do PIB em 1963).

Tabela 2  
Indicadores de vulnerabilidade externa, 1953-1963

	1953	1954	1955	1956	1957	1958	1959	1960	1961	1962	1963
Passivo Externo/PIB	0,10	0,14	0,21	0,19	0,09	0,21	0,16	0,20	0,20	0,17	0,17
IED /PIB	0,03	0,04	0,07	0,08	0,03	0,06	0,04	0,06	0,06	0,05	0,05
Dívida Externa/PIB	0,06	0,09	0,13	0,11	0,06	0,15	0,12	0,13	0,14	0,12	0,12
Ativo Externo/PIB	0,04	0,04	0,05	0,05	0,02	0,04	0,02	0,02	0,03	0,02	0,01
PII/ PIB	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-0,15	-0,16
PII/export. de bens	0,06	0,10	0,15	0,14	0,07	0,17	0,14	0,17	0,17	-3,1	-3,0
PII/export. de serviços	-0,7	-0,9	-1,2	-1,3	-1,3	-1,9	-2,1	-2,4	-2,4	-47,3	-45,9
PII/Reservas	-9,8	14,5	14,2	13,1	-9,6	14,3	16,9	16,6	25,7	-13,1	-19,0

Obs. 1: Elaboração própria. Obs. 2: export. = exportações. IED: Investimento Estrangeiro Direto. PIB: Produto Interno Bruto.

Fonte: a) Indicadores: Banco Central; b) Dívida Externa: Abreu (1990); c) Reservas: *Conjuntura Econômica*, nov. 1972, p. 81; d) PIB: Ipeadata; e) Demais contas: Banco Central.

Além disso, pode-se observar que os indicadores que fazem a divisão da PII por fontes que podem ser utilizadas para o pagamento da mesma, como as exportações de bens, as exportações de serviços e as reservas internacionais, apontam para um aumento dessa relação, a exemplo da PII/reservas, que passa de -1,6 em 1953 para -19,0 em 1963, ou seja, significando que o saldo negativo da PII em 1963 era dezenove vezes maior do que as reservas internacionais disponíveis.

Assim sendo, fica evidente a deterioração das contas externas brasileiras no período, especialmente decorrente da queda das reservas internacionais e do grande aumento da dívida externa, fazendo com que a capacidade de resistência a choques externos da economia brasileira diminuísse.

## 5 Rendas líquidas enviadas ao exterior

Para a análise das rendas líquidas<sup>43</sup> enviadas é pertinente apresentar uma tese de Oliveira (1977) sobre o período do Plano de Metas em que ele apontava para uma ruptura ou mudança no padrão de dependência<sup>44</sup> existente entre a economia brasileira e as economias desenvolvidas do centro capitalista, sendo que as transformações teriam restaurado “[...] um padrão de relações centro-periferia num

(43) Como as entradas de rendas foram pouco significativas, concentraremos a análise nas saídas de rendas.

(44) A teoria da dependência aponta para uma relação entre países do tipo centro-periferia em que os países periféricos seriam dependentes dos centrais e, numa primeira fase, seriam exportadores de matérias-primas e importadores de manufaturados. Tal intercâmbio culminaria num desenvolvimento desigual, acentuando as diferenças. Ver mais detalhes em Prebisch (1949).

patamar mais alto da divisão internacional do trabalho do sistema capitalista” (Oliveira, 1977, p. 86-87).

E teriam, ainda segundo o autor, agravado o desequilíbrio externo, levando a crises recorrentes no BP, resultados da:

[...] industrialização voltada para o mercado interno mas financiada ou controlada pelo capital estrangeiro e a insuficiência de geração de meios de pagamento internacionais para fazer voltar à circulação internacional de capitais a parte do excedente que pertence ao capital internacional (Oliveira, 1977, p. 87).

Assim, pode-se inferir que, caso Oliveira esteja correto em sua tese, o Brasil aumentou sua vulnerabilidade externa, especialmente em relação à necessidade de geração de divisas, para atender a demanda de envio de rendas. Tentar-se-á analisar essa situação por meio de alguns indicadores de vulnerabilidade externa que serão apresentados adiante.

Tabela 3  
Renda líquida enviada ao exterior (US\$ Milhões), 1953-1963

	1953	1954	1955	1956	1957	1958	1959	1960	1961	1962	1963
Lucros e Dividendos	-93	-49	-43	-24	-26	-31	-25	-40	-31	-18	0
Lucros Reinvestidos	-38	-40	-36	-50	-35	-18	-34	-39	-39	-63	-57
Rendas IDE (a)	-131	-89	-79	-74	-61	-49	-59	-79	-70	-81	-57
Rendas juros (b)	-34	-48	-35	-67	-67	-58	-91	-115	-114	-118	-87
Rendas (a+b)	-166	-135	-114	-141	-128	-108	-151	-194	-183	-199	-144
Rendas – Lucros Reinvest.	-128	-95	-78	-91	-93	-90	-117	-155	-144	-136	-87

Fonte: Banco Central. Elaboração própria.

Conforme se pode observar na Tabela 3, as rendas líquidas enviadas aumentam durante o Plano de Metas, especialmente após 1958, chegando a patamares próximos de 200 milhões de dólares durante o período 1960-1962, porém caindo, em 1963, para 144 milhões de dólares. Nesse contexto, destaca-se a transformação dos “juros” no grupo que mais enviava rendas, passando a rendas provenientes do IDE a partir de 1957. Tal fato é coerente com os dados observados para os estoques dos passivos externos, já que a Dívida Externa apresentava valores muito maiores do que os estoques de IDE.

Contudo, apesar desse mencionado aumento do pagamento das rendas líquidas enviadas ao exterior, principalmente decorrentes dos juros, pode-se observar, pela Tabela 4, que tal acréscimo não é muito significativo quando relativizado em termos do PIB. Isso porque os valores jamais passam de 1,1% e apresentam uma tendência de queda no final do período. Um dos principais fatores

que permitiram que essa relação juros/PIB não se elevasse foi o expressivo crescimento do PIB, decorrente das intensas transformações observadas na economia ao longo do período, especialmente por conta dos efeitos do Plano de Metas. Assim, pode-se observar que, nesses típicos indicadores de vulnerabilidade em que se divide algum tipo de compromisso externo por algo que possa ser utilizado no pagamento do mesmo, não só a queda do numerador pode melhorar a situação perante os credores, como também pode haver uma elevação do denominador que gere o mesmo resultado, no caso mencionado, o PIB<sup>45</sup>.

Tabela 4  
Indicador de Rendas Líquidas enviadas: fluxo/estoques e fluxo/fluxo, 1953-1963 – Em %

	1953	1954	1955	1956	1957	1958	1959	1960	1961	1962	1963
Rendas/PIB	0,9	1,0	1,1	1,0	0,5	0,8	0,8	1,1	0,9	0,8	0,5
Rendas IDE/PIB	0,7	0,6	0,7	0,5	0,2	0,4	0,3	0,4	0,4	0,3	0,2
Rendas juros/PIB	0,2	0,3	0,3	0,5	0,3	0,4	0,5	0,6	0,6	0,5	0,3
Lucro Reinvest./PIB	0,2	0,3	0,3	0,4	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2	0,3	0,2
Rendas/Exportações	10,8	8,6	8,0	9,5	9,2	8,7	11,8	15,3	13,1	16,4	10,3

Fonte: a) PIB: Ipeadata; b) Demais contas: Banco Central. Elaboração própria.

O resultado do indicador rendas/PIB é relevante, uma vez que quanto maior for o PIB, maior será a capacidade potencial de a economia gerar os excedentes mencionados por Oliveira para fazer frente à parte pertencente ao capital estrangeiro. Ou seja, por essa variável (renda/PIB), não é possível considerar que Oliveira esteja correto na tese de deterioração das contas externas por uma insuficiência de recursos para pagar ao capital internacional, já que a proporção de rendas enviadas em relação ao PIB declina ao final do período.

Entretanto, deve-se ressaltar que Oliveira não faz menção a uma insuficiência de geração de recursos qualquer, mas faz alusão aos meios de pagamentos internacionais. Ou seja, o problema residiria na incapacidade de geração de divisas. Nesse caso, faz mais sentido utilizar o indicador Rendas/Exportações para a análise, já que a principal forma de geração de divisas da economia brasileira era realizada por meio da venda de produtos no mercado externo. Dessa maneira, já se tem mais elementos para apontar que Oliveira estava correto em sua tese, uma vez que, não obstante a queda verificada no ano de 1963, pode-se observar, principalmente durante o período do Plano de Metas, um aumento significativo na relação Rendas/Exportações (Tabela 4), o que implica maior dificuldade de conseguir todas as divisas pertencentes ao capital estrangeiro por conta das rendas geradas pelo passivo externo brasileiro.

(45) Dessa maneira, um país com uma relação dívida/PIB “elevada”, por exemplo, não apresenta, como única solução para melhorar sua situação de vulnerabilidade, uma queda da dívida, mas pode se beneficiar do aumento do PIB.

## 6 Estimativa da rentabilidade da Posição Internacional de Investimentos e alguns indicadores de endividamento externo

Após a apresentação da estimativa dos estoques dos passivos e ativos externos da economia brasileira no período 1953-1963 e da análise dos fluxos de rendas gerados pelos mesmos, é possível estimar a rentabilidade aparente da Posição Internacional de Investimentos e de suas diversas contas. Para tanto, a metodologia adotada é realizada pela divisão entre os fluxos de rendas de uma determinada conta, durante um ano, pelos valores dos estoques dessa conta no final do mesmo ano<sup>46</sup>.

Pode-se considerar, conforme apresentado em seção anterior, que a vulnerabilidade externa na esfera financeira está diretamente relacionada com a rentabilidade do passivo externo, ou seja, quanto maior essa rentabilidade, mais vulnerável externamente essa economia tende a ser<sup>47</sup>. Assim, o inverso ocorre entre o ativo externo e sua rentabilidade.

Tabela 5

Estimativa% da rentabilidade da PII (%), Fluxo (anual)/Estoque (do fim do ano), 1951-1963 – Em %

	1951	1952	1953	1954	1955	1956	1957	1958	1959	1960	1961	1962	1963
Outros													
Invest. + Reservas	0,3	0,7	0,1	0,5	0,7	0,3	1,1	0,6	0,5	0,7	0,5	0,7	0,8
Rentabilidade Ativo	0,3	0,7	0,3	1,3	0,9	0,3	1,1	0,6	0,5	0,9	0,5	0,7	0,8
IED câmbio preferencial	-	-	7,6	4,2	3,5	2,6	5,7	5,2	6,0	-	-	-	-
IED Dívida Externa Registrada	8,8	6,0	22,3	15,5	10,6	6,9	6,9	6,3	7,4	6,9	6,4	7,1	4,0
3,9	4,1	3,0	3,9%	2,7	4,4	4,8	3,0	4,2	5,0	4,1	4,0	2,9	
Rentabilidade Passivo	7,5	5,5	9,5	7,5	5,4	5,4	5,6	3,9	5,0	5,6	4,8	4,9	3,2
Rentabilidade PII	10,4	7,2	15,5	10,1	6,9	7,2	6,9	4,6	5,7	6,3	5,5	5,3	3,5

Obs. 2: estoque de IED pelo câmbio preferencial estimado de acordo com a utilização da taxa de câmbio oficial (preferencial); estoque de IED calculado pela taxa do mercado livre. Obs. 3: apesar de não ter nenhum estoque aparente, os “Investimentos brasileiros diretos” geram uma renda<sup>48</sup>, o que explica a diferença entre “Out. Invest. + Reservas” de “Rentabilidade do ativo”.

Fonte: a) Dívida Externa: Abreu (1990); b) Reservas: *Conjuntura Econômica*, nov. 1972, p. 81; c) IED: Banco Central e Noije (2010); Demais contas: Banco Central. Elaboração própria.

(46) Ou seja, Rentabilidade = Fluxo anual da conta X / Estoque ao final do ano da conta X.

(47) Contudo, tal análise deve também levar em conta o tamanho dos estoques dos passivos externos.

(48) De acordo com dados do Banco Central (1953= 1 milhão de US\$; 1954= 4 milhões de US\$; 1955= 1 milhão de US\$; 1960= 1 milhão de US\$).

Dessa maneira, de acordo com a Tabela 5, pode-se observar algumas características da estimativa da rentabilidade da PII. Em primeiro lugar, a rentabilidade estimada do ativo externo sempre foi significativamente menor que a do passivo externo. Tal fato é coerente com a questão da conversibilidade das moedas<sup>49</sup>, ou seja, países que detêm moedas inconvertíveis, como era o caso brasileiro, só conseguem atrair capitais estrangeiros quando oferecem maior rentabilidade. Assim, pode-se considerar que a economia brasileira tinha uma vulnerabilidade externa sob a ótica do *efeito rentabilidade*. Em segundo lugar, a desvalorização cambial em 1953 fez com que o valor do estoque estimado do IDE apresentasse uma grande queda. Contudo, a diminuição das rendas enviadas por essa rubrica não foi proporcionalmente tão elevada (Tabela 3). Isso foi possibilitado pelas remessas através de câmbio favorável.

Dentro desse contexto, pode-se perceber, pela tabela 5, que a elevada estimativa de rentabilidade observada para o IDE a partir de 1953 só acontece porque é feita utilizando-se uma base de estoque muito pequena. Caso se empregue o câmbio de custo (preferencial) para calcular tais estoques, conforme foi realizado para o período 1953-1959 (Tabela 5), ao invés da taxa do mercado livre, até mesmo porque uma parcela significativa das remessas era realizada pelo câmbio de custo, chega-se a um resultado de rentabilidade aparente mais realista para o estoque de IDE, com valores muito parecidos com os anteriores a 1953. Dessa maneira, pode-se levantar a hipótese de que a política de permitir as remessas de renda do IDE por um câmbio favorável visava manter a geração de um nível de rendas, em termos absolutos, parecido com o dos anos progressos à desvalorização cambial de 1953 (como uma forma de estimular o ingresso de novos IDEs).

Em terceiro lugar, percebe-se que a rentabilidade aparente da dívida externa foi sempre menor do que a do IDE. Mesmo quando se utilizou a contabilização dos estoques de IDE pela taxa de câmbio preferencial (o que diminui a rentabilidade dos mesmos pelo aumento de valor desses estoques de IDE), a rentabilidade aparente do IDE permanece superior ao da dívida externa (com exceção de 1956; Tabela 5). Novamente, tal resultado parece coerente, já que o fato de o estoque de IDE se desvalorizar conjuntamente com o câmbio sugere que os investidores demandariam uma rentabilidade maior para que continuassem a realizar esse tipo de investimento (o IDE), ou seja, como se exigissem um prêmio contra o risco cambial.

Em quarto lugar, observa-se, pelo Gráfico 2, que a rentabilidade do Ativo Externo apresenta uma tendência praticamente estável. Já a rentabilidade do Passivo Externo mostra uma tendência de queda, o que é coerente com as observações anteriores, já que o fato de a Dívida Externa apresentar uma

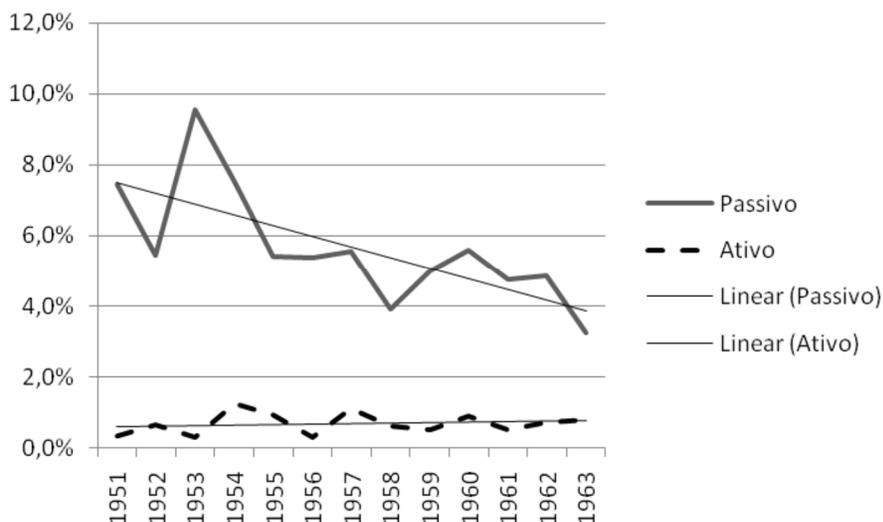
---

(49) Para mais detalhes sobre a conversibilidade das moedas, ver Carneiro (2008).

rentabilidade menor do que o IDE, aliada ao aumento de sua participação na composição total da PII, seria um desdobramento lógico dos elementos. Além disso, pode-se considerar tal fato benéfico para a vulnerabilidade externa da economia brasileira pela diminuição do *efeito rentabilidade*, desfavorável ao País.

Gráfico 2

Estimativa da rentabilidade do passivo externo e do ativo externo (%), fluxos (anual)/estoques (do fim do ano). Estimativas de tendência do passivo e do ativo. 1951-1963



Fonte: Elaboração própria com base nos dados da Tabela 5.

Na Tabela 6, são apresentados diversos indicadores de endividamento externo utilizados pelo Banco Central do Brasil para fazer análises para períodos mais recentes. Dessa maneira, a disponibilização dos valores de tais indicadores para períodos anteriores é um processo importante para o aprofundamento do debate em relação à situação externa da economia brasileira.

Assim, pode-se perceber que os indicadores do grupo A (Tabela 6) apresentam uma significativa deterioração, já que todos eles aumentam de valor<sup>50</sup>. Nota-se que os juros/exportações crescem aproximadamente três vezes ao longo do período, passando de 2,2% em 1953 para 6,2% em 1963. Enquanto isso, a relação serviço da dívida/exportações cresce aproximadamente seis vezes, passando de 5,2% em 1953 para 32,1% em 1963. Assim, fica evidente que, dentro desse contexto de piora da vulnerabilidade externa, as amortizações (da dívida) aumentaram sua participação relativa no pagamento do serviço da dívida em relação aos juros da mesma. Além disso, a relação Dívida Externa

(50) O aumento dos indicadores no Grupo A e a diminuição dos indicadores no grupo B representam um aumento da vulnerabilidade externa.

Tabela 6  
Diversos indicadores de endividamento externo, 1953-1963

	1953	1954	1955	1956	1957	1958	1959	1960	1961	1962	1963
A-) Serviço, juros e dívida total											
Serviço da dívida/ exportações	5,2%	11,7%	12,3%	17,1%	22,2%	30,7%	36,5%	41,9%	31,4%	35,2%	32,1%
Serviço da dívida/ exportações bens e serviços	4,9%	11,0%	11,4%	15,6%	19,5%	27,2%	32,6%	36,5%	28,8%	33,1%	30,1%
Serviço da dívida/ PIB	0,4%	1,3%	1,6%	1,8%	1,2%	2,8%	2,5%	3,0%	2,2%	1,7%	1,7%
Juros/ exportações	2,2%	3,1%	2,5%	4,5%	4,8%	4,7%	7,1%	9,1%	8,1%	9,7%	6,2%
Juros/ exportações de bens e serviços	2,1%	2,9%	2,3%	4,1%	4,2%	4,1%	6,3%	7,9%	7,4%	9,1%	5,8%
Dívida total/ exportações	75,3%	84,3%	101,5%	106,6%	109,0%	164,4%	174,3%	187,0%	202,1%	247,5%	219,6%
Dívida total/ exportações de bens e serviços	70,3%	79,6%	93,8%	96,9%	95,7%	145,5%	155,4%	163,0%	184,9%	232,4%	206,3%
Dívida total/ PIB	6,5%	9,4%	13,5%	11,5%	5,8%	15,0%	11,8%	13,2%	14,2%	12,1%	11,7%
Dívida total líquida/ exportações	33,1%	51,0%	65,8%	61,3%	72,4%	127,0%	145,7%	159,8%	168,6%	224,0%	204,1%
Dívida total líquida/ exportações de bens e serviços	30,9%	48,1%	60,8%	55,7%	63,6%	112,4%	129,9%	139,3%	154,3%	210,4%	191,7%
Dívida total líquida/ PIB	2,8%	5,7%	8,7%	6,6%	3,9%	11,6%	9,9%	11,2%	11,9%	10,9%	10,9%
B-) Reservas	1953	1954	1955	1956	1957	1958	1959	1960	1961	1962	1963
Reservas (liquidez)/ serviço da dívida	8,13	2,86	2,90	2,64	1,65	1,22	0,78	0,65	1,07	0,67	0,49
Reservas (liquidez)/ juros	19,12	10,85	14,51	10,01	7,60	8,02	4,02	3,00	4,12	2,42	2,52
Reservas (liquidez)/ dívida total	0,56	0,40	0,35	0,42	0,34	0,23	0,16	0,15	0,17	0,09	0,07
Reservas (liquidez)/ dívida de curto prazo	N	N	n	0,60	0,45	0,45	0,32	0,22	0,50	0,28	0,24
C-) Déficit das Transações Correntes/PIB	0,1%	1,7%	0,3%	0,2%	1,1%	1,9%	1,8%	2,9%	1,3%	1,8%	0,6%

Fonte: a) Indicadores: Banco Central; b) Dívida Externa: Abreu (1990); c) Reservas: Revista Conjuntura Econômica (Nov. 1972, p. 81);

d) PIB: Ipeadata; e) Demais contas: Banco Central. Obs.: a dívida mencionada é a Dívida Externa. Elaboração própria.

total/exportações apresenta uma variação de aproximadamente três vezes (75,3% em 1953, 219,6% em 1963), enquanto a relação Dívida Externa total/PIB não chega a aumentar duas vezes (6,5% em 1953, 11,7% em 1963), ou seja, como reflexo de uma maior taxa de crescimento do PIB em relação às exportações.

Os indicadores do grupo B (Tabela 6) também apresentam uma significativa deterioração, já que todos eles diminuem de valor. As reservas internacionais, por exemplo, que eram suficientes para o pagamento de juros por 19,1 anos em 1953, passam a representar apenas a possibilidade do pagamento de 2,5 anos em 1963 devido à queda das reservas e ao aumento dos fluxos anuais de juros remetidos ao exterior ao longo do período..

Além disso, um dos indicadores mais utilizados para avaliar as contas externas no grupo C é o saldo em transações correntes em relação ao PIB. Em todos os anos do período 1953-1963 ocorreram déficits das transações correntes, e esse indicador se eleva significativamente, especialmente entre os anos 1957 e 1962.

De forma geral, parece evidente que no período 1953-1963 ocorre uma deterioração das contas externas brasileiras, já que os estoques dos passivos externos e os fluxos decorrentes dos mesmos aumentam em relação à capacidade de pagamento brasileira, principalmente quando comparados com as variáveis que envolvem capacidade de geração de divisas ( por exemplo, as exportações).

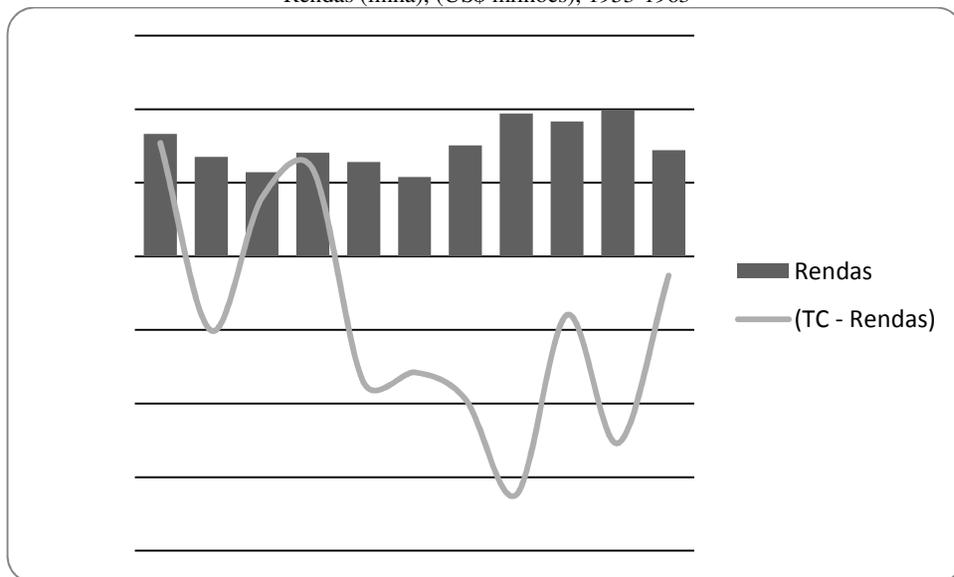
## **7 Efeito circularidade entre a Posição Internacional de Investimentos e as rendas líquidas enviadas: análise do período 1953-1963**

Como introdução a esse debate vale observar que, sob uma perspectiva histórica, o Brasil está no grupo dos países que, liquidamente, enviam renda para o exterior. No período deste estudo, de 1953 a 1963, não foi diferente. Pode-se perceber isso pelo Gráfico 3 – em que são mostradas a renda líquida enviada ao exterior (colunas) e as transações correntes subtraídas das rendas enviadas (linha) – já que, em todos os anos, o País teve um déficit em rendas. Além disso, em nenhum momento desse período o Brasil obteve um saldo em transações correntes menos rendas (TC – Rendas) suficiente para o pagamento das rendas enviadas<sup>51</sup>, ou seja, em todos esses anos, o País apresentou uma necessidade de financiamento do resto do mundo por conta de déficits em transações correntes.

---

(51) Tal fato é obtido quando a linha fica acima da coluna (o que significa um superávit em conta-corrente).

Gráfico 3  
Comparação entre as Rendas Enviadas (coluna) e o saldo das Transações Correntes menos Rendas (linha), (US\$ milhões), 1953-1963



Fonte: Banco Central. Elaboração própria. Obs.: TC = Transações Correntes .

Dessa maneira, pode-se considerar o Brasil na pior condição de vulnerabilidade externa sob a ótica do presente estudo, já que ele se encontra no caso em que tem a necessidade de gerar divisas para o pagamento de rendas. Foi sugerido, em seção anterior, que os países nessa situação tendem a adaptar sua inserção externa por essa condição. Entretanto, para o período analisado, o País parece ter utilizado todos os instrumentos disponíveis, inclusive em relação à inserção externa, em prol dos objetivos do Plano de Metas, ou seja, de promover uma forte industrialização. De tal modo, analisaremos como essa política com um forte viés desenvolvimentista afetou a circularidade entre a variação dos estoques externos (PII) e as rendas líquidas enviadas ao exterior.

Assim, foi feita uma estimativa dos fatores que levaram à variação anual da PII, comparando essa variação com o saldo das transações correntes. A diferença de valor entre essas duas variáveis (variação anual da PII e saldo anual das transações correntes) foi atribuída, por simplificação, ao fator GDN<sup>52</sup>. Portanto, por exemplo, em 1954, a variação da PII foi de -294 milhões de dólares (Tabela 7), enquanto o saldo das transações correntes foi de -236 milhões de dólares (Tabela 7), ou seja, pela metodologia adotada, concluímos que 80% ( $236/294 = 0,8$ ) da variação da PII para esse ano foi causada pelo déficit das transações correntes e em 20% ocasionada pelo efeito GDN (Tabela 7).

(52) Contudo, também podem ser decorrentes, por exemplo, do efeito OMV.

Tabela 7  
 Variação da PII e contas das Transações Correntes (US\$ milhões).  
 Participação de fatores geradores nas variações anuais da PII (%). 1953-1963

	1953	1954	1955	1956	1957	1958	1959	1960	1961	1962	1963	Somatório
Rendas	-166	-135	-114	-141	-128	-108	-151	-194	-183	-199	-144	-1.664
(TC – Rendas)	154	-101	80	118	-171	-157	-194	-324	-80	-254	-26	-955
TC	-12	-236	-35	-23	-300	-265	-345	-518	-263	-453	-171	-2.619
Variação anual PII (Var PII)	606	-294	-300	-291	87	-460	-312	-459	-252	-382	-427	-2.483
Rendas/Var PII	1953	1954	1955	1956	1957	1958	1959	1960	1961	1962	1963	Total
(TC – Rendas)/Var PII	-27%	46%	38%	48%	-147%	23%	48%	42%	73%	52%	34%	67%
TC/Var PII	25%	34%	-27%	-41%	-196%	34%	62%	71%	32%	67%	6%	38%
GDN/Var PII	102%	20%	88%	92%	443%	42%	-11%	-13%	-4%	-19%	60%	-5%

Fonte: Banco Central; elaboração própria. Obs.: TC = Transações Correntes; Var PII = variação anual da PII; GDN = ganho de detenção nominal.

Portanto, por essa metodologia, a variação anual da PII pode ser causada por dois fatores: pelo saldo das transações correntes e pelo efeito GDN. O principal objetivo desse cálculo é tentar inferir a participação das rendas líquidas enviadas no aumento do estoque do passivo externo líquido. Desse modo, as transações correntes foram desagregadas em dois grupos: a) Rendas e b) Transações Correntes menos Rendas (TC - Rendas).

Dessa maneira, a tentativa de inferir a participação das rendas líquidas enviadas no aumento do estoque do passivo externo líquido é obtida pela relação Rendas/Variação anual da PII (pela Tabela 7: Rendas/Var PII). Com tal metodologia, chega-se a conclusão de que as rendas líquidas foram responsáveis, no período 1953-1963, por 67% da variação total da PII, o que corresponde a um valor expressivo. Portanto, tal dado corrobora a hipótese levantada no presente trabalho de que a “despoupança” gerada pelas rendas enviadas deve ser mais bem qualificada no debate sobre os problemas de balanço de pagamentos, já que o excesso de investimento e consumo sobre a produção doméstica foi responsável por “apenas” 38% da variação da PII<sup>53</sup>.

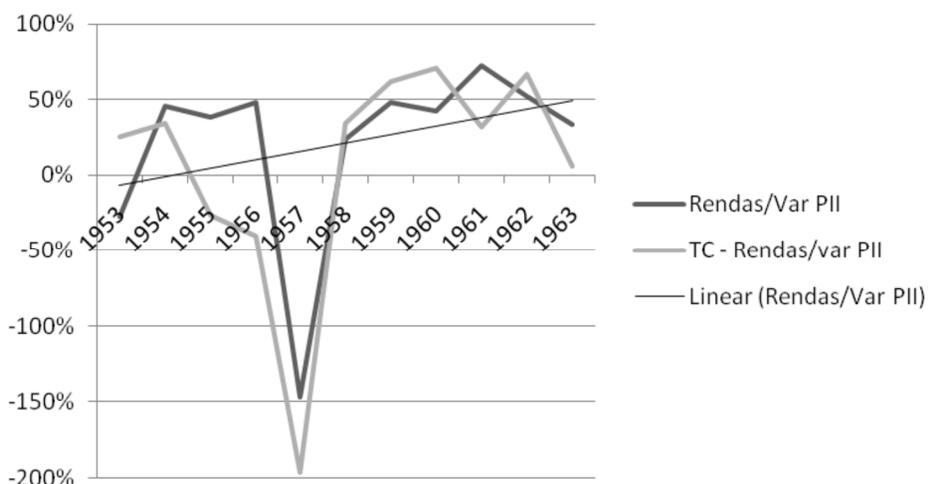
Assim, pode-se admitir que a formação do passivo externo líquido do período foi decorrente de um excesso de investimento e consumo sobre a renda doméstica; porém o efeito “despoupança” causado pelas rendas enviadas foi mais importante do que os excessos de gastos representados pelas importações líquidas de bens e serviços da economia. Portanto, a hipótese levantada por Lessa – de que se utilizou o capital estrangeiro, especialmente durante o Plano de Metas, através de um forte endividamento externo, como mecanismo de se obter os bens de capitais importados indispensáveis para a economia sustentar seu nível de investimento – pode ser relativizada, já que o aumento do endividamento externo esteve, em grande parte, ligado ao efeito circular entre a PII e as rendas líquidas enviadas.

Entretanto, conforme o gráfico 4, o argumento de Lessa tem algum sentido pelo fato de se referir ao período do Plano de Metas (1957-61), já que os valores de “TC - Rendas/var PII” foram muito próximos das “Rendas/var PII”, representando, cada um, aproximadamente metade da contribuição para a variação da PII. Porém, o período 1954-1956 deixa evidente a preponderância da participação das rendas líquidas enviadas no aumento do estoque do passivo externo líquido. Dessa forma, pode-se concluir que a dinâmica de evolução dos estoques externos brasileiros é determinada pela mencionada circularidade, sendo que as outras contas apenas acentuam a tendência, ou seja, uma tentativa de aumentar os investimentos com elevação das importações apenas agrava o movimento mais geral de elevação do passivo externo.

---

(53) Conforme o indicador “Transações Correntes menos Rendas/Var PII” da Tabela 7.

Gráfico 4  
Participação de fatores geradores das variações anuais da PII (%).  
Tendência linear das rendas/Varição anual da PII. 1953-1963



Obs.: TC = Transações Correntes; Var PII = variação anual da PII.

Fonte: Banco Central. Elaboração própria.

Além do elevado valor observado para a circularidade entre as rendas líquidas enviadas ao exterior e o aumento do passivo externo líquido, é possível identificar uma leve tendência (Gráfico 3; Linear (Rendas/Var PII)) de aumento desse valor ao longo do período, ou seja, indicando uma piora da vulnerabilidade externa da economia brasileira na esfera financeira.

Já o efeito GDN fez com que a variação total da PII ao longo do período 1953-1963 fosse 5% menor (Tabela 7), indicando que o déficit das transações correntes foi um pouco maior do que a variação da PII<sup>54</sup>.

Dessa maneira, apresentam-se elementos suficientes, por meio de diversos indicadores de endividamento externo, para se concluir que a vulnerabilidade externa da economia brasileira, sob a ótica do presente estudo, se deteriorou ao longo do período de 1953 a 1963.

### Considerações finais

Um dos elos mais importantes da interação entre fluxos e estoques externos brasileiros está na sua circularidade, ou seja, a Posição Internacional de Investimentos (PII) negativa causa uma saída de rendas, e esse fluxo está diretamente relacionado com o aumento do passivo externo. Assim, um dos

(54) Os motivos para essa evolução podem ser encontrados em Noije (2010) e envolvem basicamente uma desvalorização do estoque na forma de IDE, principalmente por conta das desvalorizações cambiais do período.

objetivos deste trabalho foi demonstrar como essa circularidade evoluiu e afetou a vulnerabilidade externa do País no período 1953-1963.

Vale observar que, no Brasil, em termos históricos, a economia é estruturalmente deficitária em rendas. Esses recursos enviados ao exterior originam uma permanente necessidade de geração de divisas, geralmente não satisfeita pelo “lado real” da economia (através de superávits da balança comercial e de serviços), fazendo com que o País fique dependente do financiamento estrangeiro para fechar suas contas externas. Essa condição se constitui, portanto, em uma das causas da vulnerabilidade externa brasileira, sobretudo em momentos de reversão do contexto internacional em que uma situação de abundância de liquidez se modifica para uma de escassez de liquidez.

Entretanto, apresentou-se que, mesmo numa conjuntura internacional francamente adversa para o Brasil, caracterizada por uma situação de “escassez de divisas”, adotou-se no período, sobretudo durante o Plano de Metas, uma política desenvolvimentista que visava promover uma rápida industrialização através de elevados incentivos aos capitais estrangeiros. Alguns autores atribuem a essa tentativa de crescimento econômico – e às importações de bens de capital que foram realizadas com esse objetivo – o elevado endividamento externo observado no período.

Porém, de acordo com os dados apresentados sobre os fatores que levaram à variação da PII no período, chega-se à conclusão de que a menor parte do endividamento externo verificado foi decorrente de um excesso de absorção doméstica em relação à produção doméstica. Isso porque a maior parte da elevação do passivo externo líquido (de acordo com a Tabela 7, 67%) foi causada pelas rendas líquidas enviadas ao exterior, ou seja, corroborando a hipótese levantada neste trabalho de que o efeito “despoupança” (gerado pelas rendas líquidas enviadas ao exterior) deve ser mais bem qualificado nas análises referentes aos desequilíbrios observados nos balanços de pagamentos dos países e, portanto, sobre a vulnerabilidade externa sob a ótica financeira.

Dessa maneira, além de ser demonstrado um expressivo aumento do passivo externo líquido e que o efeito circularidade entre as rendas líquidas enviadas e a PII está se elevando, foram apresentados elementos suficientes, por meio de diversos indicadores de endividamento externo, para se concluir que a vulnerabilidade externa da economia brasileira, sob a ótica do presente estudo, se deteriorou ao longo do período de 1953 a 1963.

Assim, a partir do arcabouço teórico apresentado, podem-se levantar diversas questões para o período atual. O efeito circularidade ainda é válido hoje em dia para a economia brasileira? Como o recente aumento das reservas internacionais do País afeta a vulnerabilidade externa? De que maneira as “novas”

formas de financiamento externo, que não existiam no período 1953-1963, – como os investimentos estrangeiros em Bolsas de Valores – alteram a evolução da PII, sobretudo pela sua elevada tendência de alteração de valor (que, no trabalho, foi apresentado como efeito GDN)? Aparentemente todas essas questões podem ser analisadas a partir do arcabouço teórico apresentado, embora muitos aperfeiçoamentos se mostrem necessários dada a complexidade do tema.

## Referências bibliográficas

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

\_\_\_\_\_. Inflação, estagnação e ruptura: 1961-64. In: ABREU, M. (Org.). *A ordem do progresso: cem anos de política econômica republicana 1889-1989*. Rio de Janeiro: Elsevier, 1990.

ARAÚJO, M. S. Estimativa dos ganhos de detenção nominais de ativos financeiros: uma aplicação para as estatísticas de Balanço de Pagamentos e de Posição Internacional de Investimento. In: ENCONTRO NACIONAL DE PRODUTORES E USUÁRIOS DE INFORMAÇÕES SOCIAIS, ECONÔMICAS E TERRITORIAIS, 2, IBGE, 2006.

\_\_\_\_\_. Estatísticas do Setor Externo. In: FEIJÓ, C. A. (et al.). *Para entender a conjuntura econômica*. Barueri: Ed. Manoele, 2008.

BAER, W. *A economia brasileira*. São Paulo: Nobel, 2003.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. Disponível em: [www.bcb.gov.br](http://www.bcb.gov.br).

CARNEIRO, R. *Desenvolvimento em crise: a economia brasileira no último quarto do século XX*. São Paulo: Editora Unesp; IE-Unicamp, 2002.

\_\_\_\_\_. Globalização e inconvertibilidade monetária. *Revista de Economia Política*, v. 28, n. 4 (112), p. 539-556, out./dez. 2008.

CERQUEIRA, B. *As idéias da Cepal sobre protecionismo na América Latina (1949-1964)*. Dissertação (Mestrado)–Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 1999.

CYSNE, R. P. *Passivo externo líquido Versus dívida externa líquida*, 2008. Disponível em: [http://www.fgv.br/professor/rubens/HOMEPAGE/ARTIGOS\\_E\\_REPORTAGENS\\_DE\\_P OL\\_ECON/Artigos\\_Publicados/2008/Passivo%20Externo.pdf](http://www.fgv.br/professor/rubens/HOMEPAGE/ARTIGOS_E_REPORTAGENS_DE_P OL_ECON/Artigos_Publicados/2008/Passivo%20Externo.pdf). Acesso em: 16 nov. 2009.

CONJUNTURA ECONÔMICA, Ano XXVI, n. 11, 1972.

DAVIDOFF CRUZ, P. R. C. *Ignácio Rangel, um pioneiro: o debate econômico do início dos anos sessenta*. Dissertação (Mestrado em Economia)–Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 1980.

DUMÉNIL, G.; LÉVY, D. *O neoliberalismo sob a hegemonia norte americana*. In: CHESNAIS, F. (Org.). *A finança mundializada*. São Paulo: Boitempo Editorial, 2005.

FMI. *Quadro de avaliação da qualidade dos dados das estatísticas da dívida externa*. Departamento de Estatística, Jul. 2003.

GARCIA, M. G. P. *Vulnerabilidade externa e deficiência de poupança interna*. 2001. Disponível em: <http://www.econ.puc-rio.br/mgarcia/Artigos/Artigos%20Valor/vulnerabilidade.PDF>.

GONÇALVES, R. Capítulo V. In: GONÇALVES, R et al. *A nova economia internacional: uma perspectiva brasileira*. São Paulo: Ed. Campus, 1998.

\_\_\_\_\_. Maxidesvalorização, vulnerabilidade externa e a crise brasileira. *Revista Ensaios FEE*, Porto Alegre (RS), v. 27, n. 1, p. 50-69, 1999.

\_\_\_\_\_. *Economia política internacional: fundamentos teóricos e as relações internacionais do Brasil*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2005.

GREMAUD, A. P.; VASCONCELLOS, M. A. S.; TONEDO JÚNIOR, R. *Economia brasileira contemporânea*. São Paulo: Ed. Atlas, 2009.

GRIFFITH-JONES, S.; SUNKEL, O. *O fim de uma ilusão: as crises da dívida e do desenvolvimento na América Latina*. São Paulo: Brasiliense, 1990.

HOBSBAWM, E. *Era dos extremos: o breve século XX – 1914-1991*. São Paulo: Companhia da Letras, 1995.

IPEADATA. Disponível em: <http://www.ipeadata.gov.br>. Acesso em: 12 fev. 2010.

LACERDA, A. C. *Globalização e investimento estrangeiro no Brasil*. São Paulo: Saraiva, 2004.

LESSA, C. *Quinze anos de política econômica*. 2. ed. São Paulo: Brasiliense, 1981.

KILSZTAJN, S. O Acordo de Bretton Woods e a evidência histórica. O sistema financeiro internacional no pós-guerra. *Revista de Economia Política*, v. 9, n. 4, out./dez. 1989.

OLIVEIRA, F. *A economia da dependência imperfeita*. Rio de Janeiro: Graal, 1977.

MACEDO E SILVA, A. C.; DOS SANTOS, C. H. *Além do curto prazo? Explorando os nexos entre a teoria pós keynesiana e a macrodinâmica de fluxos e estoques*. Campinas, SP: IE/Unicamp, abr. 2008. (Texto para Discussão, n. 141).

NOIJE, P. V. *A vulnerabilidade externa decorrente da Posição Internacional de Investimentos e do fluxo de rendas: uma análise da economia brasileira no período 1953-1963*. 2010. Dissertação (Mestrado)–Pontifícia Católica de São Paulo, São Paulo, 2010.

ORENSTEIN, L.; SOCHACZEWSKI, A. Democracia e desenvolvimento: 1956-1961. In: ABREU, M. (Org.). *A ordem do progresso: cem anos de política econômica republicana 1889-1989*. Rio de Janeiro: Elsevier, 1990.

PINHO NETO, D. M. A estratégia brasileira em perspectiva internacional. In: BNDES e o Plano de Metas: 1956-61. Rio de Janeiro: editado pelo Departamento de Relações Institucionais, 1996.

PINHO NETO, D. M. O interregno Café Filho: 1954-55. In: ABREU, M. (Org.). *A ordem do progresso: cem anos de política econômica republicana 1889-1989*. Rio de Janeiro: Elsevier, 1990.

PREBISCH, R. *El desarrollo económico de América Latina y algunos de sus principales problemas*. Santiago do Chile: Cepal, 1949.

SERRA, J. Ciclos e mudanças estruturais na economia brasileira do pós-guerra. In: BELUZZO, L. G.; COUTINHO, R. (Org.). *Desenvolvimento capitalista no Brasil*. Ensaios sobre a crise. São Paulo: Brasiliense, 1982. v. 1.

SILVA, Ricardo. Planejamento econômico e crise política: do esgotamento do plano de desenvolvimento ao malogro dos programas de estabilização. *Revista de Sociologia e Política*, Curitiba, n. 14, 2000.

SIMONSEN, M. H.; CYSNE, R. P. *Macroeconomia*, 3. ed. Rio de Janeiro: Editora Atlas, 2007.

VIANNA, S. B. Duas tentativas de estabilização: 1951-1954. In ABREU, M. (Org.). *A ordem do progresso: cem anos de política econômica republicana 1889-1989*. Rio de Janeiro, Elsevier, 1990.