

## **“Uma Análise Alternativa dos Determinantes do Endividamento Externo Brasileiro, 1964-79”<sup>1</sup>**

Josiane de Araujo Francelino  
Mestre em Economia - UNESP

O objetivo deste trabalho é examinar como a literatura interpretou os determinantes do endividamento externo brasileiro para o período 1964-79 e avançar na identificação das variáveis explicativas desse processo. Para tanto, buscou-se identificar sistematicamente as diferentes interpretações acerca dos determinantes gerais desse processo. Isso foi feito a partir da organização das diferentes abordagens em blocos de interpretação, ou seja, através da construção de categorias de interpretação pertencentes a diferentes grupos de autores.

Foi possível dividir as interpretações entre três grandes categorias: a primeira categoria argumentou sobre os fatores internos ligados ao financiamento da economia como principal determinante de uma política econômica pró-endividamento externo; a segunda categoria enfatizou os fatores externos ligados à conjuntura econômica internacional do período; e a terceira categoria subdivida em dois subitens, combinou fatores externos e internos, chamando a atenção para a existência de estruturas internas que necessariamente estimularam e apoiaram este tipo de diretriz de política econômica pró-endividamento (endividamento como opção de política econômica ratificada externamente e, sobretudo, internamente). Cabe ressaltar a grande dificuldade em se precisar essas diferentes abordagens, uma vez que muitos dos autores analisados não estavam preocupados em identificar as causas primeiras desse processo, sendo esse tema apenas um dado do período em estudo.

A partir das variáveis levantadas pela literatura, estimamos um modelo geral para o endividamento externo para o período completo (1964-79), que não difere dos já estimados pela literatura empírica, e inovamos ao incluir variáveis alternativas com vieses político e social em recortes temporais diferenciados (devido a não disponibilidade dos dados para todo o período).

E buscando captar as limitações do modelo proposto realizamos Testes de Quebra Estrutural e de Análise de Intervenção. Os testes evidenciaram que os fatores comumente designados como responsáveis pelo endividamento externo no período, como o baixo custo

---

<sup>1</sup> Artigo baseado em minha Dissertação de Mestrado (Francelino, 2004), sob orientação do Prof. Dr.

do empréstimo externo, a elevada taxa de juros interna, a liquidez internacional, a crise do petróleo, não são suficientes para explicar a evolução da série ao longo de todo o período.

Vale notar que não houve um debate explícito na literatura sobre os determinantes do endividamento externos para o período em questão e também não houve consenso entre os autores que analisaram o tema sobre as principais variáveis explicativas desse processo. Ressaltamos também a existência de poucos trabalhos empíricos sobre os determinantes do endividamento externo para o período em questão.

## **1.1 Categorização das Principais Interpretações sobre os Determinantes do Endividamento Externo Brasileiro**

### **1.1.1 Os Determinantes Internos**

A primeira categoria de interpretação associa os condicionantes do endividamento externo brasileiro a problemas de financiamento da economia brasileira relacionados à falta de um sistema financeiro adequado ou à carência de poupança interna. Concentrando-se nas questões referentes ao sistema financeiro, encontraram-se autores que enfatizaram as deficiências do sistema financeiro nacional em prover as fontes de financiamento de longo prazo necessárias ao crescimento econômico, restando a alternativa de financiamento do crescimento por captação de recursos externos. Tavares (1972), Toneto Jr. (1996) e Cruz (1984) podem ilustrar esse tipo de argumentação.

Tavares (1972) e Toneto Jr. (1996), por exemplo, ao analisarem a questão dos determinantes do endividamento externo, optaram por retornar à década de 1950. Os autores preocuparam-se em enfatizar o esgotamento do padrão de financiamento da economia brasileira em fins de 1950 e início de 1960 e analisaram o Programa de Ação Econômica do Governo (PAEG, 1964-67) à luz desse raciocínio. Para esses autores, a etapa da industrialização brasileira conhecida como industrialização por substituições de importações financiou-se exclusivamente por mecanismos inflacionários, em que o Estado tomava para si a execução dos principais investimentos da economia, sobretudo investimentos em infra-estrutura e em setores em que o capital privado não tinha condições ou mesmo interesse em investir. Encontrando-se esgotadas todas as possibilidades de o Estado prosseguir com tal modelo de financiamento, instaurou-se a crise desse padrão.

As reformas introduzidas pelo PAEG visavam assim, segundo Tavares (1972) e Toneto Jr. (1996), à superação dessa crise através da criação de um moderno sistema financeiro para o país, que partia do reconhecimento da necessidade de estabelecer mecanismos de convívio com a inflação, e de plena permissividade e integração com os capitais externos. O resultado prático dessas medidas, de acordo com os autores, foi o estabelecimento de um sistema financeiro essencialmente de curto e médio prazo, em detrimento do financiamento de longo prazo e de constante recorrência aos empréstimos externos.<sup>2</sup>

Segundo Toneto Jr. (1996), o sistema financeiro privado nacional instituído pelo PAEG possuía uma série de mecanismos que poderiam ser responsabilizados pelo fracasso das reformas na constituição de um sistema de longo prazo para a economia brasileira e pela preferência à captação externa. Tais mecanismos referiam-se ao elevado custo do crédito interno frente ao externo e às facilidades concedidas para a obtenção de empréstimos externos. A reforma tinha como um de seus principais objetivos estimular a canalização da poupança para ativos financeiros, o que permitiria o desenvolvimento da intermediação financeira. Para tanto, era necessário manter taxas de juros positivas nas operações financeiras, o que era compatível com a introdução de cadernetas de poupança e títulos públicos corrigidos pela correção monetária. Por tais medidas:

*“Gerou-se uma inflexibilidade na taxa de juros, que independentemente da oferta e demanda de crédito não se reduziria, dado o patamar mínimo para as taxas de captação (cadernetas de poupança). Com isso, as taxas cobradas nos empréstimos, nos segmentos livres, deveriam ser ainda mais elevadas. Assim, comparando-se o custo interno e externo do dinheiro sempre haveria vantagem para o último. Mesmo entrando muitos recursos no país, as taxas de juros internas não se reduziriam para permitir a arbitragem, dada a inflexibilidade imposta ao sistema.”*  
(TONETO Jr., 1996, p. 161)

Relacionando-se pontualmente à questão de insuficiência de poupança interna, temos o discurso oficial. Segundo Cruz (1984), o governo brasileiro preocupou-se em justificar o endividamento externo como uma forma de impulsionar, num primeiro

---

<sup>2</sup> Cruz (1993) ressaltou, em relação às reformas institucionais do PAEG de 1964, que essas falharam em montar uma estrutura de financiamento de longo prazo, porque sancionavam o padrão industrial que se havia gestado na segunda metade dos anos 1950. Nesse sentido, as mudanças institucionais propostas pelo PAEG visavam eliminar os obstáculos que se antepunham ao livre curso da acumulação de capital. As reformas privilegiaram o alargamento do crédito ao consumo, o que era efetivamente exigido pelos capitais privados para alavancagem do processo de acumulação de capital. A criação de instituições e de instrumentos de financiamento de longo prazo não era prioridade naquele momento: a existência da capacidade ociosa no setor industrial propiciou o ciclo expansivo sem a necessidade de investimento em capital fixo; as grandes empresas industriais, sobretudo as multinacionais, continuavam a basear seu financiamento na capacidade de autofinanciamento e no acesso aos recursos externos. Assim, Cruz concluiu (1993, p. 202) que: “A manifesta

momento (a partir de 1967), e depois sustentar (a partir de 1974) o crescimento econômico em uma economia subdesenvolvida, carente de poupança interna e de bens de capital. De acordo com Cruz (1984), a retórica oficial afirmava que as tomadas de recursos no exterior (poupança externa) eram de vital importância para a viabilização de taxas de crescimento elevadas, dada a incapacidade da economia produzir bens intermediários e de capital e a insuficiência de poupança interna para financiar tal produção.

### **1.1.2 Os Determinantes Externos:**

A segunda categoria privilegiou interpretações que se aprofundaram na análise da relação que associa o processo do endividamento externo dos países subdesenvolvidos a fatores externos às suas próprias economias – política de transferência de capital dos EUA, a grande liquidez internacional do período/desenvolvimento do mercado de eurodólares, aval das grandes instituições internacionais, processo de transnacionalização das empresas e de transnacionalização financeira, o impacto do choque do petróleo e conseqüente recessão mundial. Apresentamos neste item algumas abordagens gerais acerca do processo de endividamento da América Latina: Payer (1989), Delvlin e Ffrench-Davis (1995) e Furtado (1982).

Payer (1989) discorreu sobre a política dos EUA de transferência de capital (empréstimos e investimentos diretos) para os países subdesenvolvidos e sobre a racionalidade do sistema financeiro internacional que sancionava e alimentava o processo de endividamento externo. Segundo a autora, é disseminada a idéia de que o problema da dívida começou com o primeiro choque do petróleo, no entanto, as bases do problema foram lançadas antes disso e “[...] têm suas raízes numa contradição fundamental da política econômica norte-americana com relação ao Terceiro Mundo” (PAYER, 1989, p. 60): o Terceiro Mundo precisava naturalmente importar capital e o capital privado se encarregava da maior parte dos fluxos de capital. Segundo Payer (1989), esses dois objetivos não poderiam ser satisfeitos no longo prazo. Assim, certamente, em algum momento haveria a reversão do fluxo de capitais (transferência líquida de novos empréstimos menos serviços da dívida).

Havia, ainda, uma racionalidade no sistema que permitia esse tipo de política. Como os empréstimos da maioria dos países eram feitos por credores diferentes, os

---

autonomia financeira das grandes empresas industriais privadas foi uma das principais responsáveis pela inibição do desenvolvimento do mercado acionário e de linhas privadas de crédito de longo prazo”.

pagamentos de uns poderiam ser feitos com empréstimos de outros, uma dívida contraída no passado poderia ser saldada com um fundo de um novo credor (“esquema Ponzi”), o que não possuía relação com endividamento para crescimento ou investimento real.

Para Devlin e Ffrench-Davis (1995), alguns países caíram na “armadilha” de promover uma estratégia de desenvolvimento econômico impulsionada por endividamento externo. Instituições multilaterais como o Fundo Monetário Internacional, Banco Mundial e os governos dos países industrializados possuíam uma visão benigna sobre o processo de crescimento do débito externo via sistema financeiro privado internacional e assim encorajavam os países devedores a retirarem qualquer tipo de restrição aos fluxos de capitais, tanto na esfera pública quanto na esfera privada. Desse modo, a grande liquidez internacional ao longo da década de 1970 teria determinado uma diretriz pró-endividamento externo.

Cruz (1984) também deu forte ênfase ao fato de a grande expansão da liquidez internacional ter direcionado uma política pró-endividamento externo, sobretudo no período do “milagre econômico” e para os anos de 1977-78, momentos em que os recursos externos não foram utilizados para o investimento do crescimento e acumulou-se uma quantidade expressiva de reservas – caráter financeiro do processo de endividamento externo. Assim, para Cruz (1984), a compreensão dos determinantes do endividamento externo deve ser buscada no contexto financeiro internacional, ou seja, nas transformações ocorridas no mercado de eurocréditos:

*“[...] que se traduziram, sobretudo, numa extraordinária disponibilidade de créditos a prazos cada vez mais longos e spreads cada vez menores no decorrer do período. Neste sentido, a economia brasileira, ao elevar seus níveis de endividamento, nada mais fez do que acompanhar um movimento geral que envolveu diferentes economias ‘em desenvolvimento’ num momento em que o euromercado buscava novos clientes fora dos Estados Unidos e Europa. Por outras palavras, a economia brasileira foi ‘capturada’, juntamente com várias outras economias, num movimento geral do capital financeiro internacional em busca de oportunidades de valorização.” (CRUZ, 1984, p. 24)*

A situação repetiu-se para os anos 1977-78, momento de uma nova expansão da liquidez internacional, em que o Brasil voltou a captar recursos externos para o acúmulo de reservas, a que se adicionou a necessidade crescente de recursos para pagamento dos serviços da dívida.<sup>3</sup>

---

<sup>3</sup> Embora Cruz (1984) enfatize a expansão liquidez internacional como grande responsável pelo processo de endividamento externo, o autor deixa claro, para esses anos, que havia uma política interna “francamente estimuladora do aprofundamento da dívida” (CRUZ, 1984, p. 30). No entanto, Cruz (1984) não procura identificar explicitamente os fatores internos que pressionaram para viabilidade de tal política.

Furtado (1982) inseriu-se nesta discussão acerca dos fatores externos enfatizando a vinculação do processo de transnacionalização das empresas e de transnacionalização financeira ao processo de endividamento externo crescente dos países latino-americanos. Para o autor, para se entender o processo de endividamento externo crescente, é preciso que compreendamos o modo de organização do capitalismo iniciado com o processo de expansão das grandes empresas para além de suas fronteiras nacionais e que atentemos para suas conseqüências sobre a esfera financeira.

Para Furtado (1982), o processo de endividamento externo das economias periféricas decorreu de um processo maior de internacionalização produtiva e financeira que operou no conjunto do sistema.

*“É significativo que o processo de internacionalização e endividamento ocorre tanto numa economia de crescimento forte (Brasil), como noutra que se mantém estagnada (Chile), num país que enfrenta fortes déficits em balança comercial (Brasil) como noutra que apresenta superávits (Argentina), em países grandes importadores de petróleo (Chile e Brasil) como noutra auto-suficiente nesse setor (Argentina) ou exportador (México). Por todas as partes a evolução se fez no mesmo sentido de um maior imbricamento com as finanças internacionais e de esvaziamento do Estado em sua capacidade de controle e direção da economia.”* (FURTADO, 1982, p. 128)

Furtado (1982) ainda enfatiza que as condições para o processo de internacionalização financeira já haviam sido postas antes mesmo do primeiro choque do petróleo. E a expansão das reservas dos Bancos Centrais foi um primeiro aspecto de um fenômeno mais abrangente: um “sistema financeiro transnacional com ampla autonomia de ação” (FURTADO, 1982, p. 118). Esse sistema só se explica quando confrontado com os objetivos das empresas transnacionais de ganharem autonomia frente às autoridades nacionais.

Enfatizamos neste item que autores como Furtado (1982), Payer (1989) e Frieden (1985) buscaram evidenciar como a expansão da liquidez internacional e a opção pelo endividamento externo foram anteriores ao primeiro ao choque do petróleo.<sup>4</sup>

### **1.1.3 Os Determinantes Internos e Externos**

As abordagens que compõem a terceira categoria de interpretação buscam os determinantes do endividamento externo não em uma política condicionada por fatores internos, relacionados a problemas de financiamento, ou externos, relacionados ao

---

<sup>4</sup> Segundo dados de Frieden (1985), os créditos em euromoeada de médio prazo cresceram mais rapidamente entre 1971 e 1973 (87%) do que entre 1973 e 1974 (59%), assim o maior impulso por empréstimos foi claramente anterior a 1973.

desenvolvimento do sistema financeiro internacional ou ao choque do petróleo, mas sim em uma política condicionada por fatores internos e externos, ou seja, uma opção de política econômica conscientemente consentida pelos dois lados. Os autores chamaram a atenção para uma estratégia de desenvolvimento baseada no endividamento externo, ratificada externamente e, sobretudo, internamente.

### **1.1.3.1 Uma Análise Alternativa dos Fatores Internos**

Uma primeira subcategoria deste grupo é a interpretação que identifica grupos de interesse que puderam se beneficiar de uma estratégia de crescimento baseada no endividamento externo. Cardoso e Faletto (1970) e Frieden (1983 e 1991) podem ilustrar esse tipo de abordagem.

Os teóricos da Dependência (Cardoso e Faletto, 1970) são enquadrados nesta categoria devido à ênfase que deram ao fato da política vigente ter que estar necessariamente apoiada por agentes domésticos. Assim, a política de endividamento externo em todo período deveria estar apoiada e sustentada por tais agentes. No entanto, a teoria proposta pelos autores não se aprofundou no sentido de delimitar precisamente os agentes domésticos privilegiados por esse estilo de política econômica.

Frieden (1983 e 1991) argumentou que os países menos desenvolvidos desempenharam um papel ativo e independente no seu processo de endividamento externo, uma vez que o maior grau de relacionamento com a economia mundial, sobretudo com as finanças internacionais (euromercado), propiciou um rápido desenvolvimento das economias nacionais periféricas, o que possibilitou a manutenção e fortalecimento de alguns grupos domésticos.

Frieden (1991), em um estudo específico para o Brasil, buscou relacionar o desenvolvimento da política econômica ao modo de atuação coesa e concentrada de alguns setores da economia que, através da imposição de seus interesses ao Estado, direcionaram e influenciaram as várias etapas do processo de desenvolvimento econômico brasileiro.<sup>5</sup> Os interesses da indústria moderna (setor de bens de consumo duráveis e de bens de produção), do setor financeiro e da agricultura em grande escala ligada à exportação foram apontados pelo autor como os principais agentes que influenciaram e moldaram a política econômica brasileira.

---

<sup>5</sup> Isso foi possível, segundo o autor, porque no Brasil inexistia o clássico conflito de classe capital-trabalho.

*“Parcela significativa dos recursos disponíveis ao Brasil pelo sistema financeiro internacional foram alocados pelo governo ao setor privado segundo bases políticas e não critérios de mercado. A influência dos vários setores [...] era largamente devido à intensidade de suas preferências políticas (da especificidade de suas vantagens) e de sua coesão interna, no sentido de que quanto mais oligopolizados são os setores maiores são suas ‘fatias’ na divisão dos empréstimos externos e do crédito subsidiado. Dentro da agricultura, as maiores fazendas receberam maior suporte. Dentro da indústria, os setores favorecidos foram as sofisticadas indústrias de grande escala. O setor financeiro também recebeu expressivo suporte.” (FRIEDEN, 1991, p. 115)*

Frieden (1991) também afirmou que, embora os países tomadores de recursos não pudessem influenciar as condições de crédito internacional (taxa de juros internacional e quantidade disponível de créditos), eles podiam atuar no sentido de imposição de medidas internas que tornassem o país mais atrativo aos capitais externos, o que diminuiram os *spreads* cobrados. As pressões dos grupos domésticos apareceram no momento da alocação dos recursos externos internamente e no dinâmico estímulo que tais grupos se empenharam em fornecer para uma diretriz de política econômica que lhes beneficiava diretamente. Assim, a política de endividamento externo não poderia ser vista somente como um resultado imposto de fora, pois passava pela ratificação interna, em que os grupos domésticos organizados pressionaram o governo para alocação dos recursos a seu favor e para manutenção dessa política, em detrimento do desenvolvimento de outros setores sociais e de outras instituições.

### **1.1.3.2 O Endividamento Externo como Opção de Política Econômica**

Ainda dentro desta categoria de interpretação que relaciona aspectos internos e externos, mas não com intuito de se aproximar de uma abordagem de grupos de interesse e relações de poder, identificou-se uma segunda subcategoria de autores que, ao enfatizar os determinantes internos, viram o endividamento externo como uma clara opção de política econômica do governo brasileiro de crescer endividando-se. No que se refere aos determinantes externos, esses estavam ligados ao acesso precoce brasileiro ao mercado de eurodólares e à evolução desfavorável do cenário internacional pós-1973. Batista Jr. (1980), Fishlow (1981 e 1986), Coutinho (1983), Cardoso e Fishlow (1988) e Cardoso e Dornbusch (1989) ilustram este tipo de argumentação.

Para Batista Jr. (1980), os fatores internos estavam relacionados a características da economia brasileira pós-1945 e ao caráter eminentemente político da década de 70. O desenvolvimento econômico brasileiro estava baseado na premissa central da existência de petróleo barato e de suprimento garantido. Estabeleceu-se, assim, um sistema industrial e de transportes altamente dependentes do petróleo. Ademais, o Brasil em 1974 possuía uma