



1290000621



IE

TCC/UNICAMP R354p

# "AS POLÍTICAS CAMBIAIS NO BRASIL DE 1953 A 1982"

Roniclever Rosa Ribeiro



Relatório final de monografia apresentada  
ao Instituto de Economia da Universidade  
Estadual de Campinas sob a orientação do  
Professor Doutor Paulo Roberto Davidoff  
das Chagas Cruz. ✓

Campinas, Novembro de 1997. ✓

TCC/UNICAMP  
R354p  
IE/621

CFDOUC/IE

*à minha avó Maria*

# *AS POLÍTICAS CAMBIAIS NO BRASIL DE 1953 A 1982*

## Índice

|                             |              |
|-----------------------------|--------------|
| <i>AGRADECIMENTOS</i> ..... | páginas<br>i |
| <i>INTRODUÇÃO</i> .....     | 01           |

### *CAPÍTULO 1: A Política das Taxas de Câmbio Múltiplas (1953-60)*

|                                                          |    |
|----------------------------------------------------------|----|
| Introdução.....                                          | 04 |
| 1. Reforma cambial nos Anos 50                           |    |
| 1.1. Antecedentes.....                                   | 07 |
| 1.2. Política cambial e comércio exterior.....           | 08 |
| 1.3. Política cambial e capital estrangeiro.....         | 12 |
| 2. A situação do balanço de pagamentos                   |    |
| 2.1. Quadro geral.....                                   | 15 |
| 2.2. Variações da balança comercial.....                 | 16 |
| 2.3. A estabilidade do déficit da conta de serviços..... | 18 |
| 2.4. As transações de capitais                           |    |
| 2.4.1. Investimentos diretos.....                        | 19 |
| 2.4.2. Empréstimos autônomos.....                        | 22 |
| 2.4.3. Financiamentos compensatórios.....                | 23 |
| 3. Estrangulamentos externos e taxa real de câmbio.....  | 24 |
| 4. Conclusão.....                                        | 26 |
| Anexos.....                                              | 28 |

### *CAPÍTULO 2: Unificação, Liberalização e Fixação: as Alternativas Ortodoxas da Política Cambial*

|                                                                 |    |
|-----------------------------------------------------------------|----|
| Introdução.....                                                 | 30 |
| 1. A política cambial em três atos.....                         | 32 |
| 1.1. Unificação e liberalização no governo Quadros.....         | 32 |
| 1.2. Política cambial e crise: sinal vermelho para Goulart..... | 34 |
| 1.3. A fixação e as maxidesvalorizações no governo Castelo..... | 40 |
| 2. A situação do balanço de pagamentos                          |    |
| 2.1. Aspectos gerais.....                                       | 44 |
| 2.2. O retorno dos superávits comerciais.....                   | 46 |
| 2.3. O comportamento dos financiamentos externos.....           | 48 |
| 2.4. O recuo dos investimentos diretos.....                     | 50 |
| 3. Balanço de pagamentos e política cambial.....                | 52 |
| 4. Conclusão.....                                               | 55 |
| Anexos.....                                                     | 57 |

### ***CAPÍTULO 3: A Política de Minidesvalorizações Cambiais: da Euforia do Milagre ao Fracasso do II PND (1968-78)***

|                                                                    |    |
|--------------------------------------------------------------------|----|
| Introdução.....                                                    | 59 |
| 1. A política das minidesvalorizações                              |    |
| 1.1. A implantação das minidesvalorizações: a fase do milagre....  | 63 |
| 1.2. O dilema cambial na fase do II PND.....                       | 67 |
| 2. A situação do balanço de pagamentos                             |    |
| 2.1. Quadro Geral.....                                             | 72 |
| 2.2. A fase do endividamento "desnecessário": 1968/73.....         | 74 |
| 2.3. O salto definitivo da dívida externa: 1974/78.....            | 76 |
| 3. Vantagens e limites da estabilidade da taxa real de câmbio..... | 79 |
| 4. Conclusão.....                                                  | 81 |
| Anexos.....                                                        | 84 |

### ***CAPÍTULO 4: A Virada no Contexto Internacional e a Fase de Transição da Política Cambial (1979-82)***

|                                                            |     |
|------------------------------------------------------------|-----|
| Introdução.....                                            | 87  |
| 1. A fase de transição da política cambial brasileira..... | 89  |
| 2. A situação do balanço de pagamentos                     |     |
| 2.1. Quadro geral.....                                     | 93  |
| 2.2. A caminho da crise.....                               | 94  |
| 2.3. A moratória mexicana e a crise da dívida.....         | 96  |
| 3. A taxa de câmbio real no contexto da crise.....         | 97  |
| 4. Conclusão.....                                          | 99  |
| Anexos.....                                                | 102 |

|                                    |            |
|------------------------------------|------------|
| <b><i>CONCLUSÃO FINAL.....</i></b> | <b>103</b> |
|------------------------------------|------------|

|                             |            |
|-----------------------------|------------|
| <b><i>APÊNDICE.....</i></b> | <b>107</b> |
|-----------------------------|------------|

|                                 |            |
|---------------------------------|------------|
| <b><i>BIBLIOGRAFIA.....</i></b> | <b>117</b> |
|---------------------------------|------------|

## AGRADECIMENTOS

Esta monografia é o resultado final do trabalho mais gratificante de que tomei parte ao longo do curso de Economia. Tudo começou ao final do segundo ano, quando empolgados pela maestria com que conduziu o curso de macroeconomia, eu e muitos colegas procuramos o professor Paulo Davidoff para que este fosse nosso orientador. Para organizar o trabalho ele propôs a formação de um grupo de estudos, a partir do qual discutiríamos temas variados de economia. Por toda dedicação e ética com que desempenha seu ofício, e, particularmente, pela sua disposição em responder às minhas dúvidas, agradeço ao professor Davidoff.

Em relação ao meu grupo de estudos, ressalto a desenvoltura e obstinação da Paula, fundamentais para desatar alguns dos nós que vez por outra embaraçavam nossa compreensão. Ao Léo, agradeço pelo ânimo que sempre transmitiu diante dos obstáculos que se punham à nossa frente.

Ao professor Sérgio Prado agradeço pelas suas críticas e sugestões como membro de minha banca.

Não poderia deixar de lembrar ainda dos amigos com quem dividi alguns dos melhores (e outros nem tanto) momentos de minha vida. Leãozinho, Débora, Maurício, Joely, Márcia, Jaque, Roberto e Célia (biblioteca) - a presença de vocês contribuiu para que esses anos fossem realmente muito especiais.

Por tudo que temos vivido juntos, agradeço também à Silzia, cujo apoio foi essencial em muitos momentos, principalmente naqueles mais difíceis.

Aos meus pais, Antonio e Eva, agradeço por toda a força que me deram para que completasse esta etapa em minha vida. Espero um dia poder retribuir uma centelha do que fizeram por mim. Este trabalho também é de vocês.

## INTRODUÇÃO

O desenvolvimentismo foi mais do que um dos muitos modismos que vez por outra costumam fazer a cabeça de nossos *gurus*, que por sua vez tratam de traduzi-los num conjunto de regras práticas a serem seguidas pela sociedade. Para uma geração inteira de economistas este representou uma era marcada pela preocupação com os rumos que a economia brasileira teria de trilhar para atingir sua plena industrialização, e, por conseguinte, obter o status de potência mundial - o que faria jus às suas dimensões geográficas e diversidade de riquezas naturais. Inclusive, a partir desse sentimento seria cunhada uma expressão que se tornaria célebre pela sua fixação no consciente coletivo da população brasileira: "o Brasil é o país do futuro".

Em busca desta condição, alguns pares de governos, a despeito de suas diferenças políticas, teriam como eixo central de seus programas a industrialização. E por cerca de trinta anos - dos anos 50 até início dos 80 - esta seria a tônica das políticas econômicas implementadas no Brasil, sendo que mesmo depois da crise dos anos 80, a partir de quando o desenvolvimentismo cairiam em desuso, sua nostalgia ainda continuaria inspirando o ideário de parcelas importantes da política brasileira.

Dentro desse contexto, elegemos neste trabalho a política cambial como o fio condutor de nossa análise do período que se estende de 1953 a 1982. Sem dúvida, este foi um dos instrumentos da política econômica que mais se destacaram pela sua estreita sintonia em relação a estas metas mais gerais. Assim, sua evolução retrata com relativa fidelidade o quadro de transformações a que estiveram submetidas - muitas vezes por influência de eventos de ordem externa - nossas políticas internas. Nesse sentido, vale dizer que na maior parte do tempo, a política cambial operou de modo a conciliar estas metas internas da política econômica às modificações oriundas da conjuntura internacional.

Assim sendo, esta monografia encontra-se dividida em quatro capítulos, originados a partir de uma periodização das políticas cambiais que foram

praticadas de 1953 a 1982. Além da descrição e discussão das políticas econômica e cambial, estes capítulos destacam ainda a evolução da conjuntura internacional, a análise dos resultados do balanço de pagamentos e o comportamento das taxas reais e efetivas de câmbio para cada um dos subperíodos.

A partir deste esquema, o primeiro capítulo compreende o período que se estende de 1953 a 1961, quando vigorou no país o sistema de taxas múltiplas de câmbio. Esta política tinha como base a diferenciação dos produtos de exportação e de importação, através da definição de categorias de mercadorias segundo seu grau de essencialidade - o que fez deste sistema um dos instrumentos mais conscientes de industrialização, sobretudo, na fase do Plano de Metas (1956-60).

Ao contrário do primeiro período, como será visto no segundo capítulo, entre 1961-67 a política cambial não apresentou uma conformação bem delineada, ficando à deriva das instabilidades políticas e econômicas a que esteve exposto o governo neste início dos anos 60. Logo, o traço comum da política cambial nesta etapa foi justamente esta indefinição, além de que sua execução ficou relegada a segundo plano face a preocupação com a estabilidade da economia, que foi a tônica deste período.

Em contraposição a indefinição que caracterizou a política cambial entre 1961-67, no terceiro capítulo será retratado o período 1968-78, em que a adoção do sistema de minidesvalorizações conferiu a política cambial uma fase de larga estabilidade no que diz respeito às normas que regem sua execução. Outro fato marcante deste período foi a incrível aceleração do processo de endividamento externo brasileiro, crucial para os rumos que a política cambial tomaria nos anos seguintes.

O quarto capítulo trata justamente de como o salto no endividamento do período anterior e os choques externos de 1979 afetaram decisivamente a saúde das contas externas do país e conduziram a política cambial a uma fase de transição. Afinal, seriam estes fatores somados a resistência dos bancos credores em ceder novos financiamentos ao Brasil que levariam o país à crise da dívida

externa de 1982. Com isso, o compromisso da política cambial com a industrialização seria desfeito em função da necessidade de geração de grandes superávits comerciais, a partir de então indispensáveis para o fechamento do balanço de pagamentos.

Para encerrar o trabalho ainda se segue uma breve conclusão contendo as considerações finais da pesquisa e um apêndice, onde são discutidas as metodologias de cálculo das taxas reais e efetivas de câmbio.

## CAP. 1 - A POLÍTICA DAS TAXAS DE CÂMBIO MÚLTIPLAS (1953-60)

*"eu vejo o futuro repetindo o passado,  
eu vejo um museu de grandes novidades".*  
Cazuza.

### Introdução

A política cambial desempenhou no Brasil dos anos 50 o papel de um dos principais instrumentos da política econômica desenvolvimentista, atuando em dois campos fundamentais, a saber: o da obtenção e direcionamento das escassas divisas para o programa de industrialização e o do reforço de recursos para o setor público, que não contava com uma política fiscal capaz de assegurar um suporte financeiro às suas metas de investimento. É deste modo que o regime das taxas de câmbio múltiplas, criado em outubro de 1953 e reformulado com o passar dos anos, foi posto a serviço da promoção do desenvolvimento econômico.

A escassez de divisas, manifestada através do contínuos estrangulamentos do balanço de pagamentos, constituiu a mais severa restrição à política desenvolvimentista ao longo dos anos 50. Esse problema, que afetava com menor ou maior intensidade a maioria dos países latino-americanos<sup>1</sup>, tinha, como agravantes no caso brasileiro, os seguintes fatores:

1) o próprio processo de crescimento econômico, que pressionava o mercado de divisas mediante a elevação automática das importações de máquinas, equipamentos e insumos básicos (o país cresceu a taxas médias superiores a 7% ao ano na década);

---

<sup>1</sup> Estudos desenvolvidos pela CEPAL (Comissão Econômica para América Latina) apontavam à época a escassez de divisas como um problema singular às economias subdesenvolvidas, em função da deterioração de seus termos de intercâmbio em relação às economias centrais. Em síntese, esses estudos observavam uma tendência secular à queda dos preços dos produtos primários frente aos industrializados - fenômeno decorrente do progresso técnico, poupador de matérias-primas naturais, e do lento crescimento vegetativo nos países desenvolvidos, que implicava uma pequena expansão do consumo de alimentos, ofertados em escala crescente pelos países periféricos. Ver PREBISCH, R. in "Dinâmica do Desenvolvimento Latino-Americano". Argentina. Fondo de Cultura Económica. 1964; e também RODRIGUEZ, O. in "Teoria do Desenvolvimento da CEPAL". RJ. Editora Forense-Universitária. 1981.

2) a aceleração inflacionária que tendia a penalizar a produção nacional como resultado da valorização real do câmbio, fator de estímulo ao consumo externo em detrimento do interno;

3) a dificuldade de obtenção de empréstimos externos junto aos organismos multilaterais, FMI (Fundo Monetário Internacional) e Banco Mundial, que discordavam das políticas desenvolvimentistas, já que estas eram apoiadas em forte ampliação dos gastos públicos e tolerantes com o processo inflacionário<sup>2</sup>;

4) e, finalmente, pela pequena expressão, em termos quantitativos, do montante de capitais estrangeiros que ingressavam no país sob a forma de investimentos diretos.

A quantidade escassa de divisas colocava em risco a manutenção da política desenvolvimentista já que qualquer das saídas convencionais traria impactos negativos sobre o programa de industrialização, senão vejamos: a) o governo poderia frear a atividade econômica através da contração da política fiscal que vinha sendo fortemente expansionista, hipótese de antemão rejeitada; b) poderia optar pela imposição de barreiras alfandegárias, o que por sua vez também resultaria no arrefecimento do crescimento como consequência do encarecimento de bens necessários à industrialização, além de que sua implantação acirraria os conflitos políticos num momento de transição de governo<sup>3</sup>; c) a terceira alternativa, a adoção de uma política mais ativa de estímulo às exportações com a desvalorização da taxa de câmbio, também teria como subproduto o indesejado desincentivo às importações.

Para contornar esse dilema aparentemente insuperável o governo lançou mão de uma engenhosa política, que ao mesmo tempo recompunha competitividade às exportações e concedia estímulos à importação de bens

---

<sup>2</sup> Mesmo na hipótese de que a avaliação da política econômica fosse favorável ao Brasil, convém destacar que tanto o FMI como o Banco Mundial tinham a sua disposição um volume de recursos bem abaixo do que seria necessário para socorrer os países em dificuldades no balanço de pagamentos.

<sup>3</sup> O presidente Getúlio Vargas vivia um momento político delicado que acabaria culminando com seu suicídio e a posse de seu vice, Café Filho.

essenciais. O núcleo da reforma cambial de 1953 - Instrução 70 da Sumoc (Superintendência da Moeda e do Crédito) e Lei 2145 - esteve contido no estabelecimento do sistema de taxas múltiplas de câmbio. Sua operacionalização se daria através da definição de faixas por categorias de produtos de importação e exportação, sobre as quais incidiriam ágios e bonificações. Essa medida extinguiu, assim, os controles quantitativos de importações que vigoraram entre 1947/53.

Paralelamente, visando melhorar as contas externas, o governo adotou uma política francamente favorável ao ingresso de capitais estrangeiros no país. Com isso, acreditava-se que, além de promover um incremento no volume interno de investimentos, seriam geradas divisas que aliviariam a tendência de desequilíbrio do balanço de pagamentos que rondou a década. Parcela desses incentivos decorreu da própria política cambial, tal como a liberalização do movimento de capitais pelo mercado livre de câmbio.

A adoção de uma política permissiva em relação ao movimento de capitais buscava na verdade capitalizar a conjuntura internacional que registrava nesta década uma importante expansão nos fluxos de investimentos diretos estrangeiros. Esta conjuntura fez parte, na verdade, do chamado “desafio americano”, que consistiu na decisão estratégica por parte do governo dos EUA de ocupar espaços e impedir o avanço soviético no contexto da guerra fria, que se seguiu à segunda guerra mundial (BLOCK: 1980).

Não foi difícil ao governo americano respaldar sua estratégia geopolítica numa motivação econômica, já que a transferência das plantas produtivas para outros países foi uma forma das empresas americanas contornarem as barreiras tarifárias impostas pelos países do resto do mundo a seus produtos. Assim foi possível conciliar a estratégia geopolítica e os interesses dos setores produtivos e financeiros dos EUA. Não deve ser esquecido, por fim, que essa investida das empresas multinacionais americanas provocou uma resposta européia, cujas empresas também se lançaram na instalação de filiais nos grandes mercados consumidores do terceiro mundo, dentre eles o Brasil.

Este capítulo visa analisar o papel da política cambial brasileira nos anos 50 *vis a vis* o projeto desenvolvimentista, resgatando seu regime jurídico e os principais pontos que permearam o debate em torno dos impactos induzidos na economia ao longo da década. Para tanto, encontra-se dividido em quatro seções: 1) trata da reforma cambial a partir de 1953; 2) discute os resultados do balanço de pagamentos; 3) analisa as relações entre estrangulamentos externos e comportamento da taxa real de câmbio; e 4) que compreende um tópico conclusivo.

## 1. Reforma cambial nos anos 50

### 1.1 ~ Antecedentes

Após o término da II Guerra Mundial havia se tornado nítida a hegemonia americana frente à economia do mundo capitalista, posição que é legitimada pela assinatura do Acordo de Bretton Woods, em 1944, ainda antes do fim da guerra. Este acordo estabelecia o dólar como única moeda de trânsito internacional e conversível ao ouro, dando origem ao padrão ouro-dólar. Todas as demais moedas deveriam a partir de então manter uma paridade fixa em relação à moeda americana. Para prestar socorro aos países em situação de desequilíbrio externo foi criado o FMI, que considerava a manutenção da taxa de câmbio fixa como pré-condição à concessão de empréstimos, salvo casos excepcionais com sua prévia autorização (BAER & LICHTENSZTEIN: 1987).

Excetuando as pequenas oscilações verificadas no biênio 1945/46, a política cambial brasileira seguiu à risca as prescrições de Bretton Woods até 1953. Todavia, neste período o Brasil registrou uma inflação média anual de aproximadamente 12%, bastante superior à média internacional. O reflexo dessa política foi a sobrevalorização do cruzeiro frente às outras moedas, que, inserida num contexto de liberalização do comércio externo e explosão da demanda por importações reprimida durante a segunda guerra (1939-45),

desaguiou numa situação de desequilíbrio da balança comercial do país. Só para se ter uma idéia, em 1947 as importações praticamente dobraram em relação ao ano anterior, ao passo que as exportações cresceram apenas cerca de 20%, o que resultou na erosão do saldo comercial do país naquele ano.

A solução adotada à época para conter o crescimento das importações foi a introdução do controle quantitativo do ingresso de mercadorias externas no país, política que surtiu efeitos até 1950. Mas no biênio 1951/52 estes efeitos se esvaíam completamente como resultado da expectativa de desabastecimento gerada pela guerra da Coreia. Temendo a generalização do conflito e futuras crises de abastecimento, a própria CEXIM (Carteira de Exportação e Importação)<sup>4</sup> consentiu com a antecipação de importações. Em 1952 a economia brasileira experimentou, então, o primeiro déficit comercial do século XX.

## 1.2 - Política cambial e comércio exterior

O agravamento das contas externas brasileiras no início dos anos cinquenta levou o governo a tomar as primeiras providências para conter a sangria de divisas. O regime de câmbio fixo começou a sofrer uma flexibilização com a Lei 1807, de 7 de janeiro de 1953, que criou o mercado livre de câmbio, com a dupla finalidade de estimular o ingresso de capitais estrangeiros no país e elevar a rentabilidade do setor exportador. Passaram então a coexistir o mercado oficial de câmbio, controlado diretamente pelo governo através do Banco do Brasil, e o mercado livre, cuja taxa era definida pelos agentes que intermediavam as transações com divisas.

O ingresso de capitais, a partir de então, pôde ser realizado através do mercado livre ao passo que o acesso dos exportadores a esse mercado foi disciplinado pela Instrução 48, de fevereiro de 1953, que dividiu as

---

<sup>4</sup> A CEXIM funcionava como departamento do Banco do Brasil responsável pelo licenciamento de exportações e importações, até ser substituída pela CACEX (Carteira de Comércio Exterior) em 1957.

exportações em quatro categorias: na primeira, 15% das receitas cambiais poderiam ser convertidas pelo mercado livre de câmbio, no qual a taxa era menos sobrevalorizada que a do mercado oficial, enquanto que na segunda e terceira categorias o nível permitido era, respectivamente, de 30 e 50%. Os bens não pertencentes a qualquer dessas categorias, como o café, o cacau e o algodão - responsáveis em média por mais 70% das exportações brasileiras no período - não desfrutavam de qualquer acesso ao dólar livre. A justificativa prestada pelo governo era de que com esta medida estava procurando justamente estimular a diversificação da pauta de exportações<sup>5</sup>.

Contudo, a reforma só seria consumada em 9 outubro de 1953 com a Instrução 70 da Sumoc<sup>6</sup>, que criava o sistema de taxas de câmbio múltiplas, eliminava os controles quantitativos de importação e instituía os Leilões de Câmbio, onde seriam definidos os ágios correspondentes a cada uma das cinco categorias de importação. Os ágios mínimos de cada grupo de mercadorias seriam estabelecidos pela Sumoc, por intermédio de suas instruções. Só ficaram isentos de participar dos leilões os importadores de produtos considerados essenciais como máquinas, equipamentos, papel de imprensa, petróleo e devivados. Sobre estes produtos o ágio seria pré-determinado pela Sumoc.

No tocante às exportações, as bonificações também foram pré-estabelecidas, sendo de Cr\$ 5,00 por dólar para o café e de Cr\$ 10,00 por dólar para os demais produtos. Apesar da alegação de que o tratamento diferenciado dispensado às exportações decorria dos diferentes níveis de produtividade, a seletividade expressa nas bonificações coroava a diversificação da pauta exportadora como um dos aspectos da política cambial<sup>7</sup>.

---

<sup>5</sup> Mesmo os produtos das três categorias beneficiadas com a possibilidade de conversão de parcela das divisas através do mercado livre efetivamente não usufruíram de muita vantagem visto que o governo recorrentemente promovia intervenções no mercado livre para evitar que sua taxa se descolasse significativamente da taxa oficial. Ver BAER, W. Op. cit. Cap. 3.

<sup>6</sup> O sistema de taxas múltiplas de câmbio foi regulamentado definitivamente através da Lei 2145, aprovada pelo Congresso em 29 de dezembro de 1953.

<sup>7</sup> Este sistema sofreria sua primeira modificação em agosto de 1954, quando as exportações foram redivididas em quatro categorias. A partir de então, o fato das bonificações serem pré-fixadas em termos

A grande resistência a política de taxas múltiplas partia, como era de se esperar, do setor cafeeiro, que se julgava penalizado pelo sistema, já que a bonificação concedida ao café era a menor dentre todos os produtos de exportação. Esta queixa esteve recorrentemente retratada em periódicos da época<sup>8</sup> e em publicações alusivas à história do café no Brasil e era centrada no fato de que o governo se apropriava de uma parcela das receitas cambiais correspondentes à diferença entre a somatória dos valores pagos pelos importadores para obtenção das divisas e aquela que era repassada aos seus provedores, os exportadores. Assim, esse diferencial - o saldo entre ágios e bonificações - operava como um dos componentes da cunha fiscal imposta pelo setor público ao setor cafeeiro.

Os cafeicultores chegaram inclusive a esboçar um movimento de reação a este confisco através de uma campanha de protesto, cujo mote era “não venda seu café”<sup>9</sup>. Contudo, a ameaça de boicote teve poucos efeitos, principalmente em função de ter sido levantada num contexto de super produção e de tendência de queda dos preços internacionais do produto. A conjugação desses fatores conferia maior poder político ao governo brasileiro, pois sua intervenção era fundamental para a sustentação do preço do café<sup>10</sup>.

Uma nova reforma cambial seria realizada em meados de 1957, através da Lei 3244, de 14 de agosto daquele ano, destinada basicamente a simplificar o sistema de taxas múltiplas e a introduzir um sistema de proteção

---

nominais, tornaria esta política alvo de constantes alterações, já que a persistência da inflação corroía os ganhos dos exportadores.

<sup>8</sup> Nas edições da Revista Conjuntura Econômica, publicadas em meados dos anos 50, esse é um dos assuntos recorrentes nas páginas dedicadas à política cambial.

<sup>9</sup> Ver Conjuntura Econômica. Janeiro de 1956.

<sup>10</sup> Não obstante, foi exatamente na política de defesa do preço do café que o governo encontrou um abrigo para livrar-se das investidas dos cafeicultores, sob a argumentação de que os recursos confiscados na transação com as divisas eram totalmente revertidos para a própria cafeicultura, seja através da concessão de subsídios, seja na estocagem da safra excedente ao volume consumido pelo mercado mundial. De fato a estocagem consistiu no mais importante mecanismo de defesa dos preços do café na segunda metade da década de 50, quando os preços entram em declínio. Inclusive, a aplicação da totalidade dos recursos apropriados pelo Fundo de Ágios e Bonificações no próprio setor cafeeiro se tornaria obrigatória a partir de 1957 após nova reforma cambial. Ver DUQUE, H. in "A Modernização da Economia Cafeeira". SP. Ed. Alfa e Omega. 1976.

tarifária aos produtos ofertados internamente (ORENSTEIN & SOCHACZEWSKY: 1990). A sistemática dos leilões de câmbio foi mantida, só que as categorias de importação foram reduzidas a duas, uma *geral*, onde constavam os produtos qualificados essenciais e para a qual era destinada a maioria das divisas, e outra *especial*, onde se enquadravam os bens classificados como supérfluos. Permaneceram isentos de participar dos leilões alguns bens como petróleo e derivados, materiais de imprensa e fertilizantes agrícolas, cuja taxa de câmbio para importação passou a ser definida pelo denominado *câmbio de custo*, que era igual à taxa de câmbio média paga aos exportadores.

Acoplada à mudança no regime das taxas múltiplas, a partir de 1957 passou-se também à aplicação rigorosa da Lei do Similar Nacional, o que conferiu à política comercial externa brasileira um caráter agressivo de estímulo à industrialização<sup>11</sup>. Ela previa a cobrança de alíquotas específicas que variavam entre 0 e 150% para a importação de mercadorias disponíveis no mercado interno. O Plano de Metas teve neste estatuto um dos mais conscientes mecanismos de comando do processo de substituição de importações (TAVARES: 1972).

A funcionalidade da política de taxas múltiplas constitui uma questão controversa sobre a qual há diferentes visões. BAER (1975), por exemplo, aponta diversas consequências positivas deste regime: 1) por se tratar de um sistema eficaz na flexibilização do câmbio fixo; 2) por ter criado um mecanismo de mercado para equilibrar oferta e demanda de divisas; 3) por ter se revelado mais fácil de se manipular do que legislações aduaneiras; 4) por ter beneficiado a produção interna de bens de natureza essencial.

Na avaliação de LESSA (1981) a utilização da política cambial como instrumento de estímulo à industrialização refletiu a adoção de uma linha de menor resistência política pelo governo. Isto porque teria sido possível aplicar a mesma política de seletividade das importações através da utilização de tarifas

---

<sup>11</sup> Na verdade, a Lei do Similar Nacional já havia sido instituída no Brasil desde a última década do século XIX, mas até então ela não vinha sendo aplicada com muito rigor. Ver BAER, W. in "A Economia Brasileira". SP. Livraria Nobel. 1996. Cap. 4.

aduanейras diferenciadas. Mas por esta via o governo esbarraria na Constituição, o que exigiria alterações que demandariam, além de tempo, um enfrentamento político com os diversos interesses afetados. A política cambial apresentava-se dessa forma como um instrumento muito mais ágil e de implementação imediata.

Um dos críticos clássicos do sistema é SIMONSEN (1995) que apresenta várias objeções a sua utilização. Na sua visão, esta era uma política altamente complicada e distorciva, além ainda de ter contribuído para o fechamento das portas do FMI ao país no final da década de cinquenta. Em meio às críticas, o autor também encontra uma característica “positiva” no sistema, que estaria no fato de que o diferencial apropriado pelo setor público no intermédio das divisas teria constituído um fator de contração da base monetária e assim contribuído para o combate à inflação<sup>12</sup>.

### 1.3 - Política cambial e capital estrangeiro

Somente após a análise do tratamento dispensado ao capital estrangeiro é que podemos apreender o sentido pleno da política cambial, qual seja, o comprometimento com a industrialização, objetivo principal do Plano de Metas. Conforme já foi mencionado, a reforma cambial de 1953, adotou uma postura bastante liberal em relação ao movimento de capitais externos no país, contrastando radicalmente com aquela que esteve em curso no período 1947/52.

Naquele período, como veremos na próxima seção, o resultado líquido do movimento de capitais no Brasil foi negativo, o que significa que o país exportou capitais, perdendo divisas e investimento. Os condutores da política econômica entenderam, baseados inclusive na queixa dos investidores internacionais, que se diziam afugentados pelos rígidos controles quantitativos -

---

<sup>12</sup> Esta análise se restringe ao plano teórico, uma vez que para verificá-la seria necessário constatar qual o destino desses recursos. Ver SIMONSEN, M. H. in “A Experiência Inflacionária no Brasil”. Instituto de Pesquisas e Estudos Sociais (IPES/GB). Nov/1964.

o envio de lucros e dividendos estava restrito a um limite anual de 8% do capital investido e o repatriamento de capitais a 20% - que a flexibilização de tais controles seria fundamental para o restabelecimento dos fluxos de investimento para o Brasil<sup>13</sup>.

A partir de 1953 os capitais passaram a ter permissão para transitar no mercado livre de câmbio sem qualquer restrição quantitativa, medida esta que não se mostrou suficiente para atrair os investidores externos. Para reforça-la foi lançado um novo pacote de incentivos, através da Instrução 113 da Sumoc, de janeiro de 1955, que autorizava a importação de bens sem cobertura cambial, o que se aplicava basicamente ao investimento direto.

Outra medida considerada crucial para o restabelecimento dos fluxos de investimento direto para o Brasil foi a garantia fornecida pelo Banco do Brasil aos investidores externos de que poderiam remeter rendimentos e amortizações à taxa de câmbio de custo, mais valorizada que as demais. O governo assegurava ainda tratamento preferencial aos investidores externos no acesso às divisas para quitação de compromissos junto a matriz, além de garantir o fornecimento de câmbio de custo para importação de máquinas, equipamentos, insumos básicos e matérias-primas considerados essenciais e enquadrados na categoria geral<sup>14</sup>.

O esforço de atração do capital estrangeiro nos anos 50 decorria de duas proposições usualmente aplicadas aos países em desenvolvimento<sup>15</sup>

---

<sup>13</sup> Não deve ser esquecido que nos anos imediatos ao pós-guerra a Europa estava em processo de reconstrução, não estando em condições de exportar capitais para outras partes do mundo mas, pelo contrário, absorvendo praticamente a totalidade dos investimentos externos americanos.

<sup>14</sup> Vale frisar ainda que os incentivos dispensados ao capital estrangeiro não se esgotaram em sua dimensão cambial. Ao mesmo tempo que o governo brasileiro removeu obstáculos à entrada de capitais externos, ele próprio assumiu o núcleo da indústria pesada e de infra-estrutura (siderurgia, petróleo, energia elétrica, transporte, etc), de modo a assegurar um suporte para os investimentos do setor privado. Mais do que este aparato material, durante a vigência do Plano de Metas, o setor público ofereceu todos estes serviços e produtos a preços subsidiados, o que reduzia os custos de produção dos demais setores, inclusive da indústria nacional, último componente do tripé que sustentou o desenvolvimento capitalista brasileiro. Ver GOLDENSTEIN, L. in "Repensando a Dependência". Tese de Doutorado. IE/UNICAMP. 1994.

<sup>15</sup> Na teoria econômica a pertinência desses dois fatores obedece a uma formulação mais rigorosa tendo como matriz o modelo dos dois hiatos - de *poupança* e de *divisas*. Em síntese, o modelo parte da idéia de que para se desenvolver, um país atrasado deve ter uma taxa de investimento superior a sua taxa interna de poupança, precisando, para tanto, absorver recursos reais (bens de capital), o que acaba gerando um

(FONSECA: 1963): 1) de que estes países, salvo raras exceções, estavam estruturalmente sujeitos a restrições no balanço de pagamentos, resultantes da situação desfavorável de suas relações de troca; e 2) de que geralmente dispunham de baixo coeficiente de poupança, sendo que mesmo no caso de países com boa taxa de capitalização interna seria necessário recorrer ao financiamento externo para obtenção de divisas indispensáveis à industrialização.

Contudo, o tratamento liberal conferido ao investimento direto engendraria uma série de discussões a respeito da relação custo/benefício proporcionada pela presença dos capitais estrangeiros na economia brasileira. Uma das críticas mais radicais à política executada durante o Plano de Metas foi feita por MOURA (1959), para quem o ingresso de investimentos diretos no país teria impactos negativos a longo prazo no balanço de pagamentos, além de que comprometia a soberania nacional. Apesar do tom bem mais ameno de sua crítica, sobre a política de capital estrangeiro do Plano de Metas, ZINI (1982) considera que ela foi uma das responsáveis pelo não desenvolvimento de um sistema financeiro pleno no Brasil.

Por sua vez, outros autores também manifestariam opiniões favoráveis à instalação das multinacionais no país. Eles argumentariam que a análise das contribuições dessas empresas não poderia se restringir a uma apreciação contábil da relação investimentos/remessa de lucros, na medida em que estes capitais estariam transferindo dentre outras coisas, tecnologia e *know-how* para o país. Além disso, também estariam criando empregos e gerando receita tributária para o governo (KINGSTON: 1961; APPY: 1987).

---

déficit em transações correntes. Para financiá-lo o país então deve utilizar-se de poupanças externas através da obtenção de superávits na conta capital de modo a conciliar desenvolvimento econômico e equilíbrio no balanço de pagamentos. O hiato de divisas surge, por sua vez, sempre que a estrutura produtiva do país não é capaz de ofertar seus bens essenciais (matérias-primas, bens de capital, etc) e nem de obtê-los através das receitas de exportação.

## 2. A situação do balanço de pagamentos

### 2.1 - Quadro geral

Como já afirmado, o Brasil atravessou na década de 50 um contexto de crescentes dificuldades no setor externo da economia, notadamente a partir de 1957, cuja reversão só ocorreria em meio à recessão do início dos anos 60. Tais desequilíbrios foram provocados fundamentalmente pela deterioração dos saldos comerciais entre 1957/60, já que a conta de serviços não sofreu qualquer alteração significativa, a não ser uma elevação relativa dos juros, enquanto que a conta capital experimentou uma ampliação de seu saldo positivo, abrandando as tensões no balanço de pagamentos.

Analiticamente, do ponto de vista do balanço de pagamentos, pode-se dividir o período 1953/60 em dois subperíodos, sendo que no primeiro (1953/56) o país obteve um resultado externo positivo, com um leve superávit acumulado da ordem de US\$ 24 milhões, enquanto que no segundo (1957/60) apresentou sucessivos déficits que totalizaram algo próximo a US\$ 1 bilhão.

*TABELA 1.1*  
*Principais Contas do Balanço de Pagamentos do Brasil*  
*Médias anuais em US\$ milhões - 1953/60*

| Discriminação               | 1953/56     | 1957/60         |
|-----------------------------|-------------|-----------------|
| <i>Transações Correntes</i> | - 61,25     | - 341,00        |
| Balança Comercial           | 332,25      | 54,75           |
| Serviços                    | - 383,50    | - 385,50        |
| <i>Capitais</i>             | 89,75       | 182,25          |
| <b>RESULTADO</b>            | <b>6,00</b> | <b>- 254,25</b> |

Fonte: Relatórios Anuais do Banco do Brasil

Examinemos, com mais detalhes, as principais contas do balanço de pagamentos no período.

## 2.2 - Variações da balança comercial

Conforme já visto, os desequilíbrios externos da década de cinquenta resultaram basicamente da deterioração dos saldos comerciais. O país vinha apresentando bons resultados até 1950, mas se depararia no biênio 1951/52 com o desaparecimento de seu superávit comercial e depois com a ocorrência de um expressivo déficit de US\$ 286 milhões em 1952, fruto das expectativas de desabastecimento emanadas pela eclosão da Guerra da Coréia.

Em 1953 essas expectativas já se encontravam dissipadas, o que, atrelado à correção cambial promovida pela instituição das taxas múltiplas de câmbio, contribuiu para a redução das importações<sup>16</sup>. Simultaneamente, as exportações se recuperaram em decorrência do reaquecimento do mercado internacional de café. A partir de então, foram as flutuações nas exportações deste produto que comandaram os movimentos na balança comercial brasileira. Entre 1953/60 o café respondeu em média por pouco mais de 60% das receitas de exportação brasileiras (ver tabela 1.3).

*TABELA 1.2*  
*Evolução das Exportações Brasileiras de Café (1950-60)*

| Ano  | Exportações<br>(mil sacas) | Receita<br>(US\$milhões) | % do Total<br>das Export. | % Consumo<br>Mundial |
|------|----------------------------|--------------------------|---------------------------|----------------------|
| 1950 | 14835                      | 865                      | 63,9                      | 50,9                 |
| 1951 | 16358                      | 1059                     | 59,8                      | 51,3                 |
| 1952 | 15821                      | 1045                     | 73,7                      | 49,2                 |
| 1953 | 15562                      | 1088                     | 70,8                      | 45,1                 |
| 1954 | 10918                      | 948                      | 60,7                      | 37,9                 |
| 1955 | 13696                      | 844                      | 59,3                      | 40,8                 |
| 1956 | 16805                      | 1030                     | 69,5                      | 43,4                 |
| 1957 | 14319                      | 846                      | 60,8                      | 40,7                 |
| 1958 | 12894                      | 688                      | 55,3                      | 35,6                 |
| 1959 | 17723                      | 733                      | 57,2                      | 42,0                 |
| 1960 | 16819                      | 712                      | 56,1                      | 39,6                 |

Elaboração Própria

Fonte de Dados Brutos: Relatórios do Banco do Brasil  
Revista Conjuntura Econômica

<sup>16</sup> As importações brasileiras que oscilavam em torno de US\$ 1 bilhão ao ano até 1950 saltam para cerca de US\$ 1,7 bilhão no biênio 1951/52, e depois se retraem para pouco mais de US\$ 1,1 bilhão nos anos seguintes. Ver Balanço de Pagamentos do Brasil.

Os anos 1953, 1955/56 foram muito bons para as exportações brasileiras, com o café atingindo os preços mais elevados da década ao mesmo tempo em que o país colhia boas safras<sup>17</sup>. Já no período 1957/60 ocorreu uma superprodução generalizada, pois o reaquecimento dos preços no mercado internacional incentivou o plantio de café em todos países exportadores, inclusive no Brasil, onde esse fenômeno ocorreu de forma bastante acentuada<sup>18</sup>. Como consequência dessa superprodução, o preço do produto cairia sistematicamente até o final da década de 50, provocando uma redução acumulada nas receitas das exportações brasileiras superior a US\$ 1 bilhão entre 1957/60.

A comparação entre os dois subperíodos é de fato reveladora neste item, pois o saldo comercial acumulado caiu de US\$ 1,3 bilhão entre 1953/56 para cerca de US\$ 200 milhões entre 1957/60. Isso equivale a dizer que o superávit médio anual passou de US\$ 330 milhões para US\$ 50 milhões, resultando num abatimento de US\$ 280 milhões anuais, valor bastante próximo ao déficit médio do balanço de pagamentos neste último subperíodo, por volta de US\$ 250 milhões.

A relação de causalidade entre as duas variáveis (balança comercial e de pagamentos) torna-se mais evidente quando verificamos que os demais itens das contas externas brasileiras conservam-se sem profundas mudanças ao longo desse período, excetuando-se a conta de capitais, cujo superávit cresceu em função da elevação dos investimentos diretos e dos

---

<sup>17</sup> Em 1954, apesar do preço do café estar em alta houve uma queda na oferta do produto, o que reduziu o volume de exportações, que vinha sendo em média de 15 milhões de sacas, para cerca de 10,9 milhões. Com essa quebra o Brasil perdeu 8% da sua participação nas vendas mundias. Ver DUQUE, H. op. cit. Mesmo assim, as exportações em geral ainda cresceram, sendo que a redução do superávit comercial de 1954 foi causada por uma expansão das importações - provocada por uma expectativa de alta dos preços internacionais que levou os importadores a acumularem estoques, que à época se encontram em nível muito baixo. Ver REVISTA CONJUNTURA ECONÔMICA: jan/1955.

<sup>18</sup> Com isso a produção nacional de café que tinha sido de 12 milhões de sacas saltou para o dobro em média nos anos seguintes, sendo que em 1959 o país registrou uma supersafra de 43,8 milhões de sacas para um consumo mundial estabilizado em torno de 36 milhões de sacas anuais. Ver RELATÓRIO ANUAL DO BANCO DO BRASIL: 1960.

financiamentos externos à importação e de socorro para fechamento das contas externas.

### 2.3 - A estabilidade do déficit da conta de serviços

A despeito de ser um componente estruturalmente deficitário do balanço de pagamentos brasileiro - o déficit total acumulado foi de aproximadamente US\$ 3 bilhões entre 1953/60 - as variações globais na conta de serviços foram inexpressivas na década de 50. Logo, este item do balanço de pagamentos pouco contribuiu para a deterioração das contas externas brasileiras no período 1957/60.

No entanto, o fato de não terem ocorrido modificações nos resultados globais de serviços entre os dois subperíodos não significa que o mesmo tenha se passado em relação aos itens dessa conta. Pelo contrário, foram registradas mudanças relativas importantes, referentes aos itens juros e lucros remetidos.

O volume dispendido com juros saltou de US\$ 184 milhões em 1953/56 para US\$ 322 milhões em 1957/60. Este acréscimo, de aproximadamente 75%, foi fruto do maior volume de empréstimos externos contratados pelo Brasil a partir da segunda metade da década de 50. Contudo, tal elevação foi em grande medida compensada pela retração das remessas de lucros que caíram de US\$ 209 milhões para US\$ 122 milhões entre os dois subperíodos<sup>19</sup>.

Em termos absolutos, o maior déficit deu-se na conta de transportes, que respondeu por algo em torno de US\$ 1 bilhão no período

---

<sup>19</sup> O fato dos investimentos diretos terem se expandido a partir da segunda metade da década de cinquenta, teoricamente, também deveria ter correspondido a uma elevação no volume de remessas de lucros e dividendos. Entretanto, como foi constatado, ocorreu justamente o contrário. Isto pode ser explicado pelo fato de que diferentemente das operações de empréstimo, que no geral após sua contratação implicam o pagamento imediato de juros, no caso dos investimentos diretos é necessário um período de maturação até que estes comecem a proporcionar ganhos. Prova disto é que a partir dos anos sessenta as remessas de lucros voltariam a crescer.

1953/60, ou seja, mais de 30% do déficit total. Com o pagamento de juros o país dispendeu um pouco mais da metade do gasto com fretes, o que equivale a cerca de 16% do déficit em serviços. Por sua vez, o item remessa de lucros e dividendos e pagamento de royalties aparece com praticamente a mesma parcela correspondente aos juros<sup>20</sup>.

## 2.4 - As transações de capitais

### 2.4.1 - Investimentos diretos

Como foi visto anteriormente, o governo brasileiro concentrou grandes esforços para atrair o investimento direto estrangeiro no período 1953/60. Tal política foi particularmente exitosa a partir de 1957, dada a conjuntura internacional favorável e o reforço dos incentivos oferecidos para o ingresso de capitais estrangeiros no país. Como consequência, as diferenças entre os dois subperíodos aqui voltam a aparecer.

Enquanto no período 1953/56 foi registrado um total acumulado de US\$ 330 milhões à título de investimentos diretos, sendo a metade correspondente a lucros reinvestidos, no período 1957/60 esse valor chegou a US\$ 530 milhões, sendo 90% relativos a novos ingressos. Isto significou uma elevação de 60% nos investimentos diretos totais e de quase 200% em relação aos capitais efetivamente ingressados no país.

Olhando o conjunto do período, verifica-se que ingressou no país um total de US\$ 650 milhões assinalados como investimentos novos, que somados aos lucros reinvestidos chega a quase US\$ 900 milhões. Levando em conta que as saídas referentes a este tipo de investimento registradas na conta serviços chegaram perto de US\$ 550 milhões, tivemos entre 1953/60 um saldo

---

<sup>20</sup> Embora seja conveniente frisar que parte do que foi registrado - uns US\$ 200 milhões, tem significado meramente contábil, já que não deixou o país de fato, pois se refere aos lucros reinvestidos registrados como débito em serviços e relançados como crédito na conta capital.

líquido de US\$ 450 milhões. Embora possa parecer pouco expressivo, esse resultado é significativo quando comparado ao do período 1947/52 , em que houve uma perda líquida de capitais de US\$ 160 milhões por este item<sup>21</sup>.

É verdade que em termos cambiais, esses valores não justificaram toda a importância que lhes é atribuída na literatura sobre o Plano de Metas (o total de investimentos nos oito entre 1953/60 não atinge o montante de exportações de um ano sequer). Todavia, a sua real importância se exprime em termos qualitativos, pois cumpriram papel crucial na conformação da estrutura industrial brasileira. Sua inserção na economia se deu junto ao núcleo da indústria de consumo durável - carro chefe do programa - e junto a segmentos das indústrias de bens de capital e intermediários. Essa transformação pode ser melhor ilustrada através da comparação entre a distribuição do estoque de capital estrangeiro no Brasil no início dos anos 50 e posteriormente no início da década de 60.

*TABELA 1.3*  
*Distribuição do Estoque de Capital Estrangeiro (1950)*

| SETORES                     | PARTICIPAÇÃO(%) | VALOR US\$ MILHÕES |
|-----------------------------|-----------------|--------------------|
| Energia Elétrica            | 27,1            | 79,7               |
| Petróleo                    | 12,9            | 37,9               |
| Bancos                      | 6,9             | 20,3               |
| Produtos Químicos           | 5,9             | 17,4               |
| Indústria Alimentar         | 5,6             | 16,3               |
| Aparelhos Eletroeletrônicos | 4,9             | 14,3               |
| Automóvel                   | 3,2             | 9,3                |
| Metalurgia                  | 2,4             | 7,0                |
| Cimento                     | 2,3             | 6,8                |
| Laboratórios Farmacêuticos  | 1,5             | 4,4                |
| Máquinas para Indústria     | 1,4             | 3,9                |
| Papel e Celulose            | 0,9             | 2,7                |

Fonte: APPY, R. op. cit.

<sup>21</sup> Os ingressos somaram US\$ 360 milhões, dos quais apenas US\$ 74 milhões constituiram novos investimentos, enquanto que as saídas foram de US\$ 522 milhões das quais US\$ 288 milhões foram reinvestidas.

**TABELA 1.4**  
*Distribuição do Estoque de Capital Estrangeiro (1960)*

| SETORES                      | PARTICIPAÇÃO (%) | VALOR US\$ MILHÕES |
|------------------------------|------------------|--------------------|
| Automóvel                    | 11,4             | 136,3              |
| Petróleo                     | 11,0             | 132,0              |
| Produtos Químicos            | 10,8             | 129,3              |
| Metalurgia                   | 5,4              | 65,0               |
| Indústria Alimentar          | 5,0              | 60,2               |
| Laboratórios Farmacêuticos   | 4,5              | 53,3               |
| Aparelhos Eletrônicos        | 4,3              | 52,1               |
| Siderurgia                   | 3,6              | 43,3               |
| Comércio                     | 3,3              | 39,5               |
| Serviços Liberais            | 2,9              | 35,2               |
| Peças (Ind. Automobilística) | 2,8              | 34,3               |
| Bancos                       | 2,6              | 32,2               |
| Fumo                         | 2,5              | 30,3               |
| Máquinas para Indústria      | 2,4              | 29,2               |
| Pneus e Câmaras              | 2,3              | 27,5               |
| Utensílios de Borracha       | 1,9              | 22,7               |
| Têxtil                       | 1,8              | 21,8               |
| Frigorífico                  | 1,4              | 16,9               |
| Cimento                      | 1,3              | 16,1               |
| Papel e Celulose             | 1,2              | 15,8               |

Fonte: APPY, R. op. cit.

Como pode-se verificar nas tabelas 1.3 e 1.4, em 1950 o principal setor explorado pelo capital estrangeiro era o de energia elétrica, onde estava aplicado 27% do total, seguido pelo de exploração de petróleo, com 12,9% e bancário, com 6,9%. Já em 1960 o quadro havia se modificado radicalmente, visto que o capital estrangeiro se encontrava quase igualmente distribuído entre os setores automobilístico, petrolífero e indústria química, com cerca de 11% cada. No caso do setor de energia elétrica, por exemplo, o capital estrangeiro deixa de ter participação através da estatização da multinacional canadense *Light*<sup>22</sup>.

<sup>22</sup> Tais dados ilustraram, na verdade, dois fenômenos já apontados no presente trabalho: 1) que na década de 50 houve um deslocamento do capital estrangeiro do setor de infra-estrutura para os setores de bens de consumo duráveis e de insumos estratégicos; e 2) que coube ao setor público incorporar este segmento como forma de transformá-lo em instrumento de política econômica - através do oferecimento de serviços e produtos a preços subsidiados.

### 2.4.2 - Empréstimos autônomos

No período 1953/60 o Brasil contou com uma pequena contribuição global dos financiamentos autônomos externos. Como podemos notar a partir da tabela 1.5, o país registrou um pequeno superávit de US\$ 143 milhões entre fontes particulares e oficiais para todo o período, suficiente para cobrir apenas cerca de 9% do déficit total de transações correntes.

*TABELA 1.5*  
*Saldos de Empréstimos Externos do Brasil*  
*1953/60 (US\$ milhões)*

| Discriminação                         | 1953/56      | 1957/60      | 1953/60      |
|---------------------------------------|--------------|--------------|--------------|
| <i>Saldo Emprést. Particulares</i>    | <i>202</i>   | <i>298</i>   | <i>500</i>   |
| <i>Saldo Emprést. Oficiais</i>        | <i>- 183</i> | <i>- 174</i> | <i>- 357</i> |
| <i>Saldo Global</i>                   | <i>19</i>    | <i>124</i>   | <i>143</i>   |
| <i>Saldo/Déficit de Tr. Correntes</i> | <i>0,077</i> | <i>0,091</i> | <i>0,089</i> |

Elaboração Própria

Fonte de Dados Brutos: Relatórios Anuais do Banco do Brasil

As principais fontes de financiamento externo do período foram os organismos privados, que contribuíram no total com empréstimos de US\$ 1,2 bilhão, enquanto que recolheram US\$ 700 milhões em amortizações. A grande maioria destes empréstimos foi contraída entre 1957/60 (cerca de US\$ 1 bilhão) junto a bancos americanos e europeus, sendo destinada para o pagamento de importações, ou assumindo a forma direta de crédito de fornecedores (*supplies credit*).

Já os organismos oficiais de financiamento não se mostraram sensíveis às dificuldades externas brasileiras no período, visto que o volume de empréstimos liberados, da ordem de US\$ 800 milhões, sequer foram suficientes para cobrir o pagamento das amortizações, que somaram US\$ 1,15 bilhão. Daí retira-se o fluxo líquido negativo de US\$ 357 milhões na conta de empréstimos oficiais.

O péssimo desempenho apresentado nesta conta refletiu a indisposição dos organismos oficiais em relação ao Brasil, o que teria sido motivado principalmente pela condução da política cambial (SIMONSEN: 1995). A desaprovação desta política partia principalmente do FMI, o que acabava influenciando as instituições de financiamento como o Banco Mundial e o BID (Banco Interamericano de Desenvolvimento) no sentido de restringir os apoios financeiros ao país.

### **2.4.3 - Financiamentos compensatórios**

Dado o cenário crônico de desequilíbrios externos a partir de 1957, e a carência de reservas cambiais, o governo brasileiro passaria a ter de recorrer sistematicamente a financiamentos compensatórios para fechar o balanço de pagamentos no subperíodo 1957/60.

Entre 1953/56 o país praticamente não precisou lançar mão de empréstimos compensatórios<sup>23</sup>, face os superávits que até permitiram ao país saldar parte de obrigações relativas aos anos anteriores<sup>24</sup>. Este quadro sofreria uma clara inversão nos quatro anos seguintes, quando o país foi forçado a recorrer sistematicamente aos financiamentos compensatórios que totalizaram pouco mais de US\$ 1 bilhão. Desse montante, mais da metade foi adquirida junto a bancos privados americanos e europeus para pagamento de importações. Já a contribuição líquida do FMI foi de US\$ 101 milhões, ou seja, 10% das necessidades brasileiras (MUNHOZ: 1977). Nem poderia ter sido maior, tendo em vista a difícil relação do governo Kubitschek com o Fundo, agravada pelo rompimento de 1959.

---

<sup>23</sup> Em alguns relatórios do Banco do Brasil aparecem registrados no ano de 1953 alguns empréstimos compensatórios. Na verdade isso não significa uma contradição mas sim o fato de que foram lançados naquele ano os financiamentos liberados para liquidação dos atrasados comerciais de 1952, dentre eles um empréstimo de US\$ 300 milhões do Eximbank. No nosso caso este valor aparece lançado em 1952, o que ilustra mais fielmente a situação.

<sup>24</sup> O saldo de financiamentos compensatórios apontou então para um fluxo negativo de US\$ 24 milhões, o que indicou um saldo externo positivo neste subperíodo. Tanto que o saldo brasileiro com o FMI, no tocante a esta categoria, foi nulo ao término desses quatro anos.

Dentre as operações compensatórias do período, figuraram as swaps, que compreendiam empréstimos de curtíssimo prazo (de até 3 meses apenas) realizadas entre matriz e filial das empresas multinacionais. Para incentivar tal prática o governo garantia uma taxa de câmbio fixa para as empresas que contratassem estes empréstimos, o que numa conjuntura de aceleração inflacionária, proporcionava ótimos ganhos às contratantes. O volume de recursos que o governo conseguiu captar através dessas operações foi de US\$ 230 milhões entre 1957/60. Não custa lembrar que a utilização das swaps agravavam ainda mais os desequilíbrios do balanço de pagamentos<sup>25</sup>.

### 3. Estrangulamentos externos e taxa real de câmbio

O comportamento oscilante das taxas reais de câmbio no período 1953/60 esteve estritamente relacionado ao desempenho externo brasileiro e aos objetivos internos da política econômica. Assim, quando foi inaugurada a política de taxas múltiplas de câmbio em outubro de 1953 o governo tinha como objetivo central corrigir a sobrevalorização cambial que se acumulava desde 1947, quando o Brasil implantou a taxa fixa de Cr\$ 18,7 por dólar.

Na verdade, durante quase todo o período 1953/56 a prioridade da política cambial foi equilibrar as contas externas, o que impôs seguidas desvalorizações do cruzeiro entre 1953/55, que chegaram a 70% em relação a 1952. Tal política visava promover as exportações e conter as importações, como estratégia de superação da escassez de divisas. Somada principalmente a alta internacional do preço do café esta política foi bem sucedida, excetuando-se 1954, quando fatores sazonais reduziram as exportações elevaram expressivamente as importações.

Ainda ao final do primeiro subperíodo a conjugação de fatores políticos e econômicos iria reverter a tendência de desvalorização cambial

---

<sup>25</sup> Devido ao curtíssimo prazo em que estas operações eram realizadas, afim de obter um desafogo imediato, o governo repunha para logo mais adiante o problema, só que em escala ampliada, uma vez que juntamente com a remessa do principal, no ato do vencimento desses contratos eram acrescidos os juros da transação.

seguida até então. Em 1956 assumiu o presidente Juscelino Kubitschek, lançando logo em seguida o Plano de Metas, um programa voltado prioritariamente para a industrialização do país. Como sua execução dependia de máquinas, matérias-primas e insumos importados, o governo relaxou o processo de desvalorizações, de modo a não encarecer estes bens.

Uma simplificação do regime de taxas múltiplas, com a redução do número de categorias, e a introdução de um sistema de tarifas aduaneiras em 1957 adaptariam definitivamente a política externa brasileira aos propósitos do Plano de Metas. Neste ano a taxa de câmbio real permaneceu praticamente inalterada em relação a 1956 e provavelmente assim permaneceria, não fosse pela expectativa de agravamento do estrangulamento cambial em 1958. Dada a dificuldade que o governo vinha enfrentando para obter financiamentos externos, não lhe restou outra saída, senão recorrer a uma desvalorização real do cruzeiro superior a 30%. Contudo, a metade dos efeitos dessa desvalorização seriam corroídos nos dois anos seguintes, mesmo com a manutenção da crise cambial e seu agravamento em 1960, quando o déficit externo chegou a US\$ 430 milhões incluindo um déficit comercial de US\$ 24 milhões.

Para encerrar, podemos afirmar que a irredutibilidade do governo Kubitschek em reverter a política econômica marcou decisivamente a condução da política cambial especialmente a partir de 1957, quando o cenário de estrangulamento externo se apresentou de maneira contundente. Nem mesmo o rompimento com o FMI em 1959 conseguiu provocar uma mudança de rumos na política econômica. Foi assim, uma política de promoção consciente da industrialização, em que todos os esforços e instrumentos de governo estiveram comprometidos com o desenvolvimento econômico. Para isso a política cambial se desvencilhou de vez da preocupação com o balanço de pagamentos, conduzindo-o para uma situação de permanente desajuste, financiado por expedientes de curto prazo e de alto custo, cujas consequências serão abordadas no próximo capítulo.

#### 4. Conclusão

O sistema de taxas múltiplas de câmbio foi uma das mais ousadas experiências heterodoxas brasileiras no que se refere à política cambial. Criado para escapar à rigidez imposta pelo acordo de Bretton Woods, sua preocupação inicial era a flexibilização do regime de taxa fixa de câmbio que vinha provocando uma valorização contínua do cruzeiro desde meados dos anos 40. Somente após os péssimos resultados do balanço de pagamentos no início da década de 50, é que o governo seria forçado a promover uma reforma cambial, que ocorreria em outubro de 1953.

Todavia, o governo brasileiro não se contentaria apenas com a flexibilização do regime de taxa fixa. Mais do que isso, ele acabaria decidindo pela adoção de um sistema de taxas diferenciadas de câmbio, aplicadas segundo categorias de produtos, cuja distinção era feita de acordo com seu grau de essencialidade. A partir da definição de ágios mínimos por categoria eram então realizados os leilões de divisas, onde finalmente eram determinadas as diferentes taxas de câmbio. Através desse mecanismo é que o governo conseguiu promover uma desvalorização da moeda brasileira, sob a regência do mercado.

A grande diferença desse sistema em relação a uma simples desvalorização esteve, portanto, em seu caráter discricionário, já que através da definição de taxas específicas o governo pôde utilizar a política cambial como instrumento ativo na estratégia de industrialização dos anos 50. Na verdade, ela acabou cumprindo um papel que, originalmente, caberia à legislação tarifária. Sua vantagem estava em sua maior flexibilidade, pois as taxas podiam ser correntemente ajustadas enquanto que alterações tarifárias demandariam longas e delicadas negociações políticas.

Através dessa alquimia, o governo conseguiu, sobretudo, conciliar diferentes objetivos, algumas vezes, até contraditórios. Afinal, de que outra forma, ele poderia realizar desvalorizações cambiais, dada as dificuldades no balanço de pagamentos, sem afetar a importação de equipamentos

indispensáveis à industrialização? Sem dúvida, ficaria difícil fazê-lo sem recorrer a malabarismos com um número maior de políticas.

O relativo sucesso das taxas múltiplas começou a ser comprometido a partir do momento em que as correções cambiais não mais conseguiriam anular os efeitos da inflação no balanço de pagamentos. Isto porque, principalmente a partir de 1959, o governo passaria a interferir mais frequentemente nos leilões para conter as desvalorizações, buscando deste modo, disfarçar o crescimento da inflação no final da década. Consequentemente, o equilíbrio externo seria relegado a um plano secundário, o que tornava a política cambial brasileira mais suscetível às críticas dos organismos multilaterais. No início do governo Jânio Quadros, o apoio dessas instituições seria visto como fundamental, o que o conduziria rapidamente a aceitar as críticas e promover a reunificação do câmbio, conforme será visto no próximo capítulo.

*Anexos:*

*I - Taxas Nominais e Reais de Câmbio (1952-60)*  
*Cr\$/US\$*

| Ano  | Taxa Nominal<br>(médias anuais) | Taxa Real<br>(1980 = 100) |
|------|---------------------------------|---------------------------|
| 1952 | 0,0187                          | 58,60                     |
| 1953 | 0,043                           | 88,65                     |
| 1954 | 0,062                           | 94,32                     |
| 1955 | 0,071                           | 97,89                     |
| 1956 | 0,071                           | 91,07                     |
| 1957 | 0,076                           | 90,98                     |
| 1958 | 0,129                           | 123,07                    |
| 1959 | 0,151                           | 112,37                    |
| 1960 | 0,187                           | 104,36                    |

Fonte: Elaboração Própria

Fonte de Dados Brutos: International Financial Statistics  
Statistical Abstracts of the US

*II -Resumo do Balanço de Pagamentos do Brasil (1953/60)*  
*US\$ milhões*

| DISCRIMINAÇÃO                | 1953      | 1954        | 1955      | 1956       | 1957        | 1958        | 1959        | 1960        |
|------------------------------|-----------|-------------|-----------|------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>A) MERC. E SERV.</b>      | 31        | - 230       | -24       | 18         | -286        | -262        | -301        | -474        |
| I - Mercadorias              | 423       | 150         | 320       | 436        | 107         | 64          | 72          | -24         |
| Exportações                  | 1539      | 1558        | 1419      | 1482       | 1392        | 1243        | 1282        | 1269        |
| Importações                  | -1116     | - 1408      | -1099     | -1046      | -1285       | -1179       | -1210       | -1293       |
| II - Serviços                | - 392     | - 380       | -344      | -418       | -393        | -326        | -373        | -450        |
| Viagens Intern.              | - 26      | - 14        | -12       | -34        | -40         | -25         | -31         | -48         |
| Transportes                  | - 130     | - 149       | -133      | -119       | -115        | -102        | -87         | -78         |
| Seguros                      | - 8       | - 10        | -9        | -8         | -7          | -6          | -9          | -8          |
| Lucros/Divid.                | - 131     | - 89        | -79       | -74        | -61         | -49         | -25         | -40         |
| 1)Remetidos                  | - 93      | - 49        | -43       | -24        | -26         | -31         | -25         | -40         |
| 2)Reinvestidos               | - 38      | - 40        | -36       | -50        | -35         | -18         | --          | --          |
| Juros                        | - 34      | - 48        | -35       | -67        | -67         | -58         | -91         | -106        |
| Outros                       | - 38      | - 54        | -64       | -85        | -68         | -59         | -107        | -156        |
| <b>B) DONATIVOS</b>          | - 14      | - 5         | -10       | -11        | -13         | -4          | -10         | -14         |
| <b>C) TR. CORRENTES</b>      | 17        | -235        | -34       | 7          | -299        | -266        | -311        | -488        |
| <b>D) CAPITAIS</b>           | 97        | 22          | 39        | 201        | 290         | 205         | 182         | 52          |
| a- Autônomos Partic.         | 109       | 75          | 109       | 248        | 356         | 230         | 214         | 136         |
| 1) Investimentos             | 22        | 11          | 43        | 90         | 144         | 110         | 124         | 98          |
| 2) Financiamentos            | 21        | 32          | 83        | 130        | 211         | 222         | 291         | 217         |
| 3) Reinvestimentos           | 38        | 40          | 36        | 50         | 35          | 18          | --          | --          |
| 4) Amortizações              | - 11      | - 4         | -9        | -40        | -69         | -146        | -191        | -237        |
| 5) Outros                    | 39        | - 4         | -44       | 18         | 35          | 26          | -10         | 58          |
| b- Autônomos Oficiais        | -12       | - 53        | -70       | -47        | -66         | -28         | -32         | -84         |
| 1) Financiamentos            | 23        | 77          | 60        | 100        | 108         | 150         | 148         | -130        |
| 2) Amortizações              | - 35      | - 130       | -131      | -147       | -173        | -178        | -186        | -173        |
| 3) Outros                    | --        | --          | -1        | --         | -1          | --          | -6          | -41         |
| <b>E)ERROS/OMISSÕES</b>      | - 98      | 10          | 12        | -14        | -171        | -189        | -25         | 26          |
| <b>resultado (+) ou (-)</b>  | <b>16</b> | <b>-203</b> | <b>17</b> | <b>194</b> | <b>-180</b> | <b>-253</b> | <b>-154</b> | <b>-430</b> |
| <b>F) Fin Compensatórios</b> | - 16      | 203         | -17       | -194       | 180         | 253         | 154         | 430         |

Fonte: Relatórios Anuais do Banco do Brasil

## CAP. 2 - UNIFICAÇÃO, LIBERALIZAÇÃO E FIXAÇÃO: AS ALTERNATIVAS ORTODOXAS DA POLÍTICA CAMBIAL (1961-67)

### Introdução

Em meio a um processo de recrudescimento inflacionário e esgotamento das reservas externas, tomaria posse em 1961 o presidente Jânio Quadros. Representante de uma coalizão conservadora, sua campanha concentrou-se nos ataques à política expansionista do período Kubitschek, a quem atribuía a responsabilidade pelas crises interna e externa que o país vinha atravessando. Sua vitória assinalou assim uma reviravolta na política econômica, que passaria a priorizar a estabilização em detrimento dos programas desenvolvimentistas.

Como veremos adiante, as políticas de estabilização que tiveram início no governo Quadros seriam mantidas tanto por seu sucessor imediato, João Goulart, como pelo primeiro gabinete militar que assumiria o poder após o golpe de 1964 e se manteria no governo até 1967. O período 1961/67 foi marcado desta maneira pela persistência dos planos de estabilização, resguardadas as diferenças entre os três subperíodos, que vão de Quadros a Goulart e, por fim, ao general Castelo Branco.

De um modo geral, os diagnósticos dos três governos quanto as raízes da inflação tinham em comum o reconhecimento da necessidade de enfrentar o déficit público e seu financiamento via emissão monetária, o que deslocava para o núcleo da política econômica as políticas fiscal e monetária. Já a política cambial, que no período anterior havia ocupado posição de destaque como instrumento de promoção industrial, passa a estar subordinada a questão do equilíbrio do balanço de pagamentos, além de ser utilizada eventualmente como mecanismo de controle de preços.

Assim, ao contrário do que ocorreu entre 1953/60, a política cambial teria inspiração predominantemente ortodoxa no período 1961/67. Em grande medida esta postura se deu em função das negociações com os organismos internacionais, em especial o FMI, que se mostravam reticentes em retomar a liberalização de recursos para o país enquanto fosse mantido o regime de taxas múltiplas de câmbio, considerado altamente prejudicial aos equilíbrios interno e externo da economia. A primeira medida de Quadros no setor cambial visou a eliminação da multiplicidade das taxas e a transferência de todas exportações e de grande parte das importações para o mercado livre de câmbio. Com isso buscava ao mesmo tempo reatar as relações com o FMI, cortadas desde 1959, e atualizar o valor da taxa via mecanismo de mercado.

Considerando que os estrangulamentos do balanço de pagamentos persistiram nos anos seguintes, visto que as outras medidas de estímulo às exportações e inibição de importações não surtiram o efeito esperado, os três presidentes que ocuparam o governo no período tiveram de se sujeitar às exigências dos organismos internacionais de modo a equilibrar as contas externas via empréstimos e financiamentos compensatórios. Na prática isso implicava a necessidade de adaptação da política econômica a um roteiro ortodoxo.

A evolução da política cambial no período 1961/67 será o tema deste capítulo. Na seção seguinte faremos uma abordagem institucional da política cambial e dos conflitos políticos e econômicos que a envolveu. Ela estará dividida em três partes correspondentes aos governos Jânio Quadros, João Goulart e Castelo Branco. Na segunda seção discutiremos os resultados do balanço de pagamentos. Já na terceira, será analisada a relação entre a política cambial, as taxas reais de câmbio e as crises externas do período. Para encerrar, há ainda um tópico conclusivo no final do capítulo.

## 1 ~ A política cambial em três atos

Apesar da orientação ortodoxa que marcou a política cambial entre 1961/67, cada governo do período adotou estratégia distinta de determinação da taxa de câmbio, desde a liberalização no governo Jânio à opção diametralmente oposta pela taxa fixa no governo Castelo. Quanto a natureza dessas estratégias, podemos relacioná-las ao papel que a política cambial desempenhou nos programas de estabilização.

### 1.1 - Unificação e liberalização no governo Quadros

Ao assumir o governo em janeiro de 1961, o presidente Jânio Quadros se deparou no âmbito interno com uma inflação em ascendência, na casa dos 30% anuais, e, no âmbito externo, com a previsão de déficit no balanço de pagamentos de US\$ 400 milhões para aquele ano. Esta última estimativa se baseava no programa de débitos que o país teria de saldar, cuja maior parcela se concentrava no curto prazo, sendo que apenas naquele ano o Brasil deveria pagar 33% de sua dívida externa total.

*TABELA 2.1*  
*Débitos Externos do Brasil (US\$ milhões)*

| <i>VENCIMENTO</i> | <i>DÍVIDAS</i> |
|-------------------|----------------|
| <i>1961</i>       | <i>1166,9</i>  |
| <i>1962</i>       | <i>530,2</i>   |
| <i>1963</i>       | <i>393,2</i>   |
| <i>1964</i>       | <i>302,5</i>   |
| <i>1965</i>       | <i>244,6</i>   |
| <i>demais</i>     | <i>877,9</i>   |
| <i>TOTAL</i>      | <i>3515,3</i>  |

Fonte: Relatório do Banco do Brasil 1961

Diante da gravidade da situação as primeiras providências a serem tomadas por Quadros caminharam no sentido de buscar um acordo de renegociação da dívida externa junto aos organismos multilaterais e de conter o processo inflacionário via contração das políticas fiscal e monetária, além de dar início a uma ampla reformulação da política cambial, aliás, esta última era condição indispensável para que obtivesse sucesso na primeira.

Com efeito, o governo lograria relativo êxito na rodada de negociações para reescalonamento dos débitos externos brasileiros, o que aliviaria em cerca de US\$ 1 bilhão o balanço de pagamentos, sendo grande parte relativa a vencimentos antes previstos para o biênio 1961/62<sup>26</sup>. Juntamente com a reforma cambial, este programa de consolidação de débitos, compreenderia a principal herança deixada por Quadros a seu sucessor, uma vez que ele renunciaria em agosto de 1961 antes que as medidas fiscal e monetária tivessem surtido resultados<sup>27</sup>.

Já a reforma cambial foi implementada logo nos meses iniciais do governo, voltada para a liberalização e simplificação do sistema anterior, com a eliminação do regime de taxas múltiplas de câmbio e a consequente extinção do fundo de ágios e bonificações<sup>28</sup>. Sua formatação legal se deu através de um conjunto de Instruções editadas pela Sumoc.

Em primeiro lugar, através da Instrução 204, de 13 de março de 1961, foram convertidas para o mercado livre todas as exportações, excetuando café e cacau, e importações, menos aquelas transacionadas até então pelo câmbio

---

<sup>26</sup> Os principais acordos de reescalonamento da dívida foram os seguintes: com o FMI, foram alargados em cinco anos o prazo para pagamento de um dívida de US\$ 139,5 milhões, correspondente ao biênio 1961/62; junto aos bancos privados americanos, foi conseguida uma dilatação por mais dois anos de uma dívida de US\$ 200 milhões, contratada em 1954 e que já havia sido prorrogada de 1958 para 1960; com os credores privados europeus o acordo envolveu um parcelamento de débitos de US\$ 300 milhões por 10 anos; com o Eximbank esse alongamento foi ainda maior, de 20 anos. O governo conseguiria ainda reescalonar quase US\$ 200 milhões, relativos a operação de swaps.

<sup>27</sup> Segundo consta, as metas de política fiscal e monetária sequer acabaram sendo cumpridas. Ver SKIDMORE, T. in "Brasil, de Getúlio a Castelo". Ed. Saga. 1969.

<sup>28</sup> Foram mantidos apenas os leilões de câmbio para produtos considerados superfluos, anteriormente listados na categoria especial.

de custo - que por sua vez passa a ter uma cotação bem mais realista ao sofrer uma desvalorização de 100%<sup>29</sup>. As exportações de café também passaram a ser negociadas pelo câmbio livre a partir de 12 de maio daquele ano, quando foi baixada a Instrução 205, que fixava ainda uma taxa de contribuição a ser cobrada dos exportadores desse produto. E finalmente o câmbio de custo seria extinto em 27 de junho de 1961, através da Instrução 208 da Sumoc, que transferia a importação de petróleo e derivados, materiais de imprensa e fertilizantes para o mercado livre de câmbio.

Numa perspectiva mais geral da política externa do governo Quadros, convém destacar ainda a postura de independência adotada em relação aos Estados Unidos. Esta última representou uma tentativa do Brasil de ampliar suas zonas de comércio com o leste europeu e oriente, regiões externas a zona de influência americana. O exemplo mais emblemático desta postura foi a não adesão brasileira ao bloqueio americano a Cuba. Com a renúncia de Quadros<sup>30</sup> em agosto de 1961, essa política teria prosseguimento com seu sucessor, João Goulart.

### 1.2 - Política cambial e crise: sinal vermelho para Goulart

Após a renúncia de Quadros diversos setores se opuseram à posse do vice João Goulart<sup>31</sup>, vinculado às forças de esquerda e tido por muitos como herdeiro do getulismo. A situação se agravou com o veto militar a sua posse e a ameaça de insurreição gaúcha em resposta ao manifesto do exército. A

---

<sup>29</sup> Essa desvalorização implicou um severo corte dos subsídios para importação dos produtos até então intermediadas pelo câmbio de custo. Na verdade, a adoção de uma cotação mais realista acenava para a futura extinção dessa taxa diferenciada, o que completaria a unificação cambial proposta pelo governo Quadros. Ver Relatório Anual do Banco do Brasil: 1961.

<sup>30</sup> Segundo SKIDMORE, T. (op. cit) a renúncia de Jânio Quadros se deu em decorrência do desgaste que sofreu em função das medidas recessivas que adotou e pelo seu isolamento no partido que o elegeu, a UDN. Este passa a lhe negar apoio devido à sua aproximação aos países do bloco soviético e a sua relutância em seguir as teses partidárias.

<sup>31</sup> Naquela época as eleições para presidente e vice eram desvinculadas. Assim, enquanto Jânio Quadros fora eleito presidente o vice escolhido não foi o de sua chapa, mas sim Goulart, vice da coligação governista encabeçada pelo Marechal Lott.

saída negociada no Congresso foi a votação de uma emenda constitucional que estabelecia o sistema parlamentar de governo (ABREU: 1990). Com isso esperava-se anular parte do poder do presidente, que passaria a dividir decisões que antes eram de sua exclusiva competência, com o Congresso.

Sem nos atermos aos conflitos que marcaram a nomeação dos sucessivos gabinetes parlamentaristas, o período Goulart manteve em sua plataforma econômica a preocupação com a estabilização. A novidade foi a introdução de uma meta para o crescimento anual da economia em torno dos 7%. Isto equivalia a dizer que o governo não adotaria medidas drásticas de controle da demanda em nome da estabilização, ou, em outros termos, sinalizava uma opção pela estratégia gradualista de combate à inflação.

Assimilados os estragos provocados pela renúncia de Quadros, os indicadores econômicos apontavam ao final de 1961 um resultado alentador para o novo governo. Beneficiado pela renegociação da dívida externa, o balanço de pagamentos acusou um superávit de US\$ 115 milhões, sem sacrificar o crescimento, que ficou em 8,6%, próximo à média do período Kubitschek. Aparentemente, o maior problema continuava sendo a inflação, que fechara o ano em mais de 30% com uma trajetória ascendente.

Para enfrentá-la, a estratégia do governo consistia na elevação da taxa interna de poupança através, principalmente, da contenção do déficit de custeio das empresas públicas. A expansão monetária também deveria ser contida através de controles quantitativos de crédito ao setor privado. Ao mesmo tempo, para enxugar o excesso de liquidez da economia represado no sistema bancário, foi ampliada de 14% para 22% a proporção dos depósitos compulsórios sobre os depósitos à vista<sup>32</sup>.

Complementando este conjunto de medidas de caráter emergencial o governo propôs um grupo de reformas de natureza estrutural, voltadas para um horizonte de mais longo prazo. Em sua maioria se destinavam à

---

<sup>32</sup> A equipe econômica recém empossada julgava que a economia havia retido liquidez preventivamente durante o período de instabilidade e incerteza que rondou a época de renúncia de Jânio Quadros e indefinição sobre sua sucessão. Ver SKIDMORE, T. op. cit.

reformulação institucional do sistema financeiro, como a proposta de criação do Banco Central, cujas funções básicas eram acumuladas pelo Banco do Brasil, revisão da legislação bancária e medidas de estímulo ao mercado de capitais. Contudo, reformas de maior fôlego só ocorreriam de fato no governo Castelo Branco entre 1964/65.

Na área cambial muitas foram as alterações promovidas pelo governo Goulart, a começar por aquela introduzida pela Instrução 228 da Sumoc, de 7 de julho de 1962, que restabelecia o monopólio de câmbio ao governo. Como consequência, os bancos poderiam continuar negociando com divisas mas deveriam repassá-las integralmente ao Banco do Brasil. Isto acarretava um rígido controle governamental no mercado livre, uma vez que o Banco do Brasil tinha a prerrogativa de estabelecer os preços de compra das divisas, ao invés de simplesmente ser um tomador dos preços arbitrados pelo mercado. Tal iniciativa representou um recuo no processo de liberalização cambial iniciado por Quadros<sup>33</sup>.

Além de medidas indiretas, o governo tomou duas iniciativas com o objetivo de conter as importações. A primeira determinava que os importadores deveriam fazer depósitos prévios de 150 dias não remunerados junto ao Banco do Brasil. Já a segunda, mais drástica, instituiu para os importadores um limite semanal de US\$ 30 mil para operações de compra de divisas<sup>34</sup>. Ambas vizavam reduzir as importações sem a necessidade de elevação

<sup>33</sup> O intervencionismo governamental no mercado livre seria abrandado, entretanto, pela Instrução 229, de 15 de agosto de 1961, que suprimia a necessidade dos repasses de câmbio para o Banco do Brasil, exigindo apenas que os bancos autorizados a negociar com divisas destinassem pelo menos 70% de suas captações para o pagamento de compromissos financeiros no exterior. Com isso o governo esperava se assegurar de que estas divisas não seriam direcionadas para os importadores, que tiveram assim seu acesso ao mercado livre restringido. Ver RELATÓRIO ANUAL DO BANCO DO BRASIL. 1962.

<sup>34</sup> Pressionado pelo déficit do ano anterior, em 1963 Goulart elevou estes depósitos a até 200% do valor das compras externas, para depois de alguns meses reduzi-los à mesma proporção só que com um prazo maior, de 240 dias. Entretanto, ao editar esta resolução falcultava aos importadores a alternativa de redução do valor dos depósitos a 60% desde que aceitassem sua devolução em Letras do Tesouro resgatáveis em 180 dias, com uma taxa nominal de juros de 6% a.a. A uma taxa de inflação anual projetada em 30% esta opção representava um encarecimento das importações em cerca de 10% de seu valor. Ver SOCHACZEWSKY, A. C. in "Desenvolvimento Econômico e Financeiro do Brasil: 1952-68". Ed. Trajetória Cultural. 1993.

das alíquotas aduaneiras - processo mais penoso e demorado, além de sujeito a retaliações do GATT.

Aqueles que se opunham a implementação dessas medidas as comparavam com as tão criticadas restrições quantitativas do período 1947-52. O governo, por sua parte, alegava que o país havia diversificado seu parque industrial na década de 50 e que contava assim com uma estrutura produtiva capaz de atender à demanda interna de produtos manufaturados. De fato, algumas publicações da Confederação Nacional das Indústrias (CNI) reconheciam esta diversificação, e embora não se posicionassem em favor de Goulart não colocavam objeções a esta política em particular.

Num outro plano, a aprovação da Lei 4131, em setembro de 1962, alusiva ao capital estrangeiro, também provocaria fortes reações. Certamente foi a medida que produziu efeitos mais desgastantes para o governo. Desde a campanha "o petróleo é nosso", realizada no início dos anos 50 durante o governo de Getúlio Vargas, nenhuma outra matéria legislativa havia desencadeado tantas discussões e debates e ocupado tamanho espaço na mídia.

A lei em questão tinha três objetivos básicos, a saber: 1) criação de um registro completo de entradas e saídas de capitais no país; 2) estabelecimento de regras de retorno dos rendimentos extraídos pelo capital estrangeiro; e 3) instituição da obrigatoriedade de declaração dos bens no exterior pelos residentes no país.

Após acaloradas discussões, sua configuração final incluiu dois pontos considerados extremamente restritivos pelos investidores internacionais, revivendo assim, em certo sentido, os controles quantitativos existentes pré-reforma cambial de 1953:

i) ficava limitada a 10% do capital total investido a remessa de lucros para o exterior, sendo considerado repatriamento o que excedesse esse teto;

ii) seria considerado reinvestimento apenas a diferença entre o que era permitido enviar e o que era efetivamente remetido. Assim, o restante não poderia ser contabilizado para efeito de remessas futuras.

O governo americano e os organismos multilaterais, até então tolerantes em relação à política de independência externa inaugurada por Quadros e aprofundada por Goulart, desta vez se manifestaram ruidosamente. Em represália à aprovação da lei, ~~alguns empréstimos já aprovados durante a renegociação governo brasileiro~~, alguns empréstimos já aprovados durante a renegociação promovida por Quadros e previstos para aquele ano não seriam liberados (SKIDMORE: op. cit.).

A passagem de 1962/63 foi crucial aos rumos da política econômica de Goulart, por duas ordens de fatores, senão vejamos.

No setor externo o governo travava uma queda de braço com os credores e com o FMI, que abandonaram de vez a política de cooperação cautelosa em relação ao Brasil. Levando em conta que o fôlego obtido pela renegociação da dívida ainda no governo Quadros se encurtaria sensivelmente após 1962, as perspectivas quanto ao saldo externo a partir de 1963 passaram a ser preocupantes<sup>35</sup>.

Já no setor interno, o governo voltava ao regime presidencialista, após a realização de um plebiscito popular em janeiro de 1963, e lançava um programa econômico batizado como Plano Trienal, cuja primeira etapa previa um ajuste nos moldes ortodoxos. Apesar da desaceleração dos preços, a recessão produzida no primeiro semestre de 1963 pelo aperto do crédito<sup>36</sup> serviu como porta de entrada aos ataques tanto da esquerda como da direita, o que obrigou

---

<sup>35</sup> Na tentativa de compensar as perdas decorrentes dessa guinada, o governo assina acordos bilaterais com a União Soviética, China, Bulgária, Polônia, Hungria e outros países do bloco comunista. Tal atitude ampliava ainda mais o receio dos EUA de uma possível radicalização à esquerda de Goulart.

<sup>36</sup> Os relatórios do Banco do Brasil demonstram que a contenção do crédito de janeiro a junho de 1963 foi maior do que as próprias metas estipuladas pelo governo.

Goulart a abandonar a ortodoxia como tentativa de evitar seu isolamento político<sup>37</sup>.

A mudança nos rumos da política cambial foi um dos sinais do abandono da ortodoxia. Através da Instrução 263 da Sumoc, de 19 de fevereiro de 1964, foi reintroduzido o sistema de taxas cambiais diferenciadas, semelhante ao regime de taxas múltiplas de Kubitschek. Foi criado um mercado especial, operando à taxa de Cr\$ 600/US\$, que incluía as exportações de café, açúcar e petróleo, e as importações de petróleo e derivados, papel de imprensa e trigo, além dos pagamentos dos compromissos externos do governo federal. As demais operações passaram a ser realizadas à taxa convencionada pelo mercado livre.

Outro conjunto de medidas seria destinado à diversificação da pauta exportadora. Mas por que o governo batia tão insistentemente nesta tecla? A resposta estava no comportamento das exportações brasileiras nos anos anteriores. A despeito do volume exportado ter se expandido as receitas mantinham-se praticamente inalteradas. Isso era reflexo da queda dos preços dos produtos primários no mercado internacional, que acabava corroendo e até mesmo anulando todas elevações na quantidade exportada<sup>38</sup>.

Goulart todavia não teve tempo de experimentar os resultados dessa guinada heterodoxa. O abandono da política antiinflacionária, a explosão dos déficits público e de pagamentos, o início de um período de ebulição de movimentos políticos de esquerda, a aproximação do Brasil ao bloco comunista e a absoluta rejeição das camadas conservadoras ao projeto de reforma agrária proposto por Goulart potencializaram às últimas consequências a inquietação já anteriormente demonstrada pelos quartéis. Estavam dispostas no tabuleiro político as peças que inspiraram o golpe de 31 de março de 1964, que deporia

---

<sup>37</sup> Para acompanhar toda a crise que precedeu o golpe militar que afastou Goulart do poder, ver SKIDMORE, T. op. cit.

<sup>38</sup> De olho nesse problema, o governo instituiu um câmbio favorecido, com 10% de bonificação, para a exportação de produtos manufaturados. Sua justificativa perante o setor agrícola, que reclamava o mesmo incentivo, era a de que tal diferencial visava compensar o aumento dos custos industriais verificado no último semestre do ano anterior. Ver RELATÓRIO ANUAL DO BANCO DO BRASIL. 1964.

Goulart do poder e instalaria em seu lugar uma ditadura que duraria mais de 20 anos.

### 1.3 - A fixação e as maxidesvalorizações no governo Castelo

O novo governo, encabeçado pelo general Camilo Castelo Branco, conduziu ao comando da política econômica a dupla Otávio Bulhões e Roberto Campos. No lugar do Plano Trienal passava a figurar o Plano de Ação Econômica do Governo (PAEG), voltado para duas frentes, a estabilização da economia, e a realização de reformas institucionais destinadas a restabelecer as condições para o crescimento sustentado. A estas metas estariam subordinadas todas as políticas governamentais no período 1964-67, inclusive a política cambial.

Partindo de um diagnóstico de inspiração ortodoxa, o governo promoveu uma reforma fiscal de emergência, estabeleceu uma nova fórmula de cálculo dos reajustes salariais e aplicou uma política monetária restritiva, embora se comprometesse a não prejudicar o nível de atividade econômica (RESENDE: 1990). Também foram implantadas, notadamente a partir de 1965, várias reformas institucionais, como a extinção da Sumoc e a criação do Banco Central, a completa reformulação do sistema financeiro, a introdução da cláusula de correção monetária em parte dos contratos da economia e uma ampla reforma fiscal (SOCHAZEWSKY: op.cit.).

No terreno da política externa foi promovida a reaproximação com EUA, que apoiaram o movimento de 1964. Na prática isso possibilitou a realização de um novo reescalonamento da dívida externa junto aos credores externos, que aliviou o país em cerca de US\$ 200 milhões naquele ano (RELATÓRIO DO BANCO DO BRASIL: 1964). Simultaneamente, o governo brasileiro voltou atrás em todos os acordos firmados por Goulart com os países do bloco soviético.

As mudanças na política cambial foram igualmente visíveis. Em primeiro lugar foi procedida a reunificação cambial em maio de 1964 através da

Instrução 270 da Sumoc. Ela decretou o fim do mercado especial criado pela Instrução 263, eliminando assim o subsídio de que desfrutavam as operações nele incluídas. Outra medida importante foi a fixação nominal do câmbio, que passava a operar como instrumento da política antiinflacionária<sup>39</sup>.

Como seria de se esperar, o novo governo promoveu uma reformulação da Lei 4131, que regulamentava as entradas e saídas de capital estrangeiro no país. Através da Lei 4290, de 29 de agosto de 1964, foram suprimidos os pontos referentes à limitação das remessas em 10% sobre o capital investido e também aquele que desconsiderava os reinvestimentos na contabilização do capital para remessas futuras. A partir de então essas remessas se tornaram livres, ficando sujeitas ao imposto de renda progressivo aquelas que ultrapassem 12% ao ano.

A alteração da lei de remessa de lucros, além de facilitar a negociação com os credores internacionais, era encarada pelo governo como uma condição necessária para recuperação dos níveis de investimento estrangeiro no país. É que nos anos 1962/63 o ingresso de novos investimentos caiu drasticamente, por volta de 50% em relação aos últimos anos da década de 50. Como será visto no item 3.4, estas medidas praticamente não surtiram efeito no período 1964/67.

Ainda para reforçar a política de estímulos à captação de divisas, a Instrução 289 da Sumoc, de 14 de janeiro de 1965, assegurou cobertura de câmbio para as empresas estrangeiras que tomassem recursos fora do país. Sobre estas transações não incidiria qualquer tipo de imposto ou encargo financeiro. Na verdade, tal medida significou nada mais do que a regulamentação dos Swaps, mecanismos já utilizados correntemente desde os anos 50.

Insatisfeito com o resultado das exportações no período 1957/63, o governo adotou uma política mais agressiva nesse setor (LAGO:

---

<sup>39</sup> Em substituição aos incentivos cambiais à exportação, foram concedidos novos estímulos de natureza fiscal aos exportadores. Pela Instrução 270, as exportações ficaram isentas do Imposto de Vendas e Consignações, além de que as importações referentes a equipamentos e matérias-primas utilizadas na produção de bens exportáveis seriam consideradas prioritárias no acesso às divisas. Por último, o governo reduziu a diferença entre os preços de compra e venda de divisas de modo a diminuir o ganho dos operadores intermediários de câmbio (RELATÓRIO DA SUMOC: 1964).

1990), sem no entanto se desviar da orientação ortodoxa. Isso significou de concreto a atuação em três frentes: 1) medidas fiscais e creditícias; 2) desobstrução burocrática das exportações através de medidas administrativas; e 3) introdução de uma sistemática de correção do câmbio. Esta última é a que mais diretamente dizia respeito à condução da política cambial, pois resultou na utilização das maxidesvalorizações da taxa de câmbio. Mas tratemos inicialmente das duas primeiras.

Um dos principais problemas vistos como responsáveis pela oneração do custo das exportações era a superposição de tarifas estaduais e federais. Para removê-lo foi instituída, através da Lei 4663, de junho de 1965, a tributação pelo princípio da origem. Além disso, passaram a ser isentos do Imposto de Renda os lucros extraídos da exportação de produtos manufaturados.

Outra restrição dizia respeito aos prazos de pagamento dos contratos de exportação celebrados no exterior. Usualmente, os exportadores de outros países concorrentes com o Brasil ofereciam prazos superiores a um ano para que os importadores efetuassem o pagamento. Isso só era possível graças a existência de organismos internos de financiamento - privados ou públicos, o que não havia no Brasil. Atento a isto, o governo brasileiro criou então uma linha especial de financiamento para exportações com contrato de pagamento superiores a doze meses<sup>40</sup>.

Tendo em vista a persistência de taxas inflacionárias muito superiores à média internacional <sup>41</sup>, o governo passou a se defrontar com uma tendência sistemática à sobrevalorização cambial. Daí o recurso periódico à correção cambial. Como essas desvalorizações ocorriam em períodos longos e em percentuais expressivos - a primeira vez em 28.12.64, em 13,04%, a segunda

---

<sup>40</sup> Visando a desconcentração regional das exportações brasileiras o governo instalou departamentos de exportação nos principais portos do país, além de deslocar funcionários da alfândega e órgãos de fiscalização para esses locais. Determinou ainda a construção de mais de uma dezena de armazéns alfandegários por todo Brasil e um ano depois de aprovada a Lei 4663 estendeu a todos os produtos os benefícios até então restritos aos bens industrializados.

<sup>41</sup> Os índices de inflação foram de 91,8% em 1964, de 65,7% em 1965, 41,3% em 1966 e de 30,4% em 1967. Portanto, expressivamente superiores à inflação internacional, inferior a dois dígitos à época. Dados extraídos da Revista Conjuntura Econômica.

em 16.11.65, em 21,64% e uma terceira vez em 13.02.67, em 22,3% - foram denominadas maxidesvalorizações. Embora consistissem numa maneira de evitar que a escalada dos preços internos se traduzisse na perda de competitividade externa, tal sistema implicava numa problemática bastante particular. Senão vejamos.

Conscientes de que a qualquer hora o governo iria promover uma maxidesvalorização cambial, expectativa que se ampliava nos momentos de piora do quadro externo, os agentes começavam a adotar posturas defensivas ou especulativas frente a esta possível medida. Assim, por exemplo, os exportadores prevendo que o governo estava na iminência de decretar a maxi, retardavam os contratos de fechamento de câmbio. Inversamente, os importadores, antecipavam os contratos de compra, pois se deixassem para comprar depois incorreriam em perdas. As operações de crédito, por sua vez, ficavam paralisadas até que fosse processada a desvalorização cambial.

Duas consequências básicas decorriam dessa fórmula. Em primeiro lugar, ela permitia que os agentes mais bem informados obtivessem substantivos ganhos especulativos. Em segundo lugar, e mais grave ainda, era que ela possibilitava a concretização das chamadas profissões auto-realizáveis: os exportadores poderiam segurar suas vendas de modo que a situação cambial se deteriorasse até o ponto em que o governo teria de promover a esperada maxidesvalorização. Em suma, esta política conferia grande poder de pressão sobre a definição das maxis aos exportadores, retirando autonomia do governo.

Nas palavras de Simonsen:

*"isso produzia forte oscilação nas reservas cambiais e na oferta de moeda. Logo após cada desvalorização entravam créditos externos em abundância, elevando o nível de reservas e folgando a oferta de moeda e a liquidez. Com o tempo, as reservas começavam a cair, comprimindo a oferta de moeda e a liquidez, até tornar inevitável nova desvalorização. E quando a defasagem cambial se tornava suficiente para indicar a proximidade de nova desvalorização, deflagrava-se intenso movimento especulativo, que ajudava a precipitar a desvalorização e a desorganizar o mercado"<sup>42</sup>*

---

<sup>42</sup> Retirado de SIMONSEN, M. H. in "Trinta anos de Indexação". FGV. 1995. Cap. 5, pag. 78.

No tocante às restrições às importações introduzidas por Goulart, o governo Castelo Branco acabou adotando uma postura mais cautelosa. Esperou que a balança comercial começasse a apresentar bons resultados, de modo a contornar a crise das contas externas, para depois eliminá-las. Somente após os expressivos superávits de 1964 e 1965 (US\$ 344 e US\$ 655 milhões respectivamente) é que o governo decidiu revogar as limitações semanais e a exigência de contratação prévia de câmbio para importações, em 1966.

Finalmente, no ano de 1967 o governo brasileiro instituiu um mecanismo complementar à sua política de absorção de capitais externos. Tratava-se da Resolução 63 do Banco Central, datada de 21 de agosto, que permitia a contratação de empréstimos externos pelos bancos de investimento privados e bancos comerciais, para posterior repasse em moeda nacional. Ou seja, na ausência de uma estrutura interna de financiamento, essa resolução tinha o objetivo de estimular a captação de recursos externos para o suprimento de investimentos e capital de giro por parte das empresas que não tinham acesso direto aos bancos internacionais.

## 2 - A situação do balanço de pagamentos

### 2.1 - Aspectos gerais

Foram bastante instáveis os resultados externos obtidos pela economia brasileira no período 1961/67. Após um superávit isolado em 1961, o país toma novamente o rumo dos déficits no biênio 1962/63, se recupera de maneira mais consistente entre 1964/66 e fecha 1967 com resultado negativo. Não obstante estas variações conjunturais, algumas transformações estruturais ocorreram com o balanço de pagamentos, conforme pode ser visto a partir dos dados da tabela a seguir.

**TABELA 2.2**  
*Balanço de Pagamentos - Principais Contas (US\$ milhões)*

| DISCRIMINAÇÃO        | 1961       | 1962        | 1963        | 1964     | 1965       | 1966       | 1967        |
|----------------------|------------|-------------|-------------|----------|------------|------------|-------------|
| Transações Correntes | -261       | -452        | -171        | 81       | 283        | -33        | -277        |
| Balança Comercial    | 113        | -89         | 112         | 344      | 655        | 438        | 213         |
| Serviços             | -389       | -402        | -326        | -318     | -447       | -550       | -567        |
| Donativos            | 15         | 39          | 43          | 55       | 75         | 79         | 77          |
| Capitais             | 327        | 244         | 3           | 140      | 79         | 205        | 63          |
| Erros e Omissões     | 49         | -138        | -76         | -217     | -31        | -19        | -31         |
| <i>Resultado</i>     | <i>115</i> | <i>-346</i> | <i>-244</i> | <i>4</i> | <i>331</i> | <i>153</i> | <i>-245</i> |

Fonte: Relatório do Banco Central

A primeira modificação relevante correspondeu à notável expansão dos saldos comerciais a partir de 1964, que contribuiu decisivamente para a obtenção dos superávits de pagamentos do período 1964/66. Como será visto detalhadamente mais adiante, esta melhora envolveu tanto fatores que inibiram importações como aqueles que propiciaram a elevação da receita de exportações.

Uma segunda constatação importante diz respeito à necessidade de financiamento, seja através de capitais autônomos, seja por meio de empréstimos compensatórios em anos de déficit externo. Como já vinha ocorrendo desde a década de 50, o volume de empréstimos contratado pelo governo brasileiro continua sendo destinado quase que integralmente ao pagamento de financiamentos passados. O fato novo no período é que este comportamento da conta de capitais começa a comprometer os resultados da conta de serviços através da elevação dos gastos com juros.

Outra modificação percebida entre 1961/67 em relação ao período anterior, especialmente a 1957/60, foi a redução dos fluxos de novos investimentos diretos no país. Todavia, essa retração foi compensada pela ampliação do volume de reinvestimentos, que implicou, dessa forma, a manutenção dos investimentos estrangeiros totais no período.

Em seguida, discutiremos isoladamente esses três casos e encerraremos o capítulo com um item final sobre o desempenho geral do balanço de pagamentos brasileiro no período em discussão.

## 2.2 - O retorno dos superávits comerciais

O comércio exterior brasileiro viveu no período 1961/67 dois momentos distintos. Enquanto entre 1961/63 se aprofundou o processo de deterioração de resultados que vinha ocorrendo desde 1957, no intervalo 1964/67 o Brasil voltou a apresentar um superávit crescente na balança comercial, de modo a atingir os níveis obtidos entre 1953/56, como demonstra a tabela abaixo.

**TABELA 2.3**  
*Balança Comercial- Médias Anuais (US\$milhões)*

| Período | Balança Comercial |
|---------|-------------------|
| 1953/56 | 332,25            |
| 1957/60 | 54,75             |
| 1961/63 | 45,30             |
| 1964/67 | 412,50            |

Fonte: Banco Central do Brasil

Em relação à média do subperíodo 1961/63 é necessário fazer uma observação a respeito dos resultados anuais da balança comercial. Não fosse pelo déficit de 1962, esta média já apontaria uma reação, visto que nos anos 1961 e 1963 a conta comércio apresentou um superávit médio de US\$ 112,5 milhões. A ocorrência desse déficit em 1962, o segundo desde 1953, pode ser atribuída à combinação de duas circunstâncias adversas - uma queda de quase 7% nos preços internacionais dos produtos brasileiros e a redução das exportações brasileiras para a Europa. Este último fator decorreu da política do

Mercado Comum Europeu, cujos integrantes beneficiaram através de impostos e acordos preferenciais, exportações de outras áreas em detrimento da América Latina (RELATÓRIO ANUAL DO BANCO DO BRASIL: 1962).

Por seu turno, a recuperação esboçada a partir de 1964 espelhou de um lado a elevação das receitas de exportação e de outro a queda do volume de importações. Isto pode ser observado a partir das informações contidas na tabela seguinte, que apresenta as médias dos dois subperíodos.

*TABELA 2.4*  
*Export. e Import. - médias anuais (US\$milhões)*

| Período | Exportações | Importações |
|---------|-------------|-------------|
| 1961/63 | 1342,0      | 1296,6      |
| 1964/67 | 1605,0      | 1192,7      |
| 1961/67 | 1492,4      | 1237,3      |

Fonte: Banco Central do Brasil

Dois fatores foram primordiais para o avanço das receitas de exportação brasileira no subperíodo 1964/67: 1) recuperação de 15 a 20% nos preços dos produtos primários a partir de 1964; e 2) expansão das vendas externas de produtos como minérios, algodão e couro. O primeiro revertia uma tendência de queda de preços verificada desde 1955 e que até 1963 havia promovido uma depreciação de quase 35% no valor das exportações. Já o segundo além do aumento de receita reduzia a dependência brasileira em relação ao café. Com isso, sua contribuição que era de aproximadamente 60% das receitas de exportação na década anterior baixa para cerca de 50% nos anos 60.

No tocante às importações, o recuo verificado em 1964/67 esteve concentrado na verdade em dois anos apenas, 1964/65. Como podemos notar analisando o balanço de pagamentos (ver anexo no final do capítulo), no biênio 1966/67 as importações foram superiores à média do triênio 1961/63. Estas distinções por subperíodos servem neste caso para sugerir o fator responsável pelas variações apontadas - o nível de atividade econômica.

O crescimento médio anual da economia brasileira no triênio 1961/63 foi de 5,2%, tendo em vista o modo hesitante com que o governo conduziu seu programa de estabilização. Contrariamente, entre 1964/65 com as fórmulas de estabilização em pleno curso o crescimento do PIB sequer alcançou os 3% ao ano, rebatendo assim a queda em mais de 20% das importações em relação 1961/63. Seguindo o mesmo raciocínio, com o restabelecimento das taxas anuais de crescimento por volta de 4,5% entre 1966/67, as importações tornaram a se elevar.

### 2.3 - O comportamento dos financiamentos externos

A ampliação dos ingressos brutos de capital de empréstimo ocorrida no período nada teve a ver com a captação de poupanças externas para o financiamento do desenvolvimento econômico, mas tão somente com o pagamento de empréstimos passados e juros.

É usual que um país recorra a empréstimos externos para equilibrar sua contabilidade externa, como o Brasil o fez em vários momentos de sua história. Mas, podem surgir problemas quando o pagamento dos juros começa a tornar indispensável a contratação de novos financiamentos. Conforme podemos observar na tabela 2.5, esse processo que já havia se instalado nos anos 50, se consolida nos anos 60 e começa a trazer problemas também para a conta de serviços.

A partir dos resultados expostos na tabela 2.5 verifica-se que a utilização de financiamentos externos brutos no período 1961/67 cresceu quase 60% em relação ao período 1953/60 e que este aumento foi totalmente absorvido pelo pagamento de amortizações e juros. Este último item por sua vez registrou um acréscimo de 125% entre os dois períodos, sendo que a parcela dos

juros paga via contratação de novos empréstimos saltou de cerca de 30% em 1953/60 para 40% em 1961/67.

*TABELA 2.5*  
*Receitas e Despesas c/ Financiamentos (médias anuais em US\$ milhões)*

| Discriminação        | 1953/60 | 1961/67 |
|----------------------|---------|---------|
| Emprést. contraídos  | 250,3   | 396,5   |
| Emprést. Amortizados | 232,5   | 340,0   |
| Saldo                | 17,8    | 56,5    |
| Juros                | 63,2    | 142,0   |
| Saldo/Juros (%)      | 28,1    | 39,8    |

Fonte: Banco Central do Brasil

A explicação para esse vertiginoso crescimento dos gastos com juros está assentada na contratação maciça de financiamentos compensatórios no período 1957/60, que chegou a US\$ 1 bilhão. Por sua vez, esse acúmulo de juros acaba se refletindo no resultado das transações correntes pela abertura do déficit de serviços. A partir de 1965 esse fenômeno torna-se ainda mais visível no balanço de pagamentos brasileiro, já que o saldo de serviços que tinha se estabilizado em torno dos US\$ 350 milhões negativos na década de 50 passa a se expandir continuamente de 1965 em diante (ver resumo do balanço de pagamentos).

O exame dos dados do balanço de pagamentos do período mostra que os juros, juntamente com as remessas de lucros e dividendos, foi o item que mais cresceu, notadamente a partir de 1965. Enquanto nos anos 50 os juros correspondiam a cerca de 20% do déficit de serviços, entre 1961/67 seu dispêndio atinge quase 35% desse total. Outro indicador do peso crescente dos juros é a relação juros/exportações, que passou de cerca de 4,6% em média no período 1953/60 para cerca de 9,6% em 1961/67 (tabela 2.6).

**TABELA 2.6**  
*Relação Juros/Exportações - Brasil (1953-67)*

| Período | Juros/Exportações<br>(%) |
|---------|--------------------------|
| 1953-56 | 3,06                     |
| 1957-60 | 6,23                     |
| 1953-60 | 4,64                     |
| 1961-64 | 8,51                     |
| 1965-67 | 10,67                    |
| 1961-67 | 9,6                      |

Fonte: Elaboração Própria

Fonte de Dados Brutos: Relatórios do Banco Central do Brasil

Deve-se observar que esse crescimento acelerado dos juros tendia a recolocar problemas no *front* externo, exceto na hipótese de obtenção de superávits comerciais crescentes. A obtenção de tais superávits exigiria, no entanto, uma elevação das exportações ou uma queda das importações, senão ambas ao mesmo tempo.

O problema estava justamente no fato de que a expansão das exportações envolveria transformações internas passíveis apenas no longo prazo e dependeria ainda das condições do mercado mundial. Já a contenção das importações implicaria a adoção de políticas mais claramente recessivas, que poderiam comprometer o crescimento por demasiado tempo.

#### 2.4 - O recuo dos investimentos diretos

O fim da euforia desenvolvimentista da segunda metade da década de 50 pode ser visto, dentre outros indicadores, pela redução do ingresso de novos investimentos diretos no país. Como pode-se notar com base nos dados apresentados pela tabela 2.7, o recuo dos investimentos novos foi da ordem de 50% entre 1961/67.

**TABELA 2.7**  
*Investimentos Externos no Brasil (US\$ milhões)*

| Discriminação        | 1957/60 | 1961/67 |
|----------------------|---------|---------|
| Investimentos novos  | 119,0   | 65,0    |
| Reinvestimentos      | 13,2    | 60,7    |
| Investimentos totais | 132,2   | 125,7   |

Fonte: Banco Central do Brasil

Ao contrário do que apregoava o governo Castelo Branco, os números demonstram que a lei de remessa de lucros de Goulart dificilmente pode ser responsabilizada sozinha pela fuga do capital estrangeiro do Brasil no período 1961/67. De fato, mesmo depois de retirados seus pontos mais polêmicos, os investimentos não apresentaram reação entre 1964/67. Prova disso é que a média de ingressos passou de US\$ 50 milhões em 1962/63 para US\$ 60 milhões em 1964/67, ainda bastante abaixo dos US\$ 120 milhões do período 1957/60. O máximo que pode ser dito é que a lei restritiva apenas contribuiu para um movimento de retração dos investimentos já presente na economia brasileira<sup>43</sup>.

<sup>43</sup> Muitas são as interpretações sobre a crise do início dos anos 60, mas aquela que nos parece mais apropriada foi formulada por TAVARES (1974). Segundo a autora, naquele momento o país vivia o esgotamento do processo baseado na substituição de importações, sendo que a crise do início dos 60, propriamente dita, manifestava o término dos impulsos gerados pelos investimentos feitos durante o Plano de Metas. Segundo tal explicação, após o encerramento do ciclo de investimento do Plano de Metas o parque industrial montado - duráveis de consumo e alguns segmentos produtores de bens de produção - encontrava-se com altos índices de ociosidade. Isto porque a implantação dessas indústrias exigia muitas vezes plantas mínimas elevadas, muitas vezes bem superiores à capacidade de absorção da demanda corrente. Portanto, nessas condições seria normal um período de ressaca de novos investimentos estrangeiros no país, até porque as principais oportunidades reveladas pelo setor produtor de bens de consumo duráveis já tinham sido exploradas, como os segmentos automobilístico e de eletrodomésticos. Quanto às demais tentativas de explicação, como a de que teriam sido os estrangulamentos externos, ou as crises políticas, ou até mesmo as políticas restritivas do período as responsáveis pelo recuo dos investimentos, nos parecem insuficientes, embora estes fatores possam também terem se somado ao movimento cíclico da economia naquele período.

### 3 - Balanço de pagamentos e política cambial

O período 1961/67 foi marcado, como visto, por sucessivos ajustes e desajustes no balanço de pagamentos devidos ao comportamento instável de suas principais contas como foi mostrado nos itens acima. Os anos mais críticos foram 1962/63, quando diante da insatisfação dos credores externos com aspectos da política econômica de Goulart, foram reduzidos os financiamentos ao mesmo tempo que o déficit de transações correntes começou a se agravar. Já os anos mais tranquilos se referiram ao biênio 1965/66, em que a balança comercial produziu expressivos superávits.

Olhando panoramicamente para as contas externas do período verifica-se uma sequência de superávit em 1961, desequilíbrios em 1962/63, reequilíbrio entre 1964/66 e novo déficit em 1967. A seguir é apresentado o exame de cada um desses subperíodos, destacando a importância da política econômica e a trajetória da política cambial, medida pelo comportamento das taxas reais de câmbio.

*1961* - comparado à crise aguda do ano anterior, houve uma melhora em todos os itens, notadamente na conta de capitais. O seu saldo - o maior desde 1953 - não foi alcançado em nenhum outro ano do período 1961/67, e resultou da renegociação empreendida pelo presidente Jânio Quadros antes de deixar o governo.

Também na conta de comércio houve uma significativa recuperação baseada na elevação das exportações. Para isso contribuíram tanto a boa safra agrícola de 1961 como a melhora na taxa de câmbio real, que não apenas deixou de se apreciar, como vinha ocorrendo nos dois anos anteriores, como apresentou uma leve desvalorização. Esta guinada no comportamento da taxa de câmbio real foi uma resposta às alterações promovidas pelo governo Quadros, que decretou uma maxidesvalorização de 100% no câmbio de custo e executou uma política cambial de inspiração mais liberal.

*1962/63* - as causas da deterioração dos resultados do balanço de pagamentos neste período se assemelham às do período Kubitschek, embora a política econômica estivesse marcada por medidas restritivas. Ou seja, Goulart não contou com a mesma boa vontade concedida a seu antecessor, Quadros, e o país voltou a encontrar dificuldades para obter financiamentos externos. É bem verdade que a balança comercial do biênio praticamente ficou equilibrada, mas a mudança substantiva ocorreu na conta capital, que apresentou um saldo médio no biênio de US\$ 123 milhões, consideravelmente inferior aos US\$ 327 milhões de 1961.

Assim, sem o respaldo dos organismos internacionais de financiamento e prejudicado por problemas sazonais que debilitaram o desempenho comercial no período, não restou a Goulart outra alternativa senão recorrer a empréstimos compensatórios para fechar as contas externas do país, visto que o déficit em serviços não se mostrava passível de reversão. Houve até uma tentativa de reduzir as remessas de lucro, mas não persistiram os déficits de juros, transportes e transações governamentais.

Mesmo diante dessas dificuldades, o governo Goulart não optou por uma política mais agressiva de correção cambial, tanto que neste biênio foi assinalada uma apreciação real de 20% da moeda brasileira frente ao dólar em relação a 1961. Em compensação, o governo tentou ampliar o superávit comercial com medidas restritivas às importações, que não tiveram sucesso. Essa resistência da equipe econômica em praticar uma política cambial mais realista refletia o temor de que esta viesse a exercer uma pressão adicional sobre os preços internos, comprometendo o programa de estabilização. Segundo analistas do período, tal crença se apoiava na vinculação entre os índices de inflação e variação cambial observada nos anos 50 (SKIDMORE: op. cit).

*1964/66* - A reversão do déficit de transações correntes acompanhada de novo período de trégua com os credores externos possibilitou uma notável recuperação das contas externas neste triênio. O país deixou uma

situação deficitária de quase US\$ 300 milhões anuais em média no biênio anterior e passou para um superávit de US\$ 162 milhões.

A grande responsável por essa mudança de sinal nas contas externas foi a balança comercial, que mesmo em meio a uma situação de déficits crescentes em serviços conseguiu gerar saldos positivos em transações correntes em 1964/65. Essa significativa melhora na balança comercial resultou da combinação de políticas restritivas internas e de uma política cambial mais realista, implementada através das maxidesvalorizações - sistemática que possibilitou a reversão da tendência de sobrevalorização do biênio 1962/63.

Isso tanto é verdade, que a retomada de índices mais altos de crescimento somada ao abrandamento das maxidesvalorizações em 1966 contribuíram decisivamente para a redução do superávit comercial e, conseqüentemente, para o retorno dos déficits em transações correntes. Ainda assim, o saldo de capitais permitiu que o país obtivesse um superávit externo de US\$ 153 <sup>milhões</sup> naquele ano.

1967 - o reaquecimento da economia somado a uma queda nas exportações mudou de vez o quadro de bons resultados em transações correntes. Os gastos com serviços seguiram se ampliando e o pagamento de amortizações acabou consumindo todos os financiamentos e demais ingressos, de modo que a conta capital não apresentou resultado suficientemente alto para cobrir os gastos em conta corrente. Diante desse quadro que já se desenhava ao longo do ano, o governo ainda tentou corrigir o câmbio através de uma maxidesvalorização de 20%, que se revelou insuficiente perante uma inflação de 30% anual. Com isso, o regime militar que vivia um momento de transição de governo e de equipe econômica amargava seu primeiro déficit externo.

#### 4. Conclusão

Independentemente das particularidades de cada governo, a política cambial brasileira apresentou dois pontos em comum a todo período 1961/67, a saber: a necessidade de reverter a fragilidade externa do país e a preocupação com os impactos inflacionários das correções cambiais. Mas o principal problema a ser enfrentado pela política cambial seria justamente a conciliação desses dois objetivos. Afinal, enquanto a política de ajustamento externo demandava desvalorizações mais agressivas, a política de combate a inflação recomendava reajustes cambiais menores.

Como não podia atacar uma das questões sem relegar a outra a um segundo plano, o traço marcante da política cambial no período acabaria sendo seu comportamento pendular, ora privilegiando o ajuste do balanço de pagamentos, ora operando em sintonia com os programas antiinflacionários. A definição desses objetivos coube assim aos mecanismos de correção cambial, visto que com o processo de reunificação, foram abolidos os leilões de divisas, que antes arbitravam o valor das taxas de câmbio.

No breve período em que Janio Quadros ocupou o governo, a estratégia utilizada foi a liberalização da taxa, com a conversão de grande parte das transações cambiais para o mercado livre, o que possibilitou uma desvalorização real da moeda brasileira em 1961. Já sob o comando de João Goulart, o governo recuaria paulatinamente no processo de liberalização, passando a intervir crescentemente no mercado livre. Como a situação externa já havia sido equacionada após a renegociação feita por Quadros, o novo governo preferiu jogar mais pesado no combate à inflação, fortalecendo ainda mais as medidas restritivas e contendo as desvalorizações cambiais. Antes de ser deposto pelo golpe militar, Goulart ainda promoveria mudanças na política externa, lançando uma série de medidas polêmicas como restrições às remessas de lucros pelas empresas multinacionais e às importações, além inclusive, de ensaiar um retorno à política de taxas múltiplas.

Finalmente, com a tomada do poder pelos militares e a posse do general Castelo Branco, a política cambial seria reaprumada aos moldes ortodoxos, com a fixação da taxa nominal de câmbio. Todavia, a persistência de taxas elevadas de inflação tornaria inevitáveis algumas correções, efetuadas em intervalos de aproximadamente um ano através de maxidesvalorizações. Os problemas ocasionados por esta sistemática, em geral relacionados a movimentos especulativos em torno das datas das correções, é que acabariam possibilitando a transição para um modelo de desvalorizações em intervalos de tempo menores, ou seja, a política de minidesvalorizações.

Após uma reflexão sobre o comportamento da política cambial ao longo destes anos, é possível concluir que, apesar de três governos, uma única questão esteve presente nesta área: como adaptar a política cambial, baseada num sistema de taxa única, a um cenário de inflação interna superior à externa. Daí a proposição de que este teria sido um período de transição da política cambial brasileira, cujo encerramento seria decretado com a adoção informal da regra da Paridade do Poder de Compra, que daria suporte à política de minidesvalorizações, o assunto do próximo capítulo.

*Anexos:*

*I - Taxas Nominais e Reais de Câmbio (1960-67)*  
*Cr\$/US\$*

| Ano  | Taxa Nominal<br>(médias anuais) | Taxa Real<br>(1980 = 100) |
|------|---------------------------------|---------------------------|
| 1960 | 0,187                           | 104,36                    |
| 1961 | 0,270                           | 106,07                    |
| 1962 | 0,388                           | 99,94                     |
| 1963 | 0,575                           | 85,33                     |
| 1964 | 1,253                           | 97,60                     |
| 1965 | 1,899                           | 99,77                     |
| 1966 | 2,220                           | 88,53                     |
| 1967 | 2,663                           | 84,66                     |

Fonte: Elaboração Própria

Fonte de Dados Brutos: International Financial Statistics  
Statistical Abstracts of the US

*II - Resumo do Balanço de Pagamentos (1961/67)*  
*em US\$ milhões*

| DISCRIMINAÇÃO              | 1961  | 1962  | 1963  | 1964  | 1965 | 1966  | 1967  |
|----------------------------|-------|-------|-------|-------|------|-------|-------|
| <b>A) MERC. E SERV.</b>    | -276  | -491  | -214  | 26    | 208  | -112  | -354  |
| I - Mercadorias            | 113   | -89   | 112   | 344   | 655  | 438   | 213   |
| Exportações                | 1405  | 1215  | 1406  | 1430  | 1596 | 1741  | 1654  |
| Importações                | -1292 | -1304 | -1294 | -1086 | -941 | -1303 | -1441 |
| II - Serviços              | -389  | -402  | -326  | -318  | -447 | -550  | -567  |
| Viagens Intern.            | -19   | -25   | -14   | -3    | -1   | -31   | -34   |
| Transportes                | -77   | -79   | -87   | -62   | -27  | -48   | -54   |
| Seguros                    | -6    | -5    | -13   | -11   | -7   | -4    | -4    |
| Lucros/Divid.              | -72   | -81   | -57   | -58   | -102 | -125  | -110  |
| Juros                      | -117  | -121  | -90   | -134  | -167 | -164  | -201  |
| Outros                     | -98   | -91   | -65   | -50   | -143 | -178  | -164  |
| <b>B) DONATIVOS</b>        | 15    | 39    | 43    | 55    | 75   | 79    | 77    |
| <b>C) TR. CORR. (A+B)</b>  | -261  | -452  | -171  | 81    | 283  | -33   | -277  |
| <b>D) CAPITAIS</b>         | 327   | 244   | 3     | 140   | 79   | 205   | 63    |
| a- Autônomos Partic.       | 224   | 203   | 51    | 76    | 75   | 133   | 84    |
| 1) Investimentos           | 108   | 69    | 30    | 28    | 70   | 74    | 76    |
| 2) Reinvestimentos         | 39    | 63    | 57    | 58    | 84   | 85    | 39    |
| 3) Financiamentos          | 346   | 194   | 101   | 61    | 113  | 180   | 304   |
| 4) Amortizações            | -210  | -188  | -141  | -98   | -132 | -145  | -211  |
| 5) Outros                  | -59   | 65    | 4     | 27    | -60  | -61   | -124  |
| b- Autônomos Oficiais      | 103   | 41    | -48   | 64    | 4    | 72    | -21   |
| 1) Financiamentos          | 233   | 131   | 149   | 160   | 250  | 328   | 226   |
| 2) Amortizações            | -117  | -122  | -223  | -179  | -172 | -205  | -233  |
| 3) Outros                  | -13   | 32    | 26    | 83    | -74  | -51   | -14   |
| <b>E) ERROS/OMISSÕES</b>   | 49    | -138  | -76   | -217  | -31  | -19   | -31   |
| <b>resultado(+) ou (-)</b> | 115   | -346  | -244  | 4     | 331  | 153   | -245  |
| <b>F) ATRAS. COMERC.</b>   | -68   | 163   | 14    | 57    | -182 | -44   | -4    |
| <b>G) F. COMPENSAT.</b>    | -47   | 183   | 230   | -61   | -149 | -109  | 249   |

Fonte: Banco Central do Brasil.

### CAP. 3 - A POLÍTICA DE MINIDESVALORIZAÇÕES CAMBIAIS:

#### DA EUFORIA DO MILAGRE AO FRACASSO DO II PND (1968-78)

*“o delíto, embora sem língua, encontra meios  
milagrosos para expressar-se”.*

trecho de Hamlet, de Shakespeare.

#### Introdução

O Brasil do período 1968-78 foi um país bastante diferente daquele que esteve sob forte instabilidade ao longo de boa parte dos anos 60. No plano político, 1968 assinalou a ascensão ao poder do general Costa e Silva, o que confirmou o caráter não transitório do regime militar instaurado após o golpe de 1964<sup>44</sup>. No plano econômico, o país embarcou numa época de crescimento extraordinário, deixando para trás o espectro da estagnação presente no início da década.

Nesse contexto, a política cambial desempenhou papel fundamental na viabilização das estratégias de desenvolvimento do governo brasileiro no período, na medida em que amparada numa sistemática de minidesvalorizações contínuas do cruzeiro, estabeleceu regras estáveis de correção da taxa de câmbio - condição essencial para o cálculo de rentabilidade dos agentes que negociavam divisas, como exportadores, importadores e tomadores de empréstimos externos. Ao contrário do sistema vigente entre 1964/67, este permitiria a manutenção de uma taxa real de câmbio bastante estável, como será visto logo adiante.

A despeito dessa estabilidade na condução do câmbio, a evolução da conjuntura internacional e das políticas internas permite a identificação de dois subperíodos, cujo marco divisor foi o choque do petróleo, deflagrado pela OPEP

---

<sup>44</sup> Segundo consta na literatura política sobre a época, boa parte daqueles que apoiaram o golpe de 64 acreditava que o objetivo dos militares se restringiria a impedir o avanço da esquerda no país. Logo, acreditavam que depois de cumprida essa tarefa, com a cassação dos “radicais” da esquerda, seria promovida a transição para o regime democrático.

(Organização dos Países Exportadores de Petróleo) nos últimos meses de 1973. De 1968 à 1973 o equilíbrio do balanço de pagamentos praticamente dispensaria a captação de recursos externos, enquanto que entre 1974/78 a deterioração dos resultados comerciais brasileiros passaria a exigir um aprofundamento na política de endividamento externo. Assim, é melhor analisar isoladamente quais as condições que vigoraram tanto na economia brasileira como na mundial antes e depois do choque.

Entre 1968/73 o Brasil encontraria condições altamente propícias para relaxar as amarras fiscal e monetária que vinham emperrando o crescimento nos anos anteriores. Sem dúvida, o orçamento do governo havia experimentado sensível melhora em relação aos anos anteriores, o que possibilitou a reativação da demanda via ampliação dos gastos públicos (BELLUZZO & MELLO: 1982). Outros autores enfatizam as reformas executadas no governo Castelo Branco, que teriam conferido maior racionalidade ao sistema econômico (SIMONSEN: 1974). Por fim, no campo das políticas internas também é ressaltada a grande expansão da intermediação financeira no país, haja vista que foram criados à época diversos mecanismos para elevação da poupança e sua canalização para investimentos em setores específicos, como o sistema financeiro habitacional (MOURA DA SILVA: 1979).

De outra parte, as condições externas também acabaram favorecendo o bom desempenho da economia brasileira nesse período, que viria a ser conhecido como o “milagre econômico brasileiro” - quando o país teve sua renda nacional duplicada e a inflação totalmente sob controle. Afinal, o *miniboom* sincronizado que as economias capitalistas de um modo geral vinham atravessando, permitiu ao Brasil ampliar continuamente suas exportações na mesma velocidade com que avançaram suas importações. Ao mesmo tempo, a multiplicação dos recursos disponíveis no sistema financeiro internacional, aglomerado em torno do euromercado<sup>45</sup>, ofereceria às economias em

---

<sup>45</sup> O euromercado teria surgido ainda nos anos 50 quando bancos europeus passaram, à margem da regulação dos bancos centrais, a deter em seu *portfólio*, depósitos denominados em dólares. Mais tarde, bancos americanos também se deslocariam para a Europa afim de acompanhar a transnacionalização do sistema produtivo. Nos anos 60, o agravamento dos déficits externos americanos por conta da guerra do Vietnã (1965-75) e da política de negligência benigna do governo Nixon teriam contribuído

desenvolvimento como o Brasil, a possibilidade de aumentar significativamente a captação de recursos externos (KUCINSKI & BRANDFORD: 1987).

Acontece que os ventos da economia internacional iriam tomar novos rumos a partir de 1974. Na verdade, o choque do petróleo viria apenas precipitar a eclosão de uma crise ainda maior, de natureza estrutural, que já vinha ganhando corpo dentro do modelo de produção vigente (TEIXEIRA: 1993). Desde o início da década, as principais economias capitalistas vinham emitindo sinais de que o ciclo expansivo inaugurado no pós-guerra havia se esgotado. Assim, a retração no nível de atividade ocorrida imediatamente após o choque do petróleo tinha raízes mais profundas e complicadas do que aparentava<sup>46</sup>. Prova disso foi a decisão do governo americano também em 1973 de abandonar o sistema de Bretton Woods, pondo fim à paridade fixa do dólar em relação às outras moedas<sup>47</sup>.

O significado mais concreto de todas essas transformações foi a adoção de medidas recessivas pelos países centrais, com as quais esperavam reduzir os impactos do choque do petróleo tanto no balanço de pagamentos como na inflação. Para o Brasil, esta opção representaria um complicador adicional, visto que além da alta nas importações, também implicou maiores

---

decisivamente para o superdimensionamento desse sistema. Ver GRIFFITH-JONES, S & SUNKEL, O in "O Fim de uma Ilusão". Ed. Brasiliense. SP. 1990. Acerca da velocidade de expansão do euromercado, segundo BONELLI, R & MALLAN, P esta teria sido de 24% ao ano entre 1969/73. Ver "Os Limites do Possível: Notas sobre o Balanço de Pagamentos e Indústria nos Anos 70". In PPE. Vol 6(2). Agosto de 1976.

<sup>46</sup> Isso tanto é verdade, que os governos dos países centrais acreditavam que os impactos do choque seriam rapidamente absorvidos, no que a experiência viria lhes mostrar que estavam enganados. De fato, a crise evidenciada depois de 1973 teria refletido antes de tudo, o esgotamento do padrão de produção americano. Segundo HOBBSBAWN, EJ teria sido a difusão do paradigma baseado na metal-mecânica a responsável pela denominada "era de ouro do capitalismo", que se estendeu de 1945 à 1973. Ver "A Era dos Extremos - o Breve Século XX". SP. Ed. Cia. das Letras. 1994. Capítulos 9 e 14.

<sup>47</sup> Depois de amargar sucessivos déficits externos, os EUA acabaram tendo de permitir a desvalorização do dólar de modo a recompor parte de sua competitividade externa, tendência que persistiria até o final dos anos 70. Ver MIRANDA, JCR "Tendências Atuais de Reestruturação do Sistema Produtivo Internacional". In SUZIGAN, W. Reestruturação Industrial e Competitividade Internacional. SP. Fundação SEADE, Coleção Economia Paulista. 1989. Para a economia mundial, esse fato tornou patente a perda de hegemonia da economia americana, além do aparecimento do regime de taxas flutuantes de câmbio. Para o Brasil, que sempre teve sua taxa atrelada ao dólar, esta mudança implicou o desalinhamento entre as taxas reais e efetivas de câmbio, que aliás, é o assunto do apêndice final deste trabalho.

dificuldades para que os produtores nacionais colocassem sua produção num mercado externo em retração.

Não obstante esse quadro internacional adverso, o governo brasileiro recém-empossado em 1974, do general Ernesto Geisel, fugiu à recomendação clássica do ajustamento ortodoxo. Muito pelo contrário, partiu de um amplo diagnóstico acerca da economia brasileira cujas proposições indicavam que o país ainda deveria cumprir uma etapa em seu processo de industrialização, notadamente no tocante à implementação do setor de bens de capital, até então atrofiado internamente (SERRA: 1982). Desse diagnóstico seria elaborado o II PND (Plano Nacional de Desenvolvimento), que segundo o governo, representava o passaporte do Brasil ao rol das economias plenamente desenvolvidas (CASTRO: 1985).

Evidentemente, a execução do plano reforçaria ainda mais o caráter expansionista da política econômica brasileira, tendo em vista que o núcleo do programa consistia num pacote de investimentos capitaneados pelo Estado. Logo, a tendência era de que num primeiro instante ele agravasse ainda mais a situação da balança comercial. Ao traçar esta estratégia o governo acreditava tanto na transitoriedade da crise como na possibilidade de financiar eventuais desequilíbrios comerciais junto ao sistema financeiro internacional.

De fato, à época havia um transbordamento de recursos no euromercado, em primeiro lugar pelo refluxo dos dólares acumulados pelos exportadores de petróleo (petrodólares) e em segundo pela própria redução da demanda por financiamentos dos países centrais, que optaram pela retração da atividade econômica. Com isso, estava claro que os banqueiros internacionais alargariam a provisão de fundos destinados aos países em processo de desenvolvimento. A novidade que acompanhou esse movimento foi a generalização da cláusula de taxas de juros flutuantes - créditos *roll over* - que possibilitavam o repasse de alterações nos custos de captações para o preço do crédito aos tomadores finais.

Ao definir claramente sua opção pela manutenção da política expansiva tendo como contrapartida um avanço no processo de endividamento

externo, o governo praticamente demarcou o raio de manobra da política cambial. Era óbvio que ao privilegiar a tomada de recursos no exterior em detrimento de uma política mais ativa de estímulo às exportações, o governo não tomaria partido de uma desvalorização mais acentuada na taxa de câmbio, como muitos defendiam. Afinal, caso o fizesse, comprometeria a rentabilidade dos portadores de passivos em dólar, o que por sua vez, inibiria a captação de novos empréstimos. Portanto, nesta segunda fase a política de minidesvalorizações apoiou-se numa nova equação para o fechamento das contas externas do Brasil.

Neste capítulo trataremos das características e peculiaridades da política cambial em cada uma das duas fases descritas acima.

## 1 - A política das minidesvalorizações

### 1.1 -A implantação das minidesvalorizações: a fase do milagre

Como já foi discutido no capítulo anterior, a política cambial baseada nas maxidesvalorizações vinha apresentando sérios entraves à absorção de capitais externos e também ao crescimento das exportações. Com a mudança de governo, o novo ministro da economia, Delfim Neto, não tardou a dar uma guinada heterodoxa na política econômica. Na área cambial, o sistema de desvalorizações periódicas, com intervalos superiores a doze meses, foi substituído por reajustes contínuos do câmbio, realizados a cada 30 dias aproximadamente, as chamadas minidesvalorizações.

Essas minidesvalorizações tinham como fundamento a utilização informal da regra da manutenção da paridade do poder de compra (PPP). Em resumo, baseavam-se na correção do câmbio pelo diferencial entre as taxas interna e externa de inflação, neutralizando assim os efeitos da alta dos preços domésticos sobre o balanço de pagamentos, num contexto combate gradual à inflação (ZINI: 1993). A implementação dessa sistemática de correções cambiais freqüentes pelo Brasil não constituiu um fato isolado à época, até porque o

próprio FMI passou a recomendar aos países com crises no balanço de pagamentos, que evitassem a valorização de suas moedas frente ao dólar. Tal recomendação seria homologada oficialmente em 1971, quando o Fundo passou a orientar os países deficitários para que evitassem flutuações de sua taxa real de câmbio além de uma faixa de 4,5% (SENNA: 1974).

As principais vantagens dessa política em relação àquela praticada anteriormente estavam em oferecer regras estáveis e transparentes de correção do câmbio, nivelando a renda dos exportadores, reduzindo bruscamente a especulação financeira que antecedia as maxidesvalorizações, e, principalmente, estabelecendo uma fórmula de determinação dos ajustes, o que evitava as barganhas políticas em torno do momento e da magnitude das maxis (TYLER: 1968).

Para os exportadores, o sistema de minidesvalorizações representava a garantia de uma relação estável entre custos de produção e preços no mercado mundial, condição indispensável para que pudessem projetar suas margens de lucro e esboçar planos de investimento de longo prazo. Fora da dimensão cambial, seus ganhos eram reforçados pelos subsídios governamentais e incentivos fiscais, como a isenção do IPI (Imposto sobre Produtos Industrializados) e do ICM (Imposto sobre Circulação de Mercadorias) (DOELLINGER: 1972; SUPPLY: 1976).

A mesma garantia de previsibilidade de cálculo se estendia às instituições que operassem no mercado de crédito com recursos tomados no exterior. De acordo com a previsão de inflação elas poderiam projetar o custo cambial e incorporá-lo aos custos dos empréstimos concedidos. Estabelecidas estas condições, o governo brasileiro esperava promover uma significativa abertura do país ao mercado financeiro internacional, em franca expansão naquele momento, como mencionado acima.

A necessidade de absorver recursos externos era defendida insistentemente pelo discurso oficial, que se apoiava nas duas justificativas resumidas a seguir:

1) de que a matriz produtiva interna não estava apta para suprir a demanda por bens intermediários e de capital de que necessitava a economia brasileira para desenvolver-se plenamente, o que requeria a sua importação;

2) de que a estrutura do mercado financeiro nacional, apesar de remodelada no período 1965/68, ainda não estava preparada para captar e canalizar poupanças internas em quantidade e com prazos suficientemente longos para os projetos de desenvolvimento exigidos pelo país.

No fundo, novamente a política de abertura do país ao capital estrangeiro encontrava-se apoiada na idéia de preenchimento do hiato de recursos reais, a mesma utilizada durante o governo Kubitschek. De acordo com esta proposição o Brasil deveria se aproveitar da alta liquidez internacional para absorver poupanças externas, financiando deste modo o déficit na balança comercial.

Em termos gerais, a contratação de empréstimos externos estava regulada pela Lei 4131 - reformulada em agosto de 1964 - relativa a operações entre as empresas não financeiras domésticas e credores externos, e pela Resolução 63, de agosto de 1967, que permitia aos bancos comerciais e de investimento tomar recursos no exterior e repassá-los em moeda nacional, o que possibilitava o acesso indireto de pequenas e médias empresas ao financiamento externo, uma vez que não podiam acessar diretamente o mercado financeiro internacional, tal como faziam as grandes empresas de capital nacional, as multinacionais e as empresas estatais.

Esta legislação passaria por constantes revisões a partir de 1969, quando o governo introduziria mecanismos de controle e anuência prévia pelo banco central para operações de empréstimo aos moldes da Lei 4131 e da Resolução 63. Em agosto de 1970 o banco central estabeleceria uma regra de proporcionalidade entre prazos e amortizações. O objetivo implícito nestas medidas era o de alongamento do perfil da dívida externa, uma vez que estas

colocavam restrições quantitativas a empréstimos com curto prazo de vencimento (PEREIRA: 1974).

Um novo conjunto de medidas seria instituído em 1972, desta vez voltado para a necessidade de conter o ingresso excessivo de capitais externos no país. É que o acesso barato e facilitado ao financiamento externo acabou provocando uma entrada de recursos bastante superior à necessidade real de financiamento da economia brasileira - expressa pelo déficit de transações correntes. Uma vez que havia um excedente de capital não absorvido pelo déficit comercial ou de transações correntes, estes recursos eram acumulados na forma de reservas internacionais.

Visando conter este acúmulo de reservas é que em outubro de 1972 o governo determinou, através da Resolução 236, o recolhimento de depósitos compulsórios equivalentes a 25% dos recursos tomados no exterior. Esses depósitos seriam abolidos em junho de 1973, mas em seu lugar o governo impôs como condição para liberação dos empréstimos um prazo mínimo de 8 anos para seu vencimento. Entretanto, não demoraria muito tempo para que fossem restabelecidos, através da Resolução 265 de agosto de 1973, que determinava um recolhimento desta vez de 40% do valor dos empréstimos (PEREIRA: op. cit).

Mesmo diante de tais restrições, o volume de ingressos de capitais externos no país durante o biênio 1972/73 não se reduziu. Pelo contrário, ampliou-se em mais de 100% em relação a 1971. A explicação para o insucesso da política de contenção de empréstimos, segundo CRUZ (1975) esteve no fato de que mesmo com a retenção de parte dos empréstimos, ainda era muito mais compensatório recorrer ao financiamento externo do que apelar para fontes internas de crédito, dadas as diferenças de custos e prazos oferecidos no exterior e no Brasil.

## 1.2 - O dilema cambial na fase do II PND

Os déficits comerciais que voltaram a fazer parte do cenário externo brasileiro a partir de 1974 fizeram emergir as primeiras rachaduras na política de minidesvalorizações cambiais. Até então, este sistema não havia aberto brechas para eventuais ataques, pois conseguira obter resultados satisfatórios tanto na geração de saldos positivos na conta de capitais, quanto na manutenção de uma balança comercial relativamente equilibrada, num período de acelerada expansão econômica.

Esta incontestabilidade deixaria de existir a partir de 1974, quando diante da incorporação de um fato novo à realidade - o choque do petróleo - a política de reajustamento cambial apoiado na regra da PPP não conseguiria mais evitar a deterioração das contas externas do país. É que de fato, a aplicação do diferencial de inflações não levava em consideração a imposição de um choque de oferta na economia, o que se agravava pelo fato de que a demanda interna de petróleo era praticamente inelástica, o que tornava a pauta de importações bastante rígida.

A partir da constatação da incapacidade da regra da PPP em captar e corrigir choques de oferta daquela natureza, verificou-se que apenas sob determinadas circunstâncias a aplicação da fórmula da PPP seria eficaz na manutenção da paridade das condições reais de competitividade entre diferentes economias (ZINI: op. cit). Dentre as principais exigências para que isto acontecesse, estavam a inexistência de alterações na estrutura produtiva que implicassem o desalinhamento dos níveis de competitividade e a manutenção das mesmas condições de formação de preços nas economias e de graus idênticos de rigidez de consumo para os diferentes países.

Como o choque do petróleo afetou diretamente os termos de intercâmbio entre os países, com evidente prejuízo para as economias importadoras, ficava evidente para o Brasil a necessidade de uma política cambial mais agressiva, através de desvalorizações maiores do que aquelas

sugeridas pela regra da PPP. No entanto, esta não foi a opção do governo. Vejamos porque.

A decisão de manter inalterada a regra das minidesvalorizações decorreu sobretudo da interpretação que o governo brasileiro fez da crise que sucedeu o choque do petróleo. Conforme já mencionado, acreditava-se à época na sua transitoriedade e no breve retorno da economia mundial a um cenário de crescimento generalizado. Assim sendo, caso fosse priorizado um melhor resultado na balança comercial, através de uma desvalorização mais efetiva do cruzeiro, o governo penalizaria os detentores de passivos dolarizados. Como a continuidade dos empréstimos em moeda estrangeira era essencial para que o país pudesse financiar os seus compromissos externos sem recorrer a um ajustamento recessivo, a política cambial acabou assumindo, então, um papel fundamental na estratégia de implementação do II PND.

Além disso, a relutância em adotar uma política de desvalorizações mais agressivas, decorria da crença de que esta atitude produziria impactos inflacionários que agravariam o quadro vigente, tese que se apoiava em quatro fatores, elencados a seguir:

1) como o governo não pretendia barrar a entrada de recursos externos no país, desvalorizações mais acentuadas no câmbio corresponderiam a uma conversão de dólares por uma quantidade maior de cruzeiros, o que pressionaria a base monetária na mesma proporção do acúmulo de reservas. Seguindo o raciocínio monetarista, esta expansão acabaria resultando numa elevação proporcional da inflação, o que em última instância, traria novamente o problema de perda de competitividade externa dos produtos brasileiros;

2) uma desvalorização cambial mais intensa ampliaria os custos financeiros dos setores endividados em dólar, que acabariam sendo repassados aos preços finais de bens e serviços, ou seja, impactando diretamente na aceleração da inflação;

3) da mesma forma, seria encarecido o custo de produção dos bens que utilizassem matérias-primas ou insumos importados, obrigando novo repasse ao preço final aos consumidores;

4) e, por último, uma redução no prazo de indexação cambial induziria à diminuição dos prazos de indexação de toda economia, o que refletiria também na aceleração inflacionária.

Contudo, os péssimos resultados do setor externo em 1974/75 colocaram o governo brasileiro diante de uma encruzilhada: seria necessário reverter os déficits comerciais, mas sem interferir na política de minidesvalorizações, pois correções maiores no câmbio poderiam afugentar os tomadores de empréstimos, o que afetaria a conta capital. Ao mesmo tempo, o governo não pretendia sacrificar o II PND, ou mesmo modificar seu cronograma de execução postergando investimentos, afastava a hipótese de colocação de um freio na economia como medida de redução do déficit comercial.

Estabelecidos estes limites, o governo passaria então a implementar medidas de restrição às importações, que procuravam inibir principalmente a compra no exterior de bens considerados não prioritários para a integralização industrial buscada pelo II PND. As principais alterações promovidas na legislação aduaneira foram então as seguintes (MOURA: 1981):

a) elevação em 100% das tarifas alfandegárias de 1.200 bens de consumo, além da proibição de compra destes itens pelo setor público em geral;

b) proibição de importação de outros 300 itens;

d) estabelecimento de cotas máximas de importação para cada ministério;

d) instituição de depósitos prévios correspondentes a 100% do valor das importações, que seriam restituídos somente após 1 ano sem juros e correção monetária, medida que atingia cerca de 30% dos produtos da pauta de importações brasileira. Ficaram isentas do cumprimento desta lei, importações de petróleo, carvão, trigo, fertilizantes, papel de imprensa, medicamentos, materiais

de pesquisa científica e tecnológica, óleo bruto, além das importações financiadas com prazo superior a cinco anos e aquelas oriundas da ex-Associação Latinoamericana de Livre Comércio (ALALC).

e) quanto à importação de bens de capital e insumos básicos, procurou-se aplicar com mais rigor a Lei do Similar Nacional, além do acréscimo tarifário de 30%.

Diante do escasso resultado das medidas adotadas, da expectativa de persistência do déficit comercial em 1976 e da tendência altista da inflação, o governo passaria a adotar no final daquele ano uma série de medidas para conter o crescimento da economia. Esperava-se com isto, desafogar a balança comercial e reduzir simultaneamente as pressões inflacionárias. Os efeitos desaceleradores se fariam sentir em 1977, quando a taxa de crescimento do PIB brasileiro cairia pela metade e o déficit comercial revertido<sup>48</sup>.

Pressionado pelos saldos externos negativos do biênio 1974/75, o governo concedeu ainda estímulos adicionais aos tomadores privados de recursos externos. Antes de tudo, o próprio arrocho no crédito, uma das medidas restritivas adotadas em 1976, encarecia os financiamentos internos e ampliava as diferenças de custo frente às fontes externas. Além disso, foram reduzidos os prazos exigidos pelo BACEN para liberação de novos empréstimos, diminuídas as alíquotas de imposto de renda sobre remessas de juros, e isentas do IOF (Imposto sobre Operações Financeiras) transações envolvendo repasse de recursos obtidos no exterior.

Apesar de todos esses esforços, a resposta das captações privadas foi muito tímida, uma vez que perante a expectativa de recessão, as empresas passaram a rever suas decisões quanto ao nível de produção e investimento, reduzindo assim, suas necessidades de financiamento.

---

<sup>48</sup> O fator responsável por esta melhora acabou sendo a elevação das exportações, e não o decréscimo das importações como será visto na seção sobre o balanço de pagamentos. Esta elevação refletiu antes de tudo uma tendência de melhora no ritmo das exportações brasileiras que já vinha ocorrendo nos anos anteriores e que acabaria se manifestando em 1977, principalmente, em razão do aumento dos preços internacionais do café e da soja. Ver RELATÓRIO ANUAL DO BANCO CENTRAL. 1977.

A desaceleração dos investimentos privados representava, assim, um sério obstáculo à ampliação massiva dos empréstimos necessários para o fechamento do balanço de pagamentos brasileiro. A saída encontrada pelo governo foi submeter as empresas públicas a um crescente endividamento em moeda estrangeira. Para isso, ainda em 1976, as estatais tiveram suas receitas comprimidas através de um arrocho tarifário, ao mesmo tempo em que lhes foram reduzidas drasticamente as fontes internas de crédito, o que tornava a contratação de empréstimos o último recurso disponível para que pudessem cumprir suas metas de investimento<sup>49</sup>.

Este duplo movimento, de retração dos empréstimos privados e expansão dos empréstimos públicos, originou o que mais tarde seria denominado como processo de estatitização da dívida externa brasileira (DAVIDOFF CRUZ: 1984), visto que até meados dos anos 70, a maior parte da dívida externa era de propriedade predominantemente privada, sendo que ela foi repassada paulatatinamente para as mãos do setor público entre o meio e o final desta década - o que será explorado mais adiante.

O salto definitivo deste processo de estatização se daria através da implementação da Resolução 432, que permitia aos tomadores diretos de recursos externos efetuarem depósitos em moeda estrangeira junto ao banco central. Este instrumento veio somar a outro - Circular 230 - que permitia às instituições financeiras, enquanto não conseguissem repassar internamente os recursos captados no exterior, mantê-los no BACEN, que se responsabilizaria por todos os serviços da dívida contratada. Na prática, tais medidas possibilitavam aos tomadores de recursos externos repassarem os riscos de câmbio para o governo, a quem caberia assumir as perdas derivadas de eventuais variações. Mais adiante, elas trariam impactos terríveis para o setor público brasileiro, mas

---

<sup>49</sup> De fato, o governo também aproveitou-se da boa saúde financeira de que desfrutavam as empresas estatais, como Telebrás, Petrobrás e Eletrobrás, para conseguir, apoiado neste quadro, obter recursos no exterior. Até então estas empresas vinham mantendo níveis de endividamento considerados muito baixos, e mesmo assim, uma parte reduzida de seus passivos se referiam a dívidas contraídas no exterior. Esta situação devia-se, sobretudo, à política tarifária praticada pelas estatais desde o início dos anos 70, e que seria revertida em 1976.

até 1978 a situação parecia absolutamente sob controle. É o que será visto no próximo item, sobre a situação do balanço de pagamentos no período.

## 2 - A situação do balanço de pagamentos

### 2.1 - Quadro Geral

A principal impressão que se tira após uma vista panorâmica do balanço de pagamentos brasileiro, é de que a situação das contas externas do país manteve-se, de um modo geral, bastante confortável no período 1968-78. Excetuando-se o biênio 1974/75, ao longo deste período o país obteve sucessivos resultados positivos, graças, sobretudo, aos expressivos superávits na conta capital - mais do que suficientes para financiar os débitos em transações correntes. Contudo, basta examinar os dados com mais atenção para perceber que vários problemas já estavam se anunciando.

**TABELA 3.1**  
*Resumo do Balanço de Pagamentos (1968-78) - em US\$ milhões*

| Discriminação           | 1968 | 1969 | 1970 | 1971  | 1972  | 1973  | 1974  | 1975  | 1976  | 1977  | 1978  |
|-------------------------|------|------|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <i>Trans. correntes</i> | -508 | -281 | -562 | -1307 | -1486 | -1688 | -7122 | -6700 | -5977 | -4037 | -6990 |
| Bal. Comercial          | 26   | 318  | 232  | -341  | -241  | 7     | -4690 | -3540 | -2218 | 97    | -1024 |
| Serviços                | -556 | -630 | -815 | -980  | -1250 | -1722 | -2432 | 3162  | 3763  | 4134  | 6037  |
| Transf. Unilat.         | 22   | 31   | 21   | 14    | 5     | 27    | 0,5   | 2     | 4     | 0     | 71    |
| <i>Capitais</i>         | 541  | 871  | 1015 | 1846  | 3492  | 3512  | 6253, | 6189  | 6631  | 5269  | 11891 |
| <i>Erros/Omis.</i>      | -1   | -41  | 92   | -9    | 433   | 354   | -67   | -439  | 518   | -602  | -639  |
| <b>RESULTADO</b>        | 32   | 549  | 545  | 530   | 2439  | 2178  | -936  | -950  | 1192  | 630   | 4262  |

Fonte: Relatório do Banco Central

Sem dúvida, o espectro do estrangulamento cambial que vinha ameaçando o dinamismo da economia brasileira desde o início dos anos 50, esteve longe de constituir uma séria restrição ao crescimento no período 1968-78. Pelo contrário, ao longo desses anos o Brasil conseguiu absorver um grande

volume de capitais externos, acumulando, inclusive, um nível elevado de reservas internacionais. Aliás, foram estas reservas que permitiram ao país manter inalterada a política econômica expansiva por ocasião dos déficits comerciais provocados pelo primeiro choque do petróleo. No entanto, o preço dessa aparente tranquilidade foi a explosão da dívida externa brasileira, que saltou de US\$ 3,4 bilhões em 1967 para US\$ 43,5 bilhões no final de 1978.

*TABELA 3.2*  
*Evolução da dívida externa bruta e das reservas internacionais*  
*Brasil (1964-78)*

| <i>Ano</i> | <i>Dívida externa bruta de longo prazo (US\$ milhões)</i> | <i>Reservas Internacionais (US\$ milhões)</i> |
|------------|-----------------------------------------------------------|-----------------------------------------------|
| 1964       | 3,1                                                       | 0,2                                           |
| 1965       | 3,5                                                       | 0,5                                           |
| 1966       | 3,7                                                       | 0,4                                           |
| 1967       | 3,4                                                       | 0,2                                           |
| 1968       | 3,8                                                       | 0,3                                           |
| 1969       | 4,4                                                       | 0,7                                           |
| 1970       | 5,3                                                       | 1,2                                           |
| 1971       | 6,6                                                       | 1,7                                           |
| 1972       | 9,5                                                       | 4,2                                           |
| 1973       | 12,6                                                      | 6,4                                           |
| 1974       | 17,2                                                      | 5,3                                           |
| 1975       | 21,2                                                      | 4,0                                           |
| 1976       | 26,0                                                      | 6,6                                           |
| 1977       | 32,0                                                      | 7,3                                           |
| 1978       | 43,5                                                      | 11,9                                          |

Fonte: Tabela extraída de DAVIDOFF CRUZ: 1984

Esse extraordinário endividamento foi assim o traço marcante do setor externo no período 1968/78, merecendo um exame mais aprofundado, principalmente pelas consequências futuras que ele iria impor à economia brasileira. Ao longo do período em questão, o processo de endividamento externo apresentou duas fases distintas: 1968/73 e 1974/78.

Na primeira fase, a captação de empréstimos externos esteve muito acima das reais necessidade de financiamento da economia brasileira, uma vez que a balança comercial permaneceu relativamente equilibrada, o que desqualificava o argumento do hiato de recursos reais. Mesmo o déficit

acumulado em transações correntes - cerca de 5,8 bilhões - não exigiu tamanha contratação de empréstimos - mais de US\$ 9 bilhões.

Já na segunda fase, a eclosão do primeiro choque do petróleo abriu um grande déficit comercial, a que correspondeu uma aceleração no ritmo de endividamento externo brasileiro. Também contribui para isso, a escalada do déficit de serviços, impulsionada pela ampliação dos gastos com juros e transportes. A seguir, são discutidas com mais detalhes, cada uma dessas etapas.

**2.2 - A fase do endividamento “desnecessário”: 1968/73**

De um modo geral, o país registrou superávits externos crescentes no período 1968/73, o que possibilitou um expressivo acúmulo de reservas, como demonstra a tabela 3.2. Os fatores que contribuíram para tais resultados foram, basicamente, dois: o desempenho, de certo modo surpreendente da balança comercial, que se manteve equilibrada em plena aceleração do crescimento e, sobretudo, a entrada maciça de capitais de empréstimo no país, mais do que suficiente para cobrir o crescente déficit de serviços (*ver tabela 3.3*).

*TABELA 3.3*  
*Média anual das principais contas do balanço de pagamentos*  
*Brasil (1968/73) - em US\$ milhões*

| <i>Discriminação</i>        | <i>1968/73</i> |
|-----------------------------|----------------|
| <u>Transações correntes</u> | -972,00        |
| saldo comercial             | 0,16           |
| serviços                    | -992,16        |
| donativos                   | 20,00          |
| <u>Capitais</u>             | 1879,50        |
| <b><u>RESULTADO</u></b>     | <b>1045,50</b> |

Fonte: Relatórios do Banco Central

Em primeiro lugar, é preciso analisar os fatores que conduziram a uma balança comercial relativamente equilibrada. O exame dos dados mostra que o crescimento das exportações conseguiu fazer frente a escalada das

importações, que, por sua vez, seguiu o ritmo de expansão da economia. Para esse bom desempenho das exportações, concorreram a política de minidesvalorizações e a conjuntura internacional.

À política cambial deve ser creditado o fato de que os produtos brasileiros conseguiram manter preços competitivos no mercado internacional, visto que as correções do câmbio neutralizaram os efeitos da inflação interna. A este fator ainda deve ser agregada a forte expansão do comércio mundial ocorrida no período - responsável por uma alta de 23% dos preços dos bens exportados pelo Brasil entre 1969 e 1973 - ao mesmo tempo em que as importações sofriam um encarecimento de apenas 3% (CARDOSO & FISHLOW: 1989).

Se do ponto de vista da balança comercial, os resultados eram positivos, o déficit da conta de serviços continuou em ritmo de expansão. Nesse período, os grandes responsáveis pela triplicação do saldo negativo desta conta foram os itens de remessa de lucros e dividendos, turismo e transportes. Os três foram os que mais se ampliaram, destacando-se em relação aos demais - inclusive o de juros, que permaneceu praticamente inalterado entre 1968/70.

Verificado um déficit em transações correntes por volta de US\$ 1 bilhão anual, estava justificada a necessidade de captação de empréstimos externos, estimulada pelas políticas governamentais. No entanto, o volume desses empréstimos acabou se revelando muito superior ao que seria exigido para o fechamento do balanço de pagamentos. Para percebê-lo, basta defrontar o saldo líquido médio de empréstimos, de quase 1,5 bilhão, com a necessidade de financiamento externo - obtida, fundamentalmente, através da subtração dos saldos de transações correntes (-US\$ 1 bi) e de capitais de risco (US\$ 330 milhões). Por esse cálculo verifica-se que houve um ingresso excedente de quase US\$ 800 milhões anuais.

Esta situação era duplamente prejudicial às finanças do país. Primeiro, por implicar um acúmulo de reservas, cujo custo líquido de manutenção recaia na expansão dos juros. Em segundo lugar, essa entrada de capitais externos acabava pressionando a base monetária. Para evitar uma

expansão considerada nociva à estabilidade dos preços, o governo lançava títulos da dívida pública, ou seja, o crescimento da dívida externa induzia o governo ao endividamento interno. Mesmo diante deste quadro, o governo preferiu adotar medidas apenas visando o alongamento da dívida, argumentando que o essencial era manter administrável o perfil da dívida externa, que sofreria novo impulso expansivo a partir de 1974, sob os efeitos da crise do petróleo.

### 2.3 - O salto definitivo da dívida externa: 1974-78

A partir de 1974 o governo brasileiro aprofundou sua política de endividamento externo, que serviu de suporte financeiro para o II PND. No período 1974/78, o equilíbrio do balanço de pagamentos foi seriamente comprometido pela explosão do déficit de transações correntes. Tanto o agravamento do déficit de serviços, quadruplicado em relação a 1968/73, como o surgimento de grandes rombos na conta comercial, contribuíram para esse fato. Não obstante esta deterioração dos resultados em transações correntes, o Brasil optou por manter o ritmo de crescimento da economia, dando, com isso, um novo impulso para o endividamento externo.

**TABELA 3.4**  
*Média anual das principais contas do balanço de pagamentos*  
*Brasil (1974/78) - em US\$ milhões*

| <i>Discriminação</i>        | <i>1974/78</i> |
|-----------------------------|----------------|
| <u>Transações correntes</u> | - 6165,2       |
| saldo comercial             | - 2275,0       |
| serviços                    | - 3905,7       |
| donativos                   | 15,5           |
| <u>Capitais</u>             | 7250,7         |
| <b><u>RESULTADO</u></b>     | <b>839,5</b>   |

Fonte: Relatórios do Banco Central

Dois foram os fatores que causaram a reversão do equilíbrio comercial brasileiro no período 1974/78, a saber: o primeiro choque do petróleo e a execução do II PND, que manteve o ciclo expansivo da economia. Assim, se o

aumento do preço do petróleo teve um efeito adverso na balança comercial, o II PND certamente amplificou-o, com o volume de importações saltando de US\$ 3,3 bilhões em média entre 1968/73 para US\$ 12,5 bilhões entre 1974/78. Já as exportações passaram dos mesmos US\$ 3,3 bi. para cerca de US\$ 10,3 bilhões.

As importações só não foram maiores porque em 1976, como visto, o governo decidiu revisar as metas do II PND, o que na prática, significou uma desaceleração no ritmo de crescimento da economia. Também a partir de 1976, as exportações começaram a recuperar o terreno em relação às importações, o que foi resultado da melhora nos preços dos produtos agrícolas, processo que se estendeu ao biênio 1977/78. Contudo, na média do período acabou prevalecendo uma situação de descompasso entre importações e exportações, o que significou um déficit comercial anual de US\$ 2,2 bilhões.

Do lado da conta de serviços, os dois itens que mais se expandiram foram juros e transportes, como mostra a tabela 3.5. Em ambos os casos, a explicação é simples. Enquanto a elevação dos gastos com transportes decorreu da alta do custo dos fretes, ocasionada pelo choque do petróleo, a ampliação dos gastos com juros resultou da expansão da dívida externa verificada no período. Para se ter uma idéia da expansão dos juros, pode-se observar que enquanto seus gastos absorviam entre 1961/73 cerca de 9% das exportações, entre 1974/78 essa proporção sobe para 18%.

**TABELA 3.5**  
*Principais itens de serviços- quadro comparativo*  
*(1968/73 e 1974/78) - em US\$ milhões*

| <i>Discriminação</i> | <i>1968/73</i> |            | <i>1974/78</i> |            |
|----------------------|----------------|------------|----------------|------------|
| <b>SERVIÇOS</b>      | - 992,1        | % do total | - 3905,7       | % do total |
| juros                | - 290,0        | 29,4       | - 1751,6       | 44,8       |
| transportes          | - 269,3        | 27,1       | - 1011,0       | 25,8       |
| lucros/dividendos    | - 126,8        | 12,7       | - 375,6        | 13,9       |
| turismo              | - 143,0        | 14,4       | - 252,8        | 6,4        |

Fonte: Relatórios do Banco Central

Somados os déficits nas contas de comércio e de serviços, verifica-se que o Brasil precisou absorver em média mais de US\$ 6 bilhões ao ano entre 1974/78. Se for acrescido ainda o volume pago em amortizações (US\$

3,3 bi aa) e descontados os investimentos diretos (US\$ 1,2 bi aa), chega-se a conclusão de que o país precisou de cerca de US\$ 8,3 bilhões anuais de financiamento externo bruto para equilibrar suas contas externas. Foi esta a matemática do endividamento externo brasileiro neste período - em que a dívida bruta total saltou de US\$ 12 para US\$ 43 bilhões.

As condições externas - alta liquidez internacional - e os mecanismos de política interna que instrumentalizaram o endividamento - Leis 4131 e Resolução 63 - já foram discutidos nos itens anteriores, mas cabe ainda uma nota sobre o processo de estatização da dívida externa, iniciado após o choque do petróleo de 1973/74. Como demonstra DAVIDOFF CRUZ (op. cit), o primeiro movimento de estatização da dívida externa correspondeu a uma mudança relativa na composição dos empréstimos tomados pelos setores privado e público.

Assim, os tomadores privados que foram responsáveis pela maioria dos empréstimos até 1974, retraíram progressivamente suas captações a partir de 1975. Diante da grande necessidade de recursos para fechamento das contas externas, como foi visto logo acima, o setor público foi constrangido a suprir estas divisas através da tomada de empréstimos no exterior. Ou seja, houve uma inversão de papéis, sendo que a responsabilidade pelas novas captações acabou recaindo principalmente sobre as empresas estatais. Esse processo pode ser visualizado através dos dados da tabela 3.6, que apresenta a estrutura dos ingressos de capitais de empréstimo segundo o tomador.

*TABELA 3.6*  
*Estrutura dos empréstimos em moeda segundo tomador (1972/78)*

| Discriminação | Público (%) | Privado (%) |
|---------------|-------------|-------------|
| 1972          | 24,9        | 75,1        |
| 1973          | 39,7        | 60,3        |
| 1974          | 35,3        | 64,7        |
| 1975          | 50,4        | 49,6        |
| 1976          | 51,1        | 48,9        |
| 1977          | 51,5        | 48,5        |
| 1978          | 60,2        | 39,8        |

Fonte: DAVIDOFF CRUZ (op. cit)

Diante do contínuo agravamento da situação externa, com os serviços da dívida comprometendo volume crescente de recursos e o setor público avançando na captação de empréstimos, muitas vezes desnecessários do ponto de vista operacional, o sistema das minidesvalorizações cambiais começaria a ser posto em xeque. De fato, as regras do regime cambial começariam a mudar a partir de 1979, como será visto no próximo capítulo. Antes disso, descreveremos mais atentamente o comportamento da taxa real de câmbio e sua relação com as tendências do balanço de pagamentos.

### 3 ~ Vantagens e limites da estabilidade da taxa real de câmbio

Como já mencionado ao longo do capítulo, a utilização da regra da PPP no cálculo das minidesvalorizações reduziu bruscamente as variações na taxa de câmbio real brasileira. Prova disso é que o câmbio real apresentou uma oscilação média inferior a dois pontos percentuais entre 1968/78, muito abaixo das variações médias de oito pontos verificadas no período 1961/67.

A manutenção de uma paridade praticamente constante do cruzeiro em relação ao dólar assegurou parâmetros confiáveis de cálculo para os exportadores e tomadores de recursos externos, contribuindo desse modo, tanto para o crescimento das exportações como para a elevação das captações externas do Brasil. Combinada a uma conjuntura internacional favorável, entre 1968/1973, esta fórmula esteve livre de maiores críticas, na medida em que conciliava os interesses diretamente afetados pela política cambial.

Esse apoio generalizado à política das minidesvalorizações cambiais acabou assim transferindo para eventos exógenos a responsabilidade por quaisquer variações nas contas do balanço de pagamentos. Todavia, tal consenso começaria a cair por terra por volta de 1974, a partir de quando a alta internacional do petróleo introduziria um grave complicador na equação externa brasileira.

O dilema estabelecido após o choque do petróleo decorria da existência de duas alternativas básicas de escolha pelo governo: ou desvalorizar a taxa de câmbio visando restabelecer as condições de equilíbrio comercial, ou então, mantê-la no mesmo nível e tolerar o déficit comercial, preservando as condições propícias para a captação de empréstimos externos. Logo, esta nova situação impunha uma priorização de objetivos, colocando diferentes interesses em choque.

No centro da discussão teórica em torno da postura mais adequada a ser seguida pelo governo foram então levantadas pela primeira vez as limitações da regra da PPP, destacando-se dentre elas, a incapacidade de ajustar a taxa de câmbio real em casos de choques de oferta. A partir dessa constatação, alguns autores criticaram a não adoção de uma política de desvalorizações mais agressiva em contraposição ao avanço no endividamento externo (PASTORE, BARROS & DAKOTA: 1976; ALMONACID: 1979).

A opção pela manutenção da regra cambial só não foi mais prejudicial à balança comercial porque foi acompanhada por uma desaceleração do ritmo de crescimento da economia a partir de 1976 e pela recuperação dos preços internacionais da soja e do café. Além disso, houve no período uma ampliação das relações comerciais brasileiras com países europeus e asiáticos, principalmente. Neste ponto deve ser levado em consideração que a política de paridade frente ao dólar foi benéfica, visto que no período 1973/78 a moeda americana desvalorizou-se em relação a outras moedas importantes. Com isso, a depreciação efetiva do cruzeiro acabou se descolando do comportamento da taxa real de câmbio, conforme é demonstrado no apêndice deste trabalho. Ainda assim, não seria repetida a combinação de crescimento econômico com equilíbrio comercial ocorrida entre 1968/73.

Um dos pioneiros a elaborar uma crítica sistemática à política de minidesvalorizações foi SIMONSEN (1995), por reconhecer neste sistema um agravante do processo inflacionário, baseando-se nos seguintes argumentos: 1) de que este sistema não estabelece nenhuma âncora para os preços internos dos bens transacionáveis com o exterior; 2) de que ao imobilizar a taxa real de

câmbio, elimina um elemento de ajuste da demanda; e 3) porque torna bastante difícil o controle da oferta de moeda, tendo em vista a movimentação de capitais externos atraídos pelo diferencial de juros interno e externo.

Mais recentemente, o debate em torno das causas da inflação brasileira introduziria novas interpretações acerca da política de minidesvalorizações. Economistas alinhados à corrente *inercialista*<sup>50</sup> identificariam nesta política um dos focos de auto-sustentação da inflação, na medida em que ela se baseava na correção do câmbio de acordo com a taxa de inflação do período anterior. Logo, segundo o raciocínio inercialista, a política de minidesvalorizações acabava contribuindo para a perpetuação da inflação na medida em que fazia parte de um conjunto de mecanismos de indexação generalizada da economia (LOPES: 1986).

#### 4. Conclusão

Até o florescimento e hegemonia das teses inercialistas, o sistema de minidesvalorizações era predominantemente festejado como um importante avanço da política cambial brasileira. Ao possibilitar a estabilização da taxa real de câmbio, esta nova política fez mais do que simplesmente encontrar uma forma de correção cambial e extinguir as especulações em torno das maxidesvalorizações. Ela passou a assegurar condições propícias para o crescimento das exportações, eliminou a necessidade de estoques preventivos de importações e sobretudo, garantiu ao país a chance de se aproveitar do transbordamento de recursos do sistema financeiro internacional.

Como foi visto neste capítulo, esta disposição de fatores, combinada a uma política econômica francamente expansiva, contribuiu

---

<sup>50</sup> A corrente inercialista surgiria em meados dos anos 80 aproveitando-se do fracasso das fórmulas tradicionais de combate à inflação. Assim, os teóricos dessa corrente defenderiam que além do componente exógeno (choques de demanda, oferta, etc) a inflação contaria com um componente endógeno, dado pelo processo de indexação da economia, que acabava por perpetuar o fenômeno da recomposição periódica dos picos dos preços. Este diagnóstico passaria a inspirar grande parte dos programas de estabilização lançados no Brasil a partir da experiência do Plano Cruzado, em 1986.

decisivamente para o chamado “milagre econômico brasileiro”. Se internamente o desempenho da economia apresentava índices expressivos, os resultados externos apenas os reafirmavam, uma vez que o país parecia ter encontrado uma fórmula que combinava crescimento acelerado da economia com uma situação externa confortável.

As divergências em relação às minidesvalorizações só começariam a adquirir dimensão relevante após o primeiro choque do petróleo, no final de 1973. A partir de então a política cambial brasileira estaria defronte a um quadro internacional adverso, cujos efeitos não poderiam ser anulados automaticamente pela regra da PPP. Daí, a política cambial se tornaria alvo das críticas de alguns analistas que discordaram da postura do governo brasileiro de não tentar reverter o desacerto na balança comercial através de uma desvalorização mais acentuada do câmbio (PASTORE, BARROS & KADOTA: *op. cit.*; ALMONACID: *op. cit.*). Enfim, não se tratava de abandonar o sistema vigente, mas apenas de promover uma maxidesvalorização corretiva de modo a restabelecer o equilíbrio comercial e seguir com a política de minidesvalorizações.

Na opinião do governo à época, esta não era a melhor solução para a crise de pagamentos ocasionada pelo choque do petróleo. Em primeiro lugar, porque imputaria perdas aos agentes endividados no exterior, e, conseqüentemente, dificultaria a contratação de novos empréstimos. Tais recursos eram considerados essenciais para a viabilização do II PND. Ademais, a princípio, o governo não pretendia encarecer as importações através de uma desvalorização mais drástica, pois seria necessário comprar máquinas e equipamentos cruciais para a complementação da estrutura industrial brasileira, plataforma do II PND. Portanto, o governo preferiu manter o país na rota de crescimento, o que teve como preço um salto no processo de endividamento externo.

Com o passar dos anos esta estratégia acabaria levando o país a uma situação externa bastante embaraçosa, uma vez que o custo financeiro da dívida externa começaria a exigir um comportamento bastante dinâmico da

exportações ou fluxos crescentes de novos empréstimos. Na verdade, a partir do final da década, o Brasil ingressou num círculo vicioso em que o crescimento exponencial da dívida ampliava os gastos com juros, que por sua vez exigiam novos empréstimos para que fossem liquidados, gerando com isso mais dívida. Era óbvio que este processo tinha limites, o que ficou manifestado quando os bancos decidiram interromper os fluxos que permitiam a rolagem da dívida. Antes que isso viesse a ocorrer, a mudança nos ventos da economia internacional precipitaria as mudanças na política cambial. No próximo capítulo veremos como estas alterações evoluíram de 1979 até 1982, período em que a política cambial brasileira realizaria sua transição para um novo modelo de equilíbrio externo.

*Anexos:*

*I - Taxas Nominais e Reais de Câmbio (1967-78)*  
*Cr\$/US\$*

| Ano  | Taxa Nominal<br>(médias anuais) | Taxa Real<br>(1980 = 100) |
|------|---------------------------------|---------------------------|
| 1967 | 2,66                            | 84,66                     |
| 1968 | 3,39                            | 89,18                     |
| 1969 | 4,07                            | 92,73                     |
| 1970 | 4,59                            | 88,46                     |
| 1971 | 5,28                            | 87,53                     |
| 1972 | 5,93                            | 86,45                     |
| 1973 | 6,12                            | 86,52                     |
| 1974 | 6,79                            | 88,36                     |
| 1975 | 8,12                            | 90,75                     |
| 1976 | 10,67                           | 86,98                     |
| 1977 | 14,13                           | 85,91                     |
| 1978 | 18,06                           | 85,92                     |

Fonte: Elaboração Própria

Fonte de Dados Brutos: International Financial Statistics  
Statistical Abstracts of the US

*II -Resumo do Balanço de Pagamentos do Brasil (1968/73)*  
*US\$ milhões*

| <b>Discriminação</b>                   | <b>1968</b> | <b>1969</b> | <b>1970</b> | <b>1971</b>  | <b>1972</b>  | <b>1973</b>  |
|----------------------------------------|-------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>A) Balança Comercial</b>            | <b>26</b>   | <b>318</b>  | <b>232</b>  | <b>-341</b>  | <b>-241</b>  | <b>7</b>     |
| Exportações                            | 1881        | 2311        | 2739        | 2904         | 3991         | 6199         |
| Importações                            | -1855       | -1993       | -2507       | -3245        | -4232        | -6192        |
| <b>B) Serviços</b>                     | <b>-556</b> | <b>-630</b> | <b>-815</b> | <b>-980</b>  | <b>-1250</b> | <b>-1722</b> |
| Viagens Intern.                        | -121        | -89         | -130        | -135         | -178         | -205         |
| Transportes                            | -63         | -135        | -185        | -277         | -338         | -618         |
| Seguros                                | -9          | -11         | -13         | -7           | -14          | -18          |
| Juros                                  | -144        | -182        | -234        | -302         | -359         | -514         |
| Lucros e Dividendos                    | -84         | -81         | -119        | -118         | -161         | -198         |
| Governamentais                         | -63         | -64         | -69         | -71          | -120         | -123         |
| Outros                                 | -72         | -68         | -65         | -70          | -80          | -46          |
| <b>C) Transf. Unilaterais</b>          | <b>22</b>   | <b>31</b>   | <b>21</b>   | <b>14</b>    | <b>5</b>     | <b>27</b>    |
| <b>D) Trans. Correntes<br/>(A+B+C)</b> | <b>-508</b> | <b>-281</b> | <b>-562</b> | <b>-1307</b> | <b>-1486</b> | <b>-1688</b> |
| <b>E) Capitais</b>                     | <b>541</b>  | <b>871</b>  | <b>1015</b> | <b>1846</b>  | <b>3492</b>  | <b>3512</b>  |
| Invest. Diretos                        | 63          | 189         | 146         | 169          | 318          | 977          |
| Invest. Brasileiros                    | -2          | -12         | -14         | -1           | -19          | -37          |
| Empréstimos                            | 583         | 1203        | 1433        | 2037         | 4299         | 4495         |
| Amortizações                           | -484        | -493        | -672        | -850         | -1202        | -1673        |
| Outros                                 | 381         | -16         | 122         | 491          | 96           | -250         |
| <b>G) Erros e Omissões</b>             | <b>-1</b>   | <b>-41</b>  | <b>92</b>   | <b>-9</b>    | <b>433</b>   | <b>354</b>   |
| <b>RESULTADO</b>                       | <b>32</b>   | <b>549</b>  | <b>545</b>  | <b>530</b>   | <b>2439</b>  | <b>2178</b>  |

Fonte: Relatórios do Banco Central

*III - Resumo do Balanço de Pagamentos do Brasil (1974/78)*  
*US\$ milhões*

| <b>Discriminação</b>                           | <b>1974</b> | <b>1975</b> | <b>1976</b> | <b>1977</b> | <b>1978</b> |
|------------------------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>A) Balança Comercial</b>                    | -4690,3     | -3540       | -2218       | 97          | -1024       |
| Exportações                                    | 7951        | 8669        | 10128       | 12120       | 12659       |
| Importações                                    | -12641,3    | -12209      | -12346      | -12023      | -13683      |
| <b>B) Serviços</b>                             | -2432,6     | -3162       | -3763       | -4134       | -6037       |
| Viagens Internacionais                         | -249,9      | -350        | -304        | -174        | -186        |
| Transportes                                    | -1066       | -948        | -969        | -972        | -1100       |
| Seguros                                        | -13         | 2           | -21         | -16         | -67         |
| Juros                                          | -652,4      | -1498       | -1810       | -2102       | -2696       |
| Lucros e Dividendos                            | -248,1      | -234        | -380        | -456        | -1403       |
| Governamentais                                 | -115,8      | -34         | -69         | -68         | -73         |
| Outros                                         | -87,4       | -100        | -210        | -346        | -512        |
| <b>C) Transf. Unilaterais</b>                  | 0,5         | 2           | 4           | 0           | 71          |
| <b>D) Transações Correntes<br/>    (A+B+C)</b> | -7122,4     | -6700       | -5977       | -4037       | -6990       |
| <b>E) Capitais</b>                             | 6253,9      | 6189        | 6651        | 5269        | 11891       |
| Investimentos Diretos                          | 944,8       | 1004        | 1145        | 956         | 2047        |
| Investimentos Brasileiros                      | -57,5       | -112        | -183        | -146        | -125        |
| Empréstimos                                    | 7354,7      | 7483        | 7921        | 8727        | 15388       |
| Amortizações                                   | -1926,2     | -2172       | -2992       | -4060       | -5324       |
| Outros                                         | -61,9       | -14         | 760         | -208        | -95         |
| <b>G) Erros e Omissões</b>                     | -67,8       | -439        | 518         | -602        | -639        |
| <b>RESULTADO</b>                               | -936,3      | -950        | 1192        | 630         | 4262        |

Fonte: Relatórios do Banco Central

## CAP. 4 -A VIRADA NO CONTEXTO INTERNACIONAL E A FASE DE TRANSIÇÃO DA POLÍTICA CAMBIAL (1979-82)

*“ \_ o que é otimismo? dizia Cacambo - Ah! disse Cândido,  
é a fúria de sustentar que tudo está bem quando tudo esta mal”.  
“...se este é o melhor dos mundos possíveis, o que será dos outros?”  
trechos de Candido, de Voltaire.*

### Introdução

O período 1979/82 assinalou uma completa reviravolta nos rumos da economia brasileira. O otimismo e a autoconfiança das políticas governamentais seriam paulatinamente substituídos por um clima de apreensão quanto ao futuro, motivado pela expectativa de crise externa e pelo recrudescimento inflacionário. Por conta deste novo contexto é que a política cambial ingressaria a partir de 1979 numa nova fase, de transição, em que seria reduzido progressivamente seu vínculo com a política de endividamento externo e estreitado seu comprometimento com a geração de superávits comerciais.

Dois eventos relacionados a conjuntura internacional, ambos deflagrados em 1979, explicam a mudança no setor externo da economia brasileira no final dos anos 70. O primeiro foi a eclosão de um novo choque do petróleo pela OPEP, e que acarretou forte deterioração da balança comercial no biênio 1979/80. Já o segundo foi a alta dos juros internacionais, provocada pela política monetária do governo norte-americano, a pretexto de absorver recursos externos para cobrir seu enorme déficit comercial - conhecida como a política do dólar forte (TAVARES: 1985). Com esta elevação dos juros, o Brasil, que tinha cerca de dois terços de sua dívida externa contratada a taxas flexíveis, sofreu um duro golpe, refletido na conta de serviços, que somado ao primeiro, na balança comercial, dobrou seu déficit em transações correntes (BAER: 1994).

Não bastassem esses dois choques que se abateram sobre as contas externas brasileiras, na virada da década de 70, a própria postura dos

bancos credores contribuiu decisivamente para o agravamento da crise no setor externo. É que além dos EUA terem passado a reter grande parte da liquidez internacional, os bancos fornecedores de crédito começaram a adotar uma postura mais cautelosa na concessão de novos empréstimos para os países endividados da América Latina e do Leste Europeu, de modo a não ampliar seu grau de exposição em relação a eles (LANGONI: 1985).

Ora, já vulnerabilizado pelo estouro do déficit em transações correntes e comprometido com a rolagem de um estoque substancial de dívida, o Brasil estava diante de um grave impasse, o que tornava imperiosa a revisão de seu modelo de crescimento, apoiado no financiamento externo. Ainda que com idas e vindas, a política cambial foi adquirindo uma nova conformação, direcionada progressivamente para a melhoria dos resultados da balança comercial.

O vai e vem da política cambial foi determinado, fundamentalmente, pelas idas e vindas da própria política econômica, que após ensaiar uma adesão à ortodoxia no início de 1979 e experimentar uma tentativa heterodoxa frustrada entre meados de 1979 e final de 1980, optou finalmente pela alternativa recessiva na virada 1980/81<sup>51</sup>. Assim, essa hesitação da política econômica em aderir ao receituário ortodoxo teve reflexos sobre a política cambial, como comprovou a tentativa de prefixação cambial em 1980 - que buscava promover uma desvalorização da moeda ao mesmo tempo que, atenta a indexação dos preços ao câmbio, buscava restringir seus impactos inflacionários.

Como será visto no decorrer deste capítulo, a transição na política cambial só seria completada, bruscamente, sob o impacto da crise da dívida, deflagrada em setembro de 1982 após a decretação da moratória mexicana (CAVALCANTI: 1988). Por essa época, os bancos credores internacionais suspenderam o suprimento de todo e qualquer crédito novo e obrigaram os países endividados a recorrerem ao FMI e a mergulharem de vez

---

<sup>51</sup> Para acompanhar detalhadamente a trajetória da política econômica brasileira no período, ver DAVIDOFF CRUZ, P. op. cit. e GOLDENSTEIN, L. in "Da Heterodoxia ao FMI - a Política Econômica de 1979 à 1980. Dissertação de Mestrado. IE/UNICAMP. 1985.

no ajuste recessivo. Com isso, estava encerrada a fase de reciclagem da dívida (FERREIRA & FREITAS: 1989). A partir daí, a política cambial foi completamente redirecionada para a geração de grandes superávits comerciais, fundamentais para a redução do déficit em transações correntes.

### 1. A fase de transição da política cambial brasileira

Tal como a política econômica em geral, a política cambial esteve rodeada de incertezas e hesitações, típicas de momentos de transição, no período 1979/82. De fato, o Brasil passaria a encontrar dificuldades crescentes para equilibrar seu balanço de pagamentos, uma vez que os circuitos externos de financiamento começariam a se tornar mais seletivos e exigentes nas operações com economias fortemente endividadas, ao mesmo tempo em que a alta do preço do petróleo abria o déficit comercial e a escalada dos juros elevava drasticamente o custo da dívida já acumulada.

Logo no início do governo Figueiredo, o primeiro ocupante do ministério do Planejamento, Mário Henrique Simonsen, procurou reestabelecer um controle mais efetivo sobre a política monetária. Na opinião da equipe econômica, este controle vinha sendo comprometido pelos ingressos de capitais estrangeiros no país - via Lei 4131 e Resolução 63 -, uma vez que ao governo não restava outra opção, senão converter todas entradas em cruzeiros, ou então, emitir títulos da dívida pública interna para conter uma expansão excessiva da base monetária. Para atenuar este quadro, a partir de abril de 1979 o banco central passaria a reter 50% do contravalor em cruzeiros dos empréstimos em moeda captados no exterior.

Além de ampliar o grau de liberdade da política monetária, esta medida manifestava ainda uma preocupação do governo em reduzir a captação de empréstimos externos, haja vista o acelerado endividamento do país nos anos anteriores. Esta orientação ficava clara quando contracenada com uma redução da taxa interna de juros, que também buscava tornar menos atrativos os

empréstimos feitos no exterior, uma vez que diminuía o diferencial entre juros internos e externos.

No tocante à correção cambial, o governo vinha, desde o pacote de abril, posicionando-se a favor de uma aceleração das minidesvalorizações. O principal objetivo dessa medida era o de compensar as perdas dos exportadores com a retirada gradual dos incentivos fiscais e creditícios pelo governo<sup>52</sup>. As expectativas de desvalorização na taxa de câmbio real induziriam os agentes endividados a ampliarem seus depósitos junto ao BACEN, conforme permitia a Resolução 432, afim de se precaverem de eventuais perdas de câmbio.

Este movimento sofreria novo impulso a partir de agosto, mediante nova onda de especulação sobre mudanças nas regras cambiais do país - explicada pela mudança no comando da política econômica, que passou a ser gerida pelo ministro Delfim Neto. De fato, estas expectativas acabariam sendo confirmadas com a decretação de uma maxidesvalorização de 30% em dezembro de 1979<sup>53</sup>, o que significou uma quebra na política de minidesvalorizações, seguida por mais de dez anos sem alterações. Paralelamente, o governo tratou de restringir o volume de importações das empresas estatais.

Consciente de que os agentes que vinham fazendo depósitos em moeda estrangeira no BACEN desde abril poderiam auferir ganhos especulativos imediatos com o saque dos recursos após a maxi, o governo apelaria para o congelamento temporário daqueles depósitos. Assim, além de impedir a realização de ganhos especulativos, o governo de certa forma obrigava as empresas a financiarem tais depósitos inclusive com novos empréstimos externos.

---

<sup>52</sup> Na verdade, esta medida buscava atender às pressões exercidas pelo GATT, que vinha ameaçando o Brasil com retaliações caso insistisse na manutenção de sua política de incentivos creditícios e fiscais às exportações, bem como na exigência de depósitos prévios para importações e na aplicação da Lei do Similar Nacional. Diante da possibilidade sofrer penalizações comerciais, em 1979 o governo brasileiro se comprometeria a uma retirada gradual desses mecanismos.

<sup>53</sup> O principal objetivo dessa maxidesvalorização foi o de neutralizar os impactos negativos que a abolição dos depósitos prévios para importações e a redução da abrangência da Lei do Similar Nacional acarretariam na balança comercial - conforme havia sido acordado com o GATT.

De acordo com este último ponto, ficava claro que as autoridades econômicas tinham interesse em voltar a estimular a contratação de empréstimos externos. Este objetivo tornava-se mais explícito através da iniciativa governamental de reduzir os custos de captação desses recursos, mediante uma diminuição no imposto de renda sobre remessa de juros e dividendos, de 12,5 para 1,25%, e, ainda através da eliminação dos depósitos compulsórios no banco central referentes a 50% do valor dos empréstimos.

Entretanto, ao optar pela maxidesvalorização, o governo colidia frontalmente com o objetivo de estimular a contratação de novos empréstimos externos. Primeiro, porque impunha uma sensível perda aos agentes endividados, e segundo, porque provocava uma quebra de regras, alimentado incertezas quanto ao futuro da política cambial e gerando expectativas de novas perdas para os agentes que captassem recursos em moeda estrangeira.

Cabe ressaltar, no entanto, que, através da realização dos depósitos em moeda estrangeira junto ao banco central, aos moldes da Resolução 432, boa parte dos agentes endividados conseguiu se livrar das perdas ocasionadas pela maxi, transferindo seu ônus ao setor público (DAVIDOFF CRUZ: 1993). Já os agentes que foram pegos de surpresa ou que estavam impedidos do uso da 432, também puderam compensar seus prejuízos através de deduções no imposto de renda dos cinco exercícios seguintes - ocasionando o que veio a se chamar de socialização das perdas pelo Estado (COUTINHO & BELLUZZO: 1982).

Em relação à crise de expectativas, o ministro Delfim Neto tentaria revertê-las através da prefixação da correção cambial em 40% para 1980. Tal medida visava dar segurança aos tomadores de empréstimos e restringir os efeitos realimentadores da inflação através da indexação cambial. O tiro sairia pela culatra, uma vez que os agentes econômicos, tendo como referência uma inflação superior a 50% em 1979, apostavam numa inflação ainda maior para o ano seguinte, em função, inclusive, da própria maxidesvalorização cambial e do reajuste das tarifas públicas, decretados em dezembro de 1979.

De fato, o agravamento do déficit no balanço de pagamentos, combinado com uma taxa de inflação beirando a casa dos três dígitos, forçaria o governo a uma revisão do índice de correção do câmbio para 1980, de 40% para 54%. Nova tentativa de prefixação seria estabelecida até junho de 1981, mas seria abandonada em novembro de 1980, quando a inflação já havia corroído grande parte do ganho real proporcionado pela maxi de dezembro do ano anterior.

A partir de então, da mesma forma que a política econômica se ajustava ao receituário ortodoxo, a política cambial abandonaria de vez a preocupação de assegurar simultaneamente uma taxa favorável aos exportadores e aos tomadores de recursos externos. Com isso, seria adotada finalmente uma política de desvalorizações mais agressivas do cruzeiro, desprezando, inclusive, a inflação externa do cálculo da correção, conforme determinava a regra da PPP.

A gravidade da situação, provocada pela retração dos credores internacionais, tornaria a determinar novas mudanças em 1981. Foram elas a reintrodução do crédito subsidiado para exportações e elevação de 15 para 25% do IOF (Imposto sobre Operações Financeiras) incidente sobre importações. Quanto às desvalorizações, embora mais intensas, o governo guardava algum receio em relação aos seus impactos inflacionários, o que contribuía para que não fossem ainda maiores.

Essa última hesitação da política cambial seria posta de lado em definitivo a partir de setembro de 1982, quando a crise detonada pela moratória mexicana obrigaria o Brasil a recorrer de vez ao FMI para fechar seu balanço de pagamentos. Abruptamente era colocado um ponto final a estratégia de rolagem da dívida, o que marcava a transformação do Brasil de absorvedor de recursos líquidos em transferidor de recursos reais para o exterior. Diante desse novo contexto, o governo passou recorrer a sistemáticas desvalorizações reais do cruzeiro afim de gerar expressivos superávits comerciais. Tanto que para os últimos meses do ano foi fixada uma desvalorização mensal de 7%, para uma inflação média de 4 a 5%.

Estava traçada dessa maneira, a nova estratégia que a política cambial deveria seguir nos anos seguintes, encerrando o processo de transição iniciado em 1979. No próximo item este processo será analisado tendo em vista o comportamento do balanço de pagamentos no período.

## 2. A situação do balanço de pagamentos

### 2.1. Quadro Geral

Em termos gerais, a situação do balanço de pagamentos do Brasil no período 1979/82 sofreu uma continua deterioração, revertendo a fase de bons resultados que vinha ocorrendo ao longo de praticamente toda a década de 70 - excetuando-se o biênio 1974/75, quando o país ainda não havia assimilado os efeitos do primeiro choque do petróleo. Pode-se dizer que o agravamento dos desequilíbrios externos foi provocado pela elevação dos juros, pelo segundo choque do petróleo e, ainda, pela postura dos bancos internacionais, que reduziram a oferta de novos empréstimos para os países altamente endividados, como era o caso do Brasil.

Com o impacto da alta dos juros internacionais, o déficit na conta de serviços do Brasil praticamente foi quadruplicado no período 1979/82 quando comparado ao período 1974/78, atingindo a média de US\$ 12 bilhões anuais. Enquanto isso, a balança comercial que apesar de um déficit médio de US\$ 2,2 bilhões entre 1974/78, tinha melhorado razoavelmente no biênio 1977/78, volta a fase dos grandes déficits em 1979/80, próximo de US\$ 3 bilhões ao ano. Mas isso não foi tudo. Diante do alto grau de exposição frente às economias latino-americanas, os credores internacionais decidiram racionar a concessão de empréstimos para estes países, até sua interrupção total em setembro de 1982. Ao Brasil, não restaria outra saída senão apelar ao FMI, sujeitando-se em contrapartida, às condicionalidades da política de ajuste.

**TABELA 4.1**  
*Resumo do Balanço de Pagamentos (1979/82) - em US\$ milhões*

| Discriminação           | 1979    | 1980     | 1981     | 1982     | MÉDIA    |
|-------------------------|---------|----------|----------|----------|----------|
| <i>Trans. Correntes</i> | -10619  | -12886,5 | -11717,1 | -16260,8 | -12870,8 |
| - balança comercial     | -2716,9 | -2829,5  | 1213,2   | 780,1    | -888,2   |
| - serviços              | -7920,2 | -10212,1 | -13127,2 | -17082,5 | -12085,5 |
| <i>Capitais</i>         | 7656,9  | 9804,1   | 12916,8  | 7850,9   | 9557,1   |
| <b>RESULTADO</b>        | -3214,9 | -3489,9  | 622      | -8828    | -3727,7  |

Fonte: Relatório do Banco Central

Para melhor analisar esse processo de transição que culminou com a crise da dívida, este item encontra-se dividido em duas partes. Na primeira, são estudadas as transformações que ocorreram no decorrer do período que antecedeu o mês de setembro de 1982. Já a segunda trata diretamente do contexto da crise, suas implicações imediatas e mudanças apontadas.

## 2.2. A caminho da crise

Quando o Brasil encerrou o ano de 1978 com um superávit superior a US\$ 4 bilhões no balanço de pagamentos, a equipe econômica do governo avaliava que as contas externas já haviam se recuperado dos efeitos do primeiro choque do petróleo, uma vez que o país continuava captando expressivo volume de recursos e a balança comercial apresentava uma tendência de equilíbrio desde 1977. Também acreditava-se que seria saudável para o país queimar um pouco de suas reservas, que ultrapassavam a US\$ 10 bilhões.

Diante de tal otimismo, os sinais adversos emitidos pela economia mundial não foram interpretados como um alerta para os condutores da política econômica brasileira. Pelo contrário, quando o país fechou 1979 com um déficit de US\$ 3,2 bilhões, ainda predominava no governo a idéia de que não

seria de todo o mal que se reduzisse o volume das reservas internacionais, cujo nível ainda era considerado excessivo<sup>54</sup>.

O quadro foi agravando-se ao longo de 1980, principalmente por conta da persistente alta dos juros, que levaria o déficit de serviços a romper a marca de US\$ 10 bilhões. O desequilíbrio do balanço de pagamentos só não foi mais grave porque o governo, a esta altura já ciente da extrema vulnerabilidade externa, passou a contratar capitais de curto prazo, o que acabou provocando um encurtamento do perfil da dívida externa brasileira no período (RESENDE: 1983).

Após dois anos seguidos de queima de reservas e próximo a uma situação crítica, o país seria conduzido, então, a sua primeira recessão do pós guerra, o que contribuiu, juntamente com a excelente safra agrícola para que as exportações superassem as importações em US\$ 1,2 bilhão em 1981. Mesmo com esse resultado, a situação em transações correntes se alteraria muito pouco, apenas melhorando em cerca de US\$ 1 bilhão em relação a 1980, visto que os gastos com juros permaneceram em ascensão. O pequeno superávit externo de US\$ 622 milhões foi devido aos capitais de curto prazo, que chegaram a totalizar US\$ 1,4 bilhão<sup>55</sup>.

---

<sup>54</sup> No entanto, deve ser levado em conta que esta mencionada queima de reservas não foi provocada apenas por uma retração dos empréstimos feitos no exterior, mas também pela elevação dos gastos com juros e importações, sendo que estas superaram as exportações em US\$ 2,7 bilhões. Ademais, embora o governo tenha voltado a estimular a captação de poupanças externas ainda no final de 1979, ao longo do primeiro semestre de 1980 continuou prevalecendo o ponto de vista de que seria possível conciliar crescimento econômico com uma situação externa sob controle, convicção que seria abandonada da metade para o final daquele ano. Mesmo assim, já era tarde, e nem mesmo a maxidesvalorização de dezembro de 1979 foi suficiente para conter o déficit comercial, semelhante ao do ano anterior. Foi bem verdade que as exportações cresceram 32% em 1980, acima das importações, que subiram 27%, mas não foi o bastante reverter o saldo negativo do ano anterior.

<sup>55</sup> Uma questão interessante levanta por CARNEIRO & MODIANO diz respeito à resistência do Brasil em recorrer ao FMI em 1981, quando já se tornavam evidentes os problemas de financiamento externo do país. Segundo argumentam, o país teria tido a vantagem de conseguir empréstimos com taxas de juros consideravelmente menores. Quanto às exigências do Fundo, o país já vinha mesmo promovendo um ajuste voluntário, o que demonstrava que não teria de executar mudanças drásticas na condução da política econômica. Ao que tudo indica, esta resistência em pedir socorro ao FMI teve motivações de fato políticas, uma vez que tal atitude exporia o governo aos ataques da oposição, fortalecida naquele momento de agonia do regime militar. Ver Ajuste Externo e Desequilíbrio Interno:1980-1984 in "A Ordem do Progresso". Org. ABREU, MP. RJ. Ed. Campus. 1990.

### 2.3. A moratória mexicana e a crise da dívida

Os estilhaços da crise mexicana, manifestada pela moratória de setembro de 1982, atingiriam a todos os países endividados, que se viram automaticamente rejeitados pelos credores internacionais. Daí à correria para o FMI seria apenas um passo. De fato, o governo brasileiro só aguardou a passagem das eleições de novembro de 1982 para anunciar o pedido de socorro ao Fundo. Encerrado o pleito, finalmente seria assumida a crise, quando o país, segundo os dados oficiais, contabilizava apenas cerca de US\$ 1 bilhão de reservas. Mais tarde os analistas descobririam que àquela altura elas já eram negativas (BATISTA JR: 1983).

Ao fim de 1982, o país registraria um déficit externo de US\$ 8,8 bilhões. Suas causas foram a retração do superávit de capitais - que caiu de US\$ 12,9 bi para US\$ 7,8 bilhões - e mais uma elevação de quase US\$ 4 bilhões no déficit de serviços provocada pela alta dos juros, que passaram a comprometer em média, 40% das exportações entre 1979/82. Para agravar a situação, o saldo comercial também baixou, embora tenha se mantido superavitário em US\$ 790 milhões.

Perante este quadro, as perspectivas no final de 1982 para os anos seguintes passaram a ser bastante pessimistas, principalmente após ter ficado claro que o FMI não ofereceria os recursos necessários para que o Brasil pudesse reverter o desequilíbrio externo (CARNEIRO: 1991). Em suma, caberia à conta comercial suprir o país das divisas exigidas para cobrir o déficit de serviços, de modo a equilibrar o mais rápido possível o balanço em transações correntes. Logo, teriam de ser utilizadas duas armas para consegui-lo: a intensificação das políticas recessivas, de modo a conter importações, e uma política de desvalorizações cambiais mais ativas, atuando aí em duplo sentido, tanto na ampliação das exportações como na contenção das importações.

Quanto às necessidades de financiamento mais imediatas da economia brasileira, foi elaborado um plano dividido em quatro projetos, com o planejamento dos fluxos mínimos de recursos necessários para rolagem da dívida

externa - orçada em US\$ 85 bilhões no final de 1982, sendo que deste total, US\$ 15 bilhões tinham contratos de curto prazo (BATISTA JR: op. cit). Por último, cumpre notar que continuou sendo função do setor público assegurar esses ingressos mínimos de recursos, tanto que a participação estatal na captação de empréstimos passaria dos 60% de 1978 para mais 70% em média no período 1979/82. (DAVIDOFF CRUZ: op.cit).

3. A taxa de câmbio real no contexto da crise

O encarecimento e o racionamento do crédito externo, nesta ordem, seriam os dois fatores que, a partir de 1979, provocariam uma reordenação na política de financiamento externo utilizada até então pelo governo brasileiro para fechamento do balanço de pagamentos. A sua principal implicação seria a conversão gradativa da política cambial de instrumento de estímulo ao endividamento externo em instrumento de incentivo à geração de superávits comerciais.

Na verdade, essa transição ocorreria lenta e desordenadamente ao longo do período 1979/82, sendo precipitada pela crise de setembro de 1982. Os números da taxa real de câmbio não deixam dúvidas a este respeito, já que eles estiveram desvalorizados seis pontos em média com relação ao período 1968/78 (ver tabela abaixo). Ainda assim, é preciso fazer algumas ponderações quanto a seu comportamento nesse final de anos 70 e início dos anos 80. Então vejamos.

TABELA 4.2  
*Taxas reais de câmbio CR\$/US\$ (1979-82)*

| Anos    | Taxa real de câmbio |
|---------|---------------------|
| 1968/78 | 88,0                |
| 1979/82 | 94,9                |
| 1979    | 92,3                |
| 1980    | 100                 |
| 1981    | 92,5                |
| 1982    | 94,8                |

Fonte: Elaboração própria.

Em primeiro lugar, as desvalorizações reais mais intensas ocorreram em dois momentos particulares: em dezembro de 1979, logo após a maxi de 30%, e no final de 1982, logo após a deflagração da crise da dívida. Como o cálculo da taxa real leva em conta a taxa média anual e estas variações ocorreram no encerramento do ano, seus efeitos foram distribuídos no ano seguinte. Assim, a taxa real de 1980 na verdade espelhou a correção de dezembro de 1979, sendo que de fato, em 1980 ela sofreu uma valorização em virtude da política de prefixação tentada pelo ministro Delfim Neto. Da mesma forma, a desvalorização real em 1982 foi mais elevada do que foi captado pelas variações acima.

Um segundo ponto que deve ser destacado diz respeito ao processo de convergência das taxas real e efetiva no biênio 1979/80 e de novo descolamento no biênio 1981/82. Ambos estiveram assentados na mesma raiz, que foi a tendência de valorização do dólar ao longo de todo período 1979/82. No primeiro momento, a convergência entre as taxas real e efetiva retratou a recuperação do valor real do dólar frente às demais moedas importantes.

Assim, depois de passar por um processo de desvalorização durante quase toda década de 70, a moeda americana retomaria o espaço perdido entre 1979/80, fazendo com que a taxa real se equiparasse à taxa efetiva. Já no biênio 1981/82, o dólar avançaria neste processo, valorizando-se ainda mais frente às demais moedas importantes como o marco e o iene. Como o cruzeiro permaneceu colado ao dólar, a sua desvalorização efetiva seria menor que a valorização real.

Certamente, a desvalorização real logrou um papel importante na ampliação das exportações, principalmente no biênio 1980/81. Nesse período, a política de desvalorizações reais - que seria intensificada nos anos imediatamente posteriores a crise da dívida -, atuou em sintonia com uma política francamente contencionista, cujo objetivo primordial era a zeragem do déficit de transações correntes através da geração de grandes superávits comerciais.

Não deve ser esquecido, entretanto, que não estiveram nas variações da taxa real de câmbio os principais determinantes do desempenho comercial brasileiro no período, visto que a alta do petróleo atuou como fator de desestabilização dos termos de intercâmbio, e a recessão mundial do início dos anos 80 dificultaria ainda mais a situação externa dos países em geral.

#### 4. Conclusão

A política cambial brasileira atravessou uma fase típica de transição, quando deixou de privilegiar a absorção de capitais do exterior para atuar como instrumento de estímulo às exportações. Rigorosamente, os marcos desta fase foram a maxidesvalorização de dezembro de 1979 e a interrupção dos fluxos de crédito externo em setembro de 1982. Nesse intervalo, o governo ainda tentaria coadunar uma política de geração de superávits comerciais e de incentivo à captação mínima de empréstimos - necessários para o fechamento do balanço de pagamentos.

O que levou o governo brasileiro a alterar seu comportamento em relação à política cambial - que vinha sendo mantida inalterada há mais de uma década - foram basicamente as alterações no cenário internacional. O choque do petróleo e a escalada dos juros internacionais, puxada pela política monetária norte-americana, complicaram sensivelmente o quadro externo do Brasil, uma vez que multiplicaram os dispêndios das contas comercial e de serviços. Como se não bastasse a abertura do déficit em transações correntes, o acesso ao crédito internacional, além de mais caro, seria progressivamente dificultado, já que os credores externos começaram a adotar uma postura mais cautelosa quanto a concessão de empréstimos para os países da América Latina.

Na esperança de que estas alterações fossem passageiras, o governo ainda ensaiou uma política econômica heterodoxa em 1980, mas a contínua deterioração dos resultados do balanço de pagamentos acabaria conduzindo o país ao ajuste ortodoxo no biênio 1981/82. Como, apesar dos altos

custos, ainda estava sendo possível financiar o déficit corrente, a política cambial retornaria a rotina normal das minidesvalorizações após a maxi de 1979. Mais do que isso, o governo ainda tentaria estabelecer tetos máximos para as correções até meados de 1981, com o objetivo de conter a incerteza dos agentes quanto ao câmbio, visto que as regras já haviam sido quebradas uma vez.

Mesmo tendo ampliado os limites prefixados inicialmente, a contenção dos reajustes cambiais corroeu parte dos ganhos conquistados com a maxidesvalorização. Isto revelava que o governo ainda preservava sua preocupação em relação aos impactos inflacionários decorrentes de desvalorizações mais intensas, mesmo que isso significasse conceder menores estímulos às exportações. Daí decorre a explicação para a demora e o receio com que foi conduzida a transição da política cambial. No final das contas, pode-se dizer, inclusive, que a velocidade deste processo foi determinada fundamentalmente pela disposição dos credores externos de continuar rolando a dívida externa.

Por fim, a transição só se completou após o duro golpe de setembro de 1982, quando a moratória mexicana arrastaria todos os países endividados para a vala comum da insolubilidade perante os credores externos. Foi neste instante que o governo brasileiro teve de optar de vez pela política de geração de superávits comerciais. Com a ausência de novos financiamentos e a impossibilidade de obtê-los na magnitude necessária junto ao FMI, não restaram muitas alternativas para o Brasil. A política econômica trataria de aprofundar o ajuste recessivo, afim de derrubar as importações, enquanto que a política cambial passou a ser gerida com o objetivo primordial de elevar a remuneração real dos exportadores.

A observação do desempenho da economia brasileira entre 1983/85 facilita a percepção desta transição. Neste período todo o instrumental da economia seria colocado à disposição da política de redução do déficit de transações correntes. Tanto que o país viveu em 1983 uma das piores recessões de sua história, como consequência da política econômica fortemente contracionista que serviu à geração dos megassuperávits comerciais. Da parte da



política cambial o governo promoveria uma maxidesvalorização de 30% em fevereiro de 1983, seguindo a partir daí a sistemática de minidesvalorizações balizada pela taxa de inflação interna, sem desconto da inflação externa como recomendava a regra da PPP. Resultou dessa política que a taxa de câmbio real esteve desvalorizada, na média do período 1983/85, em mais de 20% em relação à de 1982, enquanto que a efetiva real em cerca de 15%<sup>56</sup>.

---

<sup>56</sup> Estes dados foram retirados da pesquisa de iniciação científica de Paula Aguiar Barboza, denominada “Mudanças Principais da Política Cambial Brasileira nos Anos 80 e 90, também sob a orientação do prof. Paulo Roberto Davidoff C. Cruz e igualmente financiada pela FAPESP.

Anexos:

*I - Resumo do Balanço de Pagamentos do Brasil (1979/82)*  
*US\$ milhões*

| <b>Discriminação</b>                           | <b>1979</b> | <b>1980</b> | <b>1981</b> | <b>1982</b> |
|------------------------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>A) Balança Comercial</b>                    | -2716,9     | -2829,5     | 1213,2      | 780,1       |
| Exportações                                    | 15244,4     | 20132,4     | 23293       | 20175,1     |
| Importações                                    | 17961,3     | 22961,5     | 22079,8     | 19395       |
| <b>B) Serviços</b>                             | -7920,2     | -10212,1    | -13127,2    | -17082,5    |
| Viagens Internacionais                         | -234,2      | -241,2      | -165,3      | -854,4      |
| Transportes                                    | -1418       | -1997,1     | -1671,3     | -1456,3     |
| Seguros                                        | -41,6       | -86,7       | -44,3       | -18,2       |
| Juros                                          | -4185,5     | -6311,1     | -9179       | -11353,3    |
| Lucros e Dividendos                            | -635,7      | -309,7      | -369,9      | -585,2      |
| Governamentais                                 | -73,4       | -112,4      | -99,6       | -122,2      |
| Outros                                         | -694        | -915,9      | -945        | -1146       |
| <b>C) Transf. Unilaterais</b>                  | 18,1        | 155,1       | 196,9       | 41,6        |
| <b>D) Transações Correntes<br/>    (A+B+C)</b> | -10619      | -12886,5    | -11717,1    | -16260,8    |
| <b>E) Capitais</b>                             | 7656,9      | 9804,1      | 12916,8     | 7850,9      |
| Investimentos Diretos                          | 1685,1      | 1511,8      | 1778,9      | 1370,1      |
| Investimentos Brasileiros                      | -194,2      | -366,3      | -210,4      | -379,1      |
| Empréstimos                                    | 11288,3     | 11069,5     | 15631,7     | 12515       |
| Amortizações                                   | -6384,7     | -5019,6     | -6436,3     | -6951,6     |
| Capitais de Curto Prazo                        | 762,6       | 2181,5      | 1488,2      | -64,2       |
| Outros                                         | -161,2      | 15,9        | -76,7       | -195,2      |
| <b>G) Erros e Omissões</b>                     | -130,2      | 407,9       | -577,7      | -368,4      |
| <b>RESULTADO</b>                               | -3214,9     | -3489,9     | 622         | -8828       |
|                                                | -3092,3     | -2674,5     | 622         | -8778,3     |

Fonte: Relatórios do Banco Central.

## CONCLUSÃO FINAL

O comportamento da política cambial brasileira entre 1953 e 1982, refletiu, antes de tudo, um conjunto de tentativas de compatibilização de políticas de desenvolvimento econômico às oportunidades e restrições reveladas pelo setor externo. Logo, não é estranho que as regras que regem a taxa de câmbio tenham oscilado tanto ao longo desses 30 anos, haja vista a diversidade de eventos que afetaram os rumos da conjuntura internacional e a variedade de políticas públicas que perseguiram o objetivo da plena industrialização do país. E foi justamente esta busca sistemática da industrialização que orientou a escolha do período de análise contemplado nesta pesquisa. Na verdade, seria por volta dos anos 50 que o desenvolvimentismo ganharia impulso no Brasil, da mesma forma que nos 80 perderia fôlego, sendo identificado por muitos como um dos responsáveis pela grave crise que se prolonga até os dias de hoje.

Duas foram as hipóteses básicas examinadas neste trabalho, cujo fio condutor foi o comportamento da política cambial brasileira entre 1953/82. A primeira hipótese é de que a partir da reforma de 1953, a política cambial, de um modo geral, constituiu um instrumento ativo na execução de políticas de longo prazo, que tinham como objetivo principal a industrialização. Já a segunda hipótese avalia que este vínculo teria sido rompido no início dos anos 80, no contexto da crise da dívida externa, a partir do que a política cambial estaria voltada integralmente para a geração de expressivos superávits comerciais, indispensáveis para o fechamento do balanço de pagamentos. Então vejamos.

Quando o governo brasileiro abandonou as regras do acordo de Bretton Woods, mais do que a correção das distorções decorrentes da inflação interna, ele tratou de contornar os obstáculos que os estrangulamentos externos impunham ao desenvolvimento econômico. Através da implantação de um sistema de taxas múltiplas, a política cambial seria transformada num mecanismo para discriminação das importações, privilegiando a entrada de

produtos considerados essenciais para a rápida expansão do setor industrial no país. Integrada a um conjunto de medidas tarifárias e de concessão de maior liberdade aos capitais estrangeiros, a partir de 1957, a política cambial adquiriu pleno significado industrializante. Tanto é que nem mesmo os desequilíbrios externos do final da década foram suficientes para alterá-la.

No início dos anos sessenta, dados o agravamento do quadro externo e o recrudescimento da inflação, as preocupações com o ajustamento de curto prazo se sobrepuseram, temporariamente, às políticas desenvolvimentistas. Nesse contexto, a política cambial também acabou subordinada aos objetivos estabilizadores. Contudo, esse foi um período com características peculiares, de transição. Tão logo foram abafados os conflitos políticos e realizadas as reformas institucionais de 1964/67, o país retomou a sua trajetória de expansão acelerada e a política cambial reassumiu um papel de destaque no conjunto dos instrumentos viabilizadores do crescimento econômico.

Com efeito, a novidade no campo da política cambial seria a criação do sistema de minidesvalorizações, que permitiria ao Brasil tanto a promoção das exportações como, principalmente, o engajamento no movimento geral de expansão das atividades bancárias internacionais. Sincronizados a uma política econômica expansionista, estes fatores propiciariam ao país desfrutar de anos de grande crescimento econômico, consagrando o período 1968/73 como a época do “milagre econômico brasileiro”.

A mudança do cenário internacional ocorrida após o primeiro choque do petróleo não foi suficiente para reverter a política econômica expansionista do governo brasileiro. Pelo contrário, mantendo a mesma empolgação com o desempenho exibido nos anos anteriores, seria lançado por essa época, o II PND, um pacote de investimentos considerado como o passaporte que conduziria o Brasil ao rol das economias do primeiro mundo.

A manutenção da política expansiva, em meio a um quadro de súbita elevação das importações e de tímido crescimento das exportações, provocou o surgimento de um grande déficit comercial a partir de 1974. Por sua vez, este acabaria se combinando com um alargamento sem precedentes da

dívida externa brasileira, cujo montante já havia crescido consideravelmente no período do milagre. Adotada esta opção, a política cambial manteve-se inalterada, não sendo acionada para combater o déficit na conta comercial. O governo acreditava que um ajuste brusco na taxa de câmbio poderia comprometer a contratação de novos empréstimos externos, além de encarecer a importação de bens considerados essenciais à execução do II PND.

No final dos anos 70 esta estratégia de crescimento amparado no endividamento externo começaria a apresentar os primeiros sinais de exaustão. Na verdade, o governo passaria a demonstrar alguma preocupação em relação ao balanço de pagamentos já em fins de 1976, quando promoveu algumas mudanças tornando a política econômica mais restritiva. Todavia, a política cambial seguiria inalterada até 1979, quando o segundo choque do petróleo e a alta dos juros internacionais provocariam uma forte queima das reservas cambiais do país. Os estragos causados por estes dois eventos iriam além da dimensão contábil. Diante da deterioração do quadro externo brasileiro e do processo de endividamento crescente, os banqueiros internacionais começariam a dificultar o acesso de países como o Brasil a novos financiamentos.

Para lidar com esta nova conjuntura, a política cambial brasileira ingressaria a partir de 1979 numa fase de transição de fato. Dadas as crescentes dificuldades para fechar o balanço de pagamentos, a política cambial seria progressivamente modificada, deixando de privilegiar a captação de capitais externos para, cada vez mais, estimular a geração de grandes saldos na conta comercial. Até setembro de 1982, ponto máximo da crise, a política cambial ainda transitaria entre os dois objetivos, já que ainda era possível obter recursos junto aos bancos. Dali em diante, o corte de recursos pelos bancos não deixariam opção ao governo.

De 1983 à 1985 o governo adotaria uma política de desvalorizações reais da moeda brasileira, até atingir o objetivo de zerar o saldo corrente do país. Assim, a política cambial acabou sendo condicionada exclusivamente pela necessidade de ajuste do balanço de pagamentos, desvinculando-se em absoluto de programas de desenvolvimento. A rigor, a

política de minidesvalorizações não seria abandonada, mas sim reformulada de modo a possibilitar desvalorizações mais agressivas na taxa real de câmbio.

Tais alterações se dariam em meio ao aprofundamento do ajuste recessivo, a partir do qual a economia brasileira passaria da condição de absorvedora a exportadora de recursos reais ao exterior. Desde então, e por aproximadamente uma década, a nossa economia foi capaz de gerar os megassuperávits comerciais necessários ao equilíbrio do balanço de pagamentos, mas passou a apresentar, em contrapartida, um desempenho interno mediocre caracterizado pela semi-estagnação e pela instabilidade macroeconômica.

## APÊNDICE

As principais economias do mundo conviveram com taxas fixas de câmbio entre o final da segunda guerra mundial e o princípio dos anos 70, seguindo mais ou menos à risca as regras postuladas pelo acordo de Bretton Woods, celebrado em 1944 afim de disciplinar as normas que regeriam o sistema monetário internacional no pós-guerra. O seu colapso foi detonado pelo governo dos EUA, que ao abolir a conversibilidade do dólar ao ouro em 1971 e decretar de vez o fim da paridade fixa de sua moeda frente às demais em 1973, abandonou as regras do sistema vigente, sendo seguido por todos os países do bloco capitalista.

Seria inaugurado após 1973 um novo período que sucederia a chamada *era de ouro* do capitalismo. No plano macroeconômico isso representou a passagem de uma era de altas taxas de crescimento combinadas com estabilidade de preços e elevado nível de emprego para uma outra em que praticamente todas as economias passariam a sofrer o fenômeno da estagflação, ou seja, pequeno ou nenhum crescimento acompanhado da explosão inflacionária e de elevados índices de desemprego.

Mas o que nos interessa mais diretamente diz respeito à volatilidade das taxas de câmbio a partir de 1973, com consequências claras para as economias subdesenvolvidas, onde se enquadra o Brasil. Vale ressaltar que além do desempenho comercial de cada país, outro determinante chave para o estabelecimento das paridades entre as moedas passou a ser o movimento do mercado financeiro internacional, que assumiu expressão jamais vista até então, o que lhe assegura inclusive, relativa autonomia mesmo frente aos principais bancos centrais do mundo.

Para o Brasil, cuja política cambial vinha se apoiando desde 1968 na manutenção de uma paridade real fixa entre o cruzeiro e o dólar, através do sistema das minidesvalorizações, o fim do regime de câmbio fixo significou a necessidade de se posicionar frente à uma multiplicidade de novos

regimes que passaram a operar daí em diante (LEMGRUBER *et al.*: 1981; ZINI: 1993)<sup>57</sup>. Isso porque, até então, caso quisesse manter inalterado o poder de compra externo bastava ao país corrigir o valor nominal de sua moeda frente ao dólar, através da aplicação do diferencial entre inflação interna e externa. Como a moeda americana não oscilava em relação às demais, esta correção também se estendia para outros países além dos EUA, o que servia aos propósitos do sistema de minidesvalorização, na medida que preservava a paridade do poder de compra da moeda brasileira.

A regra de manutenção da paridade do poder de compra era então a seguinte:

$$(1) R = E \times P' / P, \text{ onde}$$

R = taxa real de câmbio

E = taxa nominal de câmbio (preço do dólar em moeda nacional)

P' = índice de preços por atacado nos EUA

P = índice de preços por atacado no Brasil

A partir de 1973 o cenário internacional se modificaria profundamente e as desvalorizações reais contra o dólar já não refletiam mais em variações de mesma intensidade frente às outras moedas, já que estas mantinham suas paridades em constante oscilação. Ou seja, desvalorização em relação ao dólar não correspondiam automaticamente a desvalorizações efetivas da moeda brasileira. Mesmo assim, o país opta por manter sua taxa de câmbio na esteira do dólar, mantendo seu valor real relativamente colado a esta moeda.

Mas sendo assim, qual o resultado efetivo dessa política de *pegged* ao dólar, ou melhor dizendo, como se comporta a taxa real quando comparada a uma cesta de moedas relevantes para o comércio internacional brasileiro? Para responder a esta pergunta é que logo foram desenvolvidos

---

<sup>57</sup> A esquematização e descrição desses regimes, extraídas de LEMGRUBER, op. cit., foi feita no trabalho de Paula Aguiar Barboza, anteriormente citado.

métodos para captação dessas variações. O mais utilizado é o cálculo da taxa efetiva real, que calcula o câmbio real para uma série de moedas dos principais parceiros comerciais de um "país X" e pondera suas variações pela participação relativa de cada um desses parceiros no total de exportações e importação deste "país X". A equação utiliza assim dados do comércio bilateral.

A taxa efetiva real de câmbio é então definida da seguinte forma:

$$(2) F = \text{SOM} (W_{it} \cdot E_{it} \cdot P_{it} / P_{it}), \text{ sendo}$$

F = taxa efetiva real de câmbio para uma cesta de moedas

SOM = somatória

$W_{it}$  = participação comercial do país i no período t

$E_{it}$  = taxa de câmbio da moeda do país i no período t

$P_{it}$  = índice de preços por atacado do país i

$P_{it}$  = índice de preços por atacado da economia doméstica

Existe ainda uma outra metodologia de cálculo mas que se apoia no mesmo princípio da ponderação das diversas taxas de câmbio de acordo com os pesos bilaterais. Trata-se da aplicação da média geométrica que é utilizada por Lemgruber, ao invés da média aritmética simples da fórmula apresentado acima. No entanto, os valores nos dois casos se situam muito próximos entre si como é possível constatar na tabela 1 deste apêndice.

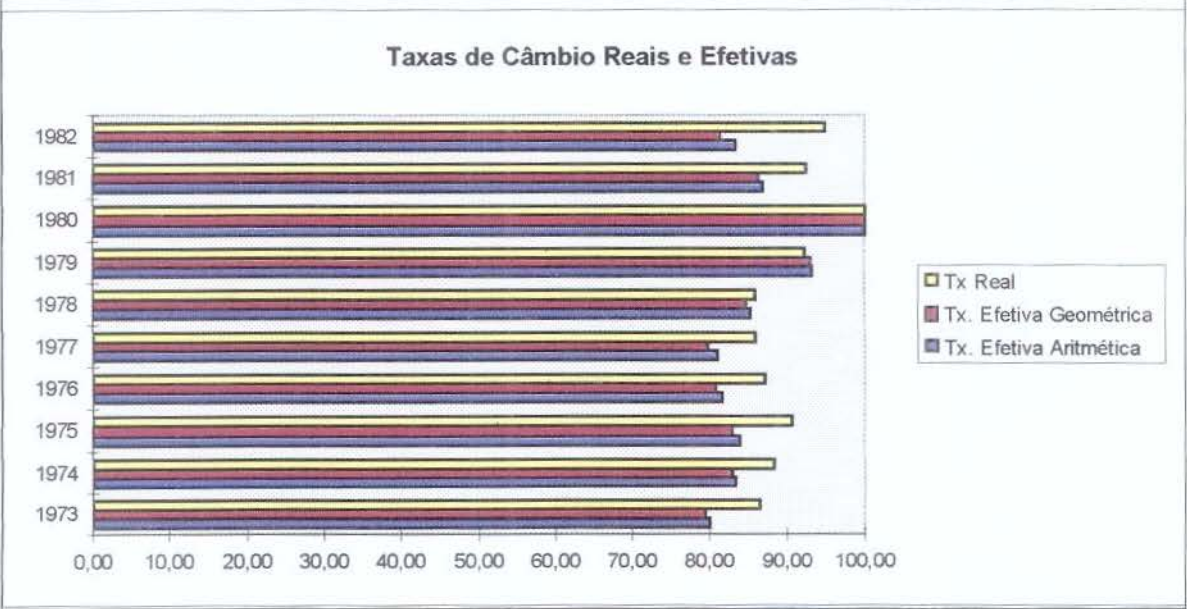
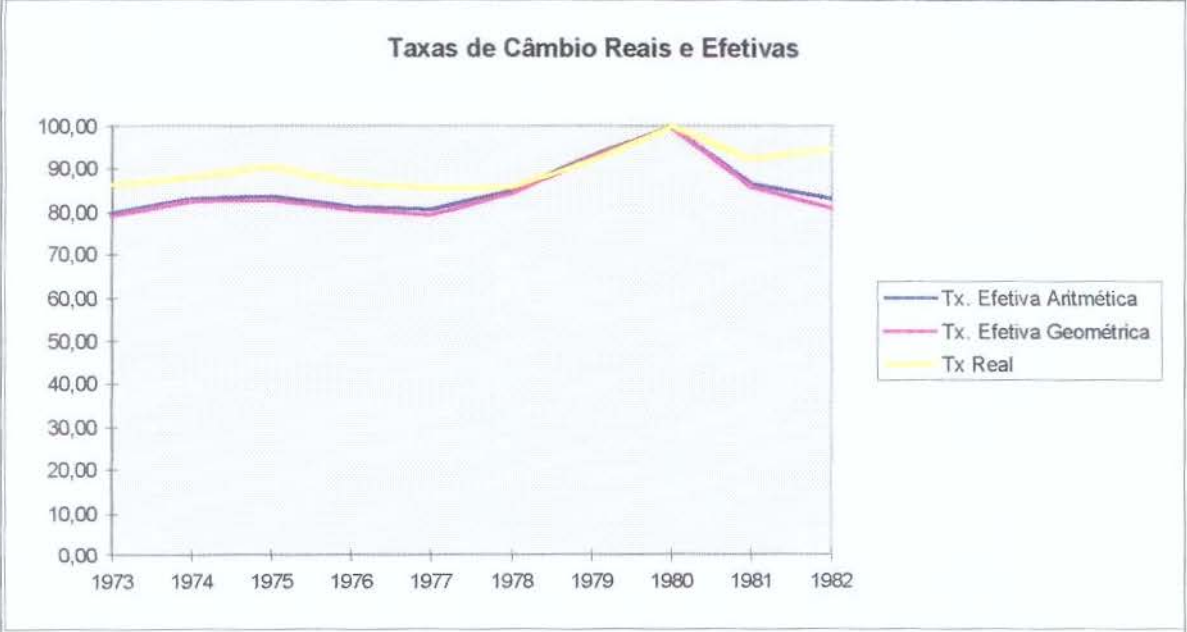
Um outro ponto que convém esclarecer diz respeito a adoção do índice de preços por atacado (IPA) como *proxy* da inflação externa e interna, quando na verdade o índice de preços ao consumidor (IPC) é o mais abrangente por abranger as variações do preços de mercado. Isso se explica pelo fato de que o IPC acusa variações de bens não comerciáveis (*non-tradable goods*), acusando assim algumas distorções no cálculo da competitividade de um país (ZINI: 1988). São exemplos desses bens aluguéis, serviços pessoais, etc. Já o IPA atribui

peso fundamental a bens comerciáveis (*tradable goods*), pondo em relevo preços industriais e agrícolas. Como grande parte do comércio internacional é intra-industrial, este índice acaba se tornando o mais adequado para efetuar o cálculo das taxas reais de câmbio.

Veja a seguir quadro comparativo com taxas reais e efetivas reais além de tabelas de dados utilizados em seu cálculo.

**QUADRO 1**  
**Taxas Efetivas e Reais de Câmbio (Cr\$/DES e Cr\$/US\$)**

| Ano  | Tx. Efetiva Aritmética | Tx. Efetiva Geométrica | Tx Real |
|------|------------------------|------------------------|---------|
| 1973 | 79,96                  | 79,33                  | 86,52   |
| 1974 | 83,34                  | 82,82                  | 88,36   |
| 1975 | 83,87                  | 82,95                  | 90,75   |
| 1976 | 81,42                  | 80,81                  | 86,98   |
| 1977 | 80,85                  | 79,71                  | 85,91   |
| 1978 | 85,32                  | 84,64                  | 85,92   |
| 1979 | 93,15                  | 92,98                  | 92,31   |
| 1980 | 100,00                 | 100,00                 | 100     |
| 1981 | 86,84                  | 86,22                  | 92,52   |
| 1982 | 83,31                  | 81,25                  | 94,83   |



Ano base: 1980 = 100

**TABELA 1A**  
**Balança comercial brasileira por países (1973/1982) - Exportações,**  
**importações, exportações mais importações e peso comercial anual**

| Ano/País | EUA     | Alemanha | Japão   | Holanda | Argentina | Itália  | Reino Unido | França  |
|----------|---------|----------|---------|---------|-----------|---------|-------------|---------|
| 1973     | 1122,4  | 554,7    | 425,2   | 621,5   | 198,2     | 351,8   | 311,7       | 209,5   |
|          | 2004,5  | 883,9    | 549,4   | 165,9   | 343,6     | 215,2   | 272,1       | 241,3   |
|          | 3126,9  | 1438,6   | 974,6   | 787,4   | 541,8     | 567     | 583,8       | 450,8   |
|          | 0,32267 | 0,14845  | 0,10057 | 0,08125 | 0,05591   | 0,05851 | 0,06024     | 0,04652 |
| 1974     | 1737,1  | 569,8    | 556,7   | 605,2   | 301,7     | 357,3   | 374,8       | 269     |
|          | 3419,1  | 1769,6   | 356,5   | 273,7   | 382,4     | 386,3   | 356,5       | 339,4   |
|          | 5156,2  | 2339,4   | 913,2   | 878,9   | 684,1     | 743,6   | 731,3       | 608,4   |
|          | 0,35465 | 0,16091  | 0,06281 | 0,06045 | 0,04705   | 0,05115 | 0,05030     | 0,04185 |
| 1975     | 1337,3  | 701,8    | 671,9   | 561,8   | 383,1     | 380,2   | 340,1       | 247,9   |
|          | 3086,2  | 1337,2   | 1105,2  | 194,4   | 238,7     | 566,1   | 330,9       | 341,8   |
|          | 4423,5  | 2039     | 1777,1  | 756,2   | 621,8     | 926,3   | 671         | 589,7   |
|          | 0,31816 | 0,14665  | 0,12782 | 0,05439 | 0,04472   | 0,06662 | 0,04826     | 0,04241 |
| 1976     | 1842,8  | 918,9    | 639,1   | 722,9   | 331,1     | 419,8   | 386,8       | 343,6   |
|          | 2839,2  | 1088,6   | 871,9   | 193,1   | 429,3     | 408,5   | 313,5       | 338     |
|          | 4682    | 2007,5   | 1511    | 916     | 760,4     | 828,3   | 700,3       | 681,6   |
|          | 0,31997 | 0,13720  | 0,10326 | 0,06260 | 0,05197   | 0,05661 | 0,04786     | 0,04658 |
| 1977     | 2148,7  | 1066,4   | 684,7   | 933,6   | 373       | 660,9   | 421,2       | 495     |
|          | 2401,4  | 1035,7   | 844,5   | 227     | 453,2     | 301,6   | 264,7       | 355,6   |
|          | 4550,1  | 2102,1   | 1529,2  | 1160,6  | 826,2     | 962,5   | 685,9       | 850,6   |
|          | 0,29293 | 0,13533  | 0,09845 | 0,07472 | 0,05319   | 0,06197 | 0,04416     | 0,05476 |
| 1978     | 2833    | 1062     | 650,3   | 782,5   | 348,9     | 509,3   | 512,9       | 529,3   |
|          | 2860    | 1116,7   | 1241,2  | 197,1   | 544,4     | 304     | 355,6       | 427,2   |
|          | 5693    | 2178,7   | 1891,5  | 979,6   | 893,3     | 813,3   | 868,5       | 956,5   |
|          | 0,33146 | 0,12685  | 0,11013 | 0,05704 | 0,05201   | 0,04735 | 0,06057     | 0,05569 |
| 1979     | 2900    | 1114,9   | 886,9   | 992,9   | 718,4     | 700,3   | 708,2       | 598,2   |
|          | 3216,3  | 1356,1   | 1085    | 385     | 896       | 296,1   | 461,2       | 570,8   |
|          | 6116,3  | 2471     | 1971,9  | 1377,9  | 1614,4    | 996,4   | 1169,4      | 1169    |
|          | 0,29439 | 0,11893  | 0,09491 | 0,06632 | 0,07770   | 0,04796 | 0,05629     | 0,05627 |
| 1980     | 3440    | 1337,1   | 1231,9  | 1149,6  | 1091,5    | 979,2   | 549,7       | 822,4   |
|          | 4077,4  | 1594,2   | 1065,9  | 236,9   | 756,6     | 374,2   | 437,5       | 664,5   |
|          | 7517,4  | 2931,3   | 2297,8  | 1386,5  | 1848,1    | 1353,4  | 987,2       | 1486,9  |
|          | 0,29839 | 0,11635  | 0,09121 | 0,05503 | 0,07336   | 0,05372 | 0,03918     | 0,05902 |
| 1981     | 4040,2  | 1316,6   | 1219,7  | 1470    | 880,2     | 961,3   | 734,9       | 851,3   |
|          | 3480,1  | 1075,6   | 1240    | 205,4   | 586,5     | 605,3   | 333,2       | 596,7   |
|          | 7520,3  | 2392,2   | 2459,7  | 1675,4  | 1466,7    | 1566,6  | 1068,1      | 1448    |
|          | 0,28517 | 0,09071  | 0,09327 | 0,06353 | 0,05562   | 0,05941 | 0,04050     | 0,05491 |
| 1982     | 3980,3  | 1146,6   | 1294    | 1142,4  | 666,3     | 991,6   | 674,5       | 882,6   |
|          | 2837,1  | 857,6    | 880,5   | 134,6   | 550,2     | 479,3   | 242,8       | 560,5   |
|          | 6817,4  | 2004,2   | 2174,5  | 1277    | 1216,5    | 1470,9  | 917,3       | 1443,1  |
|          | 0,29698 | 0,08731  | 0,09472 | 0,05563 | 0,05299   | 0,06407 | 0,03996     | 0,06286 |

Fonte: Boletim do Banco Central do Brasil

**TABELA 1B**  
**Balança comercial brasileira por países (1973/1982) - Exportações,**  
**importações, exportações mais importações e peso comercial anual**

| Canadá  | Espanha | Venezuela | México  | Bélgica | Chile   | Uruguai | Paraguai | Total   |
|---------|---------|-----------|---------|---------|---------|---------|----------|---------|
| 69      | 211,5   | 63,1      | 50,3    | 155,7   | 34,5    | 40,9    | 60,6     | 4480,6  |
| 125,9   | 85,8    | 78        | 56,9    | 110,8   | 36,7    | 16,9    | 23,1     | 5210    |
| 194,9   | 297,3   | 141,1     | 107,2   | 266,5   | 71,2    | 57,8    | 83,7     | 9690,6  |
| 0,02011 | 0,03068 | 0,01456   | 0,01106 | 0,02750 | 0,00735 | 0,00596 | 0,00864  |         |
| 95,4    | 302     | 86,5      | 87,4    | 145     | 91,8    | 71      | 98       | 5748,7  |
| 471,8   | 137,8   | 180,2     | 91,9    | 346,4   | 146,7   | 97,5    | 34,5     | 8790,3  |
| 567,2   | 439,8   | 266,7     | 179,3   | 491,4   | 238,5   | 168,5   | 132,5    | 14539   |
| 0,03901 | 0,03025 | 0,01834   | 0,01233 | 0,03380 | 0,01640 | 0,01159 | 0,00911  |         |
| 136,2   | 364,4   | 109,5     | 128,6   | 116,3   | 99,9    | 87,6    | 118,4    | 5765    |
| 202,9   | 102,5   | 104,7     | 104,5   | 229,4   | 103,1   | 63,6    | 27,3     | 8138,5  |
| 339,1   | 466,9   | 214,2     | 233,1   | 345,7   | 203     | 151,2   | 145,7    | 13903,5 |
| 0,02439 | 0,03358 | 0,01541   | 0,01677 | 0,02486 | 0,01460 | 0,01087 | 0,01048  | 1,00000 |
| 136,9   | 441,1   | 125,2     | 142,2   | 122,7   | 81,8    | 162,6   | 132,1    | 6949,6  |
| 310,7   | 101,6   | 96,6      | 184,2   | 132,5   | 266,9   | 81,2    | 27       | 7682,8  |
| 447,6   | 542,7   | 221,8     | 326,4   | 255,2   | 348,7   | 243,8   | 159,1    | 14632,4 |
| 0,03059 | 0,03709 | 0,01516   | 0,02231 | 0,01744 | 0,02383 | 0,01666 | 0,01087  | 1       |
| 142,6   | 485,5   | 199,7     | 106,8   | 154,2   | 130,3   | 205,2   | 185,2    | 8393    |
| 266,9   | 107,1   | 145,8     | 208     | 90,5    | 311,4   | 93,2    | 33,2     | 7139,8  |
| 409,5   | 592,6   | 345,5     | 314,8   | 244,7   | 441,7   | 298,4   | 218,4    | 15532,8 |
| 0,02636 | 0,03615 | 0,02224   | 0,02027 | 0,01575 | 0,02844 | 0,01921 | 0,01406  |         |
| 152,4   | 294,9   | 218,6     | 178     | 184,6   | 191,1   | 133,2   | 224,3    | 8805,3  |
| 357,2   | 92      | 126,3     | 196,3   | 110,6   | 264,7   | 130,2   | 46,5     | 8370    |
| 509,6   | 386,9   | 344,9     | 374,3   | 295,2   | 455,8   | 263,4   | 270,8    | 17175,3 |
| 0,02967 | 0,02253 | 0,02008   | 0,02179 | 0,01719 | 0,02654 | 0,01534 | 0,01577  |         |
| 199,3   | 323,7   | 198,4     | 291,9   | 236,7   | 362,8   | 208     | 324,4    | 10765   |
| 345     | 135     | 227,7     | 246,2   | 155,6   | 378,7   | 185,6   | 71       | 10011,3 |
| 544,3   | 458,7   | 426,1     | 538,1   | 392,3   | 741,5   | 393,6   | 395,4    | 20776,3 |
| 0,02620 | 0,02208 | 0,02051   | 0,02590 | 0,01888 | 0,03569 | 0,01894 | 0,01903  |         |
| 242,6   | 521,3   | 230       | 469,9   | 356,1   | 450,6   | 310,7   | 409,2    | 15571,8 |
| 314,2   | 197,8   | 570,4     | 431,3   | 158,4   | 434,6   | 196,1   | 91,6     | 11601,6 |
| 556,8   | 719,1   | 800,4     | 901,2   | 514,5   | 885,2   | 506,8   | 500,8    | 25193,4 |
| 0,02210 | 0,02854 | 0,03177   | 0,03577 | 0,02042 | 0,03514 | 0,02012 | 0,01988  |         |
| 289,7   | 372,4   | 408,4     | 643,4   | 412,7   | 640,5   | 373,1   | 449,6    | 15064   |
| 533,8   | 93,5    | 968,5     | 783,8   | 129,7   | 305,4   | 178,3   | 191,5    | 11307,3 |
| 823,5   | 465,9   | 1376,9    | 1427,2  | 542,4   | 945,9   | 551,4   | 641,1    | 26371,3 |
| 0,03123 | 0,01767 | 0,05221   | 0,05412 | 0,02057 | 0,03587 | 0,02091 | 0,02431  |         |
| 231,1   | 370,8   | 473,6     | 324,4   | 413,6   | 289     | 137,8   | 324,4    | 13343   |
| 452,5   | 88,4    | 970       | 788,9   | 140     | 312,5   | 151,1   | 167      | 9613    |
| 683,6   | 459,2   | 1443,6    | 1113,3  | 553,6   | 601,5   | 288,9   | 491,4    | 22956   |
| 0,02978 | 0,02000 | 0,06289   | 0,04850 | 0,02412 | 0,02620 | 0,01258 | 0,02141  |         |

Fonte: Boletim do Banco Central do Brasil

TABELA 2  
Taxas de câmbio em relação ao cruzeiro

| Taxa de câmbio - cruzeiro | 1973  | 1974  | 1975  | 1976  | 1977   |
|---------------------------|-------|-------|-------|-------|--------|
| Cruzeiro/Dólar            | 6,1   | 6,8   | 8,1   | 10,7  | 14,1   |
| Cruzeiro/Marco Alemão     | 2,28  | 2,62  | 3,3   | 4,24  | 6,07   |
| Cruzeiro/lene             | 0,02  | 0,02  | 0,02  | 0,03  | 0,05   |
| Cruzeiro/Florim           | 2,18  | 2,53  | 3,2   | 4,05  | 5,75   |
| Cruzeiro/Peso Argentino   | 0,65  | 0,76  | 0,22  | 0,07  | 0,03   |
| Cruzeiro/Lira Italiana    | 0,01  | 0,01  | 0,01  | 0,01  | 0,01   |
| Cruzeiro/Libra Esterlina  | 2,48  | 2,9   | 3,64  | 5,92  | 8,07   |
| Cruzeiro/Franco Francês   | 1,36  | 1,41  | 1,89  | 2,23  | 2,87   |
| Cruzeiro/Dólar Canadense  | 6,1   | 6,95  | 7,96  | 10,85 | 13,25  |
| Cruzeiro/Peseta           | 0,1   | 0,11  | 0,14  | 0,16  | 0,18   |
| Cruzeiro/Peso Venezuelano | 1,42  | 1,58  | 1,89  | 2,49  | 3,28   |
| Cruzeiro/Peso Mexicano    | 0,48  | 0,54  | 0,64  | 0,69  | 0,62   |
| Cruzeiro/Peso Chileno     | 54,95 | 8,17  | 1,65  | 0,82  | 0,65   |
| Cruzeiro/Peso Uruguaio    | 6,61  | 4,66  | 3,42  | 3,09  | 2,98   |
| Cruzeiro/Guarani          | 0,04  | 0,05  | 0,06  | 0,08  | 0,11   |
| Taxa de câmbio - cruzeiro | 1978  | 1979  | 1980  | 1981  | 1982   |
| Cruzeiro/Dólar            | 18,1  | 26,9  | 52,7  | 93,1  | 179,5  |
| Cruzeiro/Marco Alemão     | 9,01  | 14,67 | 29    | 41,2  | 73,97  |
| Cruzeiro/lene             | 0,08  | 0,12  | 0,23  | 0,42  | 0,72   |
| Cruzeiro/Florim           | 8,38  | 13,45 | 26,48 | 37,39 | 67,23  |
| Cruzeiro/Peso Argentino   | 0,022 | 0,02  | 0,028 | 0,021 | 0,007  |
| Cruzeiro/Lira Italiana    | 0,02  | 0,03  | 0,06  | 0,08  | 0,13   |
| Cruzeiro/Libra Esterlina  | 9,42  | 12,68 | 22,65 | 45,9  | 102,54 |
| Cruzeiro/Franco Francês   | 4,01  | 6,32  | 12,47 | 17,13 | 27,31  |
| Cruzeiro/Dólar Canadense  | 15,86 | 22,96 | 45,07 | 77,65 | 145,5  |
| Cruzeiro/Peseta           | 0,23  | 0,4   | 0,73  | 1     | 1,63   |
| Cruzeiro/Peso Venezuelano | 4,21  | 6,26  | 12,27 | 21,68 | 41,81  |
| Cruzeiro/Peso Mexicano    | 0,79  | 1,17  | 2,3   | 3,8   | 3,18   |
| Cruzeiro/Peso Chileno     | 0,57  | 0,72  | 1,35  | 2,38  | 3,52   |
| Cruzeiro/Peso Uruguaio    | 3     | 5,04  | 6,58  | 11,08 | 8,86   |
| Cruzeiro/Guarani          | 0,14  | 0,21  | 0,41  | 0,73  | 1,42   |

Elaboração Própria

Fonte de Dados: International Financial Statistics

TABELA 3  
Índice de Preços por Atacado

| Índice de Preços por Atacado | 1973  | 1974  | 1975  | 1976   | 1977   |
|------------------------------|-------|-------|-------|--------|--------|
| EUA                          | 50,1  | 59,6  | 65,1  | 68,1   | 72,3   |
| Alemanha                     | 69,4  | 78,7  | 82,3  | 85,4   | 87,7   |
| Japão                        | 56    | 73,7  | 75,9  | 79,7   | 81,2   |
| Holanda                      | 66,59 | 72,98 | 77,89 | 83,96  | 88,87  |
| Argentina                    | 0,18  | 0,21  | 0,62  | 3,7    | 9,3    |
| Itália                       | 30,2  | 42,5  | 46,1  | 57,1   | 66,5   |
| RU                           | 34,52 | 42,6  | 52,43 | 60,91  | 72     |
| França                       | 56,3  | 72,7  | 68,6  | 73,6   | 77,7   |
| Canadá                       | 47    | 55,9  | 62,2  | 65,4   | 70,5   |
| Espanha                      | 35,3  | 43    | 46,9  | 53,1   | 63,8   |
| Venezuela                    | 45,3  | 52,8  | 60    | 64,3   | 71     |
| Belgica                      | 69,9  | 81,7  | 82,6  | 88,5   | 90,7   |
| Chile                        | 0,086 | 0,965 | 5,61  | 18     | 33,5   |
| Uruguai                      | 3,78  | 6,74  | 11,63 | 17,51  | 26,32  |
| Paraguai                     | 39,8  | 52    | 59,9  | 60,5   | 65,4   |
|                              |       |       |       |        |        |
| Índice de Preços por Atacado | 1978  | 1979  | 1980  | 1981   | 1982   |
| EUA                          | 77,9  | 87,7  | 100   | 109,1  | 111,4  |
| Alemanha                     | 88,7  | 93    | 100   | 107,8  | 114,1  |
| Japão                        | 79,1  | 84,9  | 100   | 101,4  | 103,2  |
| Holanda                      | 90,04 | 92,45 | 100   | 109,19 | 116,44 |
| Argentina                    | 22,8  | 57    | 100   | 209,5  | 746,6  |
| Itália                       | 72,1  | 83,3  | 100   | 116,6  | 132,18 |
| RU                           | 79,11 | 87,69 | 100   | 109,55 | 118,02 |
| França                       | 81,1  | 91,9  | 100   | 111    | 123,3  |
| Canadá                       | 77    | 88,1  | 100   | 110,2  | 116,8  |
| Espanha                      | 74,3  | 85,1  | 100   | 115,6  | 129,7  |
| Venezuela                    | 76,3  | 83,3  | 100   | 115,1  | 124,9  |
| Belgica                      | 88,9  | 94,5  | 100   | 108,2  | 116,5  |
| Chile                        | 47,9  | 71,6  | 100   | 109,1  | 116,9  |
| Uruguai                      | 39,1  | 70,54 | 100   | 123,4  | 139,37 |
| Paraguai                     | 73,7  | 93,1  | 100   | 112,6  | 116,5  |

Elaboração Própria

Fonte de Dados: Internacional Financial Statistical

*TABELA 4*  
*Índice de Preços por Atacado*  
*(Brasil-EUA 1952/60)*

| Ano  | IPA Brasil | IPA EUA |
|------|------------|---------|
| 1952 | 0,020      | 32,5    |
| 1953 | 0,030      | 32,6    |
| 1954 | 0,040      | 32,6    |
| 1955 | 0,045      | 32,7    |
| 1956 | 0,050      | 33,8    |
| 1957 | 0,055      | 34,7    |
| 1958 | 0,070      | 35,2    |
| 1959 | 0,090      | 35,3    |
| 1960 | 0,120      | 35,3    |
| 1961 | 0,170      | 35,2    |
| 1962 | 0,260      | 35,3    |
| 1963 | 0,450      | 35,2    |
| 1964 | 0,860      | 35,3    |
| 1965 | 1,30       | 36,0    |
| 1966 | 1,77       | 37,2    |
| 1967 | 2,22       | 37,2    |
| 1968 | 2,76       | 38,2    |
| 1969 | 3,31       | 39,7    |
| 1970 | 4,05       | 41,1    |
| 1971 | 4,86       | 42,4    |
| 1972 | 5,77       | 44,3    |
| 1973 | 6,73       | 50,1    |
| 1974 | 8,69       | 59,6    |
| 1975 | 11,06      | 65,1    |
| 1976 | 15,85      | 68,1    |
| 1977 | 22,58      | 72,3    |
| 1978 | 31,07      | 77,9    |
| 1979 | 48,43      | 87,7    |
| 1980 | 100        | 100     |
| 1981 | 208,18     | 109,1   |
| 1982 | 399,79     | 111,4   |

Fontes: International Financial Statistics  
Statistical Abstracts of the US

## BIBLIOGRAFIA

- ABREU, M. P.* - Inflação, Estagnação e Ruptura: 1961-64. In "A Ordem do Progresso". Org. ABREU, M. P. RJ. Ed. Campus. 1990.
- ALMONACID, R.* - Sugestões para uma Nova Política de Minidesvalorizações Cambiais In "Revista Brasileira de Economia", n. 33. 1979.
- APPY, R.* - Capitais Estrangeiros e Brasil - um Dossiê. RJ. Ed. José Olympio. 1987.
- BAER, M. & LICHTENSZTEIN* - FMI e Banco Mundial. Ed. Brasiliense. 1987.
- BAER, M.* - O Rumo Perdido. RJ. Paz e Terra. 1994.
- BAER, W.* - A Industrialização e o Desenvolvimento Econômico do Brasil. FGV. 1975.
- BATISTA JR, P.N.* - Mito e Realidade da Dívida Externa Brasileira. RJ. Ed. Paz e Terra. 1983
- BELLUZZO, L.G. e MELLO, J.M.C.* - Reflexões sobre a Crise Atual. In BELLUZZO, L.G. e COUTINHO, L. - "Desenvolvimento Capitalista no Brasil". Vol 1. SP. Ed. Brasiliense. 1990.
- BONELLI, R. c MALLAN, P.* - Os Limites do Possível: Notas sobre Balanço de Pagamentos e Indústria nos Anos 70. In "Pesquisa e Planejamento Econômico". Vol. 6 (2). Agosto de 1976.
- BLOCK, F.* - Los Origenes del Desorden Economico Internacional. México. Ed. Fondo de Cultura Economica. 1980.
- BRANDFORD, S. e KUCINSKI, B.* - A Ditadura da Dívida. SP. Ed. Brasiliense. 1989.
- CARDOSO, E. e FISHLOW, A.* - Macroeconomia da Dívida Externa. SP. Ed. Brasiliense. 1989
- CARNEIRO, R.* - Crise, Estagnação e Hiperinflação. Tese de Doutorado. IE/UNICAMP. 1991.
- CARNEIRO, D.C. e MODIANO, E.* - Ajuste Externo e Desequilíbrio Interno: 1980-1984 in "A Ordem do Progresso". Org. ABREU, M. P. RJ. Ed. Campus. 1990.
- CASTRO, A.B.* - Economia Brasileira em Marcha Forçada. RJ. Ed. Paz e Terra. 1985
- CAVALCANTI, C.B.* - Transferência de Recursos ao Exterior e Substituição de Dívida Externa por Dívida Interna. 12. Prêmio BNDES de Economia. 1988.

- COUTINHO, L.G. e BELLUZZO, L.G.M. - Política Econômica, Inflexões e Crise. In BELLUZZO, L.G. e COUTINHO, L. - "Desenvolvimento Capitalista no Brasil". Vol 1. SP. Ed. Brasiliense. 1990.
- CRUZ, H.N. - Análise dos Efeitos dos Empréstimos em Moeda Estrangeira na Economia Brasileira. Tese de Mestrado. FEA/USP. 1975.
- DAVIDOFF CRUZ, P. - Dívida Externa e Política Econômica: a Experiência Brasileira nos Anos 70. SP. Ed. Brasiliense. 1984.
- \_\_\_\_\_. - Endividamento Externo e Transferência de Recursos Reais ao Exterior: os Setores público e Privado na Crise dos Anos 80. Textos p/ Discussão. IE/UNICAMP. Julho/1993.
- DOELLINGER, - Exportações Brasileiras: Diagnóstico e Perspectivas In "Revista Brasileira de Economia". Vol. 26 (1), Jan~Mar. 1972.
- DUQUE, H. - A Modernização da Economia Cafeeira. SP. Ed. Alfa e Omega. 1976.
- FERREIRA, C.K.L. e FREITAS, M.C.P. - Mercado Internacional de Crédito e Inovações Financeiras. In "Estudos de Economia do Setor Público". IESP/FUNDAP. n(1) 1989.
- FONSECA, H. - Regime Jurídico do Capital Estrangeiro. Ed. Letras e Artes. 1963.
- GOLDENSTEIN, L. - Da Heterodoxia ao FMI- a Política Econômica de 1979 à 1980. Dissertação de Mestrado. IE/UNICAMP. 1985.
- \_\_\_\_\_. - Repensando a Dependência. Campinas. UNICAMP. 1994.
- GRIFFITH-JONES, S. e SUNKEL, O. - O Fim de Uma Ilusão: As Crises da Dívida e do Desenvolvimento na América Latina. SP. Ed. Brasiliense. 1990.
- HOBBSAWN, E.J. - A Era dos Extremos - o Breve Século XX. SP. Cia. das Letras. 1994.
- KINGSTON, J. - A Pressão dos Capitais Estrangeiros. In "Revista Brasileira de Economia". Junho de 1961.
- LAGO, A.C. - A Retomada do Crescimento e as Distorções do Milagre: 1967-73. In "A Ordem do Progresso". Org. ABREU, M. P. RJ. Ed. Campus. 1990.
- LANGONI, C. - A Crise do Desenvolvimento. RJ. Ed. José Olympio. 1985.
- LEMGRUBER, A.C.B; et alli - Ensaio sobre o Setor Externo da Economia Brasileira. Publicação do Instituto Brasileiro de Economia/FGV. RJ. 1981
- LESSA, C. - Quinze Anos de Política Econômica. SP. Ed. Brasiliense. 1981.
- LOPES, F.L. - O Choque Heterodoxo: Combate à Inflação e Reforma Monetária. RJ. Ed. Campus. 1986.

- MOURA, A.* - Capitais Estrangeiros no Brasil. SP. Ed. Brasiliense. 1959.
- MOURA, A.* - A Política Cambial e Comercial no Período 1974/80. Relatório de Pesquisa FGV. 1981.
- MOURA DA SILVA, A.* - Intermediação Financeira no Brasil: Origens, Estruturas e Problemas. SP. FIPE-USP. mimeo. 1979.
- MUNHOZ, D. G.* - Desequilíbrios Externos desde o Pós-guerra- Origens e Fontes de Financiamento. In "Revista Conjuntura Econômica". Seção Especial Trinta Anos. Nov. 1977.
- ORENSTEIN, L. e SOCHACZEWSKY, A.* - Democracia com Desenvolvimento: 1956-61. In "A Ordem do Progresso". Org. ABREU, M. P. RJ. Ed. Campus. 1990.
- PASTORE, A.C. ; BARROS, J.R. & KADOTA, D.* - A Teoria da Paridade do poder de Compra, Minidesvalorizações e o Equilíbrio da Balança Comercial. In "Pesquisa e Planejamento Econômico. Vol. 6(2). Agosto de 1976.
- PEREIRA, J.E.C.* - Financiamento Externo e Crescimento Econômico no Brasil: 1969/73. In "IPEA", n. 27. 1974
- PREBISCH, R.* - Dinâmica do Desenvolvimento Latino-americano. Argentina. Fondo de Cultura Economica. 1964.
- RESENDE, A.L.* - A Ruptura do Mercado Internacional de Crédito, in "Dívida Externa, Recessão e Ajuste Estrutural - O Brasil diante da Crise". Ed. Paz e Terra. RJ. 1983.
- RESENDE, A. L.* - Estabilização e Reforma: 1964-67. In "A Ordem do Progresso". Org. ABREU, M. P. RJ. Ed. Campus. 1990.
- RODRIGUEZ, O.* - Teoria do Subdesenvolvimento da CEPAL. RJ. Ed. Forense-Universitária. 1981.
- SENNA, J.J.* - Notas sobre a Origem do Sistema de Minidesvalorizações. In "Revista Brasileira de Economia". Vol 28 (2). Abril~Junho. 1974
- SERRA, J.* - Ciclos e Mudanças Estruturais na Economia Brasileira do Após Guerra. In BELLUZZO, L.G. e COUTINHO, L. - "Desenvolvimento Capitalista no Brasil". Vol 1. SP. Ed. Brasiliense. 1990.
- SIMONSEN, M. H.* - A Expectativa Inflacionária no Brasil. IPES/GB. Nov/1964.
- \_\_\_\_\_ - 50 Anos de Crescimento. In "Brazil 2002" APEC. 1974.
- \_\_\_\_\_ - Trinta Anos de Indexação. RJ. FGV. 1995.

- SIMONSEN, M. H. e CAMPOS, R. - A Nova Economia Brasileira.* RJ. Ed. José Olympio. 1974.
- SKIDMORE, T. - Brasil de Getúlio a Castelo.* Ed. Saga. 1969.
- SOCHACZEWSKY, A. C. - Desenvolvimento Econômico e Financeiro do Brasil: 1952-68.* SP. Ed. Trajetória Cultural. 1993.
- SUPLICY, E.M. - Os Efeitos das Minidesvalorizações na Economia Brasileira.* RJ. FGV. 1976
- TAVARES, M. C. - Da Substituição de Importações ao Capitalismo Financeiro: Ensaio sobre Economia Brasileira.* RJ. Ed Zahar. 1972.
- \_\_\_\_\_ - *Acumulação de Capital e Industrialização no Brasil.* RJ. UFRJ. 1974
- \_\_\_\_\_ - *A Volta da Hegemonia Americana.* Campinas. IE/UNICAMP. 1985. *mimeo.*
- TEIXEIRA, A - O Ajuste Impossível - um Estudo sobre a Desestruturação da Ordem Econômica Mundial e seus Impactos sobre o Brasil.* Tese de Doutorado IE/UNICAMP. 1993.
- TYLER, W. - As Taxas de Câmbio Cadentes e a Inflação Endêmica.* In "Revista Brasileira de Economia". Vol 22 (4). Dez. 1968.
- ZINI Jr, A. A. - Uma Avaliação do Setor Financeiro no Brasil da Reforma de 1964/65 à Crise dos Anos 80.* Campinas. UNICAMP. 1982.
- \_\_\_\_\_ - *As Minidesvalorizações Brasileiras: Política Cambial Adequada aos Choques de Oferta?* In "Estudos Econômicos IPE-USP". Vol 18, n. 1. Jan. de 1988.
- \_\_\_\_\_ - *Taxa de Câmbio e Política Cambial no Brasil.* SP. EDUSP. 1993.

### *Outras Publicações*

- International Financial Statistics
- Statistical Abstract of the United States
- Séries Históricas - Câmbio. Andima/Banco AGF Brasil SA. 1994
- Relatórios Anuais do Banco do Brasil
- Relatórios da SUMOC.
- Revista Conjuntura Econômica