

Política Cambial Brasileira, 1889-1946 *

Wilson Suzigan

1. Introdução. 2. Liberdade cambial, 1889 a outubro de 1917. 3. Fiscalização das operações cambiais e regularização do mercado, outubro de 1917 a novembro de 1926. 4. A estabilidade cambial e a crise de 1929-1930. 5. A Introdução do controle cambial, 1931-1938. 6. O retorno à liberdade cambial, 1939-1946.

1. Introdução

Embora o controle direto das operações cambiais somente fosse introduzido no Brasil no ano de 1931, o comércio exterior do País foi sempre influenciado pelas medidas de política cambial adotadas com os mais diversos objetivos. A preocupação fundamental foi sempre atenuar os desequilíbrios no balanço de pagamentos; embora o País tradicionalmente tivesse sua balança comercial superavitária, os encargos financeiros representados pelo serviço e amortização da dívida externa e as remessas pela participação do capital estrangeiro na produção interna freqüentemente causavam o desequilíbrio do balanço de pagamentos, toda vez que a entrada de capitais novos, por empréstimos oficiais ou aplicações particulares, não se fizesse em quantia suficiente, ou nos desequilíbrios cíclicos da balança comercial. A maior parte das medidas de política cambial, como

* O presente estudo é parte das pesquisas desenvolvidas pelo autor para o projeto Crescimento da Economia Brasileira, 1889-1945 dirigido pelo Prof. Annibal Villela, no Instituto Brasileiro de Economia, Fundação Getúlio Vargas. Ao Prof. Villela, como também ao Prof. Sérgio Ramos da Silva, da Escola de Pós-Graduação em Economia, FVG e ao Dr. Carlos M. Pelaez, da Vanderbilt University, Tennessee, o autor deseja agradecer pela leitura crítica e sugestões apresentadas. É evidente que nenhuma dessas pessoas tem qualquer responsabilidade sobre os erros aqui cometidos.

por exemplo o estabelecimento de uma quota-ouro para o pagamento dos impostos aduaneiros em fins do século passado e princípios deste, assim como o monopólio das operações cambiais através do agente financeiro do governo, que era o Banco do Brasil, visavam a impedir o desequilíbrio no balanço de pagamentos pela redução do impacto das compras do próprio governo no mercado cambial, com o fim de atender ao pagamento da dívida externa.

Secundariamente, porém, as medidas de política cambial visavam, entre outras coisas, a:

a) combater a especulação com câmbio, principalmente no período anterior a 1917, antes da criação da fiscalização das operações cambiais e bancárias. A especulação era facilitada pela completa liberdade cambial, participando do mercado tanto o banco oficial (Banco do Brasil) quanto os bancos particulares, e as operações especulativas davam-se especialmente por ocasião das entressafas de café, quando rareavam as letras de exportação, e na expectativa da entrada no mercado das compras do governo (geralmente em datas certas);

b) manter a renda em cruzeiros dos exportadores e particularmente dos cafeicultores, desvalorizando-se a taxa cambial à medida que se deterioravam os preços de exportação. Isso se deu em relação ao café, com maior evidência nos períodos de 1889-1899, 1912-1917, 1920-1923. Por coincidência, nota-se que esses períodos se constituem sempre nos anos que precederam os planos de valorização do café, adotados em 1906, 1917/18 e 1921/23.

c) proteger a indústria interna, indiretamente, pelo encarecimento, via desvalorização cambial, do produto importado com similar nacional,¹ e diretamente, a partir dos anos trinta, pelas dificuldades criadas à obtenção de cambiais para importações não prioritárias.

Na evolução da política cambial brasileira entre 1889 e 1946 podem-se distinguir várias etapas. A primeira, que vai até outubro de 1917, quando havia completa liberdade das operações cambiais; a segunda, de outubro de 1917 a novembro de 1926, quando se iniciaram os sistemas de *contrôle cambial das operações financeiras*, visando primeiramente a reduzir as remessas de valores para o exterior em visita da situação de guerra e, depois, à eliminação das especulações exercidas pelos bancos privados no mercado

¹ A proteção só seria efetiva, é bom que se recorde, na medida em que a indústria interna processasse matérias-primas locais, como era o caso das indústrias: têxteis e de vestuário, alimentícias, de bebidas e fumo.

de câmbio; a terceira, de 1927 a 1930, quando da estabilização cambial promovida pela reforma monetária de 1926, que criou a Caixa de Estabilização e promoveu a quebra do padrão da moeda brasileira; a quarta fase vai de 1931 a 1938 e compreende o período em que se adotou o *contrôle direto de mercado de câmbio*, com o monopólio cambial através do Banco do Brasil (entre 1931 e 1934, e depois entre fins de 1937 a princípios de 1939), e o estabelecimento de prioridades para a compra de câmbio; finalmente, a quinta fase que vai de 1939 a 1946, quando se deu o retorno à liberdade cambial, mantendo-se o câmbio estável quando poderia ter-se mesmo valorizado dado o acúmulo de divisas que as excelentes condições do comércio externo proporcionaram.

Essas várias etapas e seu impacto sobre o comércio exterior são analisadas a seguir.

2. Liberdade cambial, 1889 a outubro de 1917

O mercado cambial brasileiro até outubro de 1917 gozava da mais absoluta liberdade em suas transações. Embora em certos períodos algumas medidas governamentais relacionadas com o mercado de câmbio, tais como as que determinaram a cobrança em ouro dos direitos alfandegários em 1890/91, depois restaurados a partir de 1899, como também a atuação do banco oficial (Banco da República, depois Banco do Brasil) de 1895 em diante como regulador do mercado de câmbio, além da criação da Caixa de Conversão, para estabilizar o câmbio, pudessem ser interpretadas como medidas de controle cambial, na verdade, não impunham restrição alguma a quaisquer tipos de operações cambiais. Os bancos particulares, grande parte dos quais estrangeiros, competiam com o banco do governo na compra e venda de cambiais.

Eram freqüentes, nessas condições, as oscilações da taxa cambial em curtos períodos, e a longo prazo a desvalorização da moeda nacional. Enquanto esta se devia a causas fundamentais, aquelas se prendiam a particularidades do funcionamento do mercado. Entre outras causas, as flutuações das taxas cambiais eram devidas a:

a) manipulações especulativas por parte dos bancos particulares. Acumulando saldos especulativos, forçavam a desvalorização cambial em ocasiões de escassez de divisas; conquanto o Banco do Brasil tenha exercido papel regulador do mercado cambial desde 1895, procurando evitar as flutuações pelo oferecimento de saques nas ocasiões de falta e comprando nos momentos de excesso de cambiais, somente com a fiscalização das operações

cambiais decretadas a partir de 1918 seriam as operações especulativas diminuídas e lentamente eliminadas;

b) irregularidade da entrada no mercado das cambiais de exportação determinando um excesso de oferta nos períodos de safra, principalmente do café, e escassez nas entressafras;

c) impacto das compras do govêrno: necessitando cambiais para o pagamento do serviço e amortização da dívida externa, além de outras despesas, o govêrno (em suas três esferas: federal, estadual e municipal) efetuava a compra *de uma só vez* em épocas determinadas, e o que é pior, o govêrno se constituía sempre no *maior comprador do mercado*, alegando-se freqüentemente serem as suas compras a “origem das variações cambiais”.²

d) o próprio comércio importador que, ante as flutuações da taxa cambial, buscava ganhos especulativos na importação de mercadorias conquanto a longo prazo fôssem as importações desestimuladas pela depreciação cambial.

A depreciação, porém, tinha causas fundamentais: o endividamento externo exigia gastos anuais por vêzes iguais ou superiores ao saldo da balança comercial, que oscilava grandemente em função de variações no preço do café, levando ao desequilíbrio da balança de pagamentos quando não ocorria a entrada de novos capitais. A depreciação cambial, então, tinha um duplo objetivo: a busca por melhores saldos na balança comercial (desde que a desvalorização do câmbio desestimulava importações e estimulava exportações), e a manutenção da renda do exportador, principalmente de café, que teve seus preços continuamente depreciados até 1899 (à exceção da alta ocorrida em 1893) e mais tarde, durante a guerra de 1914-18.

A situação acima descrita foi característica dos anos iniciais da República. O saldo da balança comercial manteve-se, até 1898, por volta de 2 900 mil libras esterlinas em média anual. Sòmente as despesas com a dívida externa, porém, exigiam a média anual de 3 milhões de libras, o que levou a crescentes dificuldades no mercado cambial, até que em 1898 importantes medidas seriam tomadas com o fim principal de interromper a tendência desvalorizante do câmbio.³ A primeira delas foi o retôrno

² *Jornal do Commercio*, Retrospecto Comercial de 1897, p. 36.

³ Essas medidas faziam parte da política de “saneamento monetário” posta em prática pelo Ministro Joaquim Murinho; não cabe discutir aqui, entretanto, aquela política, senão no que diz respeito aos efeitos sòbre o mercado cambial (ver PELAEZ Carlos M. As conseqüências econômicas da ortodoxia monetária, cambial e federal no Brasil, 1889-1945. *Revista Brasileira de Economia*, mar. 1971).

da obrigação do pagamento em ouro dos impostos alfandegários; estabelecida inicialmente em 10%, a quota-ouro aumentaria nos anos subseqüentes até que fôsse alcançada a estabilização cambial. Com isso, teria o Governo os recursos necessários ao pagamento dos seus compromissos sem participar diretamente do mercado cambial, deixando de ser as suas compras a causa principal das oscilações cambiais. A segunda medida foi a consolidação da dívida externa, através do *Funding Loan* de 1898, segundo o qual os pagamentos de amortizações e juros da dívida consolidada ficariam suspensos por 13 anos, recebendo o País, pelo acôrdo, quantia superior a 8 milhões de libras esterlinas,⁴ e reduzindo-se à metade, nos anos de 1899-1902, as despesas anuais com a dívida externa. Com isso, e com a contra-especulação exercida pelo Banco do Brasil que negociava a maior parte das cambiais e certificados-ouro para pagamento dos direitos alfandegários, além do grande saldo verificado na balança comercial em 1900 (para a qual concorreu de um lado, a grande melhora no preço do café naquele ano, e de outro a redução nas importações devida à introdução da quota-ouro e da nova tarifa de 1900), e a entrada de cêrca de 16 milhões de libras para a encampação de algumas das estradas de ferro para as quais o Governo dava garantias de juros,⁵ folgou o mercado cambial, valorizando-se a taxa de câmbio até fins de 1906.

A valorização cambial, no entanto, não interessava aos exportadores e produtores nacionais⁶ e o governo, da mesma maneira que até o final do século passado combatia a especulação e a desvalorização cambial oferecendo cambiais no mercado através do Banco do Brasil, agora procurava refrear a tendência para a valorização, comprando grande parte das cambiais que se ofereciam, "por conta das obras de melhoramento do pôrto do Rio de Janeiro e da Estrada de Ferro Sorocabana, na fôrça das safras do café e borracha e nas proximidades de outras importantes operações externas" ...⁷ Em 1905/1906, entretanto, com a realização de empréstimos externos para as obras do pôrto do Rio de Janeiro e venda da Estrada de Ferro Sorocabana, além dos empréstimos estaduais, prin-

⁴ Ibid.

⁵ Ibid.

⁶ "Preocupado com a alta cambial e fazendo dela o seu programa de governo, o Ministro da Fazenda preparou-nos esta lamentável situação econômica. Nos três anos de sua administração o câmbio subiu 4 d. por mil-réis, tendo sido de 11 5/15 a taxa média do ano passado, que é também aproximadamente a que está vigorando. Esta pequena vantagem foi conseguida, por um lado, à custa dos favores do *funding* e por outro, com *sacrifício das classes produtoras*, hoje baldas de conforto a tôdas as privações. O câmbio atual é, pois o *câmbio da miséria*" (VIEIRA Souto. *O último relatório da Fazenda*. Rio de Janeiro 1902, p. 252).

⁷ Relatório do Dr. Custódio Coelho, Diretor da Carteira de Câmbio do Banco da República, apresentado em 20-01-1906 e transcrito no Retrospecto Comercial do *J. do Commercio*, referente ao ano de 1905, p. 85-9.

principalmente o da valorização (£ 12 milhões) do café, contratado pelos Estados que realizaram o Convênio de Taubaté, sem se falar nas entradas de capitais particulares que a maior estabilidade cambial estimulava, e os grandes saldos na balança comercial nos primeiros anos do século, o mercado cambial abarrotou-se de divisas, e a pressão para a valorização da taxa cambial levou à criação conjuntamente ao Convênio de Taubaté, de um instituto destinado a assegurar a estabilidade de câmbio. Com isso, atendia-se aos interesses de exportadores e produtores nacionais, e a fixação da taxa cambial pela Caixa de Conversão⁸ deu-se a um nível *acima* daquele que se verificaria através do livre jôgo de oferta e procura.

Nos anos seguintes a estabilidade de câmbio seria mantida não só graças à Caixa de Conversão como também ao quase monopólio do Banco do Brasil no mercado cambial, o qual vendia nada menos de 75% das cambiais e cerca de 80% dos certificados-ouro para pagamento de impostos alfandegários. A própria existência dos depósitos-ouro da Caixa de Conversão era garantida pelo Banco, que fornecia ao comércio cambiais à taxa um pouco superior à da Caixa, e sempre "1/32 d., 1/16 d. mais que os bancos estrangeiros".⁹ O grande afluxo de capitais tanto por empréstimos oficiais quanto por aplicações particulares,¹⁰ entretanto, juntamente com a elevação do saldo médio anual da balança comercial a mais de £ 12 milhões, deu ao mercado cambial condições para suportar os encargos da dívida externa (cujo pagamento foi integralmente reassumido) e das remessas de capitais particulares, manifestando-se ainda pressão para a valorização da taxa cambial.

Em maio de 1910, quando foi atingido o limite legal dos depósitos da Caixa de Conversão, acarretando o seu fechamento a 21 daquele mês,¹¹ valorizou-se a taxa de câmbio, contra o que surgiram protestos, tanto de exportadores que viam na valorização cambial a diminuição dos preços em mil-réis dos produtos exportados, como de industriais, pelo consequen-

⁸ A Caixa foi criada pela Lei n.º 1.575, de 6-12-1906; o mecanismo de funcionamento da Caixa pode ser assim resumido: mantendo uma taxa cambial superior à do mercado livre, a Caixa passaria a atrair moeda estrangeira, que seria comprada através da emissão das notas de estabilização. Desde que não houvesse limites para essa emissão, a Caixa conseguiria manter a taxa de estabilização, a diferença em relação à taxa de mercado sendo suficientemente pequena para desestimular operações internacionais de arbitragem. A Caixa, porém, tinha um limite de emissão de 320 mil contos de réis, que, uma vez atingido, torná-la-ia, inoperante.

⁹ J. C., R. C. 1907. p. 71 e 115.

¹⁰ "Entre 1906 e 1912 ... elevou-se 143 480 190 esterlinos o capital nôvo levantado nas praças estrangeiras para o Brasil (sendo £ 104 276 561, empréstimos oficiais, e £ 39 207 629, capitais particulares), SOUZA REIS, F. T. *O padrão de câmbio ouro como solução do problema monetário brasileiro*. Rio, 1923. p. 77-87.

¹¹ *Relatório do Banco do Brasil (RBB)*. 1910. p. 15.

te barateamento do produto estrangeiro com similar nacional, além da diminuição, em termos reais da tarifa-ouro (comprada em mil-réis). Foi, então, pela Lei n.º 2 357 de 31-12-1910, restabelecido o funcionamento da Caixa de Conversão, elevado o limite de seus depósitos e fixada a taxa *cambial* um pouco acima da que vigorava antes,¹² na evidente intenção de atender aos interesses da produção nacional. A nova taxa cambial seria mantida fixa nos anos próximos seguintes. Em 1913, quando da crise no comércio exterior do país resultante da queda nos preços internacionais dos principais produtos de exportação que levou ao deficit da balança comercial, a situação cambial não se alterou. A explicação reside no fato de terem-se registrado naquele ano grandes entradas de capitais, tanto oficiais (cêrca de £ 20 milhões), quanto particulares, e essa entrada, pressionando a taxa cambial em direção à valorização no mercado livre, enquanto a taxa da Caixa de Conversão era mantida fixa, dava lugar a uma operação de arbitragem que fazia afluir ainda mais capital para o País.¹³ Essa operação consiste em, estando a taxa efetiva de mercado suficientemente abaixo da taxa de conversão, importar-se moedas convertíveis para trocá-las pelas notas da Caixa de Conversão e, com estas, obter no mercado cambiais com margem de lucro mais que suficiente para cobrir os gastos de transporte.¹⁴

Persistindo, porém, a crise no setor externo da economia, agravada pela deflagração da guerra em julho de 1914, paralisou-se a entrada de capitais.¹⁵ Apesar da volta da balança comercial à situação superavitária (em razão principalmente da grande diminuição das importações), as cambiais de exportação não foram suficientes para atender às mesmas importações, ao serviço da dívida externa (só em 1913 foram pagos aproximadamente £ 15 milhões) e demais remessas. Em agosto de 1914, a taxa efetiva de mercado subiu acima da taxa de estabilização e deu-se o colapso do mercado cambial. A corrida à Caixa de Estabilização fêz esvaziarem-se os seus depósitos,¹⁶ acarretando o seu fechamento. Apesar da solução parcial

¹² Ibid., p. 15.

¹³ J.C., R. C., 1913. p. 27.

¹⁴ Suponha-se ser a taxa de câmbio da Caixa de Conversão fixada em 15\$000 por libra esterlina, e que a taxa efetiva do mercado se situe em tórno de 14\$000. Nessas condições, a importação de £ 1.000, daria, em notas de Caixa de Conversão, 15 contos de réis que no mercado possibíltariam obter cêrca de £ 1 071 em cambiais.

¹⁵ Na realidade, "retraiu-se o crédito europeu de tal forma que se precipitaram as liquidações em nosso País, com freqüentes e avultosas remessas para o estrangeiro e conseqüentes procura de cambiais em tôdas as praças exportadoras" ... (RBB, 1914. p. 20-23).

¹⁶ J.C., R. C., 1914. p. 67.

representada pelo novo acordo para a consolidação da dívida externa,¹⁷ a taxa cambial desvalorizou-se até fins de 1917. Desmantelando o aparelho estabilizador da taxa cambial, tornou-se difícil ao Banco do Brasil, que restou como único regulador do mercado cambial, prever as divisas necessárias às importações e remessas de capitais particulares, além do pagamento da dívida externa não consolidada e procura especulativa de cambiais, que voltava a ser preocupação do Banco.¹⁸ Ainda em 1917, porém, o agravamento das dificuldades cambiais, aliado à situação de guerra em que se envolvia o País, levaria o Governo a decretar a fiscalização das operações cambiais e restrição, por algum tempo, das remessas particulares de valores para o exterior.

3. Fiscalização das operações cambiais e regularização de mercado, outubro de 1917 a novembro de 1926

Embora não se criasse nenhuma restrição à liberdade do comércio do País com o exterior, foram limitadas nesse período as operações cambiais com dois objetivos básicos: o combate à especulação e a proibição das remessas de valores para o estrangeiro durante a guerra. Inicialmente, em outubro de 1917, reconhecido o estado de guerra, o governo estabeleceu a *fiscalização a posteriori* das operações cambiais, “que se exercia pelo exame diário das operações cambiais de todos os bancos, realizadas na véspera,¹⁹ a qual comprovou a existência de grande movimento de especulação. Em seguida, a 19 de julho de 1918, pelo Decreto n.º 13 110 foi estabelecida a *fiscalização prévia das remessas de valores*, proibindo-se a exportação de valores e as remessas de fundos para o exterior que não tivessem por fim:

“a) o pagamento de obrigações contraídas pela União, Estados e Municípios, e pessoas naturais e jurídicas;

b) o pagamento de mercadorias de livre importação;

c) a manutenção de brasileiros ou estrangeiros não inimigos que, possuindo bens no Brasil, residam no estrangeiro.”²⁰

¹⁷ Segundo *Funding Loan*, contratado em 19 de outubro de 1914, pelo qual o país recebeu £ 14 500 mil, suspendendo-se por 13 anos os pagamentos de serviços e amortizações da dívida consolidada (*Finanças do Brasil*. op. cit., p. 255).

¹⁸ *RBB*. 1917. p. 56-70.

¹⁹ Da mensagem do Presidente da República, transcrita no *Jornal do Commercio*, R. C. 1919. p. 73.

²⁰ *RBB*. 1918. p. 12-3-e *Jornal do Commercio*, R. C., 1918. p. 65.

Para os fins da fiscalização, tôdas as remessas de valôres por meio de saques, letras, cheques ou quaisquer outras formas, deveriam ser submetidas à *autorização prévia* do Ministro da Fazenda ou de agentes por êle designados.

Além disso as medidas governamentais para a fiscalização cambial foram complementadas por medidas no mesmo sentido adotadas pelo Banco do Brasil, que ²¹ passou a exigir contrato para tôdas as operações cambiais sujeitas a essa formalidade; procurou impedir as operações líquidáveis por diferença, ²² proibiu os negócios a prazo para a venda de cambiais a outros bancos; levantou cadastro de corretores e exportadores, e outras. Dessas medidas, postas em prática pelo Banco do Brasil em consonância com o Decreto n.º 13.110, "resultou o desaparecimento quase completo da especulação" ²³ e interrompeu-se a desvalorização cambial tendo-se, ao contrário, valorizado a taxa de câmbio em 1917-18.

O ano de 1919 foi excepcional para o comércio exterior do país. O grande aumento nos preços e volume exportado de café proporcionou um saldo de £ 45,5 milhões na balança comercial, cêrca de três vêzes o saldo médio dos anos anteriores. Excedendo em muito as necessidades do país para pagamentos no exterior, o excesso de divisas provocou a valorização da taxa cambial, já valorizada em parte pela depreciação das moedas de outros países, principalmente a libra esterlina, e pela eliminação das oscilações em períodos curtos, em virtude da decisão governamental de *manter a fiscalização cambial*. ²⁴ Essa valorização, entretanto, influenciaria diretamente as dificuldades com o balanço de pagamentos e a crise cambial de 1920-23.

Com efeito, a baixa de preços da moeda estrangeira estimulou o aumento das importações, em sua maior parte destinado a atender procura reprimida durante a guerra, tanto de bens de capital quanto bens de consumo, ao mesmo tempo que incentivou a remessa de valôres para o exterior, tanto por parte do Govêrno, para o pagamento da dívida externa não consolidada, quanto de particulares ²⁵ que estavam restringidas desde a

²¹ RBB. 1918. p. 12-21.

²² "O jôgo aberto sôbre o câmbio tem formas classificadas, e as *liquidações por diferença* nos contratos a têrmo são, em regra, características dêle. Dificultando as operações a prazo e vedando aquelas realizadas de banco a banco, o *decreto de julho* feriu a especulação em ponto vital, e de fato, a destruiu" (*Jornal do Commercio, R. C.*, 1919. p. 75).

²³ RBB. 1918. p. 13.

²⁴ *Jornal do Commercio, R. C.*, 1919. p. 73.

²⁵ "... os saldos comerciais foram arrebataados pela União, Estados e Municípios, e emprêsas particulares, que precisavam enviar dinheiro ao estrangeiro a fim de saldar compromissos antigos". (*Jornal do Commercio, R. C.*, 1920. p. 23-5).

guerra. Isso, aliado à queda no preço e volume exportado do café em 1920-22 diminuindo a receita de exportações, levou ao desaparecimento do saldo da balança comercial em 1920-22 e deficit em 1920-21, trazendo como consequência profundo desequilíbrio no balanço de pagamentos²⁶ e a inevitável desvalorização da taxa cambial, ainda mais acentuada pela ausência, até março de 1921, da função reguladora do Banco do Brasil no mercado de câmbio.²⁷ Como solução, embora parcial, para a crise, foram tomados novos empréstimos externos em 1921-22, que totalizaram cerca de 38 milhões de libras, aumentando em 15% a dívida externa do País.

Em 1923, apesar do aumento no saldo da balança comercial, persistiram as dificuldades cambiais. As liquidações dos deficits dos anos anteriores e as necessidades de divisas para o pagamento da dívida externa levaram o Governo federal a “promover a liquidação do estoque de café adquirido pelo Governo transato e dado em garantia do pesado empréstimo de £ 9 milhões, de 1922, intitulado da *valorização do café ...*”²⁸ Foram então vendidas no exterior 3.400.000 sacas de café que “devem ter produzido aproximadamente £ 12 milhões. O saldo da balança comercial chegou a £ 22.571.000 ... mas infelizmente as letras-ouro produzidas pela venda dos cafés do Governo não entraram nos nossos mercados: das mãos do comitê de valorização em Londres elas passaram, de acordo com o contrato do empréstimo, diretamente para as mãos dos banqueiros do empréstimo aludido”.²⁹

Assim, o saldo da balança comercial em 1923 foi, na realidade, muito menor, caindo de £ 22.571.000 para £ 10.571.000. “Só a dívida externa tinha uma despesa de £ 14 milhões em 1923 e as remessas particulares eram £ 12 milhões.”³⁰ Dêsse modo, tem-se idéia do vulto do deficit no balanço de pagamentos naquele ano, superior a £ 15 milhões, que acarretou uma grande desvalorização da taxa cambial. Tornando-se difícil o recurso ao

²⁶ “... dadas as necessidades de remessa, o país precisa de um saldo mercantil da ordem de 25 a 29 milhões de libras ... (no triênio 1920-22) ... nossa exportação alfandegária ... nada (a balança comercial) nos proporcionou, nem para os pagamentos de nossas dívidas em ouro, que ascendem a £ 14 milhões por ano, nem para os pagamentos privados do serviço de amortização e juros de capital industrial colocado no Brasil ... Assim, o deficit não deve estar longe de £ 90 milhões no triênio, diminuído apenas de £ 22 milhões, produto de empréstimos; para agravar a situação, houve saída de cerca de £ 10 milhões, suscitada pela campanha do marco alemão (RBB. 1923. p. 5-6).

²⁷ Em 16-3-1921, pelo Decreto n.º 14 728, foi aprovado o regulamento para a fiscalização de bancos e casas bancárias, e a Carteira Cambial do Banco do Brasil voltou a regular o mercado cambial.

²⁸ RBB. 1923. p. 10.

²⁹ Ibid., 1923. p. 10.

³⁰ Ibid., 1923. p. 11.

crédito externo,³¹ foram adotadas importantes medidas, ainda em 1923, com o fim de evitar as oscilações e depreciações da taxa cambial. Reconhecendo que a irregularidade da entrada no mercado das cambiais de exportação, bem como das compras do Governo, era causa importante das oscilações da taxa cambial, resolveu o Governo promover:³²

a) a regularização das entradas no mercado, das cambiais resultantes da venda do café; "... cerca de 60 milhões de libras entrarão no mercado de câmbio distribuídas pelo ano todo, em vez de entradas em congestão nalguns meses e escasseados na maioria destes";

b) a constituição pelo Banco do Brasil, de fundos de regularização do mercado. Esses fundos seriam mantidos na Europa e nos Estados Unidos, e seriam suficientemente grandes para permitir o suprimento do mercado no intervalo das exportações (exceto café).

c) o parcelamento das compras de cambiais pelo Governo através do Banco do Brasil para evitar as manipulações especulativas da taxa cambial à espera da entrada no mercado das compras do Governo, também os Estados e Municípios foram instruídos para não deixarem para as vésperas do vencimento das prestações a compra de cambiais para o pagamento de suas dívidas externas.

Com essas medidas e com a melhora na receita de exportações como fruto do novo e artificial aumento do preço internacional do café, conseguido graças ao terceiro plano de valorização pôsto em execução a partir de 1921, além da normalização do afluxo de capitais, a taxa cambial voltou a manifestar tendência para a valorização, mais sensível em 1925-26 do que em 1924, ano em que revoluções internas perturbaram a vida econômica de vários Estados, principalmente São Paulo, diminuindo o volume de exportação e chegando a haver escassez de cambiais.³³ Contra essa tendência, no entanto, atuava a Carteira Cambial do Banco do Brasil.³⁴ De fato, a valorização da taxa cambial não era vista com bons

³¹ "... não é possível manter-se ... (a estabilidade do câmbio) sem a existência efetiva de letras-ouro a serem fornecidas à voracidade de um mercado em tão formidável desequilíbrio" ... o recurso ao crédito externo poderia fornecer essas letras, mas no caso do Brasil, a instabilidade política e o crescente déficit orçamentário geraram a "... desconfiança dos mercados financeiros ..." (RBB. 1923. p. 8-9).

³² RBB. 1923. p. 15-8.

³³ RBB. 1924. p. 6.

³⁴ *Jornal do Commercio*, R. C., 1925. p. 15.

olhos pelas classes produtoras, principalmente a produção industrial,³⁵ e competia ao Banco do Brasil refrear a tendência para baixa. A fixação da taxa em nível superior ao determinado pelas condições do mercado, em fins de 1926, viria comprovar a intenção do Governo de proteger a produção interna.

4. A estabilização cambial e a Crise de 1929-1930

O agravamento da crise na produção interna em fins de 1926, em virtude do câmbio valorizado, levou o Governo a pôr em execução, pela Lei n.º 5 108 de 18-12-1926, um programa de "saneamento monetário" pelo qual se deu a quebra do padrão da moeda brasileira e a estabilização do câmbio, através da criação da Caixa de Estabilização.³⁶ Não obstante terem continuado as transações cambiais a se fazer livremente, a fixação da taxa cambial visava a "sanear a . . . moeda, que sofria flutuações violentas mas com persistente tendência para a (desvalorização)".³⁷ De fato, a fixação da taxa cambial a um nível bastante desvalorizado em relação à que se estabelecia pelo livre jôgo de mercado manteve estável o câmbio por quase três anos; secundariamente, porém, o objetivo era favorecer o crescimento da produção interna. Os exportadores passaram a receber mais em moeda corrente do País, por libra exportada, e os anos que se seguiram foram de grande expansão na produção interna para exportação, mormente de café, que, além dêsse benefício de estabilização cambial, teve seus preços grandemente aumentados como fruto da política de valorização daquele produto no mercado mundial. Da mesma maneira, foi a produção industrial beneficiada pelo encarecimento das importações, além de ter a taxa cambial da estabilização atraído capitais estrangeiros para aplicações em empreendimentos de ordem privada.³⁸

Dêsse modo, com o funcionamento do mercado cambial regularizado pelas medidas adotadas em 1923 e o renovado afluxo de capitais, tanto oficiais (sòmente por empréstimos oficiais, entraram no país, cêrca de

³⁵ "A situação econômico-financeira do País, que apresentava em 1925 acentuada melhora, foi novamente perturbada em 1926 pela (valorização) contínua das taxas cambiais, o que determinou a cessação quase completa da atividade industrial, e a desvalorização dos produtos manufaturados." (*RBB*, 1926, p. 5).

³⁶ O mecanismo de funcionamento da Caixa de Estabilização era idêntico ao da Caixa de Conversão, extinta em 1919.

³⁷ Levy, H. R. *Prática cambial no Brasil*. São Paulo, Max Limonad, 1956.

³⁸ "A procura de colocação de capitais estrangeiros em empreendimentos de ordem privada tem-se acentuado ultimamente" . . . (*RBB*, 1927, p. 7); "... Do estrangeiro vieram remessas de crédito e numerário para aplicações em emprêsas particulares, compras de terras, empréstimos . . ." (*RBB*, 1928, p. 5).

82 milhões de libras esterlinas, aumentando de *quase um terço* a dívida externa) quanto particulares, além dos saldos positivos na balança comercial, permitiram folga suficiente no mercado cambial para serem reassumidos os pagamentos da dívida externa em bases até então nunca atingidas (entre 1926 e 1929 foram enviados quase 70 milhões de libras esterlinas), e mantendo-se o câmbio praticamente estável entre 1927 e 1929.

Com o início da depressão econômica mundial em fins de 1929, o mercado cambial brasileiro entraria numa fase de crescentes dificuldades; embora se mantivesse no mesmo nível em 1929 e até mesmo aumentasse em 1930, o saldo da balança comercial passou a ser praticamente o único item positivo da balança de pagamentos, dada a paralisação da entrada de capitais. Mantendo-se, apesar disso, os elevados pagamentos da dívida externa e não existindo praticamente restrição alguma à livre remessa de valores para o exterior, tornava-se cada vez mais difícil ao Banco do Brasil manter "taxas cambiais nos níveis desejados do mercado, ao redor das bases de estabilização".³⁹ E, apesar dos embaraços que o Banco procurava criar aos compradores de cambiais⁴⁰ as reservas em divisas possuídas pelo país, que em princípios de 1930 chegavam a 30 milhões de libras distribuídas entre a Caixa de Estabilização e o Banco do Brasil,⁴¹ esgotaram-se rapidamente. Tentando contornar as dificuldades, o Governo decretou, a 20 de outubro de 1930, o monopólio das operações cambiais pelo Banco do Brasil⁴² como medida de emergência. Com a revolução de novembro, porém, essa medida foi abolida; visando à liberdade cambial e de comércio exterior, o Governo, na mesma linha do procedimento anterior, extinguiu, pelo Decreto n.º 19.423 de 22 de novembro, a Caixa de Estabilização, determinando a transferência do remanescente de suas reservas em ouro para Londres, destinado ao pagamento da dívida externa,⁴³ e passando para o Banco do Brasil as funções atribuídas à Caixa.

A continuidade, porém, das dificuldades no mercado cambial em 1931 levaria à adoção de medidas mais severas de controle de câmbio, além da negociação do terceiro acordo para a consolidação da dívida externa.

³⁹ LEVY. op. cit., p. 36.

⁴⁰ "Tornara-se muito freqüente naqueles dias (1930) ser chamado à gerência de câmbio do Banco do Brasil, antes de ser atendido (às vezes, em face disso desistia por um ou dois dias), o banqueiro que dera ordem de compra. Com ásperas interpelações procurava-se criar constrangimentos àqueles que ali iam buscar suas coberturas cambiais ..." (LEVY. op. cit., p. 36).

⁴¹ RBB. 1930. p. 16.

⁴² RBB. 1930. p. 28.

⁴³ RBB. 1930. p. 33.

5. A introdução do contróle cambial, 1931-1938

A rápida deterioração na relação de trocas do comércio exterior brasileiro, juntamente com a paralisação da entrada de capitais, fizeram com que nos anos de depressão se reduzisse bruscamente a receita cambial do país. A continuidade, por outro lado, dos pagamentos da dívida externa, além das necessidades cambiais para remessas de rendimentos de capitais particulares aplicados na produção interna, para remessas por parte de imigrantes, e sobretudo, para as importações essenciais, levaram, em 1931, a profunda desequilíbrio no mercado de câmbio. A solução então adotada visou muito mais à limitação da procura, do que ao aumento da oferta de divisas, embora medidas nos dois sentidos tivessem sido empregadas.

Principalmente, em setembro de 1931,⁴⁴ iniciou o Governo negociações para a realização de um novo acordo para a consolidação da dívida externa, cujos pagamentos tiveram que ser, em parte, suspensos a partir de agosto, dadas as dificuldades cambiais. Procurava então o Governo aliviar o mercado cambial de seu mais pesado encargo, recebendo para isso um novo empréstimo de 18 milhões de libras, e suspendendo-se todos os pagamentos, à exceção daqueles referentes aos "fundings" de 1898 e 1914, e dois *juros* do próprio acordo de 1931.⁴⁵ Mesmo nessas novas bases, porém, o pagamento da dívida externa fazia antever a continuação das dificuldades cambiais, pois as condições do comércio com o exterior não apresentavam perspectivas de melhora. Ao Governo cabia então escolher duas medidas extremas: "ou retirava-se completamente do mercado de câmbio ou adotava o monopólio cambial, a preferência para as suas remessas e conseqüentemente a restrição no mercado de moeda estrangeira".⁴⁶ Preferindo não comprometer o crédito externo do país, o Governo optou pela segunda.

Foi então iniciado, ainda em setembro de 1931,⁴⁷ o contróle do mercado cambial; foi dado ao Banco do Brasil o monopólio para compra e venda de cambiais, que seria exercido pelo Banco durante os três anos seguintes. Pelo sistema introduzido então, as exportações só eram permitidas quando as cambiais resultantes fôsem previamente vendidas ao

⁴⁴ SOUZA REIS, F. T. *A depressão comercial e o Funding Loan de 1931*. Rio de Janeiro, 1934, p. 33, citado por PELAEZ, C. M. op. cit., p. 33.

⁴⁵ Ibid., p. 44-5.

⁴⁶ Ibid., p. 41-2.

⁴⁷ *RBB*. 1931, p. 5; UNITED STATES TARIFF COMMISSION. *Economic controls and commercial policy in Brazil*. Washington, 1945, p. 16-7.

Banco. De posse destas, o Banco passaria a atender às necessidades do mercado à taxa oficial e segundo a seguinte ordem de prioridades:

- a) compras do govêrno e dívida externa;
- b) importações essenciais;
- c) procura de cambiais para outros fins, inclusive a remessa de rendimentos de capitais particulares para o exterior.

Essas medidas evidentemente visavam ao equilíbrio do balanço de pagamentos. Indiretamente, porém, inibindo e dificultando as importações menos essenciais, favoreciam a indústria interna, já beneficiada pela contínua desvalorização cambial; ao mesmo tempo, a fixação da taxa oficial acima da taxa de mercado livre,⁴⁸ diminuía os efeitos sôbre a renda do setor exportador, da queda nos preços do café.

Apesar de tudo, a situação cambial não melhoraria antes de princípios de 1934. A contínua deterioração na relação de trocas diminuiu as receitas cambiais e ainda mais o saldo da balança comercial em 1932/33. Sômente o pagamento da dívida externa nas bases do nôvo acôrdo absorveria mais da metade dêsses saldos⁴⁹ naqueles anos, tornando-se inevitável o aparecimento das operações no mercado negro, com taxas cambiais bastante mais elevadas que as do mercado oficial. Em princípios de 1933 novamente agravava-se a crise cambial, com a "formação de novos atrasos cambiais não só decorrentes de ... importações, mas também da procura

⁴⁸ A taxa de câmbio em relação ao dólar era a seguinte:

mil-réis/US\$

| | <i>Mercado livre</i> | <i>Mercado oficial</i> |
|------|----------------------|------------------------|
| 1928 | 8\$360 | — |
| 1929 | 8\$470 | — |
| 1930 | 9\$230 | — |
| 1931 | 13\$660 | 16\$020 |
| 1932 | — | 14\$140 |
| 1933 | — | 12\$690 |

(RBB 1937 — Anexos)

⁴⁹ *Valôres em 1 000 libras*

| | <i>Dívida externa (2)</i> | | | | <i>% d/a</i> |
|------|-------------------------------------|--------------------------|-------------------|-----------------|--------------|
| | <i>Saldos balança comercial (1)</i> | <i>Novos empréstimos</i> | <i>Pagamentos</i> | <i>Saldo</i> | |
| | (a) | (b) | (c) | (d) | |
| 1931 | 20.788 | 18.359 | 20.590 | — 2.231 | |
| 1932 | 14.886 | — | 16.663 | — 16.663 | |
| 1932 | 7.658 | — | 5.134 | — 5.134 | |
| | <u>43.332</u> | | | <u>— 24.028</u> | (55,5) |

(1) *Anuário estatístico do Brasil, 1939/40. p. 1358-9.*

(2) *Finanças do Brasil. op. cit. p. 580, quadro 3.*

insatisfeita da remessa de lucros, juros, dividendos, royalties etc. A exportação fraquejava, o café estava em crise, tornando-se necessário fazer-se alguma coisa para incentivá-la, a fim de aliviar a precária situação cambial".⁵⁰ Resolveu então o Banco do Brasil criar um mercado semi-oficial, que funcionou entre janeiro e abril, de 1933, pelo qual se permitia utilizar uma parte que variava entre 7 e 11% das cambiais de exportação para serem vendidas fora do mercado oficial. A taxa cambial era mais alta que a oficial, porém mais baixa que a do mercado negro, recebendo por isso a denominação de "taxa cinzenta".⁵¹ Tendo o Banco reequilibrado a situação, aboliu-se êsse sistema em abril de 1933, voltando a operar apenas à taxa oficial e com o monopólio de tôdas as operações.

As dificuldades cambiais, porém não foram de todos sanadas. Acôrdos tiveram que ser celebrados em junho de 1933 e maio de 1934, para a liquidação de atrasados comerciais.⁵² Em razão principalmente do fato de que parte ponderável das exportações brasileiras se destinava em 1933/34 a países que bloqueavam as disponibilidades estrangeiras, como também pelas necessidades de divisas para o pagamento da dívida externa⁵³ e dos próprios acôrdos de descongelamento de dívidas comerciais então firmados, persistiram as dificuldades que levaram à formação de novos atrasados comerciais, os quais, em princípios de 1935, seriam objeto de novos acôrdos para liquidação até 1939.⁵⁴

A despeito disso, no entanto, acentuou-se em 1934 a tendência à maior liberalização do mercado. Inicialmente foram os bancos autorizados a operar no mercado livre com câmbio proveniente de outras fontes que não exportações.⁵⁵ Visava-se com isso canalizar para êsse tipo de operações os recursos que até então convergiam para o mercado negro. O Banco do Brasil, contudo, continuava com o monopólio de compra das divisas de exportações, e suprimindo integralmente as cambiais para as importações essenciais.

Posteriormente, passaram para o mercado livre as exportações não tradicionais, à exceção da sucata de ferro que tinha sua exportação proibida por legislação específica. Em seguida, por resolução aprovada pelo Conse-

⁵⁰ LEVY. op. cit., p. 40.

⁵¹ Ibid., p. 44.

⁵² *RBB*. 1934. p. 11.

⁵³ A partir de fevereiro de 1934, o pagamento da dívida externa foi reformulado. Pelo Decreto n.º 23 829, de 5 de fevereiro de 1934, denominado Esquema Oswaldo Aranha, os pagamentos foram substancialmente reduzidos, mas ainda assim exigiam uma quantia média anual quase igual à do saldo da balança comercial, entre 1934 e 1936.

⁵⁴ *RBB*. 1935. p. 14-5.

⁵⁵ United States Tariff Commission. op. cit. p. 17.

lho Federal de Comércio Exterior em 10 de setembro de 1934, estabeleceu-se a liberdade cambial para tôdas as exportações exceto café, ⁵⁶ o qual continuou sujeito a uma entrega ao Banco do Brasil e à taxa oficial, de 155 francos por saca exportada, que correspondiam a cerca de 83% do seu valor. O restante poderia ser negociado no mercado livre. Por outro lado, ficava o Banco do Brasil obrigado a fornecer, ao câmbio oficial, o equivalente a 60% das importações do país.

Em fevereiro de 1935, novas modificações foram introduzidas na política cambial, criando-se um mercado livre com volume de operações predominante sobre o mercado oficial. Por resolução do Conselho Federal de Comércio Exterior, de 11 de fevereiro daquele ano, estabeleceu-se a venda compulsória ao Banco do Brasil e à taxa oficial, de uma cota de 35% das cambiais de exportações destinada exclusivamente aos serviços da dívida externa e da liquidação dos atrasados comerciais, e passando tôdas as demais operações, inclusive importações, para o mercado livre, que seria suprido pelos restantes 65% das cambiais resultantes da exportação. ⁵⁷ Esse regime vigorou até fins de 1937, com algumas atenuações ao princípio da entrega da cota de 35% "tornadas necessárias diante da situação do intercâmbio de certos produtos de exportação", ⁵⁸ aos quais se julgava oportuno beneficiar com as melhores taxas do mercado livre.

A continuidade, no entanto, do pagamento da dívida externa nas bases da reforma de 1934, quando teria sido mais sensata a sua suspensão, e a liquidação dos atrasados comerciais, continuavam a pressionar o mercado cambial. Em 1936 as compras do Governo chegaram a quase 15 milhões de libras (quase o dobro do saldo da balança comercial) assim distribuídas: ⁵⁹

| | Libras | % |
|---|------------------|-------------|
| Serviço da dívida externa | 7 915 324 | 52,9 |
| Liquidação de atrasados comerciais | 6 581 050 | 44,0 |
| Despesas do Governo Federal | 373 960 | 1,8 |
| Importação de papel para imprensa (50%) | 192 233 | 1,3 |
| | <hr/> 14 965 567 | <hr/> 100,0 |

Quando em 1937, o saldo da balança comercial, por força de um aumento de quase 20% nas importações, ficou reduzido a menos de 2

⁵⁶ RBB. 1934. p. 13.

⁵⁷ RBB. 1935. p. 15.

⁵⁸ Ibid., p. 15.

⁵⁹ RBB. 1936. p. 26.

milhões de libras, foi o Governo obrigado a decretar a volta do monopólio de tôdas as operações cambiais através do Banco do Brasil, a partir de dezembro de 1937. Os exportadores voltaram a ser obrigados a vender ao Banco tôda a receita de exportação à taxa oficial, e as solicitações cambiais passaram a ser atendidas dentro do seguinte critério de prioridades:

- a) necessidades da administração pública;
- b) importação de mercadorias e fretes de exportação;
- c) despesas no estrangeiro das emprêsas de serviço público;
- d) remessas de dividendos e lucros em geral;
- e) outras remessas.

Além disso, foram suspensos por dois anos (1938-39), os pagamentos da dívida externa, e instituído um impôsto de 3% sôbre tôdas as transações cambiais. Esse sistema vigoraria até abril de 1939 quando, em face das melhores condições do mercado cambial já a partir de 1938, tendo-se praticamente liquidado os créditos comerciais em atraso desde 1933, deu-se o retôrno à liberdade no mercado cambial.

6. O retôrno à liberdade cambial, 1939-1946

O monopólio cambial perdurou até 8 de abril de 1939 quando pelo Decreto n.º 1 201 ⁶⁰ se restabeleceu quase que integralmente a liberdade das operações cambiais. De acôrdo com o nôvo sistema passaram a existir três taxas cambiais: ⁶¹ livre, oficial, e livre especial. A primeira, determinada pelo livre jôgo de mercado, era suprida principalmente pelas exportações; os exportadores vendiam tôdas as cambiais de exportação aos bancos comerciais, e êstes eram obrigados a repassar 30% das mesmas ao Banco do Brasil, à taxa oficial. O restante se destinava a atender às necessidades de importações, que também se faziam à taxa de mercado livre, porém, após autorização do Banco do Brasil, o mesmo se dando com as demais remessas do exterior.

A taxa oficial era operada exclusivamente pelo Banco do Brasil, sendo os 30% das exportações obrigatoriamente cambiados a essa taxa. Os recursos provenientes dessas operações destinavam-se a prover as necessidades de cambiais do Governo.

⁶⁰ *RBB*. 1939. p. 16.

⁶¹ UNITED STATES TARIFF COMMISSION. op. cit., p. 19.

Por último, a taxa de câmbio livre especial era destinada principalmente a operações não comerciais, sendo os fundos para suas operações provenientes de turistas e viajantes e representando fonte de recursos para viagens e manutenção no exterior.

O imposto de 3% sobre todas as operações cambiais criado em 1937 e posteriormente alterado para 6% sobre todos os pagamentos que não importações e 3% para aqueles envolvendo mercadorias e fretes, foi, em 1939, modificado para 5% sobre todas as operações cambiais, inclusive as do Governo.

Salvo uma pequena fase em 1939-40 em que a queda no preço do café, juntamente com a perda de alguns dos principais mercados europeus envolvidos pela guerra, reduziu as receitas de exportações brasileiras, registraram-se em todo o período de guerra grandes saldos na balança comercial e folga no balanço de pagamentos, o que permitiu inclusive reassumir o pagamento da dívida externa (porém, não integralmente).

Na verdade, o acúmulo de divisas que se verificou em face da restrição da oferta externa teria permitido não só a estabilização cambial que se verificou, mas sobretudo a valorização da taxa cambial. Julgou-se, porém, inoportuna tanto política quanto economicamente essa valorização cambial no período de guerra.⁶²

Esse sistema vigorou até princípios de 1947. Embora se tenha dado nos anos de guerra o retorno à liberdade cambial, as condições de guerra funcionaram de maneira semelhante a um sistema de controle de câmbio, dando ocasião a que se formasse no país uma procura reprimida por importações e remessas que, no pós-guerra, consumiriam em apenas alguns meses todas as divisas acumuladas em vários anos, trazendo a volta dos sistemas de controle cambial e restrições quantitativas às importações.⁶³

⁶² "A valorização do cruzeiro, que poderia ter abrandado a pressão inflacionária interna, não foi considerada política praticável ou convinável, por vários motivos, tais como o desejo de cooperar com o esforço bélico aliado, auxiliando-o na manutenção de preços estáveis para produtos estratégicos e para alguns produtos de importância, no custo de vida: a conveniência de permitir aos exportadores lucros razoáveis para compensá-los das perdas dos períodos de depressão e, finalmente, o receio de que a valorização talvez tivesse que ser seguida de desvalorização mais drástica no pós-guerra, tão cedo as disponibilidades de produtos importáveis permitissem satisfação a demandas acumuladas. (COMISSÃO MISTA BRASIL-ESTADOS UNIDOS. *Relatório geral*. v. 1, p. 116.

⁶³ O estudo da política cambial no pós-guerra foge ao escopo do presente trabalho; esse assunto no entanto, acha-se exaustivamente tratado em:

- a) SIMONSEN, M. H. *Os controles de preços na economia brasileira*. Rio de Janeiro, Consultec, 1961.
- b) HUDDLE, D. L. Balanço de pagamentos e controle de câmbio no Brasil — diretrizes políticas e história, 1946/54. *Revista Brasileira de Economia*, mar. 1964.

INTEGRAÇÃO ECONÔMICA

Obras e periódicos do Instituto para a Integração
da América Latina

Manual de Derecho de las Comunidades Europeas
Integración y Formación de Comunidades Políticas
Instituciones y Desarrollo Político de América Latina
Partidos Políticos y Grupos de Presión en la Integración
Europea

La Unificación de Europa

La Integración Económica de América Latina,
Realizaciones, Problemas y Perspectivas

Proyectos de Ley Uniforme de Títulos-Valores para
América Latina

La Union Económica de Europa

Dimensiones Institucionales de la Integración
Latinoamericana

Los Sistemas Fiscales y el Mercado Común

Los Empresarios y la Integración de América Latina

La República Dominicana y la Integración Económica
de América Latina

Transporte y Comercio Exterior del Paraguay

Revista de la Integración

Derecho de la Integración

Representante no Brasil — FUNDAÇÃO GETÚLIO VARGAS
Serviço de Publicações
Praia de Botafogo 188
Caixa Postal 21.120 — ZC-05
Rio de Janeiro — GB