

UNIVERSIDADE DE BRASÍLIA
FACULDADE DE ECONOMIA, ADMINISTRAÇÃO, CONTABILIDADE E GESTÃO
DE POLÍTICAS PÚBLICAS
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA
BACHARELADO EM CIÊNCIAS ECONÔMICAS

GABRIEL BOCORNY MESSIAS FERRAZ DE ALMEIDA

O PAPEL DO SISTEMA FINANCEIRO EM TRÊS PAÍSES SUL-AMERICANOS DO
PÓS-GUERRA À DÉCADA DE 1970

BRASÍLIA

2021

UNIVERSIDADE DE BRASÍLIA
FACULDADE DE ECONOMIA, ADMINISTRAÇÃO, CONTABILIDADE E GESTÃO
DE POLÍTICAS PÚBLICAS
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA
BACHARELADO EM CIÊNCIAS ECONÔMICAS

GABRIEL BOCORNY MESSIAS FERRAZ DE ALMEIDA

O papel do sistema financeiro em três países sul-americanos do pós-guerra à década de 1970

Monografia realizada como requisito para obtenção do grau de Bacharel em Ciências Econômicas na Universidade de Brasília.

Orientadora: Daniela Freddo

BRASÍLIA

2021

GABRIEL BOCORNY MESSIAS FERRAZ DE ALMEIDA

**O PAPEL DO SISTEMA FINANCEIRO EM TRÊS PAÍSES SUL-AMERICANOS DO
PÓS-GUERRA À DÉCADA DE 1970**

Monografia realizada como requisito para
obtenção do grau de Bacharel em Ciências
Econômicas na Universidade de Brasília.

Brasília, __ de maio de 2021.

BANCA AVALIADORA

Profª Drª Daniela Freddo

Orientadora

Profª Drª Adriana Moreira Amado

Avaliadora

AGRADECIMENTOS

Primeiramente, gostaria de agradecer a todos os familiares e amigos que de alguma forma contribuíram e me apoiaram em minha jornada. Agradeço especialmente à minha mãe, Fernanda, aos meus avós, Joyce e Tito, ao meu pai, Rubens, ao meu irmão Lucas e ao meu tio Roberto.

Agradeço também aos meus docentes e educadores. Agradeço a dois docentes em especial, por contribuírem no processo de escolha do tema desta monografia: primeiro, à minha orientadora, Daniela Freddo, por todo o apoio e em geral ao trabalho realizado durante a iniciação científica e esta monografia; e segundo, ao professor Pedro Henrique de Moraes Cicero, do Departamento de Estudos Latino-Americanos, pelo papel que teve em despertar meu interesse nas questões latino-americanas.

Por fim, gostaria de expressar minha gratidão aos profissionais de saúde e todos os outros profissionais que de alguma forma estão trabalhando para o bem-estar da população durante a pandemia de COVID-19 que atinge o planeta no momento da escrita desta monografia. Não há como negar que são tempos difíceis, e as milhões de vidas perdidas no mundo, entre elas a de meus avós paternos, Otoniel e Rubenita, jamais serão recuperadas. Resta apenas manter a esperança para o futuro.

RESUMO

Nesta monografia, discute-se, por meio de uma revisão sistemática da literatura, o papel da estrutura do sistema financeiro e políticas monetárias sobre a direção do desenvolvimento das economias de Argentina, Brasil e Uruguai do pós-II Guerra Mundial até a década de 1970, durante as fases “clássica” e “madura” da industrialização por substituição de importações (ISI) latino-americana. Para contextualizar melhor a análise, se traz também o contexto econômico mundial e latino-americano.

Palavras-chave: História Econômica; sistema financeiro; América Latina; Argentina; Brasil; Uruguai.

ABSTRACT

In this monograph, we discuss, through a systematic literature review, the role of the structure of the financial system and monetary policies on the direction of the development of the economies of Argentina, Brazil and Uruguay from the post-World War II period until the 1970s, during the “classic” and “mature” phases of the Latin American import-substitution industrialization (ISI). To better contextualize the analysis, we also bring the global and Latin American economic context.

Keywords: Economic History; financial system; Latin America; Argentina; Brazil; Uruguay.

RESUMEN

En esta monografía se discute, mediante una revisión sistemática de la literatura, el papel de la estructura del sistema financiero y las políticas monetarias en la dirección del desarrollo de las economías de Argentina, Brasil y Uruguay desde la posguerra hasta la década de 1970, durante las fases “clásica” y “madura” de la industrialización por sustitución de importaciones (ISI) latinoamericana. Para contextualizar mejor el análisis, también se presenta el contexto económico global y latinoamericano.

Palabras clave: Historia Económica; sistema financiero; América Latina; Argentina; Brasil; Uruguay.

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO	8
CONTEXTO HISTÓRICO EXTERNO	11
HISTÓRIA GLOBAL.....	11
HISTÓRIA LATINO-AMERICANA	17
ARGENTINA.....	23
GOVERNOS PERÓN I E II (1946-1955)	26
GOVERNOS LONARDI, ARAMBURU, FRONDIZI, GUIDO E ILLIA (1955-1966)	30
GOVERNOS ONGANÍA, LEVINGSTON, LANUSSE, CÁMPORA, LASTIRI, PERÓN III E ISABEL PERÓN (1966-1976)	32
GOVERNO VIDELA (1976-1981)	33
BRASIL	37
GOVERNOS DUTRA, VARGAS II E CAFÉ FILHO (1946-1956)	39
GOVERNOS KUBITSCHK, QUADROS E GOULART (1956-1964).....	43
GOVERNO CASTELO BRANCO (1964-1967)	46
GOVERNOS COSTA E SILVA E MÉDICI (1967-1974)	51
GOVERNO GEISEL (1974-1979)	54
URUGUAI.....	57
GOVERNOS BERRETA, BATLLE BERRES, MARTÍNEZ TRUEBA E CONSELHOS NACIONAIS DE GOVERNO I E II (1947-1959)	58
CONSELHOS NACIONAIS DE GOVERNO III E IV (1959-1967)	60
GOVERNOS GESTIDO, PACHECO ARECO, BORDABERRY, DEMICHELI E MÉNDEZ (1967-1981)	62
CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	67
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	74

INTRODUÇÃO

O sistema financeiro é parte importante de uma economia moderna. Carlin e Soskice (2015) dizem que “[i]f the banking system is working well its presence is hardly noticed. It is treated as part of the background structure of the economy much like the electricity grid”¹, e o descrevem como “the beating heart of the economy”². O sistema monetário tem o papel de intermediador financeiro, unindo prestamistas e tomadores de empréstimos, e o sistema financeiro tem uma grande importância para a definição de indicadores como a inflação e a taxa de juros, por exemplo, influenciando e sendo influenciado por importantes decisões envolvendo tanto o governo como também firmas e famílias, e em diversas instâncias pode exercer um papel importante com o setor econômico externo.

De acordo com Carvalho (2010), dois papéis essenciais que deve cumprir um sistema financeiro funcional ao apoiar o desenvolvimento econômico são o de

disponibilizar recursos financeiros para a sustentação do processo produtivo e da realização de investimentos que permitam ampliar e modernizar a capacidade produtiva existente na economia no volume e nos termos apropriados; e criar ativos financeiros com os perfis de retorno e risco demandados pelos agentes privados para que estes possam acumular riqueza (CARVALHO, 2010, p. 9).

O autor cita ainda que

Um terceiro quesito seria que a provisão de financiamento à produção e ao investimento e a oferta de ativos para o público devem ser feitas sem que se comprometa a segurança sistêmica da economia (CARVALHO, 2010, p. 9),

mas alerta que “cumprir essa condição não seria propriamente papel do sistema financeiro, mas do aparato, que lhe é complementar, de regulação e supervisão financeiras”³. Tomando em consideração estas funções, sobretudo as duas primeiras, o autor chega à conclusão de que

em economias de menor grau de desenvolvimento, em que as necessidades de investimento sejam relativamente simples de se identificar, consistindo principalmente na criação de infraestrutura produtiva ou de grandes obras em setores básicos, como siderurgia e metalurgia, o sistema financeiro poderá ser estruturado em torno de instituições bancárias que sejam capazes de reunir e disponibilizar de forma concentrada recursos financeiros. [...] em economias mais sofisticadas, em que o investimento tenda a ser mais pulverizado em vários setores, contemplando inclusive projetos de inovação tecnológica, demandam sistemas financeiros mais diversificados, com mercados de crédito bancário e mercados de capitais, tanto de

¹ Se o sistema bancário está funcionando bem, sua presença mal é percebida. É tratado como parte da infraestrutura de fundo da economia tal como a rede elétrica. Traduzido do inglês.

² O coração pulsante da economia. Traduzido do inglês.

³ CARVALHO, 2010, p. 9.

dívida quanto de participação de capital, com instrumentos de financiamento variados, que permitam aos tomadores de recursos financiar seus projetos de modo que não impliquem graus inaceitáveis de exposição a risco (CARVALHO, 2010, p. 12).

Terceño e Guercio (2011) explicam que para funcionar bem, o sistema financeiro deve eficientemente corrigir problemas de informação e diminuir custos de transação, e seu grau de desenvolvimento está fortemente correlacionado com esta eficiência. Estas atribuições certamente facilitam o crescimento das firmas, assim como o surgimento de novas. É importante, então, ao se analisar a economia de um país, levar em consideração a estrutura e grau de desenvolvimento de suas instituições, ou ao menos aquelas relevantes para a análise, e o sistema financeiro se insere, sem dúvida alguma, no rol de instituições relevantes para o desenvolvimento e outras análises econômicas. Os autores afirmam ainda que há uma alta correlação entre o desenvolvimento do sistema financeiro e o crescimento das economias na América Latina.

Neste trabalho, temos como principal objeto de pesquisa o papel do sistema financeiro na Argentina, no Brasil e no Uruguai do pós-II Guerra Mundial até o segundo choque do petróleo de 1979, período que coincide com as fases “clássica” e “madura” da industrialização por substituição de importações (ISI) latino-americana, de acordo com as definições de Messina (2018). Pela própria natureza deste trabalho, ele pode ser entendido como uma grande revisão sistemática da literatura existente sobre o tema. Devido às restrições impostas pela pandemia de COVID-19, foram utilizados apenas recursos disponíveis na internet. Porém, não há razões para crer que este fator tenha causado grandes prejuízos à análise.

Esta monografia foi pensada desde o início como uma ampliação de escopo do trabalho realizado entre o discente e a orientadora na iniciação científica (ALMEIDA e FREDDO, 2019). O Brasil já fazia parte do estudo realizado, além de ser o país no qual o presente trabalho foi desenvolvido. Os outros dois países foram escolhidos pelo fato de também já terem uma indústria em desenvolvimento no início do período em questão, e serem países frequentemente comparados ao Brasil, não apenas por este fato, mas também por sua proximidade, além de outros fatores. Por fim, também havia a curiosidade em estudar particularidades de um país pequeno, como é o caso do Uruguai, em relação a países grandes como a Argentina e o Brasil.

Outra razão para a relevância deste trabalho é o fato de que a literatura especificamente sobre a América Latina em relação à literatura econômica em geral na língua portuguesa em comparação à língua castelhana (sobretudo se considerarmos apenas a literatura produzida nos países latino-americanos) ainda é relativamente escassa. Não coincidentemente, o Brasil é um

dos poucos países da América Latina onde o estudo de economia latino-americana não é uma disciplina comum nos currículos dos cursos de Ciências Econômicas, mesmo no nível de pós-graduação. A realização deste trabalho foi, portanto, uma forma de suprir, ao menos em parte, este conhecimento, e ser um passo na direção de pesquisas futuras sobre a América Latina e suas questões.

Um dos objetivos deste trabalho foi compreender o real impacto das políticas econômicas instituídas, sobretudo no que se refere ao sistema financeiro, além de sua estrutura nos países citados durante o período analisado, sobre a capacidade de financiamento dos investimentos. Para isso, pesquisamos a evolução da sua participação destes nos agregados macroeconômicos, com a respectiva participação dos mecanismos de financiamento interno e externo, e como estas e seus instrumentos e estrutura afetaram o investimento e o financiamento.

Analisamos as políticas monetárias e o sistema financeiro dentro de um contexto. Quando relevante, analisamos também outros aspectos, como a política fiscal e política externa, além, por exemplo, do investimento público no período, sobretudo sob a luz do impacto das políticas monetária e bancária, e o impacto da criação de instituições financeiras públicas para determinados setores, tais como o Banco Industrial Argentino e o Banco Nacional de Habitação brasileiro, por exemplo.

A análise do setor externo é importante e não deve ser deixada de lado, uma vez que o financiamento e investimento externo, além de fatores como a taxa de câmbio e exportações são importantes também para a determinação de variáveis internas e o próprio processo de tomada de decisão. Com isto em vista, dedicamos o primeiro capítulo desta monografia justamente ao contexto econômico externo. Dedicamos uma parte do capítulo também ao contexto econômico latino-americano, não apenas por acharmos ser relevante, mas também como um passo na direção do desenvolvimento de pesquisas futuras que envolvam a América Latina no período em questão. Os três capítulos seguintes são dedicados a cada um dos países, e os países estão em ordem alfabética apenas por uma questão de organização. A ordem de leitura destes três capítulos não prejudica em nada a análise. Por fim, nas considerações finais realizamos uma breve análise do exposto sobre os três países e discorremos sobre algumas semelhanças e diferenças entre eles que foram importantes no percurso.

CONTEXTO HISTÓRICO EXTERNO

Este capítulo está dividido em duas partes. Na primeira, trataremos do contexto histórico no mundo durante o período do qual este trabalho trata. Foi feita uma escolha deliberada de tratar sobretudo dos aspectos pertinentes aos países dos quais se trata este trabalho. Assim, no contexto histórico global, apesar de tratarmos do período da chamada Guerra Fria, quando o mundo estava dividido entre nações com economias socialistas e economias de mercado, o foco estará principalmente nas economias capitalistas ocidentais, uma vez que a interação econômica entre estes dois “mundos” era bastante limitada. Também foi feita a escolha de omitir ou limitar a ênfase em acontecimentos que tiveram um impacto negligível na América Latina, contanto que não houvesse prejuízo à explicação.

Na segunda parte, trataremos do contexto da América Latina, uma vez que é praticamente impossível dissociar a História Econômica de países latino-americanos da América Latina como um todo, sobretudo no período sobre o qual tratamos neste trabalho. Outra razão pela qual o contexto latino-americano não deve ser ignorado é que este contexto regional nos dá subsídios para desenvolvermos conclusões e argumentos, além de compreendermos o porquê de algumas características observadas nos países dos quais este trabalho trata.

História global⁴

Em julho de 1944, representantes de 44 nações, incluindo todos os países latino-americanos com exceção da Argentina, se reuniram na cidade estadunidense de Bretton Woods, na Conferência Monetária e Financeira Internacional das Nações Unidas e Associadas de 1944, com o objetivo de reestruturar o sistema monetário internacional após a II Guerra Mundial, cujo fim se previa estar próximo. Depois de negociações iniciadas dois anos antes, em 1942, se deu a conferência em si, e a criação do novo sistema, que em larga medida se alinhava com as propostas dos EUA, encabeçados por Harry Dexter White, o que contribuiu fortemente para o fortalecimento e institucionalização da hegemonia deste país a nível global.

⁴ A parte do contexto internacional geral foi parcialmente reaproveitada do trabalho realizado na iniciação científica (ALMEIDA e FREDDO, 2019). Agradecemos ao PROIC-UnB pela oportunidade e apoio institucional.

Do lado dos países devedores, o mais relevante representante era o Reino Unido, encabeçado por John Maynard Keynes. O plano de Keynes propunha a criação de uma Câmara de Compensações Internacionais (CCI), que funcionaria como uma espécie de “Banco Central dos bancos centrais”⁵, sendo então uma emprestadora de última instância. Esta teria o objetivo último de corrigir eventuais desequilíbrios em balanços de pagamentos e manter a saúde do sistema financeiro internacional, e o plano previa também a criação de uma moeda internacional escritural, chamada *bancor*, com uma paridade em ouro estabelecida.

Já o plano de White sugeria a volta do ouro como instrumento de reserva internacional, e quaisquer mudanças de paridade entre cada moeda e o ouro estariam sujeitas à aprovação por um Fundo de Estabilização, que teria a função de orientar a política econômica dos países-membros, além de emprestar fundos para viabilizar eventuais ajustes de desequilíbrios no balanço de pagamentos. Diferentemente da CCI, o Fundo de Estabilização não teria o poder de criar moeda, estando assim menos sujeito a políticas de ajuste expansionista dos balanços de pagamentos. Complementarmente, haveria também um Banco Internacional, com o objetivo de facilitar o comércio internacional de acordo com suas necessidades de liquidez, e eventualmente ajudar a estabilizar as taxas de câmbio.

Como os EUA respondiam por boa parte das reservas internacionais em ouro, e eram o único país superavitário, além do fato de que boa parte dos outros países envolvidos teriam grandes custos envolvidos em sua reconstrução, eram então o único país com capacidade de sustentar a conversibilidade, ao menos no futuro próximo. Foi então estabelecido um sistema baseado no dólar estadunidense (padrão dólar-ouro), no qual 35 dólares seriam conversíveis em uma onça de ouro, e os demais países anunciariam a conversibilidade de suas respectivas moedas em relação ao dólar. Foram também criadas duas importantes instituições. Uma delas foi o Fundo Monetário Internacional (FMI), com a função de aconselhar e monitorar os países para manter a cooperação e a estabilidade do sistema monetário internacional, podendo emprestar aos países sob uma série de condições; durante o período no qual o padrão dólar-ouro vigorou, mudanças nas taxas de câmbio eram sujeitas à aprovação do FMI. Outra importante instituição surgida dos acordos de Bretton Woods foi o Banco Internacional de Reconstrução e Desenvolvimento (BIRD, ou também Banco Mundial), com o objetivo inicial de fomentar a reconstrução dos países devastados pela guerra, e que mais tarde teria seus objetivos ampliados no sentido de promover o desenvolvimento econômico.

⁵ OLIVEIRA, MAIA e MARIANO, 2008, p. 199.

Não há um consenso no debate acadêmico sobre o papel do sistema de Bretton Woods. Eichengreen (2000) explica que enquanto há autores que o veem como fator essencial nos chamados “trinta anos gloriosos” do capitalismo mundial – o período compreendido entre o final da Segunda Guerra Mundial e o choque do petróleo de 1973, no qual a economia mundial cresceu, principalmente em países capitalistas desenvolvidos, além do bloco soviético e alguns outros países, a um ritmo particularmente veloz – e destacam a importância da estabilidade cambial para a facilidade de realizar negócios em âmbito internacional, com autores como Bresser-Pereira (2020) trazendo o ponto da importância da estabilidade cambial para a estabilidade geral, observando que não houve neste período nenhuma crise econômica de escala global. Há também aqueles que chamam atenção para o fato de que foram impostas pelos governos nacionais restrições ao movimento internacional de capitais (EICHENGREEN, 2000; HESSE, 2013), e o aumento do volume de investimentos a nível internacional foi uma consequência, e não uma causa, do rápido crescimento e desenvolvimento das economias.

Saes e Saes (2013) chamam atenção para a correlação entre crescimento e inovação tecnológica durante estes “anos dourados”: houve uma intensa incorporação e difusão de tecnologias desenvolvidas em décadas anteriores assim como no próprio período, tanto no dia-a-dia das firmas como nos domicílios, que tornaram possíveis o aumento da produção e do consumo, o que por sua vez estimulava ainda mais o desenvolvimento tecnológico. Não devemos, também, desconsiderar que durante este período, houve um processo demográfico importante: nos países desenvolvidos, a participação feminina na força de trabalho crescia consideravelmente desde a guerra, além do aumento da imigração, e em países em desenvolvimento houve um processo de urbanização que acompanhava o crescimento. Não à toa, portanto, foram realizados, neste período, importantes estudos que debatiam a relação entre demografia e desenvolvimento econômico, como os trabalhos de Simon Kuznets e William Arthur Lewis, para citar alguns exemplos notáveis. Saes e Saes (2013) também aludem ao crescimento do papel do Estado em muitos países neste período, com uma ênfase maior no planejamento e manutenção do nível de emprego, citando e explicando os casos estadunidense, francês, britânico e italiano como exemplos, além de expor também as modalidades particulares ao Japão e à Alemanha Ocidental, e fazer breves menções a países menores como a Suécia, Países Baixos, Áustria e Bélgica.

Em 1947, foi firmado o Acordo Geral sobre Tarifas e Comércio (GATT), por 23 nações fundadoras, entre elas três latino-americanas (Brasil, Chile e Cuba), com o intuito de promover o comércio internacional e reduzir as barreiras a este nos países-membros. Um fator a ser

observado é que de início, o número de países signatários foi baixo: Hesse (2013) estima que os países que participaram da primeira rodada de negociações em Genebra e Havana representavam apenas cerca de 50% do comércio mundial. Apesar de o final da década de 1940 e início da década de 1950 ter sido um período no qual passos na direção da liberalização do comércio internacional foram dados, a preferência pela substituição de importações em alguns países latino-americanos e mais tarde a política agrícola comum da Comunidade Europeia representaram uma nova guinada no sentido do protecionismo (HESSE, 2013). Apesar disto, Goldstein, Rivers e Tomz (2007) encontram um efeito positivo estatisticamente significativo na participação no GATT em relação ao volume de comércio⁶.

Durante a Segunda Guerra Mundial, a União Soviética e os Estados Unidos fizeram campanhas militares com fins de retirar a Península da Coreia do controle japonês. Os soviéticos agiram pelo Norte, e os norte-americanos pelo Sul. Foram então estabelecidos dois governos temporários, dividindo a península pelo Paralelo 38. Em 1950, o governo norte-coreano tomou a decisão de tomar ação militar com o intuito de reunificar a Coreia, com apoio chinês e soviético. Os sul-coreanos pediram ajuda aos EUA, que conseguiu autorização da ONU para enviar tropas. Com a Segunda Guerra Mundial ainda bastante viva na memória do mundo, houve um medo generalizado de que este conflito pudesse escalar novamente para uma escala mundial, tanto que em 1951 muitos países buscaram fazer estoque preventivo de diversos produtos, o que levou a uma redução das reservas internacionais de vários países (FIGUEIREDO FILHO, 2005; MALAN e BONELLI, 1990). Porém, o conflito se deu principalmente na própria Península da Coreia, e as hostilidades bélicas tiveram seu fim em 1953.

A vitória de John F. Kennedy nas eleições de 1960 nos EUA resultou em fugas de capital e aumentos do preço do ouro, como se os mercados houvessem reagido à notícia com medo de que o dólar fosse desvalorizado. Isto exagerou uma tendência que já se observava principalmente desde 1958 (SAES e SAES, 2013). Antes de deixar o cargo em 1961, o presidente Eisenhower assinara uma ordem executiva proibindo estadunidenses de manter ouro no exterior. Kennedy então proibiu seus cidadãos de guardar moedas de ouro. Em um esforço para aumentar as exportações, foram ampliadas as linhas de seguro de créditos de exportação do *Export-Import Bank* (EXIMBANK). O Tesouro realizou experiências com bônus denominados em moedas estrangeiras e o *Federal Reserve* (FED), banco central estadunidense,

⁶ GOLDSTEIN, RIVERS e TOMZ, 2007, pp. 52-56.

interveio no mercado a termo. Em 1962, com o objetivo de estimular a manutenção de saldos oficiais em dólar, foram eliminados os limites impostos a depósitos a prazo mantidos por autoridades monetárias estrangeiras. Os Impostos de Equalização de Juros sobre as compras de títulos emitidos por outros países industrializados que passaram a vigorar em setembro de 1964 diminuíram o rendimento, após sua dedução, dos títulos estrangeiros de longo prazo. Em 1965, foram adotadas restrições sobre concessões de empréstimos no exterior por bancos comerciais estadunidenses e estendidas a companhias de seguros e fundos de pensão (SAES e SAES, 2013).

No final da década de 1960 foi observada uma reativação no sistema financeiro internacional privado, com o surgimento de um novo esquema de financiamento internacional: por meio dos déficits externos norte-americanos, houve uma grande transferência de dólares para fora dos EUA. Eichengreen (2000) explica que o restabelecimento da conversibilidade nas contas correntes dificultou a aplicação dos controles de capital, facilitando o superfaturamento e o subfaturamento do comércio, assim como o contrabando de fundos.

O crescimento das companhias multinacionais criou mais um canal para transações na conta de capital, bem como o desenvolvimento de mercados das chamadas euromoedas: houve um relaxamento do controle sobre as transações bancárias na Europa, e bancos com sede em Londres começaram a aceitar depósitos em dólares e outras moedas estrangeiras, atraindo fundos de bancos norte-americanos. Os correntistas com contas em eurodólares, quando este estivesse instável, podiam começar a convertê-los em euromarcos alemães, por exemplo. Os controles sobre movimentos de capital impostos pelo governo estadunidense dentro de suas fronteiras então eram menos eficazes, dada a grande quantidade de dólares fora de seu território.

Um dos principais fatores para o colapso do sistema de Bretton Woods foi o fato de as proporções de dólares e ouro fora dos EUA terem subido acima dos níveis considerados suportáveis para a manutenção da proporção de US\$ 35 por onça de ouro, tendo aumentado então o preço de mercado deste. Outros países industrializados, como o Reino Unido, a Suíça e a Comunidade Econômica Europeia se comprometeram, em um acordo conhecido como "*London Gold Pool*", a não converter seus dólares e vender o ouro de suas reservas, com o intuito de aliviar as pressões sobre o sistema financeiro dos EUA. Este acordo se mostrou insustentável, especialmente após a saída da França em junho de 1967, aumentando as pressões sobre os EUA. Permitiu-se, então, a elevação do preço do ouro em transações entre particulares, a fim de evitar o esgotamento de ouro do FED. No entanto, o preço do ouro nos mercados

privados passou de US\$ 40, tornando-se mais vantajoso adquirir do FED por US\$35. Isto tornou muito claro o alto custo de suporte ao dólar pelos bancos centrais, levando então ao colapso do sistema Bretton Woods, com a saída dos EUA do acordo em agosto de 1971, seguido pelos outros países nos anos subsequentes. O mercado de euromoedas dobrou entre os anos de 1971 e 1973, um exemplo claro da sobreliquidez observada no mercado internacional naquele período (EICHENGREEN, 2000).

O ano de 1973 é considerado um marco simbólico do fim dos “anos dourados”: além da ruptura com o sistema de Bretton Woods, que ainda estava sendo sentida e ocorrendo em alguns países, foi também o ano do primeiro dos dois grandes choques do petróleo que marcaram a década de 1970: em resposta a uma série de conflitos e outros fatores, em especial o envolvimento dos EUA na Guerra do Yom Kippur, a Organização dos Países Exportadores de Petróleo (OPEP) reduziu a produção deste recurso natural e elevou seu preço no mercado internacional de cerca de US\$ 2 por barril para US\$ 11,65 (SAES e SAES, 2013). Um efeito direto foi o aumento dos custos de diversos produtos, além do crescimento dos déficits comerciais em países que dependiam da importação de petróleo, além de estar também associado ao aumento do desemprego nestes países. Saes e Saes (2013) trazem também como uma possível causa da crise um processo do aumento de capacidade produtiva na indústria mundial até chegar a um excesso, tendo por consequência uma diminuição na lucratividade e uma estagnação; as taxas de câmbio flutuantes teriam sido então usadas como instrumento de disputa dos mercados consumidores existentes.

Por outro lado, os países exportadores de petróleo receberam um grande influxo de dólares, dos quais uma parte foi disponibilizada no mercado financeiro internacional – os chamados “petrodólares”. Segundo Kilsztajn (1984), havia em 1974 uma abundância de liquidez no mercado internacional – as taxas de juros reais zeraram em 1974, chegando a -2% ao ano em 1975 e se mantendo negativas até 1977. Muitos países em desenvolvimento, inclusive vários países latino-americanos, tomaram vantagem destes recursos e condições de financiamento.

Em 1979, como resultado da Revolução Iraniana e a subsequente Guerra Irã-Iraque a partir de 1980, a produção e exportação de petróleo foi novamente reduzida, levando a um novo aumento do preço deste, que triplicou de preço no mercado internacional. Os efeitos adversos que já vinham sendo observados foram então exacerbados, o que incluiu uma alta nos juros, que dessa vez não pôde ser mitigada por um aumento nos recursos disponíveis. Isto se mostrou

especialmente problemático para países que vinham tomando empréstimos e se endividando, já que se tornava mais custoso honrar seus compromissos.

História latino-americana

Autores como Abreu (2006) definem o intervalo temporal compreendido entre 1928 (sobretudo após a crise econômica iniciada em 1929) e a moratória do México em 1982 como um período-chave na história econômica latino-americana, em parte por ser um período no qual os acontecimentos, não apenas econômicos, mas também políticos, sociais e culturais, estiveram fortemente ligados a eventos na economia global, e também por ser um período altamente consequente para a região como um todo, com seus efeitos ainda sentidos e discutidos após décadas. O período do qual este trabalho se trata, estando dentro deste lapso, é, portanto, uma excelente porta de entrada para uma discussão muito rica, tratada não apenas a nível regional, como também global. O período iniciado na década de 1930 e que vai até 1980 é convencionalmente chamado de “industrialização dirigida pelo Estado”, ou “industrialização pela substituição de importações” (ISI). O período ganhou este nome pelo intenso apoio governamental no processo de intensificação da industrialização, como necessidade de suprir o mercado interno como consequência da piora da conjuntura internacional com a crise de 1929 e posteriormente da II Guerra Mundial. Este trabalho abarca especificamente as fases da ISI às quais Messina (2018) se refere como “clássica” (o período de 1945 a 1964) e “madura” (o período de 1965 a 1980).

Durante a década de 1930 e posteriormente a guerra, foi intensificado o comércio entre países latino-americanos, que, com exceção de países como o Paraguai, representava uma parte muito pequena do comércio entre os países (BULMER-THOMAS, 2017). Também como consequência do contexto internacional, muitos países começaram, a partir de fins da década de 1930, a expropriar capital de cidadãos de países do Eixo, sobretudo da Alemanha, que havia começado a marcar forte presença na região. Também durante a guerra, muitos estabelecimentos manufatureiros surgiram como consequência da fuga de cidadãos de países mais afetados pela guerra, que levaram suas habilidades e capital para países latino-americanos, com destaque para Argentina, Brasil, Chile, México e Uruguai (BULMER-THOMAS, 2017).

Bulmer-Thomas (2017) explica que, durante a guerra, houve uma alta dos preços internacionais, tanto de importações quanto de exportações, e esta alta também afetou

diretamente os níveis de preços internos. O grande volume e valor das exportações durante a guerra teve impacto direto na acumulação de divisas internacionais, com todos os países latino-americanos (com exceção do Panamá) tendo um aumento médio anual destas de 20% (BULMER-THOMAS, 2017). Houve também uma redução na arrecadação de tarifas de importação, então parte importante da arrecadação fiscal de boa parte dos países da região. Isto trouxe déficits fiscais importantes, mesmo com os esforços por parte de alguns países de aumentar a arrecadação de impostos diretos e a adoção de regimes de câmbio múltiplo. Por estas e outras razões, o autor argumenta que a inflação durante a guerra foi praticamente inevitável.

Armella (1993) atesta que no pós-guerra, a inflação nos países em desenvolvimento era em geral mais elevada e volátil, sendo, portanto, mais difícil de controlar. Uma das razões é que a estrutura pré-existente destes países era geralmente mais dependente de impostos inflacionários. Outra razão, particularmente ligada à volatilidade, é que pelo fato de serem altamente dependentes do investimento estrangeiro e da importação de produtos, os países menos desenvolvidos tendiam a ser muito mais sensíveis aos termos de troca. Um fator agravante que o autor cita é o fato de que nestes países em geral havia uma forte repressão financeira, com um caso digno de nota sendo a Lei da Usura⁷ no Brasil. Com os juros fixos ou limitados, a tendência é que não haja no mercado um mecanismo eficiente de transmissão quando diminuem os investimentos externos, o que causa uma maior sensibilidade inflacionária e cambial.

No pós-guerra, houve países que adotaram o modelo de “desenvolvimento orientado para dentro”, principalmente a Argentina, Brasil, Chile e Uruguai. Outras, como Colômbia e México, optaram por mesclar o desenvolvimento interno com um estímulo às exportações. Houve também regiões, como a Bolívia, Paraguai, Peru e Porto Rico, que acabaram por priorizar a diversificação de exportações. Nos anos seguintes à guerra, diversos países, entre eles Argentina, Bolívia, Brasil, Chile, Paraguai e Uruguai, aplicaram, em parte também por conta da escassez de divisas conversíveis, medidas restritivas à importação, como licenças de importação e sistemas de câmbio múltiplo, tendo como consequência uma alteração na estrutura de importações. Fonseca e Monteiro (2007) citam o intervencionismo na América Latina como

⁷ Decreto nº 22.626, de 7 de abril de 1933 (Lei da Usura). Dispõe sobre os juros nos contratos e dá outras providências.

necessário para as políticas de substituição de importações, comuns a boa parte dos países latino-americanos, explicando que

difícilmente se poderia pensar em substituição de importações sem instituições e políticas governamentais voltadas para tal fim. [...] o intervencionismo faz parte da lógica do próprio modelo e sem ele dificilmente se pode captar e explicitar tanto sua racionalidade econômica como sua viabilidade de realizar-se como projeto historicamente determinado (FONSECA e MONTEIRO, 2007, p. 34).

Há divergências dentro de cada país latino-americano de forma individual, mas é comum que a “industrialização latino-americana” seja entendida como industrialização de Argentina, Brasil, Chile e México, pelo simples fato de que estes quatro países sejam e tenham sido responsáveis pela maior parte do volume de produção industrial da região em termos absolutos; Colômbia e Uruguai, as outras duas nações que já tinham uma produção industrial estabelecida, também são incluídas, ainda que de forma menos frequente. Cardoso e Singer (1972) argumentam que

[a]té a década de 50 pode-se dizer que a industrialização [dos três países latino-americanos com as maiores indústrias] fez-se à margem e à revelia do grande capital internacional, representados pelos conglomerados dos países industrializados. Ele se deu nos hiatos em que o sistema capitalista mundial estava em crise conjuntural ou bélica (CARDOSO e SINGER, 1972, p. 27).

Entre estas crises, podemos citar, por exemplo, a recuperação dos países centrais da crise iniciada em 1929, ou mesmo a Segunda Guerra Mundial.

De 1955 em diante, iniciou-se um processo de integração de importantes setores da indústria destes países no circuito internacional do capital. Conseqüentemente, a industrialização do Brasil, da Argentina e do México (e de outros países em condições análogas) tornou-se cada vez mais solidária com o movimento de capital internacional, passando a participar de sua expansão e sofrendo as conseqüências de suas contrações em medida cada vez maior (CARDOSO e SINGER, 1972, p. 27).

É importante entender que nos países onde o setor industrial ainda não era muito bem estabelecido (LA14, em contraste com os outros 6 países que nos referiremos como LA6), o modelo de desenvolvimento orientado para dentro não era entendido como uma alternativa viável o suficiente por si só, uma vez que a estrutura manufatureira existente, além de outros setores, como o de energia e mesmo a própria estrutura social, não eram suficientes para impulsionar a economia, o que tornava estes países ainda mais dependentes do setor exportador. Mesmo em países onde a classe politicamente dominante mudou após a guerra e este tipo de política foi adotada, como foi o caso da Bolívia, Paraguai e Peru, os resultados observados foram bastante problemáticos do ponto de vista econômico (BULMER-THOMAS, 2017). O aumento das exportações nos LA14 trazia um volume considerável de divisas, e por conta disto as desvalorizações cambiais nestes países eram muito mais raras do que nos LA6 (BULMER-THOMAS, 2017).

Durante as décadas de 1950 e 1960, as exportações dos LA14 foram pouco a pouco perdendo sua parte dentro do comércio mundial, com exceção da Costa Rica, Nicarágua, Peru e na década de 1960 a Bolívia (BULMER-THOMAS, 2017). Este fato acabou por levar, a partir de fins da década de 1950, vários países a reafirmar suas políticas voltadas ao setor industrial, sob assessoria da Comissão Econômica para América Latina e Caribe (CEPAL), com a criação de diversos incentivos à instalação e desenvolvimento de estabelecimentos industriais, com incentivos fiscais e tarifários e o surgimento de bancos de desenvolvimento. Entretanto, segundo Bulmer-Thomas (2017), estas medidas protecionistas tiveram como consequência a propagação de indústrias que, apesar de se mostrarem lucrativas, eram ineficientes.

Conde (2006) explica que a partir de fins da década de 1950 e sobretudo na década de 1960, em boa parte dos países latino-americanos (com a notável exceção do México e seu “desenvolvimento estabilizador”) houve um acúmulo de crises, desequilíbrios e déficits, o que aumentou a instabilidade política, levando, em alguns países, a intervenções militares. Os exemplos mais notáveis incluem os três países sobre os quais este estudo foca, entre outros, como o Chile, Peru e Bolívia. A partir da década de 1960, houve uma tendência à adoção de políticas monetárias e fiscais de cunho mais restritivo, com fins de trazer uma maior estabilidade, sobretudo por meio do combate às altas taxas de inflação⁸.

Em fevereiro de 1960, foi estabelecida a Associação Latino-Americana de Livre Comércio (ALALC, substituída em 1980 pela Agência Latino-Americana de Integração, ou ALADI), inicialmente com Argentina, Brasil, Chile, México, Paraguai, Peru e Uruguai, com a entrada posterior dos outros países latino-americanos da América do Sul, com o objetivo último de aumentar a integração comercial entre os países membros, além da eliminação de tarifas de intercâmbio entre estes países até 1971, o que não chegou a acontecer. Apesar de algumas negociações haverem sido de fato levadas a cabo, estas foram relativamente modestas. Contudo, nas décadas de 1960 e 1970 houve um crescimento no comércio intrarregional, sobretudo de produtos industrializados e máquinas e equipamentos (BULMER-THOMAS, 2017), que passaram a ser exportados em massa também para o resto do mundo na década de 1970, uma vez que a indústria, com destaque para a brasileira, se aproximou da fronteira tecnológica internacional, sobretudo em setores como a produção de aço e de máquinas (REYES, 2004). Com a diversificação da produção de bens para exportação, não apenas manufaturados como também primários, ocorrida nas décadas de 1960 e 1970, ocorreu também uma melhora na

⁸ CONDE, 2006, p. 236.

infraestrutura e métodos de transporte e comunicações na região, além da elevação do nível técnico e competitividade da produção⁹. O comércio intrarregional se deu principalmente entre três blocos de países contíguos: um formado por Argentina, Brasil, Bolívia, Paraguai e Uruguai – representando mais de 40% das exportações destes três últimos –, outro formado por Colômbia e Venezuela e outro pelos países-membros do Mercado Comum Centro-Americano (MCCA), em especial El Salvador e Guatemala. Vale citar a importância da consolidação de México, Venezuela e, até certo ponto, também o Equador como exportadores de petróleo neste período.

Outro bloco surgido em 1960 foi o Mercado Comum Centro-Americano (MCCA), formado por Costa Rica, Guatemala, Honduras, Nicarágua e El Salvador, com a fundação, no ano seguinte, do Banco Centro-Americano de Integração Econômica (BCIE). A proposta original da CEPAL, que foi alterada durante o processo, incluía o estabelecimento de indústrias complementares – isto é, não competitivas entre si – nos distintos países centro-americanos. Optou-se pelo livre comércio de produtos industriais originados na região, além de um conjunto de incentivos fiscais aplicáveis a algumas indústrias¹⁰. Brignoli (2011) explica que o livre comércio aprofundou desequilíbrios na região, sobretudo em detrimento de países com um menor desenvolvimento da base industrial e mercado interno, como era o caso de Honduras e Nicarágua. As tarifas aduaneiras comuns e o processo de substituição das importações de fora da região levaram a uma deterioração da situação fiscal dos países centro-americanos, que tiveram que realizar uma reforma em suas estruturas tributárias, sobretudo por meio da adoção de impostos indiretos. O crescimento industrial nos países do MCCA na década de 1960 foi rápido, com uma média anual de 6,7%, chegando a 8,5% em El Salvador e Guatemala (REYES, 2004). Este crescimento, no entanto, não durou muito, em parte por conta do conflito bélico entre Honduras e El Salvador em 1969.

Em parte como resposta à Revolução Cubana de 1959, foi lançada, em 1961, com o apoio oficial da Organização dos Estados Americanos (OEA), da CEPAL e do recém-criado Banco Interamericano de Desenvolvimento (BID), a Aliança para o Progresso, programa de cooperação e investimento direcionado aos países latino-americanos, proposto pelo governo dos EUA. Porém, o programa não duraria muito: após o assassinato do presidente estadunidense John F. Kennedy em 1963, a ajuda financeira destinada à América Latina foi bastante limitada,

⁹ REYES, 2004, p. 10.

¹⁰ BRIGNOLI, 2011, p. 111.

com a preferência da política externa dos EUA para a região mudando na direção de acordos bilaterais¹¹.

Em fevereiro de 1978, foi adotada no Chile uma nova política de desvalorizações cambiais pré-anunciadas, deliberadamente abaixo da taxa de inflação, com fins de estabilização de preços, em um regime que ficou conhecido como *tablita cambiaria*. A *tablita* foi pensada para impor um teto de preço para bens comerciáveis e gerar uma quebra nas expectativas inflacionárias (EDWARDS, 1996). O modelo da *tablita* foi adotado também pela Argentina e o Uruguai, sobre os quais entraremos em mais detalhes em capítulos posteriores.

Com as excelentes condições para empréstimos no mercado internacional na década de 1970, diversos países latino-americanos – com algumas exceções, como foi o caso, por exemplo, da Colômbia¹² – optaram por tomar empréstimos no mercado internacional, endividando-se no processo. Após o segundo choque do petróleo em 1979, as condições para empréstimo, como os juros, se deterioraram bastante, sobretudo após a declaração de moratória do México em agosto de 1982, quando os já escassos recursos para empréstimo para os países latino-americanos se reduziram ainda mais, dificultando o financiamento da dívida externa destes países e piorando de uma forma geral a conjuntura a nível regional.

¹¹ DONGHI, 1993, pp. 295-296.

¹² PEREZ-REYNA e OSORIO-RODRÍGUEZ, 2018, p. 8.

ARGENTINA

Este capítulo se inicia com uma introdução e uma breve explicação acerca da economia argentina anteriormente ao período de análise, discorrendo sobre fatores como os primeiros anos do Banco Central da República Argentina (BCRA) e as grandes reformas ocorridas a partir de 1943. Na parte seguinte, falaremos sobre os dois primeiros mandatos de Juan Domingo Perón (1946-1955), momento crucial na historiografia argentina no século XX, não apenas de um ponto de vista econômico, como também político, sendo fortemente enfatizado. Em seguida, tratamos do governo de transição de Eduardo Lonardi (1955) e o governo militar de Pedro Eugenio Aramburu (1955-1958), além dos governos de Arturo Frondizi (1958-1962), José María Guido (1962-1963) e Arturo Umberto Illia (1963-1966). A razão pela qual todos estes governos estão juntos é que, apesar de cobrirem um espaço de tempo similar ao de Perón, foi um período pouco expressivo do ponto de vista econômico, em parte por conta da alta instabilidade política, que foi uma constante e representou uma tendência que perdurou nos 20 anos e meio entre o fim do segundo mandato de Perón e o governo militar iniciado em 1976, quando a Argentina teve nada menos que 12 presidentes. Em seguida, trataremos dos governos militares de Juan Carlos Onganía (1966-1970), Roberto Marcelo Levingston (1970-1971), Alejandro Agustín Lanusse (1971-1973), os breves interregnos de Héctor José Cámpora (1973) e Raúl Alberto Lastiri (1973), além do retorno de Juan Domingo Perón (1973-1974) à presidência e sua viúva e sucessora Isabel Martínez de Perón (1974-1976). Por fim, discutiremos as mudanças trazidas pelo governo militar de Jorge Videla (1976-1981), quando podemos observar não apenas mudanças claras na política, como também alguns dos efeitos iniciais do segundo choque do petróleo.

Em 1935, houve uma importante mudança no sistema financeiro: Settimi e Audino (2012) explicam que o BCRA foi criado naquele ano com o intuito de supervisionar os demais bancos, como uma entidade mista. Echeverría (1961) critica a organização bancária de 1935, uma vez que esta não instituiu crédito às indústrias, que dependiam de recursos próprios, de crédito bancário hipotecário, inadequado para o financiamento industrial, ou então de recursos a curto prazo.

Durante a crise financeira ocorrida na década de 1930 e posteriormente na 2ª Guerra Mundial, a Argentina, assim como diversos outros países latino-americanos, virtualmente se fechou a importações, o que causou uma importante mudança na estrutura de preços, favorecendo o produto similar nacional, e portanto a industrialização por substituição de

importações. Foram também aplicados incentivos e medidas protecionistas, ainda que autores como Barbagallo e Rougier (2018) frisem que até a década de 1940 tais benefícios eram pontuais, não havendo legislação ou mecanismos específicos para ocupar-se da promoção industrial. A primeira lei específica para esta finalidade foi o decreto 14.630/44 de Fomento e Defesa da Indústria, que regulamentou direitos aduaneiros, cotas de importação e subsídios à produção industrial. No entanto, Barbagallo e Rougier (2018) destacam que os efeitos reais de tais medidas foram escassos, e limitaram-se basicamente a sustentar as tendências vigentes de crescimento.

Rougier (1999) destaca que, a partir de fins da década de 1930, e especialmente após o início da guerra, os setores industrial e militar exerceram pressão sobre o governo. em 1940 foi proposto um Plano de Reativação Nacional por Federico Pinedo, então ministro da Economia. O Plano, entre outras medidas, manteria o sistema de controle cambial então vigente e incorporaria mecanismos para o financiamento de atividades industriais. O Banco Central receberia autorização para a organização de um sistema emergencial de financiamento da atividade econômica dentro do país, a prazos médios e longos, que poderiam chegar a 15 anos para a indústria e 25 anos para a construção, em forma de conversão a partir de depósitos de curto prazo em bancos comerciais. O máximo autorizado para empréstimos se limitaria a 10% da carteira ativa dos bancos comerciais. O autor destaca que o financiamento à indústria era considerado excepcional, e, portanto, se limitaria a um período emergencial (ROUGIER, 1999, p. 25). O Plano, no entanto, não foi aprovado, mas, segundo Rougier (1999), foi instrumental para a mudança do entendimento acerca do financiamento industrial e o papel do Estado neste processo. Nos anos seguintes, o debate continuaria, com o surgimento de novos entendimentos, como o de que o Banco Central não teria relação direta com empresas industriais, podia redescotar a carteira de crédito industrial dos bancos inseridos no sistema, além de adquirir definitivamente uma parte dos créditos. A regulação da taxa de juros, no entanto, era reservada ao mercado.

Em agosto de 1943, o governo militar instaurado naquele ano instituiu um Sistema de Crédito Industrial. Criou-se um fundo no Banco Central, a princípio com recursos do Estado, mas já que estes recursos eram entendidos como insuficientes, ofereceu-se aos bancos juntar-se ao sistema. De acordo com o Decreto, o Fundo podia, com a autorização do Executivo, tomar

até 60% da participação nas operações de crédito destinadas às indústrias que “interessassem à defesa nacional”¹³. Esta atribuição, no entanto, não chegou a ser executada.

Em abril de 1944, finalmente foi criado o Banco de Crédito Industrial (BCIA), aberto em setembro daquele ano com o objetivo de dotação de maior capital circulante de longo prazo à economia e financiamento de investimentos destinados à indústria (ROUGIER, 1999, p. 33), uma vez que até então o sistema bancário era dominado principalmente por bancos privados que operavam no curto e médio prazos. O crédito para a construção civil, por exemplo, se limitava ao crédito hipotecário a longo prazo e, de acordo com Altimir, Santamaría e Sourrouille (1967), com uma rigidez que não se adequava às necessidades de boa parte das fábricas¹⁴. O BCIA então tinha como regra outorgar crédito com prazos de cinco ou dez anos, e respondeu por mais de 70% do crédito industrial no período peronista (ROUGIER e LÓPEZ, 2011). Em 1952, o nome do BCIA mudou para Banco Industrial da República Argentina (BIRA). Na década de 1960, seria criado o Banco Nacional de Desenvolvimento (BND).

Foi vedado ao Banco Industrial o recebimento de depósitos, uma vez que se entendia que, para cumprir seu papel de provedor de crédito a longo prazo, seu financiamento deveria ser baseado sobretudo nos fundos a ser outorgados ao mercado de capitais, em vez de depósitos a curto prazo. Os fundos ao BCIA foram estipulados da seguinte forma: foi estabelecida uma quantia a ser aportada pelo Governo Nacional, por meio de negociação de títulos da dívida pública. O Banco da Nação Argentina (BNA) também podia conceder um empréstimo a longo prazo com juros não maiores que 4% ao ano.

Rougier (1999) destaca que em 1944, primeiro ano de operações do Banco Industrial, entre as 25 empresas que mais receberam créditos, lidera o setor de metais e suas manufaturas, com um montante de 8,225 milhões de pesos, seguido por alimentos, bebidas e tabacos, com m\$ 4,663 milhões, têxteis e suas manufaturas, com m\$ 3,579 milhões, e produtos químicos, com m\$ 3,122 milhões, com estes 4 ramos correspondendo a cerca de 73% do montante total. O montante total concedido para as 25 empresas foi de m\$ 27,084 milhões¹⁵, refletindo 327 de um total de 342 operações realizadas naquele ano. O autor observa que os setores de alimentação e vestuário realmente estavam à frente da produção industrial argentina, mas não o setor metalúrgico, que o Banco justifica pela dificuldade de importação de insumos para seu funcionamento, sobretudo no período de guerra. O valor de 35% caiu para 10% no ano seguinte,

¹³ ROUGIER, 1999, pp. 30-31.

¹⁴ ALTIMIR, SANTAMARÍA e SOURROUILLE, 1967, p. 713.

¹⁵ ROUGIER, 1999, p. 46.

volume em maior consonância com a importância do setor, também em parte porque em 1945 o Banco começou a conceder crédito para a construção civil. Na verdade, até 1949 os principais setores aos quais os créditos do Banco se destinaram foram os de alimentos, bebidas e tabaco, têxteis e confecções, metais e suas manufaturas, produtos químicos e maquinaria e veículos¹⁶. O autor ainda enfatiza que a maior parte do volume de crédito concedido nos primeiros anos do BCIA foi a empresas de maior porte na região da capital. Rougier (1999) explica que a partir de maio de 1945 o Banco Industrial começou a realizar operações a curto prazo.

Governos Perón I e II (1946-1955)

Ao assumir o poder, Perón continuou a realizar mudanças no sistema financeiro: a Reforma de 1946 iniciou-se pela nacionalização do Banco Central em março, e um mês mais tarde foi dada a este autoridade sobre os depósitos e o saldo total das operações ativas dos bancos, principalmente por meio do redesconto. Nacionalizaram-se também os depósitos e constituiu-se um sistema de banco central que integrava a este todos os bancos oficiais e privados, além de outros organismos, com o objetivo de tornar o sistema financeiro um instrumento de apoio à indústria e de aumento do nível de emprego (BARBAGALLO e ROUGIER, 2018). O controle do crédito saiu dos bancos comerciais para ser uma ocupação do BCRA, e os primeiros estavam restritos então a operações de capital ou linhas de redesconto especificamente autorizadas pela autoridade central (BARBAGALLO e ROUGIER, 2018), sendo meros agentes da política creditícia. Segundo Rougier (2007), a reforma afetou diretamente o Banco Industrial, uma vez que o BCRA determinava a quantidade de recursos que podiam ser emprestados, além de poder propor membros da diretoria daquele para designação por parte do Poder Executivo.

Entre as principais instituições financeiras encarregadas da canalização do crédito estavam os seguintes bancos públicos: o Banco da Nação Argentina, ao setor agropecuário e ao comércio; o Banco de Crédito Industrial Argentino (BCIA), ao setor industrial; e o Banco Hipotecário Nacional (BHN), ao crédito hipotecário e ao acesso à habitação popular. Houve então uma grande expansão do volume de crédito e a prática de taxas de juros reais negativas; de fato, durante o período compreendido entre os anos de 1945 e 1972, estas foram positivas apenas em 1953, 1954 e 1969 (BARBAGALLO e ROUGIER, 2017; 2018; TORRE e RIZ,

¹⁶ ROUGIER, 1999, p. 237.

1993; REUTZ, 1991). Em 1946, tomou-se também a decisão de modificar o mecanismo de crédito hipotecário. Substituíram o mecanismo então vigente de Cédulas Hipotecárias (CHA) por um sistema de bônus hipotecários do BCRA em conjunto com o mecanismo de redesconto. Porém, o rendimento do novo instrumento era menor que o anterior, então este não teve muita aceitação (BARBAGALLO e ROUGIER, 2017, pp. 52-53).

O Instituto Argentino para a Promoção do Intercâmbio (IAPI), criado em 1946 e dissolvido nove anos depois, foi, durante seu curto período de existência, uma parte importante da política econômica argentina, sendo resultado de estudos baseados na certeza de um período de escassez de diversos bens, sobretudo bens primários, no mercado internacional após o fim da guerra. O IAPI tinha a função de comprar no mercado interno bens agropecuários e comercializando-os no mercado internacional, com o intuito de aproveitar os preços favoráveis para acumular reservas estrangeiras, tendo conseqüentemente inclusive favorecido os preços relativos do setor industrial, a reduzido o custo de bens de capital e consolidado o poder aquisitivo do mercado interno. Reutz (1991) sinaliza que entre 1946 e 1955 os déficits operacionais do IAPI foram cobertos mediante adiantamentos dos três bancos oficiais.

Como o Banco Industrial incorporou o *status* de agente financeiro do IAPI em 1946, entre este ano e 1948 o Instituto tinha uma participação de cerca de 60% dos créditos concedidos pelo Banco¹⁷. Rougier (2007) explica que estes empréstimos estavam principalmente concentrados no financiamento de convênios bilaterais, realização de compras do setor público no exterior, cobertura de gastos operacionais de empresas e financiamento de nacionalizações. Mais de 20% deste valor até 1949 foi utilizado para a compra de trens e materiais ferroviários. Rougier (1999) explica que, entre junho de 1946 e dezembro de 1949, 49% do montante de empréstimos concedidos pelo Banco Industrial foi para o IAPI. Na verdade, o autor chama atenção para o fato de que apenas 32% do crédito outorgado pelo BCIA de sua fundação até 1949 foi destinado a atividades industriais. Além do IAPI, setores que receberam importantes créditos do Banco no período foram os de transporte, construção, mineração, eletricidade, cinema, comunicações, entre outros¹⁸, com as atividades não industriais somando 19% do crédito acordado pelo Banco naquele período (ROUGIER, 1999).

Em 1946 foram estabelecidos regimes de empréstimos especiais para algumas atividades. Entre os destacados por Rougier (2007) estão as obras públicas e a indústria

¹⁷ ROUGIER, 2007, p. 89.

¹⁸ ROUGIER, 1999, p. 236.

produtora de óleos, sobretudo para compra de sementes ao IAPI, mas com a queda da demanda externa de produtos oleaginosos em 1949, estes empréstimos foram praticamente interrompidos. Havia também outro conjunto de empréstimos especiais destinados a pagamentos retroativos de salários atrasados, aumentos salariais e décimos-terceiros, estes concedidos principalmente aos setores elétrico, metalúrgico, telefônico, petroleiro e alimentício¹⁹. Havia também linhas menores de empréstimos especiais, que se destinaram principalmente a engenhos açucareiros, à indústria da pesca e empresas industriais, estes com o fim de barateamento de bens de consumo²⁰. De acordo com Barbagallo e Rougier (2018), os setores metalúrgico e produção de máquinas e aparelhos elétricos, e em geral setores de então recente desenvolvimento, foram os que mais aumentaram sua parcela dentro do crédito. Aumentou-se consideravelmente o capital instalado da indústria metalúrgica, enquanto o do setor têxtil aumentou apenas até 1950, observando uma retração logo após, dadas as dificuldades econômicas e financeiras experimentadas por diversas empresas do setor no período.

Na verdade, de uma forma geral o acelerado ritmo de expansão industrial experimentado a partir de 1946 acabou terminando em 1949, quando uma crise externa começou a dar seus primeiros sinais: após o auge das exportações agropecuárias e consumidas as divisas internacionais acumuladas na guerra, viu-se uma incapacidade de angariar recursos externos para provisão da indústria de insumos e bens de capital importados. Novas necessidades de política econômica então surgiram, dadas a incapacidade de expansão da exportação agrícola e a restrição de acesso ao crédito externo. O ano de 1949 viu uma grande queda no volume, e mais ainda, do valor das exportações, sobretudo de grãos. Entre outros motivos, destacam-se a seca, a sobrevalorização da moeda argentina, o aumento do consumo interno e o aumento dos preços internacionais (FAUSTO e DEVOTO, 2004, p. 306). Houve uma redução dos saldos comerciais, uma queda de 1,5% no PIB e uma inflação anual de 31%. Por conta disto, houve uma redução também nas importações, inclusive de insumos industriais (máquinas, equipamentos e matérias-primas), o que prejudicou bastante este setor.

Barbagallo e Rougier (2017) dão alguns dados sobre a oferta monetária no período de Perón: seu crescimento chegou a 27%, 24%, 29% e 22% nos respectivos anos de 1946 a 1949²¹. Os autores sinalizam que o setor externo funcionou como um fator de absorção da oferta

¹⁹ ROUGIER, 1999, pp. 155-158.

²⁰ ROUGIER, 2007, p. 89.

²¹ BARBAGALLO e ROUGIER, 2017, p. 48.

monetária. Durante os primeiros anos após a guerra, as reservas conversíveis foram sendo consumidas com constantes déficits comerciais incorridos com os EUA, e em 1950 o peso argentino sofreu uma desvalorização, a primeira após a guerra. Barbagallo e Rougier (2017) estimam que cerca de 60% da moeda criada na Argentina neste período pode ser explicada pela administração central e o IAPI, e o restante pelo crédito ao setor privado, sobretudo ao setor industrial, que observou um aumento real de 312% entre fins de 1945 e 1949, contra uma expansão de 151% na assistência ao setor rural no mesmo período (BARBAGALLO e ROUGIER, 2017).

Iniciou-se, após 1949, um sistema de licenças de câmbio especiais, e elevaram-se as taxas de juros do Banco Central. Houve uma redução da expansão monetária, e aumentaram-se as taxas de câmbio em 33%, em média. O início da Guerra da Coreia em 1950 gerou uma conjuntura temporariamente favorável para a Argentina, uma vez que aumentou o valor das exportações argentinas, estabilizando o PIB e melhorando as contas nacionais. Tomou-se também um empréstimo junto ao *Export-Import Bank* estadunidense (EXIMBANK). Em 1951, a situação voltou a piorar, com outra seca e consequente queda nas exportações, e aumentou-se novamente a taxa de inflação anual, de 25,6% em 1950 para 36,7% no ano seguinte.

A partir de 1950, o Banco Industrial teve seu papel como provedor de financiamento de seu respectivo setor, uma vez que havia um entendimento de que o Estado deveria “retirar-se” do que era considerado uma intervenção excessiva (ROUGIER, 2007). O valor real emprestado, então, parou de crescer, sendo negociados valores similares aos de 1948. O Banco se restringiria a prover créditos a firmas já instaladas para a evolução normal de seus negócios - tais como compra de matérias-primas e pagamento de salários -, assim como o financiamento de setores relacionados à produção rural, além de poucos grandes projetos de setores de grande impacto nas importações, como Maquinário e Metais (ROUGIER, 2007). Tendeu-se a desacelerar o fomento industrial e incentivar o setor agroexportador, sobretudo a partir de 1952, não apenas desacelerando o desenvolvimento da indústria, mas a expansão econômica como um todo, causando crises cíclicas no setor manufatureiro, centradas em 1949 e 1952, o que condicionou a assistência creditícia aos setores produtivos, mas com um conteúdo procíclico, ainda que expansivo durante todo o período. Apesar da redução do ritmo de criação de moeda no período 1950-52, a inflação foi na direção inversa. A expansão do crédito ao setor privado respondeu por cerca de três quartos da expansão dos meios de pagamento no período (BARBAGALLO e ROUGIER, 2017), e o crédito ao setor rural respondeu por 30% do crédito ao setor privado.

Em 1952 o PIB se reduziria em 6%, e a inflação chegaria a 39%, as exportações e o consumo interno cairiam, e os saldos comerciais seriam altamente negativos. A política monetária que foi executada, então, teria um aspecto de restrição do crédito, além de o governo aplicar outras formas de controle de preços, como o subsídio a alguns produtos e o congelamento de salários nominais por dois anos. O PIB, então, voltou a crescer a uma taxa anual média de 6% nos três anos seguintes, e a inflação caiu para 4% entre 1953 e 1954.

Governos Lonardi, Aramburu, Frondizi, Guido e Illia (1955-1966)

Em setembro de 1955, houve um novo golpe militar na Argentina, que pôs Eduardo Lonardi no poder. Apesar de ter ficado apenas 51 dias no cargo, Lonardi chegou a chamar Raúl Prebisch para avaliar a situação econômica e formular uma política. Desvalorizou-se mais uma vez a moeda argentina e desnacionalizaram-se os depósitos bancários. Nos anos seguintes, já durante o governo Aramburu, a Argentina passaria a fazer parte de organizações tais como o FMI e o Banco Mundial. O IAPI também foi dissolvido. A abolição de controles de importação causou um rápido aumento na demanda de divisas estrangeiras, reprimida por um bom tempo (TORRE e RIZ, 1993, p. 266).

Houve uma fuga de capitais com a crise verificada no governo Frondizi, com uma recuperação fraca em 1960 e 1961. A dívida externa, tanto de curto quanto de longo prazo, atingia altos valores, e as reservas nacionais vinham se deteriorando mais e mais. Quando José María Guido assumiu a presidência em 1962, o governo se viu forçado a recorrer ao crédito do Banco Central, acima dos limites acordados com o FMI, assim violando seus compromissos com este.

Buera e Nicolini (2019) citam que entre 1960 e 1976, a economia argentina era fechada a movimentos internacionais de capitais, e o mercado financeiro doméstico era altamente regulado. Como as taxas de juros eram fixadas pelo governo e a intermediação creditícia era feita principalmente por bancos estatais, havia pouco espaço para financiar déficits fiscais com dívida. Por conta disto, principalmente no início do período citado era comum o financiamento dos déficits via expansão monetária - os autores estimam que cerca de dois terços do financiamento dos déficits entre 1960 e 1976 tenham sido por meio de senhoriagem²². Nos três

²² BUERA e NICOLINI, 2019, p. 21.

meses que se seguiram a fevereiro de 1962, abandonou-se a política de taxa de câmbio fixa estabelecida em 1959, desvalorizando a moeda nacional em cerca de 60%, e a taxa de inflação naquele ano chegou a 30% (BUERA e NICOLINI, 2019).

Federico Pinedo, o novo ministro da Economia nomeado por Guido, esteve no cargo apenas entre 6 e 25 de abril de 1962, mas durante o curto período no qual esteve no cargo, realizou uma desvalorização do peso argentino de M\$N 80 para M\$N 120 por dólar estadunidense. Pinedo foi substituído por Álvaro Alsogaray, que retornou ao cargo para administrar um novo acordo com o FMI que envolvia políticas monetária e fiscal bastante restritiva. Seu objetivo era equilibrar o orçamento do governo e lidar com o “excesso de demanda” herdado do governo Frondizi.

A política restritiva teve efeito já em 1962: o PIB diminuiria em 4% entre 1962 e 1963, chegando ao mais baixo valor do PIB *per capita* em 10 anos, e houve um aumento no desemprego (TORRE e RIZ, 1993). Houve uma crise de liquidez severa, na qual os pagamentos foram adiados e cheques comerciais e *vouchers* emitidos pelo governo começaram a circular como substitutos para o papel-moeda. Mesmo com políticas de caráter tão recessivo, a inflação acumulada em 12 meses ainda atingia valores entre 20% e 30%, e a inflação do índice de preços ao consumidor, que era de 13% em 1961, chega a 28% em 1962 e 24% em 1963 (GIRBAL-BLACHA, ZARRILLI e BALSAS, 2001). Aroskind (2007) cita que o nível de capacidade ociosa da indústria atingiu valores próximos a 40% e o desemprego chegou a um nível não observado desde a crise econômica da década de 1930²³: Segundo Girbal-Blacha, Zarrilli e Balsa (2001), o nível de desemprego chega a 10% em 1963 e entre 1961 e 1963 o consumo por habitante caiu em cerca de 11%.

Durante o governo de Arturo Illia aumentou-se o crédito bancário ao setor privado. Em 1964 e 1965 o PIB cresceu em quase 9% ao ano, a indústria cresceu 15% ao ano e o desemprego foi reduzido pela metade (TORRE e RIZ, 1993; AROSKIND, 2007). O valor em dólares estadunidenses das exportações totais aumentou em quase 50%, e a produção agrícola aumentou em mais de 50% entre 1963 e 1966, após estar estagnada pelos 10 anos anteriores.

²³ AROSKIND, 2007, p. 100.

Governos Onganía, Levingston, Lanusse, Cámpora, Lastiri, Perón III e Isabel Perón (1966-1976)

Com a chegada de Juan Carlos Onganía ao poder, seu ministro da economia Adalberto Krieger Vasena optou por uma política monetária de cunho expansionista, com o objetivo de reduzir o risco de uma recessão. Aumentou-se o crédito ao setor privado, política em parte permitida pela redução da necessidade de empréstimos do Banco Central ao governo, possibilitada pela política fiscal mais austera. Os controles cambiais foram eliminados, e um novo acordo com o FMI foi firmado.

Até fins de 1968, a inflação anual tinha diminuído de 30% para menos de 10%. A inflação continuaria por volta deste nível, atingindo por volta de 7% em maio de 1969, ano no qual a economia cresceria a uma taxa de 8,9%. Até abril daquele ano, o valor nominal em dólares das reservas estrangeiras tinha praticamente quadruplicado desde a chegada do ministro Krieger Vasena.

Após a posse do General Rodolfo Levingston, Krieger Vasena foi substituído por Carlos Moyano Llerena, que realizou outra desvalorização do peso. A inflação em 1970 voltou a acelerar para valores acima dos 20%. Moyano Llerena seria substituído por Aldo Ferrer, economista ligado à CEPAL, que se preocuparia principalmente em livrar-se de pressões inflacionárias.

O ministro da Economia nomeado por Cámpora foi José Gelbard, que continuou no cargo após a volta de Perón. Gelbard assumiu uma economia com uma inflação acelerante e taxas moderadas de crescimento econômico. Quando o duplo mercado cambial foi implementado em setembro de 1971, a cotação de 5 pesos por dólar estadunidense fixada pela autoridade monetária era muito discrepante da cotação livre, com esta chegando a ARL 6,48 naquele mês e ARL 8,45 em dezembro²⁴. Em 1971 houve um déficit comercial, mas depois o déficit desapareceu, em grande medida por conta da intervenção do Banco Central: com este tipo de política, um déficit comercial implica uma grande perda de reservas, e a necessidade do desaparecimento do déficit acabou por restringir a política cambial, com o Banco Central tendo que intervir em ambos os mercados (ARNAUDO e BARTOLOMEI, 1977).

²⁴ ARNAUDO e BARTOLOMEI, 1977, p. 23.

Até o final de 1973, os impactos do primeiro choque do petróleo se tornariam evidentes. Juan Domingo Perón faleceu em julho de 1974, e Gelbard saíria do cargo em outubro, como parte da reorganização do gabinete presidencial feita por Isabel Perón. Seu substituto, Alfredo Gómez Morales, assumia uma economia superaquecida²⁵, próxima do pleno emprego e com altas taxas de inflação. O novo ministro comandaria políticas estabilizadoras de forma gradual, o que incluía uma redução na taxa de crescimento da oferta monetária.

Em 1974, o governo decretou uma nacionalização dos depósitos bancários, o que significava uma exigência de reserva aos bancos de 100%, que basicamente administravam depósitos em nome do BCRA, que decidiria quanto à alocação destes (VAZ, 1999). O Banco Central não foi capaz de desempenhar o papel de planejamento central, e em 1975 liberou as taxas de juros, que sofreram um grande aumento²⁶. Em junho de 1975, o ministro Celestino Rodrigo desvalorizou a moeda argentina em 160%, uma das medidas do que mais tarde se convencionou chamar de “Rodrigazo”, em referência ao nome do ministro (AROSKIND, 2007). Mais tarde, um outro ministro, Antonio Cafiero, proporia uma política gradual de indexação de preços, salários e da taxa de câmbio. Em março de 1976, a taxa de câmbio quase dobrou.

Governo Videla (1976-1981)

Quando a Junta Militar assumiu o poder em 1976, a conjuntura econômica argentina estava bastante problemática: a inflação se encontrava em valores altos – seu valor ao final do ano atingiu 446% (BELINI e KOROL, 2012) –, o déficit orçamentário chegava a 13% do PIB, havia um alto déficit no balanço de pagamentos, uma queda na atividade econômica com estimativas variando de 5 a 10%, além de o país haver perdido quase todas as suas reservas internacionais (VAZ, 1999, p. 157).

Em 1977, deu-se início a uma reforma financeira, com a anulação da nacionalização dos depósitos, além de uma flexibilização das condições para o funcionamento de novas entidades financeiras. O diagnóstico da equipe econômica do regime militar em meados de 1977 foi que a inflação era um fenômeno predominantemente monetário. Então, se estabeleceu uma política monetária restritiva, com a redução do crédito das autoridades monetárias ao

²⁵ TORRE e RIZ, 1993, p. 322.

²⁶ VAZ, 1999, p. 160.

Tesouro – com uma posterior exclusão do Banco Central do financiamento deste –, a imposição de recursos externos, o aumento da taxa do compulsório e a flexibilização dos juros, o que segundo Belini e Korol (2012) traria importantes efeitos nos anos seguintes.

A emissão monetária inferior à inflação, além da decisão de obrigar as empresas públicas ao mercado local de capitais a fim de fazer face a seus problemas de financiamento, aumentou significativamente as taxas de juros. Vaz (1999) cita que na primeira metade de 1977, estas aumentaram bastante, chegando a valores anualizados entre 140% e 150% nos primeiros meses, não muito longe dos valores do mercado paralelo em 1976, que atingiam valores próximos de 125%, enquanto as do mercado regulado saltaram de -8% em junho para 36% em dezembro em valores reais (GONTIJO, 1994).

Há autores que compartilham do entendimento de que o papel do sistema bancário na segunda metade da década de 1970 foi largamente negligenciado, com Vaz (1999) chegando a afirmar que as autoridades uruguaias e chilenas parecem haver se preocupado mais com a crise do que seus pares na Argentina²⁷. De acordo com Gontijo (1994), os efeitos observados deste aumento dos juros foi um início na tendência de queda do PIB já em fins de 1977, com a tendência de inflação se mantendo inalterada. Houve, no entanto, um crescimento do PIB de 4,9% naquele ano e a inflação baixou para 176% (TORRE e RIZ, 1993; BELINI e KOROL, 2012), um patamar ainda alto.

Gontijo (1994), porém, destaca o sucesso inicial da política posta em prática a partir de 1976 em reestabelecer o equilíbrio externo, com um grande aumento nas exportações e uma sensível queda nas importações. Com um saldo comercial positivo e a forte entrada de recursos externos de longo prazo, em grande parte consequência de negociações com o FMI e bancos internacionais, levando a um aumento das reservas internacionais. No entanto, o ano fechou com uma leve queda no PIB (da ordem de 0,2%), além de um aumento moderado no desemprego (GONTIJO, 1994). A redução na inflação foi moderada, continuando nos três dígitos até 1979. Um aspecto estrutural ressaltado pelo autor é que, entre 1976 e 1981, a produção industrial total oscilou entre quedas e aumentos, com uma queda média de 3,1% no período, com uma queda em sua participação no PIB de 9 pontos percentuais²⁸.

Em dezembro de 1978 foi estabelecida uma nova política cambial, que ficaria conhecida popularmente como “*tablita cambiaria*”, que consistia em desvalorizações programadas da

²⁷ VAZ, 1999, p. 155.

²⁸ GONTIJO, 1994, pp. 24-26.

moeda nacional, além de uma reforma aduaneira e a abertura à entrada de capitais estrangeiros. Esta política durou até março de 1981, com o fim do governo de Jorge Videla. Porém, as altas taxas de inflação reforçaram a tendência na direção da revalorização do peso. As altas taxas de juros, combinadas com a abertura para capitais estrangeiros, trariam um fluxo importante de divisas. Os dólares entravam como pesos no sistema financeiro, que oferecia taxas de juros mais altas que a inflação, que voltavam a se transformar em dólares, a um câmbio artificialmente alto, e saíam do país em busca de segurança (BELINI e KOROL, 2012). A entrada de capitais em altas proporções aumentou a liquidez dentro do sistema financeiro argentino, o que traria um maior impulso à inflação.

Com o dólar mais barato, redução nas taxas de importação e aumento dos custos financeiros, reduziu-se a rentabilidade das indústrias argentinas, principalmente os setores têxtil, de madeira e de metais básicos. O endividamento externo, graças às condições excepcionais de liquidez no mercado internacional causada pelos petrodólares, tendia a aumentar. Segundo Belini e Korol (2012), somente entre 1979 e 1980 a dívida externa privada aumentaria em 200%, em parte por conta da recessão que atingiu o país em fins de 1979, piorada pela já problemática conjuntura interna. Gontijo (1994) explica que, apesar do sucesso da *tablita* em reduzir a inflação em um primeiro momento, a valorização real do peso desestimulou as exportações e estimulou as importações (além de outros fatores como a deterioração da conjuntura econômica externa), de modo a que o saldo comercial argentino fechou 1980 com um déficit. O balanço de pagamentos, no entanto, não foi deficitário porque houve uma entrada líquida de capital externo.

Em conjunto com o aumento dos juros internacionais, “a combinação da sobrevalorização cambial com a liberação do mercado financeiro provocou forte movimento especulativo, levando ao endividamento externo e à fuga de capitais” (GONTIJO, 1994), gerando um desequilíbrio que ficaria claro em março de 1980, com a quebra do Banco de Intercâmbio Regional (BIR), evento que suscitou uma crise de confiança que traria consequências para diversas outras instituições financeiras, além do mercado cambial, ao que se seguiu uma retirada em massa de depósitos bancários, assim como a compra de dólares. Concedeu-se um apoio especial por meio de adiantamentos do BCRA, as taxas de juros foram liberalizadas, e não se eliminou o então vigente sistema de garantia de depósitos pelo Banco Central, situação que basicamente criou incentivos para um descontrole dos empréstimos bancários, e ocorreu uma alta expansão creditícia como consequência. Apesar desta expansão,

a tendência recessiva da economia aprofundou-se, por conta do grande aumento observado nas taxas de juros²⁹.

²⁹ GONTIJO, 1994, pp. 22-23.

BRASIL

Este capítulo está estruturado da seguinte maneira: primeiramente, faremos uma breve introdução, explicando os antecedentes, no sistema financeiro nacional, ao período de interesse deste trabalho. Depois, dedicamos uma parte aos governos de Eurico Gaspar Dutra (1946-1951), o segundo de Getúlio Vargas (1951-1954) e o de João Café Filho (1954-1955), em um período histórico que cobre também os breves governos de transição de Carlos Luz (1955) e Nereu Ramos (1955-1956); a explicação pela qual pomos estes três governos juntos é a forte influência de Vargas no governo de Dutra, o qual fora seu ministro da Guerra em seu governo anterior, e portanto há certa continuidade nas políticas dos dois governos, e a brevidade do governo de Café Filho não o permitiria fazer grandes mudanças na política econômica. A parte seguinte cobre os governos de Juscelino Kubitschek (1956-1961), Jânio Quadros (1961) e João Goulart (1961-1964), em um período que cobre também os breves interregnos de Ranieri Mazzilli (1961; 1964); resolvemos pô-los juntos para cobrir um espaço temporal similar à parte anterior, mas também porque as políticas dos governos Quadros e Goulart são consequências diretas da conjuntura deixada por JK, e a alta instabilidade política criou muitos obstáculos para a elaboração de políticas, incluindo a econômica. A parte seguinte refere-se apenas ao governo militar do Marechal Humberto Castelo Branco (1964-1967), por entendermos que as reformas institucionais ocorridas no período merecem uma parte própria no capítulo, dada a sua importância e extensão. Depois, falamos do período correspondente aos governos do Marechal Artur da Costa e Silva (1967-1969) e do General Emílio Médici (1969-1974), que coincidem com o mandato do ministro da Fazenda Antônio Delfim Netto e o período conhecido como “Milagre Brasileiro”, assim chamado porque observou taxas jamais observadas de crescimento do PIB, ao menos após o início de seu cálculo oficial em 1947, e as taxas de inflação mais baixas desde 1959 até meados da década de 1990. Por fim, abordamos o período do General Ernesto Geisel (1974-1979), governo que coincidentemente se situou entre os dois choques do petróleo da década de 1970, conjuntura internacional que afetou o sistema econômico mundial e causou sérias consequências com as quais os governos brasileiros subsequentes teriam que lidar por mais de uma década, e finalizaremos esta parte com uma breve análise de seu legado.

A partir da segunda metade da década de 1930, sentiu-se a urgência de políticas de financiamento industrial, por conta da rápida ampliação dos investimentos relacionados ao processo de substituição de importações, e os bancos privados não dispunham de instrumentos

específicos de captação de recursos para empréstimos de médio e longo prazos³⁰, sobretudo em grande escala. Em 1937, foi tomada uma importante decisão neste sentido: foi criada a Carteira de Crédito Agrícola e Industrial (CREAI) do Banco do Brasil. Mais tarde, em 1952, seria criado o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico (BNDE, em 1982 receberia o termo “e Social”, tornando-se BNDES), como resultado de estudos conduzidos na Comissão Mista Brasil-Estados Unidos para o Desenvolvimento Econômico (CMBEU). Outros importantes bancos de desenvolvimento criados no Brasil por volta deste período foram o Banco da Amazônia, criado em 1942, e o Banco do Nordeste, criado em 1952, com o objetivo de desenvolver economicamente suas respectivas regiões de atuação e reduzir as desigualdades regionais.

Abriram-se bastantes bancos e casas bancárias durante a guerra, dos quais uma boa parte com objetivos especulativos, principalmente por conta do rápido crescimento do mercado imobiliário durante e logo após a guerra. Sochaczewski (1993) cita que

Durante a guerra o crédito bancário esteve fora de controle e a inflação foi seguida de perto por uma forte expansão de depósitos, que se elevaram em quase quatro vezes entre 1939 e 1946. O número de bancos aumentou de 277 para 476 e as agências de 741 para 1.627, no mesmo período (OVERSEAS ECONOMIC STUDIES, 1948 *apud* SOCHACZEWSKI, 1993).

A alta quantidade de empréstimos duvidosos e especulativos realizados no período da guerra gerou uma grande dificuldade para muitos destes bancos, que não tinham suficiente liquidez e ativos realizáveis em curto prazo para cobrir os empréstimos feitos, e muitas destas instituições acabariam por fechar nos anos subsequentes a este período. Até 1968 o número de matrizes bancárias se reduziria para 223 e o número de agências aumentaria para 7.884, aumentando a concentração bancária a um patamar maior do que antes da guerra (SUMOC; BACEN *apud* SOCHACZEWSKI, 1993).

As principais instituições do sistema financeiro até então eram o Banco do Brasil (BB), que atuava como principal autoridade monetária, além de exercer funções de banco comercial, os bancos estaduais, as Caixas Econômicas, além de diversos bancos privados, nacionais e estrangeiros. Havia também casas bancárias, que eram basicamente bancos comerciais de menor porte, além de cooperativas. As principais operações eram: financiamento hipotecário; financiamento rural; descontos de títulos em curto prazo e redesconto entre bancos; crédito em

³⁰ VERSIANI e SUZIGAN, 1990, p. 25.

conta corrente; recebimento de depósitos à vista e a prazo; e operações com câmbio. A Lei da Usura limitava os juros que podiam ser cobrados.

A política da CAMOB foi idealizada para reprimir a inflação de crédito, devendo, então, assistir os bancos em períodos de crise, sendo limitada a fornecer liquidez para os títulos de médio e curto prazos constantes no ativo dos bancos comerciais. Contudo, acabaria por se tornar um instrumento de aumento do crédito inflacionário.

Depois de diversas propostas de reforma financeira feitas desde 1931, finalmente uma levou-se a cabo em 1945: foi criada a Superintendência da Moeda e do Crédito (SUMOC), para servir como autoridade monetária, ao menos temporariamente, até que um Banco Central fosse criado no futuro. Antes de sua criação, os principais órgãos oficiais do sistema financeiro brasileiro eram a Carteira de Emissão e Redesconto (CARED), a Caixa de Mobilização e Fiscalização Bancária (CAMOB), subordinada à primeira, e a Carteira de Câmbio do Banco do Brasil, todas subordinadas ao BB. Quando da criação da SUMOC, ela era dirigida por um conselho presidido pelo ministro da Fazenda, e formado pelo presidente do BB, o diretor executivo da SUMOC, o diretor da Carteira de Câmbio do BB e os diretores da CARED e da CAMOB; mais tarde, entrariam também o diretor da Carteira de Comércio Exterior (CACEX) e o presidente do BNDE. Entre as principais atribuições deste Conselho estavam a coordenação da CAMOB, da CARED e da Carteira de Câmbio, e tomar decisões nos respectivos campos de atuação. A SUMOC foi planejada como um organismo para realização da política monetária, sendo em muitos aspectos resultado do esforço do Departamento Econômico do Ministério da Fazenda, em específico da Seção de Estudos Econômicos e Financeiros, e tendo como objetivo fundamental operar de forma similar a um banco central, com a contenção da inflação como sua principal política no pós-guerra. Tinha amplas atribuições sobre o estabelecimento de bancos – podendo inclusive fixar suas reservas mínimas onde não havia filiais do Banco do Brasil –, regulamentação dos negócios bancários, entre diversas outras, tendo inclusive controle sobre a política financeira internacional, por ser depositária dos recursos do FMI (Fonte: Peláez, 1987).

Governos Dutra, Vargas II e Café Filho (1946-1956)

O Brasil acumulara, durante a guerra, uma grande quantia em reservas internacionais, e havia um otimismo, no início do governo Dutra, de que uma política cambial mais liberal criaria

os incentivos necessários à atração de capital externo. De acordo com Figueiredo Filho (2005), Reigoto, Mattos e Cerqueira (2019), durante os primeiros anos de existência da SUMOC, o grande foco da política econômica foi o combate à inflação, o que o governo usou como parte da justificativa para a retirada das restrições cambiais para importação, entendendo que o aumento da oferta de bens importados tenderia a reduzir as pressões inflacionárias. Mais tarde, o governo teria que mudar sua estratégia: boa parte das reservas internacionais que o Brasil havia acumulado era formada por moedas não conversíveis, e entre 1946 e 1948 o Brasil acumulava superávits em moedas não conversíveis, e déficits em moedas conversíveis (principalmente o dólar estadunidense), em parte porque o câmbio sobrevalorizado incentivava as importações, e isto significava que as reservas internacionais que efetivamente tinham valor estavam sendo consumidas para manter o câmbio. Outro problema é que os recursos que o Brasil esperava por ter ajudado os EUA na guerra não chegaram, uma vez que a preocupação maior estava voltada para a reconstrução de países devastados pela guerra, principalmente países europeus e o Japão. O governo optou por não mudar a taxa de câmbio, então foram estabelecidos controles de importação a partir de julho de 1947, e a Instrução Nº 25 da SUMOC obrigou os bancos a vender 30% do câmbio ao Banco do Brasil. Esta porcentagem seria elevada posteriormente para 75% em janeiro de 1948, via Instrução Nº 26, e suspensa em março de 1949, via Instrução Nº 28. A partir de fevereiro de 1948, começou-se a exigir licenças de importação.

A política de combate à inflação, porém, não foi sempre seguida: de acordo com Malan e Bonelli (1990), o déficit orçamentário em 1946 foi financiado totalmente por meio da emissão de moeda. Mais tarde, após o aumento da autonomia dos governos estaduais, garantida pela Constituição de 1946, e com uma estrutura fiscal inadequada, o governo central apoiaria o financiamento inflacionário dos déficits estaduais. Porém, Mettenheim (2009) explica que Horácio Lafer, ministro da fazenda de Vargas, determinou uma redução nos gastos com um objetivo de gerar um superávit nas contas públicas. Cita também que o presidente do BB, Ricardo Jafet, buscou políticas monetárias expansionistas, e aumentou o crédito do BB em 66% em 1951 e 40% em 1952.

A taxa de câmbio brasileira foi fixada a partir de 1946, conforme os acordos de Bretton Woods, de acordo com o câmbio de 1939, o que com a taxa brasileira de inflação mais alta do que a do dólar estadunidense significava uma sobrevalorização do câmbio real, principalmente porque o governo não quis reajustá-la até 1953, procedimento previsto nos acordos de Bretton Woods; parte da razão por trás desta opção do governo foi porque a elasticidade-preço do café

no mercado internacional é muito baixa, e este ainda era responsável por cerca de dois terços das divisas internacionais que chegavam ao Brasil.

Quando Dutra assumiu como presidente, a SUMOC tinha apenas recentemente iniciado suas atividades, e à época

havia poucos instrumentos de atuação disponíveis para controlar a expansão dos meios de pagamento: elevar o recolhimento compulsório, para evitar a expansão do crédito; financiar os déficits públicos, mediante emissão de títulos como forma de evitar o recurso a emissão de numerário ou mesmo sua compra e venda para controlar o volume de meios de pagamento; e modificar a taxa de redesconto, a fim de influenciar na decisão de se recorrer ao redesconto (FIGUEIREDO FILHO, 2005).

Toda esta limitação era problemática, sobretudo porque, segundo Figueiredo Filho (2005), nos primeiros anos da SUMOC, o recolhimento compulsório não se mostrou um instrumento efetivo de controle da expansão de crédito e meios de pagamento³¹. O autor também cita que não se criou um mercado de títulos públicos no qual o mecanismo de mercado aberto tivesse muita importância.

O sistema bancário era largamente dominado pelo setor privado, com bancos comerciais operando principalmente no curto prazo, com recursos sendo mobilizados principalmente via depósitos à vista, sendo descritos por Barker (1990) como “meros emprestadores de dinheiro, divorciados de funções de desenvolvimento”. Um dado pouco usual para uma economia com taxas de crescimento tão altas como as do Brasil de então, destacado por Sochaczewski (1993), é de que o volume real de crédito concedido pelos bancos comerciais ao setor privado entre 1951 e 1967 se manteve pouco alterado: o autor cita que entre 1952 e 1961, a taxa anual média de crescimento dos ativos financeiros reais foi de 5,6%, enquanto a taxa média de crescimento do PIB real no mesmo período foi de 6% ao ano. Neste período, os depósitos à vista tiveram um aumento real de 36%, enquanto os depósitos a prazo tiveram uma redução real de 55%, com um crescimento real dos depósitos totais de 16%. Isto significa que as respectivas participações no total passaram de 78% e 22% para 91% e 9% (MOVIMENTO BANCÁRIO DO BRASIL *apud* SOCHACZEWSKI, 1993). Estes dados, além da informação de que a maior parte dos depósitos a prazo era de curto prazo, nos permite concluir que os bancos brasileiros não lograram, por opção ou não, acumular fundos de longo prazo, importantes para a realização de empréstimos com maiores horizontes temporais. Porém, dado que os juros cobrados por empréstimos eram muito mais altos que os pagos a depósitos, além do fato de que houve um

³¹ FIGUEIREDO FILHO, 2005, p. 68.

aumento nos depósitos totais, o impacto sobre o sistema bancário deste deslocamento na estrutura de depósitos foi mínimo.

Um fator que pouco se cita na literatura (sobretudo em comparação com países como a Argentina) é que, por conta de fatores como as altas taxas de inflação e a Lei da Usura, durante boa parte do período entre 1950 e 1967 (com especial destaque para o período 1960-1964, quando isto se tornou especialmente evidente), a taxa efetiva real de empréstimos foi negativa, chegando a -60% ao ano em 1963 (SOCHACZEWSKI, 1993). Esta conjuntura de juros baixos, como era de se esperar, causava uma grande demanda por empréstimos por parte das empresas, e conseqüentemente a busca dos bancos por atrair depósitos. Por conta desta concorrência e baixa taxa de expansão de fundos disponíveis para empréstimo, as empresas que necessitavam de financiamento de capital de giro tinham, por vezes, que recorrer a meios alternativos de financiamento. O chamado “mercado paralelo”, no qual as empresas vendiam seus títulos diretamente ao público (ao maior lance oferecido), cresceu bastante na década de 1950.

A CMBEU realizou diversos estudos entre 1950 e 1954, para identificar problemas e possíveis soluções para a economia brasileira. Um destes estudos levou à criação do BNDE em 1952, com um entendimento de que um banco de desenvolvimento seria uma importante fonte de financiamento. De acordo com Corrêa (1995) e Sochaczewski (1993), os recursos do BNDE provinham essencialmente de fontes internas. Os recursos externos, dos quais uma boa parte fora negociada no âmbito da CMBEU, foram, desde o início, abaixo do esperado: entre 1952 e 1954 eram de menos de um terço do prometido. Uma das principais causas apontadas foi a eleição em 1952, e posterior posse em 1953, do candidato republicano Dwight Eisenhower para substituir o democrata Harry Truman, então presidente dos EUA.

O BB costuma ser definido como o principal banco rural do Brasil neste período, e esta definição não é exagero: após 1953, o BB supria mais de 70% do crédito total ao setor. Parte da razão é que três moratórias rurais haviam sido declaradas desde 1930, sinalizando um alto risco, mas outra importante razão é que os bancos privados atendiam principalmente aos centros urbanos, e em muitas regiões rurais o BB era o único banco presente, sobretudo com a rápida expansão da fronteira agrícola que ocorria à época. A produção era financiada por meio da CREA e a exportação por meio da CACEX, além de realizar compra e venda de estoques de certos produtos, sobretudo gêneros de exportação.

O início da Guerra da Coreia em 1950 levou vários países, incluindo o Brasil, a fazer estoques preventivos de diversos produtos, dado o medo generalizado de um possível terceiro

conflito de proporções globais, e o Brasil relaxou seu controle de importações, e se viu obrigado a gastar boa parte de suas reservas internacionais (FIGUEIREDO FILHO, 2005; MALAN e BONELLI, 1990). Ainda que tenha havido uma alta favorável do preço do café, parte destas importações teve de ser coberta por juros e financiamentos compensatórios oficiais. Uma maneira que muitos exportadores encontraram para contornar a supervalorização da moeda brasileira foi o uso de operações vinculadas: suas receitas cambiais podiam ser vendidas diretamente com ágio, o que para efeitos de receita, equivalia a uma desvalorização do cruzeiro. A escassez de divisas conversíveis forçou o governo brasileiro a criar mecanismos de alocação de divisas. Um destes mecanismos foi a Instrução Nº 70 da SUMOC, que em outubro de 1953 substituiu o sistema então vigente de licenças de importação por um sistema de leilão de divisas, e no que concerne a exportações, o BB readquiria sua posição monopolista no mercado cambial. A Lei Nº 1.807, de 7 de janeiro de 1953³² criou um sistema de câmbio livre limitado para exportações de interesse nacional e permitiu a entrada e saída de capital e seus lucros (com um limite máximo para remessas de juros e lucros), além de permitir a compra e venda de moeda estrangeira para fins de turismo. De acordo com Baer (2002), o sistema de câmbio múltiplo adotado no período foi favorável a grande parte dos bens de capital, bem como insumos para a agricultura, e ainda algumas indústrias selecionadas, apesar de ter desestimulado as exportações. Ironicamente, o já citado mercado internacional de café seria uma das principais razões para a eventual desvalorização do câmbio em 1953: o café brasileiro estava perdendo competitividade no mercado internacional, sobretudo para o produto colombiano, cujo valor de produção em dólares era mais barato. O mesmo argumento podia ser aplicado a outras exportações brasileiras, além da atratividade de capitais: um câmbio supervalorizado aumenta os custos e desincentivam o investimento, e este argumento também foi utilizado em favor do reajuste cambial (FIGUEIREDO FILHO, 2005).

Governos Kubitschek, Quadros e Goulart (1956-1964)

O presidente Juscelino Kubitschek assumiu o cargo em 1956, com uma política pautada fortemente no desenvolvimento da indústria e da infraestrutura, com seu Plano de Metas, formado por 30 pontos principais, e um 31º, a chamada “meta-síntese” da construção de uma nova capital para o país, Brasília. Villela (2005) explica que, durante o governo JK, houve uma

³² Lei Nº 1.807, de 7 de janeiro de 1953. Dispõe sobre operações de câmbio e dá outras providências.

rápida aceleração da inflação: A inflação oficial saltou de 12,5% em 1956 para 30,5% em 1961. O autor cita esta aceleração inflacionária como fruto, em grande parte, de políticas monetária e creditícia de cunho expansionista: Destaca-se que nas fases iniciais do Plano de Metas de JK não se falava de como este desenvolvimento seria financiado. Os gastos públicos e privados eram financiados por meio da expansão dos meios de pagamento e do crédito, assim como empréstimos do BNDE e empréstimos no exterior, então parte do resultado envolve um grande crescimento da inflação e da dívida externa. Serra (1982b) cita também o crédito oficial subsidiado para estimular a acumulação do setor privado nos setores considerados prioritários, além da criação de grupos executivos formados por representantes da SUMOC, CACEX, BNDE e empresários, com o intuito de “organizar, incentivar [...] e acompanhar a implementação das diferentes metas setoriais” (SERRA, 1982b, p. 23).

A Lei Nº 3.244, de 14 de agosto de 1957³³ simplificou as categorias cambiais e tarifas. O papel do sistema cambial, portanto, deixava de ser auxiliar o balanço de pagamentos e passava a ser de promoção da industrialização. A instrução nº 113 da SUMOC, baixada dois anos antes, também foi criada com o intuito de “simplificar a regulamentação sobre o licenciamento de importações que independam de cobertura cambial, bem como as vantagens da criação de um clima favorável para os investimentos de capitais estrangeiros no País”³⁴, criou mecanismos para favorecer investimentos que fossem considerados importantes para o desenvolvimento, sob a perspectiva do governo; de fato, Villela (2005) aponta que

mais de 50% do total de investimento externo direto que ingressou no Brasil entre 1955 e 1960 [...] o fizeram sob a égide daquela Instrução. Igualmente, dos [...] empréstimos e financiamentos obtidos pelo Brasil entre 1955 e 1960, mais de 60% também ingressaram no país sob a forma de máquinas, veículos e equipamentos sem cobertura cambial (VILLELA, 2005, p. 52).

Serra (1982b) dá uma dimensão dos empréstimos tomados pelo Brasil no governo JK: as amortizações da dívida externa brasileira aumentaram em aproximadamente 170% em valores nominais em dólares estadunidenses entre os períodos de 1950-1956 e 1957-1963³⁵, tanto que em 1959 houve uma ruptura do governo JK com o FMI, em parte por conta das duras críticas às suas exigências por parte de economistas de tradição estruturalista, cujo principal núcleo no Brasil era o Grupo Misto CEPAL-BNDE. Esta ruptura causou dificuldade também com outras instituições financeiras internacionais, uma vez que muitas utilizavam o aval do

³³ Lei Nº 3.244, de 14 de agosto de 1957. Dispõe sobre a Reforma da Tarifa das Alfândegas, e dá outras providências.

³⁴ Fragmento retirado do texto da Instrução Nº 113 da SUMOC.

³⁵ SERRA, 1982b, p. 26.

FMI como parte da avaliação de empréstimos. Sochaczewski (1993) aponta esta ruptura como uma das principais causas da suspensão dos recursos externos do BNDE entre 1958 e 1960.

Mais uma reforma cambial foi realizada em 1961, com o objetivo de unificar as taxas de câmbio (Instruções 204 a 208 da SUMOC) para facilitar a gestão do setor externo da economia e renegociar a dívida externa (LOUREIRO, 2010), e aproveitou-se a reforma para realizar mais uma desvalorização do cruzeiro, a fim de aproximá-lo ainda mais da taxa de câmbio praticada no mercado livre, além de permitir que uma maior parte das importações (mais tarde, isto seria expandido a todas as importações) e exportações fosse realizada no mercado livre (no caso das moedas então conversíveis). A reforma, no entanto, não teve o efeito planejado, uma vez que os déficits em caixa do Tesouro aumentaram em um ritmo maior do que as metas governamentais. A Instrução N° 207 da SUMOC reduziu o percentual de depósitos compulsórios dos bancos privados no Banco do Brasil. Loureiro (2010) cita que entre fevereiro e abril de 1961 houve uma redução nos empréstimos reais ao setor privado.

A inflação vinha acelerando desde fins do governo JK, mas o PIB ainda estava crescendo a altas taxas até 1961. Em 1962, porém, o crescimento econômico estava desacelerando, e este indicador, junto com outros fatores, tais como a aceleração da inflação e um valor recorde do déficit governamental, da ordem de Cr\$ 238 milhões, sinalizavam uma fase problemática para a economia brasileira. Havia um consenso entre economistas das mais diversas escolas e inclinações que a inflação era demasiado alta para ser consistente com o crescimento, mas não havia um programa de controle inflacionário: havia um programa anti-inflacionário no Plano Trienal do governo de Goulart, mas abandonaram-se os controles isolados da inflação. O Banco do Brasil forneceu adiantamentos da ordem de Cr\$ 216 milhões. A venda de títulos do Governo chegou a Cr\$ 22 milhões, sendo usada quase que totalmente para financiar os saldos negativos dos estados. Os empréstimos totais do sistema bancário aumentaram em Cr\$ 717,3 milhões, dos quais Cr\$ 469,3 milhões foram recebidos pelo setor privado, constituindo parte da política de crédito fácil e reajustes salariais. O BB não tinha saldos positivos com o sistema bancário e as operações de câmbio, então a única fonte de recursos foi o redesconto. Os créditos fornecidos ao setor privado, provenientes destes recursos, foram da ordem de Cr\$ 199,7 milhões, sendo Cr\$ 85,2 milhões destes concedidos à CREAL, sendo a maior parte em forma de crédito rural. A Carteira de Crédito Geral (CREGE) recebeu Cr\$ 114,5 milhões, sendo grande parte para o setor privado para o financiamento do 13° salário. O superávit foi da ordem de Cr\$ 9 milhões. Durante o ano, o Banco do Brasil continuou a concorrer pelos depósitos do público com o resto do sistema bancário. Obteve também da

SUMOC aumento dos depósitos compulsórios de 14% para 22% para os depósitos à vista e de 7% para 14% para os depósitos a prazo. Nos anos seguintes, a situação continuaria a piorar: em 1963, o crescimento do PIB *per capita* seria negativo, e a inflação continuaria a acelerar, a despeito de medidas drásticas como o congelamento dos preços dos contratos de aluguel de imóveis, e mesmo em 1964 o Índice Geral de Preços quase dobraria.

Governo Castelo Branco (1964-1967)³⁶

Quando os militares tomaram o poder em 1964, a conjuntura econômica era problemática. Skidmore (1988) nota que o modelo então vigente não permitia gerenciar políticas econômicas complexas: o modelo de lidar com questões específicas separadamente havia funcionado na década de 1950 principalmente pela fase de franca expansão e prosperidade econômica que o Brasil então passava, mas não em um momento de dificuldades como 1964, de aceleração da inflação a níveis sem precedentes e de estagnação do PIB. A equipe econômica do governo, encabeçada pelo ministro do Planejamento Roberto Campos e o ministro da Fazenda Otávio Bulhões, criou um plano econômico chamado Programa de Ação Econômica do Governo (PAEG), que previa, entre outras coisas, amplas reformas³⁷ no sistema financeiro brasileiro, refletindo um entendimento de que o país precisava de instituições robustas que pudessem permitir o desenvolvimento econômico com estabilidade de preços. O modelo proposto de reforma era inspirado no sistema norte-americano de instituições financeiras especializadas, em oposição ao modelo europeu (ou alemão) de banco misto; já no início foi também descartada a possibilidade de instaurar um sistema similar ao mexicano, no qual as instituições financeiras públicas tinham um papel fundamental, ainda que não se tenha achado prudente instaurar uma reforma apoiada nas instituições privadas então existentes (ALMEIDA, 1980).

A Reforma Bancária de 1964 criou o Banco Central do Brasil (BACEN) para servir de principal autoridade monetária, extinguindo assim a SUMOC, e substituiu o Conselho da SUMOC pelo Conselho Monetário Nacional (CMN), presidido pelo Ministro da Fazenda e tinha como membros os presidentes do BB, do BNDE e do recém-criado BACEN, além de

³⁶ Esta parte do capítulo foi, em grande parte, reaproveitada do trabalho realizado na iniciação científica (ALMEIDA e FREDDO, 2019). Agradecemos ao PROIC-UnB pela oportunidade e apoio institucional.

³⁷ Vide Lei Nº 4.595, de 31 de dezembro de 1964. Dispõe sobre a Política e as Instituições Monetárias, Bancárias e Creditícias, Cria o Conselho Monetário Nacional e dá outras providências.

outros três diretores do BACEN e mais dois membros, apontados pelo Presidente da República e aprovados pelo Senado. Sua política tinha objetivos bem amplos: regular o estoque de moeda para atender as verdadeiras necessidades da economia e do processo de desenvolvimento; controle da inflação ou deflação; regular a taxa de câmbio e o equilíbrio do balanço de pagamentos; supervisão da solvência das instituições financeiras; coordenação das políticas monetária, fiscal, orçamentária e creditícia, bem como da dívida interna e externa.

O BB continuaria como “autoridade monetária híbrida” até 1986 a despeito da criação do BACEN, contrariando, de certa forma, a noção de “bancos especializados” por trás da Reforma e do PAEG.

Várias atribuições desta autoridade foram mantidas por ele, facilitadas pela preservação de sua estrutura operacional e administrativa. Permaneceu como agente financeiro do Tesouro Nacional, sendo arrecadador e pagador, tinha seu caixa com as disponibilidades do Tesouro e das entidades federais. Era ainda o principal instrumento executor da política financeira do governo, encarregado dos programas oficiais de crédito, da política de estoques governamentais (compra e venda de produtos agropecuários) etc. Exercia funções em nome do Banco Central do Brasil para receber depósitos voluntários das instituições financeiras, executar o serviço de câmara única de compensação de cheques, além da incumbência de supridor do meio circulante em todo o país; realizar adiantamentos a operações de interesse do Tesouro; e aplicar fundos e programas de fomento, cuja gestão tinha sido preservada no Banco Central (DIRETORIA DE COMUNICAÇÃO E MARKETING DO BANCO DO BRASIL, 2010).

Uma das medidas mais importantes tomadas no período no que toca ao BB foi a compatibilização com a política econômica do governo das atividades daquele, uma vez que o que se via antes da reforma era que além de atuar como verdadeiro Banco Central até a criação do BACEN, também costumava expandir suas operações sem se preocupar sobre as repercussões monetárias, contribuindo significativamente para a inflação, o que preocupava o Governo (PELÁEZ, 1987). Este então aproveitou a posição do Banco do Brasil como principal instituição bancária do país para desempenhar parte importante na política econômica e financeira, expandindo o crédito e os meios de pagamento conforme as necessidades, bem como o financiamento de setores importantes como o setor exportador. Houve uma reforma gradual do mercado cambial em 1964, com o objetivo de eliminar várias divisões do mercado, em um esforço de unificar a taxa de câmbio. Houve uma tentativa de encontrar a real relação entre custos internos e externos através da taxa de câmbio, mas ainda prevaleceu relativa divisão do mercado cambial.

A análise da política monetária pode ser embasada nas operações das autoridades monetárias. Havia três categorias principais da aplicação de fundos: empréstimos ao Tesouro Nacional, empréstimos em cruzeiros relacionados a operações de *swap* e empréstimos do Banco

do Brasil ao setor não bancário da economia e aos bancos comerciais (sob a forma de redescontos). As principais fontes de recursos eram: os resultantes da expansão monetária; os não monetários originados em transações externas (operações de câmbio, controle de importações etc.); e variações do papel-moeda em circulação. Mas provavelmente o aspecto mais significativo do PAEG sob o ângulo da política monetária foi o esforço de garantir crédito ao setor privado. O entendimento dos técnicos em política econômica era que o setor privado não fora provido do crédito necessário para poder funcionar com flexibilidade. O critério adotado, então, foi a manutenção do crédito ao setor privado nas mesmas proporções do aumento nominal do PIB, com o crescimento do estoque de moeda como variável indicadora (PELÁEZ, 1987), com um aumento do estoque de moeda de aproximadamente 83%, expansão dos empréstimos ao setor privado de 89,7% e créditos ao Tesouro Nacional em 81,8%. O balanço de pagamentos em 1964 foi superavitário, muito graças a uma redução substancial nas importações e um aumento das exportações. Ainda assim, devido à despesa com “invisíveis”, houve um superávit relativamente baixo em conta corrente. Devido à incerteza quanto à situação política e econômica do país, persistiu a tendência de redução dos investimentos estrangeiros. Um fator fundamental para o superávit foram as negociações do governo brasileiro no exterior, com um novo cronograma para o pagamento da dívida externa e a postergação de novos créditos para operações abertas (VIANA FILHO, 1975).

Um dos principais instrumentos de execução do PAEG foi o BNDE. Garrido Torres, o escolhido pelo presidente Castelo Branco para dirigi-lo, via dificuldade no financiamento o desenvolvimento econômico de um país em fase de combate à inflação, conforme relata Viana Filho (1975)³⁸. No entanto, o banco conseguiu recursos, principalmente estrangeiros, distribuindo-os em favor do desenvolvimento. Foi organizado, também, o Sistema Nacional de Banco de Fomento, apoiado no repasse de recursos e na reforma dos bancos regionais. Foram, também, criados diversos Fundos que promoveram a alocação de recursos internos e externos para fins considerados prioritários, como a metalurgia, a energia, a indústria têxtil e mecânica, para citar alguns exemplos. Com estes fundos, os investimentos tomaram um novo vigor, em especial na compra de máquinas e equipamentos e para pequenas e médias empresas, praticamente desprovidas de capital de giro ou sem capacidade para a compra de máquinas e equipamentos. Um destes Fundos, o Fundo de Democratização do Capital (Fundec) não

³⁸ VIANA FILHO, 1975, p. 234.

somente auxiliou várias empresas a abrirem seu capital ao público como também permitiu a nacionalização de quotas acionárias pertencentes a estrangeiros.

A criação do Banco Nacional de Habitação (BNH) e do Plano Nacional de Habitação teve um papel importante no sistema financeiro, além de estimular os mercados de imóveis e construção civil, estagnados pela política do governo anterior, em especial pelo congelamento dos aluguéis em 1963. Contudo, graças a pressões políticas aplicadas pelo Congresso sobre o presidente, em novembro de 1966 foi baixado um decreto presidencial que anulava o comprometimento da correção monetária, vital para o êxito do sistema. Criaram-se, então, por necessidade de novas iniciativas para suporte do plano, sociedades de crédito imobiliário; Letras Imobiliárias, nas quais havia um baixo índice de confiança; o mercado de hipotecas; associações de poupança e empréstimo, que não eram endossadas pelo Banco Central; e cooperativas habitacionais dos trabalhadores, estas por decisão pessoal do presidente (VIANA FILHO, 1975).

O sistema bancário privado era, de acordo com diagnósticos oficiais, bastante ineficiente do ponto de vista operacional, em larga medida como consequência do desenfreado processo de abertura de agências no período inflacionário anterior aos governos militares, o que encarecia bastante os custos operacionais do setor (MACARINI, 2007). O Governo, então, com o intuito de conter tal comportamento (principalmente como uma medida de contenção de juros), suspendeu as autorizações de abertura de novas agências em 1965, impondo limitações nos anos seguintes. Assim, para os bancos basicamente a principal opção viável de expansão de seu negócio passou a ser a aquisição de bancos menores. Observou-se, também, um processo de centralização financeira, no qual os principais bancos passaram a tomar parte em distintos segmentos do mercado financeiro, de início com a compra de ações de empresas especializadas e mais tarde absorvendo-as em conglomerados financeiros. Lago (1990) e Macarini (2007) dão também atenção ao impacto das reformas do PAEG e a subsequente política bancária no período do “Milagre” no crescimento e diversificação dos setores financeiro e bancário.

A discussão e o entendimento do crescimento econômico do período e do movimento dos investimentos passam também pela compreensão da política monetária. Parte do aumento inesperado do estoque de moeda em 1965 deveu-se às operações resultantes da Instrução nº 289 da SUMOC³⁹. A Carteira de Câmbio do Banco do Brasil foi autorizada a comprar moeda

³⁹ Medida tomada pela SUMOC em 1965 que tornava possível, sob autorização do Banco Central, a contratação de empréstimos externos para capital de giro entre companhias do exterior e operantes no país de forma direta, assegurando a remessa de juros para o exterior, passível de câmbio. Foi revogada em 1972.

estrangeira garantindo ao revendedor o direito de retornar à sua posição original. O vendedor de câmbio poderia adquirir a mesma quantia no futuro, na mesma moeda ou em outras, para entrega imediata ou a termo, através dos bancos autorizados a operar no mercado cambial. Do ponto de vista da política monetária, a medida foi tomada com o intuito de reduzir a pressão sobre as instituições creditícias exercida pelas empresas que necessitavam de capital de giro, buscando assim a redução da taxa de juros pela possibilidade de que as empresas pudessem buscar financiamento externo, o que era vantajoso, dado que as taxas de juros eram muito menores que as vigentes no mercado nacional. Recursos substanciais (Cr\$ 252,8 milhões) foram aplicados pelas autoridades no programa de defesa de preços mínimos em 1965, contra apenas 21,7 milhões em 1964. O PAEG havia previsto uma baixa safra de café e vendas relativamente nominais no exterior, porém a colheita foi abundante e as exportações foram fracas, especialmente na primeira metade do ano: apenas a compra do excesso de sacas de café foi responsável por absorver Cr\$ 71,3 milhões das autoridades monetárias.

Uma característica da política econômica durante o governo Castelo Branco, destacada por Gremaud, Toneto Júnior & Vasconcellos (2007), é que, por conta de sua ênfase no combate à inflação, esta tinha um aspecto fortemente recessivo, que juntamente com problemas climáticos que trouxeram dificuldades ao setor agrícola e à geração de energia, significou uma estagnação econômica. Falam também sobre a importância dos empréstimos do Banco do Brasil ao setor privado: estes tiveram em 1966 um grande aumento de 52,5% (excluindo-se os do café com a política dos preços mínimos), um aumento percentual quase duas vezes maior que os 27,6% observados no ano anterior, e o BACEN aumentou os redescontos ao sistema bancário comercial em 167,9% naquele ano.

A indústria de bens de consumo cresceria de forma considerável nos anos seguintes, sobretudo no que diz respeito a bens de consumo duráveis. Este aumento se deve a dois fatores em especial: o processo de concentração de renda observado no período e à expansão de crédito ao consumidor a partir de 1966. Esta expansão do crédito teve um efeito especial na demanda por automóveis e na produção de eletrodomésticos, que se tornaram acessíveis para uma parcela muito maior da população (LAGO, 1990).

Há certa controvérsia na literatura quanto à natureza das reformas: por um lado, muitos autores defendem que a reforma institucional do PAEG foi crucial, e de fato um estudo conduzido por Veloso, Villela e Giambiagi (2007) sugere uma relação econométrica de consistência com a hipótese de que as reformas criaram as condições necessárias para o

crescimento observado no “Milagre”, e trazem um ponto importante, que é uma implicação do efeito defasagem: os efeitos de reformas institucionais têm uma baixa probabilidade, portanto, de serem capturados por seus responsáveis, o que reduz os incentivos para que estas sejam feitas. Por outro lado, autores como Pastore e Pinotti (2007) argumentam que as ferramentas de indexação inflacionária e cambial introduzidas após as reformas do PAEG teriam impedido que choques inflacionários fossem dissipados⁴⁰, criando condições para que houvesse uma aceleração inflacionária iniciada já com as políticas expansionistas do “Milagre”, e observada com mais clareza a partir de 1975, com a taxa oficial anual de inflação chegando aos três dígitos a partir de 1980.

Governos Costa e Silva e Médici (1967-1974)⁴¹

Antônio Delfim Netto, o novo ministro da Fazenda nomeado por Costa e Silva, tinha uma visão para o sistema bancário diferente da de Campos e Bulhões: diferente da visão de instituições especializadas, idealizada no PAEG, Delfim Netto, sob o pretexto de aumento da eficiência, promoveu ativamente a concentração bancária (aqui entendida como aquisição de bancos menores por bancos maiores, reduzindo a quantidade de bancos) e a centralização financeira (definida pela acumulação de diversas operações financeiras em uma mesma instituição), com o objetivo último de ver o surgimento de conglomerados industrial-financeiros no estilo dos *zaibatsu*⁴² e *keiretsu*⁴³ japoneses. Os conglomerados no estilo japonês não surgiram, mas observou-se uma aceleração nos processos de concentração bancária e centralização financeira durante o período de Delfim Netto à frente da pasta da Fazenda, e de fato Macarini (1984) cita que há uma ligação direta entre a conglomeração e o aumento da eficiência relativa da indústria brasileira, o que aumentou sua capacidade exportadora. Um dos objetivos da centralização financeira era gerar um contrapeso dos bancos nacionais em relação aos bancos estrangeiros, que então eram tidos como indispensáveis ao sistema, além de

⁴⁰ PASTORE e PINOTTI, 2007, pp. 20-21.

⁴¹ Esta parte do capítulo foi, em grande parte, reaproveitada do trabalho realizado na iniciação científica (ALMEIDA e FREDDO, 2019). Agradecemos ao PROIC-UnB pela oportunidade e apoio institucional.

⁴² *Zaibatsu* (em japonês: 財閥, literalmente *círculo financeiro*) eram conglomerados industrial-financeiros formados por grandes empresas industriais com bancos próprios, que financiavam as operações do grupo de empresas do qual faziam parte.

⁴³ Os *keiretsu* (em japonês: 系列, literalmente *série*) surgiram com o fim dos *zaibatsu* após a II Guerra Mundial, e consistem em grupos de empresas conectadas entre si pela posse de ações das outras empresas do grupo, e reunidas em torno de um banco.

possibilitar outras fontes de financiamento para grandes projetos, segmento então praticamente dominado pelo BB, Caixa Econômica Federal (CEF) e BNDE.

O controle da demanda agregada com ênfase na restrição monetária e creditícia no período do PAEG levava a um perfil de movimento da economia brasileira do tipo “stop and go”, causando uma descontinuidade nos investimentos, o que suprimiu o desenvolvimento. Quis-se, então, estabilizar o crescimento industrial de forma estável e coerente com sua tendência de longo prazo, buscando uma conjuntura com perfil mais regular, sem perder o objetivo de redução da inflação, ainda que com uma abordagem distinta. As altas taxas de crescimento dos investimentos observadas no Brasil naquele período superaqueceram a economia brasileira, e se desenvolveu em uma crise de superacumulação de capital. O governo continuou, no entanto, a praticar uma política expansionista, em parte na busca da manutenção de uma imagem de contínuo apoio ao crescimento. A expansão da oferta de moeda e de crédito foi, também, impulsionada pelo aumento da liquidez internacional observado no período. O auge foi no ano de 1972, cujo aumento da entrada de capitais da ordem de 92,9% ajuda a ilustrar a dimensão da entrada de divisas estrangeiras no Brasil naquele período, a despeito da política cambial de minidesvalorizações (*crawling-peg*) adotada a partir de agosto de 1968, que apesar de atualizar regularmente a taxa de câmbio, em geral o fazia valorizando o câmbio real a cada vez.

O Brasil buscou a partir de 1964 a aquisição de poupanças externas que pudessem dar um suporte adicional ao processo desenvolvimentista, tendo seu recurso efetivamente iniciado em 1967. A este tipo de estratégia poderiam se contrapor dois problemas: a opção entre financiamento de consumo ou investimento e o possível aumento das taxas internacionais de juros, no caso dos empréstimos contratados com taxas de juros flutuantes (MACARINI, 2000).

A recuperação não estava ainda totalmente clara no início de 1969: o que se via era um estado de incerteza e insatisfação no campo da política econômica, com o surgimento de dissidências de caráter nacionalista dentro da classe militar, em resposta à heterodoxia então vigente. As autoridades estavam satisfeitas com a taxa de crescimento observada no período, e preferiram não ousar um projeto mais ambicioso de crescimento que pudesse ser sustentado em um prazo maior e estar mais bem blindado a mudanças de conjuntura causadas por fatores exógenos (MACARINI, 2000). Macarini (1984) frisa que o diagnóstico da inflação por parte do ministro Delfim Netto no início de 1969 aponta o déficit de caixa do Tesouro como uma das principais causas da pressão inflacionária no período. Assim, propôs-se reduzir o déficit

orçamentário nominal aproximadamente pela metade, diminuir a expansão da oferta de moeda e impor um teto para os aumentos salariais, decisões que Macarini (1984) vê como problemáticas, dado que a economia estava recuperando seu crescimento e dependia altamente do que o autor chamou de “lubrificante creditício”⁴⁴, e de fato houve uma redução na liquidez, sobretudo no primeiro trimestre. Percebendo o problema, a partir de julho o BACEN tornou mais flexíveis algumas dessas políticas, visando sobretudo suprir as necessidades de capital de giro de curto prazo das empresas. Houve também uma tentativa de redução da taxa de juros, com Delfim Netto se manifestando, em dezembro de 1968, a favor das operações de *open market*⁴⁵ como uma saída (DELFIM NETTO, 1968, apud MACARINI, 1984, p. 100), sendo também uma solução que aumentava a flexibilidade do sistema financeiro, o que atendia aos pedidos dos banqueiros.

Delfim Netto se reuniu com banqueiros para negociar condições para reduzir o problema dos altos juros, e em maio de 1969 foi baixada a Resolução N° 114 do BACEN, que, entre outras coisas, fixava um teto para os juros que podiam ser cobrados pelos bancos, além de incentivar a redução dos juros a valores ainda menores facultando aos bancos que trabalhassem sob esse teto mais baixo compor até 50% dos depósitos compulsórios junto ao BACEN em Obrigações Reajustáveis do Tesouro Nacional (ORTN)⁴⁶. Essa medida tinha como objetivo reduzir os custos, tanto os custos financeiros incorridos pelo setor privado quanto incentivar os bancos a reduzir seus próprios custos, para reduzir a pressão inflacionária causada por estes custos. Isto se mostrou claro na Resolução N° 115 do BACEN, baixada também em maio de 1969, que determinava uma redução de 12% nos custos finais de operações realizadas por financeiras e bancos de investimento. Porém, Macarini (1984) sinaliza que diferente da anterior, esta resolução não obteve resultados concretos. Novas Resoluções semelhantes à N° 114, estipulando novos tetos, foram baixadas nos anos seguintes: a Resolução N° 134, em fevereiro de 1970; a Resolução N° 207, em fevereiro de 1972; e a Resolução N° 242, em janeiro de 1973.

Uma importante parte da política monetária e do funcionamento do BACEN foi a implantação das operações de *open market* no ano de 1970 (tendo o período 1968-1969 sido uma fase experimental, com a introdução das ORTN com prazo decorrido), o que viabilizou a remuneração de parte dos encaixes dos bancos e o desenvolvimento das operações

⁴⁴ MACARINI, 1984, p. 121.

⁴⁵ As operações de *Open Market*, ou mercado aberto, consistem na compra ou venda, por parte do Banco Central, de títulos de dívida pública a bancos comerciais.

⁴⁶ As ORTN eram títulos indexados à inflação, isto é, tinham uma remuneração acrescida de correção monetária.

interbancárias, e teve como um objetivo futuro a redução de custos operacionais. O *open* deveria tornar possível a valorização dos capitais em aplicações de curto prazo, além de alongar prazos de recolhimento e reduzir ou mesmo eximir o pagamento de impostos. Porém o Banco Central logo teve que intervir, uma vez que já no início de sua realização foram observadas diversas falhas, tais como cartas de recompra e fracionamento de títulos de valor mais elevado, tendo em vista o “pequeno poupador”, dadas as oportunidades que surgiam neste mercado, dados os estímulos a aplicações financeiras, como observado por Motta (2010).

Araujo (2018) cita que nos anos do governo Médici, o BNH e o BNDE expandiram suas operações, e em 1970 foram abertos alguns outros bancos de desenvolvimento em âmbito estadual, no Maranhão, Ceará, São Paulo e Rio Grande do Norte. O BNH teve um papel crucial no financiamento à construção civil, que no período do “Milagre” observou um rápido crescimento, e Lago (1990) atribui muito deste crescimento à política habitacional iniciada em 1964, com um efeito de arrasto também na indústria de transformação, sobretudo as indústrias de cimento e a siderúrgica. O BNDE, por sua vez, foi importante para a formação bruta de capital fixo (FBKF), que depois de observar pouca variação entre 1964 e 1966, observou uma tendência de crescimento entre 1967 e 1973 (LAGO, 1990).

Governo Geisel (1974-1979)

Mesmo após o primeiro choque do petróleo em 1973, o governo não pareceu se preocupar muito, acreditando que a prosperidade brasileira minimizaria os impactos da crise internacional, e em vez de políticas de ajustamento que pudessem significar uma recessão, optou por políticas para manter o crescimento, ainda que isto significasse o endividamento. Esta decisão não apenas fazia sentido politicamente, uma vez que a opinião pública já tinha se acostumado com décadas de rápido crescimento econômico (de fato, o Brasil estava entre os países com as maiores taxas de crescimento econômico, e o “Milagre” ajudara a legitimar politicamente o governo militar), mas também as boas condições de empréstimos no mercado internacional, por conta do aumento da liquidez causado pelos petrodólares, significava uma ótima oportunidade para tomar empréstimos, aumentando ano a ano o endividamento brasileiro.

Levou-se a cabo então o segundo Plano Nacional de Desenvolvimento (II PND), que priorizava o desenvolvimento do mercado interno, em um momento em que o mercado internacional vinha crescendo a um ritmo maior do que a maior parte dos mercados internos

pelo mundo, e durante o mandato do presidente Geisel e do ministro da Fazenda Mário Henrique Simonsen, foram criadas centenas de novas empresas estatais, uma boa parte destas com os já mencionados recursos externos. Serra (1982a) cita que parte do II PND de Geisel previa redirecionar a poupança compulsória (o Programa de Integração Social, ou PIS, e o Programa de Formação do Patrimônio do Servidor Público, ou PASEP, fundos de natureza fiscal criados em 1970, então sob tutela da CEF e do BB, respectivamente) para o sistema BNDE. O BNDE, após o “reforço” do PIS/PASEP, pôde aumentar suas linhas de financiamento com prazos de até 15 anos, além de reativar o PROGIRO, programa de financiamento de capital de giro para a indústria, e os demais bancos de desenvolvimento acompanhariam este padrão. No biênio 1974/75 a correção monetária dos empréstimos do BNDE foi fixada em 20% a.a., o que representava um subsídio ao custo real destes. Foi também criado, em março de 1974, um instrumento financeiro denominado Insumos Básicos (FIBASE). Sua principal função era de apoio por meio de financiamentos e participações, viabilizando empreendimentos no setor privado de matérias-primas básicas.

Carneiro (1990) cita que em 1974 removeram-se os controles artificiais sobre os preços, o que aumentou de forma imediata a inflação e gerou uma instabilidade nesta nos meses subsequentes, o que teve importantes efeitos sobre as formas de indexação então vigentes no mercado financeiro. Foi oficializada uma nova fórmula para a correção monetária, o que permitiu o aumento da especulação nos títulos com correção monetária.

Carneiro (1990) define como “excessivamente simplista” a visão dos instrumentos monetários para administrar a demanda global, de controlar a liquidez real como um objetivo intermediário, principalmente se levarmos em consideração o fato de que as taxas de juros se mantiveram controladas até 1976. Em 1974, o governo Geisel expandiu a base monetária em 32,9% em relação ao ano anterior, sobretudo por meio de empréstimos do BB ao setor privado, além de repasses do BACEN por conta de Fundos e Programas. Houve um aumento dos financiamentos de liquidez aos bancos graças à tentativa, por parte do BACEN, de atenuar os efeitos da quebra, em fevereiro de 1974, do Banco Halles (ironicamente, Nilo Medina Coeli, um dos principais nomes do Grupo Halles, manifestara-se a favor da política de concentração financeira no ano anterior⁴⁷), importante banco comercial brasileiro até então.

Em janeiro e fevereiro de 1975 houve uma redução dos meios de pagamento, graças, principalmente, a uma grande perda de reservas internacionais, além da diminuição das

⁴⁷ COELI, 1973, *apud* MACARINI, 1984, p. 374.

preferências do público por depósitos à vista, por conta da aceleração da inflação. Devido ao medo que havia de uma redução tão drástica nos meios de pagamento acentuar mais a recessão, criou-se um refinanciamento compensatório, que determinava que, caso os meios de pagamento alcançassem um valor menor que o previsto, o BACEN emprestaria fundos a bancos comerciais a uma taxa de juros anual de 6%, sem direito a correção monetária, com prazos variando entre 90 e 150 dias.

Em setembro de 1976, foi baixada a Resolução 389 do BACEN, que liberou os controles sobre as taxas de juros dos bancos comerciais. Houve uma grande expansão, tanto de empréstimos ao setor privado quanto dos meios de pagamento. Também em 1976, elevou-se a taxa dos depósitos compulsórios.

Silva (1981) estima o crescimento real dos depósitos de poupança em 552% entre dezembro de 1972 e julho de 1977, e um crescimento real das Letras do Tesouro Nacional (LTN) de 274%, no mesmo período. O autor também argumenta que

[o]s mercados financeiros, inclusive o mercado de LTN, são estreitos o bastante para não permitirem operações de grande porte e capazes de neutralizar os desvios da base, os quais, como vimos, assumem elevado montante. O problema crucial não é só o tamanho da massa de títulos em poder do mercado, e sim como estão distribuídos esses títulos. Como grande parcela de títulos está concentrada nas mãos de um pequeno número de instituições, no caso de não haver maior interesse em ampliar as posições, o Banco Central terá dificuldades em colocar os novos títulos, mesmo com taxas de desconto mais elevadas (SILVA, 1981, p. 145).

Os resultados do governo Geisel não foram tão impressionantes quanto o de governos anteriores, com taxas de crescimento do PIB consideradas moderadas para a época (ainda que o crescimento médio entre 1974 e 1979 tenha sido de 6,9% ao ano), e taxas anuais de inflação em torno de 40% no mesmo período. Contudo, o principal legado dos anos em que Geisel esteve no poder foi o alto endividamento, que teria drásticas consequências após a crise do petróleo iniciada em 1979 e a subsequente piora da conjuntura mundial, com o aumento dos juros internacional e desequilíbrios na economia brasileira com os quais se teria que lidar por mais de uma década.

URUGUAI

Este capítulo está estruturado da seguinte maneira: primeiramente, faremos uma breve introdução, com uma contextualização histórica e explicação do sistema financeiro uruguaio anteriormente ao período de interesse deste trabalho. A linha do tempo então começa a partir de 1947, com o interregno de Tomás Berreta (1947) e o governo de Luis Batlle Berres (1947-1951), que sucedeu Berreta após sua morte, além dos acontecimentos relevantes do governo transicional de Andrés Martínez Trueba (1951-1952) e dos dois primeiros Conselhos Nacionais de Governo (1952-1955 e 1955-1959), de maioria do Partido Colorado, mesmo partido de Berreta, Batlle Berres e Martínez Trueba e que estava no poder desde 1865. Em seguida, trataremos do Terceiro e Quarto Conselhos Nacionais de Governo (1959-1963 e 1963-1967), de maioria do Partido Nacional. Por fim, trataremos dos governos de Óscar Gestido (1967), Jorge Pacheco Areco (1967-1972), que assumiu após a morte de Gestido, além do governo de Juan María Bordaberry (1972-1976), durante o qual a partir de 1973 foi estabelecido um regime militar, além dos mandatos de seus dois sucessores, os presidentes Alberto Demicheli (1976) e Aparicio Méndez (1976-1981). Este período é importante pois foi em julho de 1967 que o Banco Central do Uruguai (BCU) iniciou suas atividades, após sua criação na Constituição de 1967, que vigorou a partir de fevereiro (Gestido assumiu a Presidência em março), além das reformas ocorridas em 1974 e 1975. Ocorreram também no cenário internacional eventos importantes, como o fim do sistema de Bretton Woods e os dois choques do petróleo.

Em 1938, foi aprovada uma lei com o fim de estruturar melhor o sistema bancário. A referida lei, entre outras atribuições, classificou diferentes tipos de instituições bancárias de acordo com sua forma de operar, concedeu garantia aos depósitos, além de determinar uma forma de fixar os juros máximos destes⁴⁸. Estabeleceu também que estabelecer a forma de autorização de funcionamento das instituições bancárias, que seria outorgada pelo Poder Executivo, assessorado pelo Banco da República Oriental do Uruguai (BROU), além de estabelecer exigências adicionais para a instalação de bancos estrangeiros.

Antes da reforma de 1938, a principal autoridade monetária do Uruguai já era o Banco República, mas a nova legislação criou um Departamento de Emissão, separado do Departamento Bancário, para cuidar da política monetária. O Departamento de Emissão do BROU era governado por um Conselho Honorário, que tinha como membros, além do

⁴⁸ STEINBERG e GOYETCHE, 2015, p. 13.

presidente e diretores do Banco, um representante dos bancos nacionais, um dos bancos estrangeiros, um da indústria e comércio e um da produção rural. Estes setores teriam, portanto, influência sobre a política monetária e bancária, segundo Steinberg e Goyetche (2015).

Steinberg e Goyetche (2015) explicam que o novo marco legal dado pela lei de 1938 proporcionou uma maior penetração do sistema bancário no interior do país, sobretudo com o aumento na criação de Caixas Populares, instituições bancárias de menor porte. Entre 1938 e 1948 o número de Caixas Populares aumentou de 7 para 47, que depois voltaram a se reduzir, chegando a 20 em 1963. Esta redução se deu em grande parte pela transformação de algumas caixas em bancos do interior e pela absorção de outras por outros bancos.

Na década de 1940, o país também conseguiu acumular uma quantidade relativamente alta de ouro, graças ao aumento da demanda por produtos da região como consequência da guerra. Foi, então, executada uma política de câmbio múltiplo, bem como uma política creditícia de juros baixos para setores considerados de “conveniência nacional”.

Em 1944, o Executivo dispôs um limite para a porcentagem de títulos da dívida pública que podia constituir os encaixes dos bancos, que passou a vigorar a partir de 1945. Como consequência, o crescimento dos depósitos bancários diminuiu em relação ao crescimento do papel-moeda em circulação, e reduzindo o crescimento dos meios de pagamento, mantendo-se em níveis similares até 1957, com a inflação seguindo um caminho similar⁴⁹.

Governos Berreta, Batlle Berres, Martínez Trueba e Conselhos Nacionais de Governo I e II (1947-1959)

A partir de 1947, novas medidas protecionistas foram adotadas, bem como a nacionalização de setores estratégicos. No entanto, houve uma grande desconfiança do governo por alguns setores, notadamente os proprietários rurais e uma parte do setor financeiro. Outro problema observado no período era a dependência da importação de bens de capital, o que contribuía para um desequilíbrio negativo da balança comercial e uma deterioração dos termos de troca, o que punha em xeque a manutenção das políticas protecionistas, situação agravada pelo “esgotamento” observado na indústria nacional. Junto com o aumento dos investimentos norte-americanos ocorreram as primeiras operações com o FMI, o que aumentou

⁴⁹ STEINBERG e GOYETCHE, 2015, pp. 22-24.

consideravelmente o financiamento externo. Mesmo assim, foi observada uma expansão do setor bancário, com direta ligação ao desenvolvimento do setor produtivo. Ramos (2012) destaca que o PIB real cresceu a uma taxa média anual de 6,6% e o PIB per capita em 5,2% ao ano entre 1944 e 1956, impulsionado em grande medida pelo setor industrial manufatureiro, que cresceu 9% ao ano entre 1943 e 1954⁵⁰.

Em 1947, o BROU começou a recorrer ao uso do redesconto (ainda que o mecanismo tenha sido introduzido em 1935). Ramos (2012) explica que o Banco via o mecanismo como vantajoso, por ser um componente mais elástico da oferta de meios de pagamento, podendo ser utilizado conforme a demanda (sobretudo do setor produtivo). Nos anos seguintes, foram adotadas medidas⁵¹ com o fim de liberalizar o mecanismo de redesconto, e este continuou sendo utilizado de forma predominante emissionista (IGLESIAS, 1954, *apud* RAMOS, 2012).

Goyetche (2014) menciona que em 1948, o então ministro da Fazenda Ledo Arroyo Torres apresentou um projeto para a criação do Banco Industrial do Uruguai, que seria um ente autônomo com a finalidade de fomentar a indústria nacional, que sofria de escassez de capital para seu financiamento (ARROYO TORRES, 1949, *apud* GOYETCHE, 2014). O projeto, no entanto, não chegou a passar no Legislativo, mas Arroyo Torres continuaria a insistir na questão durante seu mandato, admitindo inclusive a possibilidade de o Banco Industrial ser apenas uma seção do Banco República, mas sem sucesso⁵², proposta similar à de seu sucessor Nilo Berchesi, que apresentou uma proposta de criação de um Departamento de Crédito Rural e Industrial no BROU com capital próprio, além de substituir seu Departamento de Emissão por um Departamento Monetário, mas que tampouco passou no Legislativo.

Ainda em 1948, foi estabelecido um valor mínimo de capital para o funcionamento de instituições bancárias, além de tornar compulsório a estas um fundo de reserva mínimo igual à metade de seu capital realizado e estabelecer uma relação mínima entre estes valores e a quantidade de depósitos que as referidas instituições podiam captar⁵³. Uma crítica a esta lei trazida por Steinberg e Goyetche (2015) é que os valores e limites fixados são dados em termos nominais, e isto naturalmente se tornou um problema, uma vez que a lei só seria revista de

⁵⁰ RAMOS, 2012, p. 195.

⁵¹ *ibidem*, pp. 197-198.

⁵² GOYETCHE, 2014, p. 13.

⁵³ STEINBERG e GOYETCHE, 2015, p. 14.

forma oficial em 1959, quando a valores constantes eram aproximadamente apenas um sexto do que quando foram estabelecidos⁵⁴.

Em 1950, foi aprovada uma nova lei que permitia a emissão por meio do redesconto de documentos comerciais surgidos do movimento de produção e comércio, sendo, portanto, teoricamente justificada por seguir as necessidades reais do mercado⁵⁵. O setor bancário privado tomou vantagem deste mecanismo, pois pagava uma taxa de juros anual de 4% ao Banco República e chegava a cobrar uma taxa de 18% a particulares⁵⁶. Surgiu então o fenômeno dos “novilhos de papel”, que consistia em várias operações de compra vinculadas às mesmas cabeças de gado, com uma compra de fato garantindo a existência de várias operações de redesconto, e então a proporção de papel-moeda emitida por meio do redesconto aumentou bastante até 1958, sobretudo na modalidade de redesconto direto do setor bancário privado, saindo de 7% em 1947 para mais de 60% em 1958. Face a este crescimento, o BROU passou a desincentivar o redesconto privado em 1959.

O aumento da emissão monetária, aliado a outros fatores como a queda das exportações durante a Guerra da Coreia, levou a uma conjuntura problemática em meados da década de 1950, com déficits comerciais, queda das reservas em ouro, estagnação da indústria e aumento da inflação. Rama (2003) conjectura que o crescimento econômico teria se cessado antes de 1956 se não fosse pela alta renda de exportação como consequência da Guerra da Coreia, evento que aumentou significativamente os preços da lã no mercado internacional.

Conselhos Nacionais de Governo III e IV (1959-1967)

Após 1959, o novo governo iniciou aproximações com o FMI, que recomendou diversas reformas de caráter liberal. O setor bancário, sobretudo o privado, reivindicou uma maior importância, e captou negócios e atraiu capitais, em detrimento do setor agrícola, que estava com a produção estagnada e se via tecnologicamente atrasado. Outro fator que contribuiu para a expansão bancária foi a especulação cambial, que em uma economia com inflação crescente era altamente vantajosa para os bancos. Foram feitas diversas reformas de caráter liberalizante nos sistemas cambial e monetário, efetivamente acabando com diversas políticas protecionistas,

⁵⁴ STEINBERG e GOYETCHE, 2015, p. 16.

⁵⁵ *ibidem*, pp. 26-28.

⁵⁶ *ibidem*, p. 30.

simplificando e reunificando as taxas de câmbio, acabando com controles comerciais e a tendência a acordos comerciais bilaterais (ODDONE e MARANDINO, 2018). Também se estabeleceu uma nova paridade entre o peso uruguaio e o dólar, para reduzir o déficit persistente. Porém, é de se notar que a nova estabilidade monetária continuou a beneficiar a expansão bancária privada, que ocorreu de forma ainda mais acelerada que anteriormente, aumentando significativamente sua participação no setor, além do aumento do crédito ao setor agroexportador.

De acordo com Aboal e Oddone (2003), a reforma de 1959 teve um efeito temporário de redução na inflação. Em 1962, o governo decidiu ancorar o câmbio em 11 pesos por dólar, resultando em uma grande perda de reservas, seguida de uma desvalorização em 1963, que se traduziu em um aumento da inflação⁵⁷. Houve então uma restrição na emissão, além da mudança na política cambial para um regime de minidesvalorizações. O BROU passou a incrementar suas obrigações internacionais, com o fim de sustentar o valor da moeda nacional, o que aumentou a dívida externa do banco. Isto, junto com a deterioração da balança comercial, aumentou o processo especulativo contra o peso uruguaio. O Banco República passou também a estimular, entre 1962 e 1967, linhas especiais de redesconto para os setores agrícola e industrial.

Oddone e Marandino (2018) explicam que entre 1960 e 1973 o Uruguai passou por um período de altos déficits fiscais primários, da magnitude média de 5,9% do PIB, chegando a 12,4% em 1965, com financiamento predominantemente inflacionário, com uma taxa média de inflação de 48%, chegando ao patamar de 136% em 1967 (ODDONE e MARANDINO, 2018). Em 1963, além de a expansão ser significativa, havia um direcionamento cada vez maior à utilização de crédito internacional. A especulação também trouxe algumas consequências problemáticas: em 1963 e 1964 a moeda nacional se desvalorizou consideravelmente, e entre 1962 e 1965 houve uma fuga de capitais, além da quebra em 1964 e 1965 de grandes bancos. Após este período se deu um processo de concentração bancária e estrangeirização do setor bancário uruguaio. Segundo Vaz (1999), 1965 foi um ano crítico, com uma queda na taxa de crescimento do produto de 4% para 1%, um aumento na desvalorização, na fuga de capitais, na inflação e do déficit fiscal como porcentagem do PIB.

Em 1965, o Banco República tomou a decisão de resgatar o Banco Transatlântico do Uruguai, e por conta disto houve uma grande necessidade de uma expansão monetária. Houve

⁵⁷ ABOAL e ODDONE, 2003, p. 7.

então uma desvalorização oficial de 25% no peso, que apesar disto continuou mais valorizado que no mercado paralelo, com uma diferença de 40% entre os dois valores (VAZ, 1999). Houve então uma drástica redução nas reservas internacionais, além de uma depreciação real da ordem de 36% nos depósitos a prazo denominados em pesos do setor privado entre 1964 e 1965 (VAZ, 1999). As fugas bancárias ocorridas em 1965 foram pesadas para o governo, que determinara uma garantia para os depósitos denominados em peso. A situação dos bancos tornou inviável a aplicação de restrições à criação de meios de pagamento secundários, o que contribuiu bastante para o aumento da instabilidade nominal. Ainda em 1965 foi proibida a abertura de novos bancos, além de uma restrição no número total de agências. Banda *et alii* [2017] explicam que entre 1965 e 1970 houve uma redução no número de instituições bancárias privadas, passando de 72 a 32 neste período, com uma redução no número de agências de 547 para 382, além de uma redução de quase 30% no pessoal empregado⁵⁸.

Em 1966, fez-se um novo acordo com o FMI, que incluía uma nova desvalorização, além de reunificar o mercado cambial⁵⁹. Em maio o ministro da Fazenda Dardo Ortiz decidiu seguir com seu plano de estabilização adotando um regime cambial de “flutuação suja” e unificando o mercado cambial. De acordo com Banda *et alii* [2017], o novo regime manteve baixa a diferença do câmbio paralelo para o novo “livre oficial”. O plano de estabilização funcionou por alguns meses, com a inflação voltando a subir até 1968.

Oddone e Marandino (2018) explicam que a má conjuntura econômica criou um consenso político a favor da criação de uma instituição especializada para conduzir a política monetária e regular o sistema bancário. Assim, em 1967 foi criado o Banco Central do Uruguai, por meio da nova Constituição publicada em fevereiro daquele ano.

Governos Gestido, Pacheco Areco, Bordaberry, Demicheli e Méndez (1967-1981)

A legislação de 1965 demonstrava uma clara discriminação contra o crédito ao consumidor e ao pequeno negócio, o que de acordo com Vaz (1999) levou ao crescimento de dois tipos de instituições financeiras, explicadas a seguir. Em 1971, foi aprovada uma lei autorizando a criação de cooperativas de poupança e empréstimo. Também no início da década de 1970 surgiram companhias financeiras de crédito ao consumidor, que forneciam crédito a

⁵⁸ BANDA *et alii*, [2017], p. 88.

⁵⁹ ABOAL e ODDONE, 2003, p. 8.

curtíssimo prazo (1 mês) para o consumo de artigos como roupas e sapatos, em um mecanismo similar ao de um cartão de crédito. Vaz (1999) argumenta que reforçar os traços oligopolísticos do setor bancário afetou a política de preços dos bancos, e ainda entende que

the trend toward informal financial intermediation meant net disintermediation. Two segments were most affected: on the depository side, savers; on the credit side, consumer and small businesses. Thus, the composition of global demand may have been altered, contributing to reinforcing the misallocation of resources (VAZ, 1999)⁶⁰.

Após o colapso do sistema de Bretton Woods, a desvalorização do dólar levou a uma grande diminuição das reservas internacionais uruguaias e um aumento da dívida pública. Em 1972, a política cambial foi então mudada para um regime de minidesvalorizações cambiais, ajustando-se para compensar a inflação passada e criando uma espécie de indexação no sistema. Banda *et alii* [2017] explicam que este novo esquema acabava estimulando novos ajustes nos preços, tornando o processo inflacionário indeterminado e aumentando movimentos especulativos contra a moeda, na medida em que se consolidavam expectativas de desvalorização futura⁶¹. A falta de âncoras cambiais, monetárias e salariais, além do processo de adaptação ao fim do sistema de Bretton Woods, levou a uma maior dificuldade por parte do governo em controlar as variáveis nominais, acelerando novamente a inflação, além uma queda no produto e posteriormente uma recuperação lenta, mesmo com um aumento na demanda internacional por carne, uma das principais exportações uruguaias (BANDA *et alii*, [2017]; HANSON e MELO, 1983).

No ano de 1972 foi elaborado um Plano Nacional de Desenvolvimento, que começou a ser colocado em prática pelo governo militar a partir de 1973. Entre as medidas tomadas, estavam o aumento da abertura comercial e uma liberalização financeira, mas mantendo o controle sobre o tipo de câmbio. Houve, portanto, um esforço de restrição na expansão monetária por meio de instrumentos tais como os encaixes bancários, as operações de mercado aberto, restrições ao crédito do governo central e controle do redesconto⁶². Estas mudanças, entretanto, tiveram pouco efeito sobre a expansão monetária, dada a importante entrada de capitais que ocorreu naquele período.

⁶⁰ a tendência na direção da intermediação financeira informal significou desintermediação líquida. Dois segmentos foram os mais afetados: do lado dos depósitos, poupadores; do lado do crédito, consumidores e pequenos negócios. Logo, a composição da demanda global pode ter sido alterada, contribuindo para reforçar a má alocação de recursos. Traduzido do inglês.

⁶¹ BANDA *et alii*, [2017], p. 102.

⁶² ABOAL e ODDONE, 2003, p. 9.

Países não produtores de petróleo, tais como o Uruguai, viram, após o primeiro choque do petróleo, aumentar suas importações de energéticos de forma dramática, tornando em alguns casos o setor externo insustentável, visto que as exportações não conseguiam acompanhá-las. Houve um aumento nos preços no mercado internacional de duas das principais exportações uruguaias, a carne bovina e a lã. Como o estoque de reservas internacionais já vinha diminuindo enquanto a dívida externa vinha aumentando desde o colapso do sistema de Bretton Woods, o governo uruguaio tomou a decisão de equiparar, de um ponto de vista jurídico, a moeda nacional e a estrangeira, além de suprimir o controle cambial, com o intuito de favorecer a entrada de capitais, mas também reforçaram os incentivos a exportações não tradicionais, via reintegros, pré-venda de divisas a taxas reais negativas e créditos para investimentos. O regime cambial, entretanto, seguiu sendo composto por pequenas desvalorizações periódicas programadas.

Em setembro de 1974 foram iniciadas políticas no sentido de uma liberalização do mercado financeiro, iniciando por uma mudança gradual nas taxas de juros, então negativas em termos reais. Foi estabelecida uma taxa de juros de 10% ao ano para depósitos à vista acima de 100.000 pesos, mas esta foi resistida fortemente pelas instituições bancárias, sendo finalmente revogada em fevereiro de 1975. Houve também uma redução no teto das comissões bancárias, passando de 10% para 6% (PÉREZ-CAMPANERO e LEONE, 1991).

Outra medida tomada em 1974 foi uma diminuição dos encaixes bancários, com o intuito de reduzir as restrições impostas ao mercado financeiro e os custos bancários, além de aumentar a capacidade dos bancos de receber depósitos. Naquele ano começou-se a aumentar de forma gradual também a taxa de redesconto e fixar-se limites cada vez menores em relação ao patrimônio dos bancos, a fim de reduzir o uso desta ferramenta e desacelerar a criação de meios de pagamento. Em 1975 foi fixada aos bancos a posse compulsória de valores públicos em 19% dos depósitos em moeda nacional, impondo inclusive cotas mínimas para as Obrigações Hipotecárias reajustáveis (OHR) e Letras do Tesouro.

Em 1974 também se implantou um regime de minidesvalorizações cambiais pré-anunciadas maiores que o aumento dos preços internos para o mercado oficial e livre para o mercado financeiro (BANDA, 1990), a fim de aumentar a rentabilidade do setor exportador (ABOAL e ODDONE, 2003). Este incentivo acabou por aumentar a quantidade de reservas, estimulando a expansão dos meios de pagamento. As restrições ao fluxo de capital privado foram retiradas, e residentes uruguaios passam a poder comprar e vender ativos denominados

em moeda estrangeira de forma irrestrita. As taxas máximas de remuneração autorizadas para depósitos e empréstimos foram aumentadas, e se diminuíram as reservas compulsórias em moeda nacional dos bancos. Banda (1990) cita que também o impacto de origem regional, sobretudo da Argentina, foi positivo.

Brun (2004) destaca que as reformas de 1974 e 1975 produziram uma mudança na tendência do PIB⁶³, que se encontrava estagnado desde 1956, e Banda (1990) destaca também um superávit fiscal. De acordo com Hanson e Melo (1983), o crescimento anual do PIB passou de uma média de 0,7% entre 1956 e 1974 para 3,8% entre 1974 e 1981. Os principais destaques foram a indústria manufatureira e o setor de construção, em um primeiro momento principalmente as obras públicas, e um pouco mais tarde a construção privada (BANDA *et alii*, [2017]; BRUN, 2004). A inflação entre 1975 e 1978 pouco variou, flutuando por volta de 52,5% ao ano (BANDA *et alii*, [2017]; ODDONE e MARANDINO, 2018). Yaffé (2010) explica que, durante os anos do governo civil-militar, a dívida pública cresceu até 1976, caiu até 1980 e voltaria a crescer entre 1982 e 1984. O autor explica esta queda pelo aumento da arrecadação fiscal com a volta do crescimento econômico, o que certamente reduziu a necessidade de financiamento por endividamento.

Em março de 1976, houve um novo aumento nas taxas de juros, liberalizando as taxas passivas contanto que não ultrapassassem o teto de 62% ao ano, e em outubro de 1977 as taxas de juros foram liberadas totalmente, com um teto para taxas em moeda nacional de 90% ao ano. Os encaixes compulsórios em moeda estrangeira aumentaram, mas os em moeda nacional foram reduzidos, sendo eliminados em maio de 1979.

Em 1976, o Banco Central autorizou as casas bancárias a receber depósitos de não-residentes em moeda estrangeira, o que, de acordo com Pérez-Campanero e Leone (1991) foi um fator importante para a expansão destas instituições, cujo número em 1976 era de apenas 2 e em 1981 chegava a 23⁶⁴. Melo, Pascale e Tybout (1985) destacam que em 1976 e 1977, com a apreciação do câmbio e subsídios financeiros, houve um aumento das margens de lucro dos exportadores, que voltariam a cair com a apreciação real do câmbio, retirada dos subsídios e aumento dos juros reais em 1978⁶⁵.

⁶³ BRUN, 2004, p. 6.

⁶⁴ PÉREZ-CAMPANERO e LEONE, 1991, p. 12.

⁶⁵ MELO, PASCALE e TYBOUT, pp. 21-25.

De acordo com Yaffé (2010), entre 1973 e 1981 os déficits comerciais e em conta corrente puderam ser financiados por meio da constante entrada de capital estrangeiro, em uma proporção tal que as reservas internacionais tiveram uma tendência de crescimento no período. A partir de 1982, com o agravamento da crise internacional, a situação se inverteu, com a saída de capital estrangeiro em altos volumes.

Em 1978, as autoridades viam dificuldades no manejo da política cambial de *crawling-peg* então em vigor, pois o Banco Central tinha um controle muito limitado das reservas internacionais, mesmo com operações de mercado aberto, dados os altos valores das taxas de juros (ABOAL e ODDONE, 2003; RUBIO, 1988). A partir do mês de outubro foi então decidido por um sistema de desvalorizações anunciadas (*tablita*), para, por meio do manejo das expectativas do câmbio, controlar ao menos parte da expectativa de inflação⁶⁶, e a variação da quantidade de moeda seria então dada pela variação das reservas internacionais em poder do BCU. Foram abolidos os encaixes, o que aumentou a oferta de meios de pagamento até 1981, quando se iniciou uma recessão que diminuiu a confiança no regime cambial (ABOAL e ODDONE, 2003).

Segundo Rubio (1988), no início de 1981 a *tablita* uruguaia começou a perder credibilidade, devido a fatores internos, sobretudo de natureza política, além da conjuntura econômica externa e a experiência de países próximos, principalmente a Argentina e o Brasil. Apesar do seguro de câmbio oferecido pelo BCU a partir de maio daquele ano, a situação continuaria a se deteriorar, até o fim da *tablita* em novembro de 1982.

⁶⁶ RUBIO, 1988, pp. 15-17.

CONSIDERAÇÕES FINAIS

Os sistemas monetário e financeiro são partes fundamentais da economia de uma nação: são a base direta ou indireta de grande parte do desenvolvimento econômico, uma vez que o primeiro exerce o papel de intermediador financeiro, unindo prestamistas e tomadores de empréstimos. Já o segundo é de grande importância para a definição de indicadores como a inflação e a taxa de juros, sendo então mutuamente influenciados e influenciadores de decisões que envolvem tanto o governo como também firmas e famílias, podendo inclusive ter um papel importante com o setor econômico externo. Neste trabalho, buscamos analisar seu papel no desenvolvimento das economias argentina, brasileira e uruguaia nas fases “clássica” e “madura” da ISI latino-americana.

Na historiografia econômica argentina, o período que abarca os dois primeiros mandatos de Perón é um período fortemente trabalhado, e não é difícil entender o porquê: as reformas ocorridas nos anos anteriores e no início do período peronista, as tendências vigentes de crescimento da economia argentina e a posição favorável na qual a Argentina se encontrava no mercado internacional permitiram, sobretudo nos primeiros anos do peronismo, um rápido crescimento da economia e desenvolvimento de setores-chave da indústria argentina. A partir do início da década de 1950 até meados da década de 1960, fatores como a desaceleração do fomento industrial, a falta de uma política de desenvolvimento de longo prazo e o aumento da competitividade internacional, sobretudo por parte dos países devastados pela guerra, frearam o desenvolvimento da economia argentina, que entrou em uma conjuntura de estagnação econômica, aumento dos déficits e altas taxas de inflação, além da grande desvalorização da moeda argentina.

O fechamento da economia aos movimentos de capitais e o aspecto fortemente restritivo da política monetária argentina no início da década de 1960 diminuiram fortemente a produção

da indústria, o que significou um aumento da capacidade ociosa. Assim, não é de se surpreender que a injeção de crédito no setor privado a partir de meados da década de 1960 tenha trazido um forte crescimento nos anos seguintes. Com o fim dos controles cambiais e o auge do mercado de euromoedas, a demanda por divisas, previamente reprimida, acabou sendo um fator importante no aumento da inflação, aquecimento da economia e perda de reservas.

Com o primeiro choque do petróleo, o trabalho da autoridade monetária se tornou muito difícil, o que se evidenciou pela decisão de realizar grandes desvalorizações da moeda e o aumento dos juros, que voltariam a assumir valores reais positivos após três décadas quase ininterruptas de valores reais negativos. A nova conjuntura de altos juros e a adoção de políticas restritivas aprofundou ainda mais a recessão, que, junto com o endividamento externo, os problemas trazidos pela *tablita* e a nova piora da conjuntura externa com o segundo choque do petróleo e a posterior moratória do México, trouxeram impactos significativamente negativos para a economia argentina por mais de uma década.

A criação da SUMOC foi um passo importante na história econômica brasileira. Porém, é inegável a influência do BB, e a limitação existente sobre a atuação daquela. A decisão de manter o câmbio supervalorizado após a guerra, além da ajuda internacional não recebida e da alta inflação teve consequências problemáticas, como a perda de reservas conversíveis e diminuição da competitividade de produtos brasileiros no mercado internacional. Um fator que chama a atenção é o aspecto curto-prazista do sistema bancário brasileiro, sobretudo nos anos anteriores à fundação do BNDE. Os baixos juros reais foram um importante estímulo para o desenvolvimento do mercado paralelo.

O governo JK costuma ser lembrado pelo forte desenvolvimento da indústria, da infraestrutura e pela construção de Brasília, mas também pelo forte endividamento e a aceleração da inflação. A falta de planejamento do financiamento, em conjunto com uma estrutura financeira precária, sobretudo para grandes investimentos a longo prazo, como os

necessários no Plano de Metas, certamente intensificou o problema. Não é de se surpreender a forte instabilidade política que se seguiu, culminando no Golpe Militar de 1964.

A repercussão do PAEG certamente não foi a desejada por seus idealizadores: muitas metas do governo não foram atingidas e outras tiveram resultados questionáveis, e a proposta de especialização do sistema financeiro acabou não se concretizando como o esperado. O BB continuou tendo uma grande influência, e no período seguinte o sistema se moveu na direção contrária, com os processos de concentração e centralização bancária. Estes processos, porém, estão fortemente correlacionados com o crescimento da eficiência e da capacidade exportadora da indústria brasileira.

A estabilização relativa da taxa de inflação e a reorganização do sistema financeiro deram ao governo uma maior confiança para seguir com uma política de cunho mais desenvolvimentista, em um período em que se observou grande crescimento econômico. Podemos observar também consequências negativas, como o forte aumento da concentração de renda ocorrido no período. Muitos críticos das políticas econômicas dos governos militares afirmam que faltaram políticas de crescimento a longo prazo, sendo este um dos fatores que teriam contribuído para o fim do processo de crescimento e da crise que se seguiu nos anos seguintes, além da negligência do governo ao processo de superaquecimento da economia. Pode-se, porém, entender as causas do fim do período como um conjunto de fatores externos e internos, combinados para o surgimento de uma nova conjuntura econômica no Brasil. A falta de políticas de reajustamento após o primeiro choque do petróleo e a opção de manter o endividamento provavelmente foram fatores que contribuíram para intensificar a crise que se deu após o segundo choque do petróleo. A forte entrada de recursos externos, em conjunção com uma política deliberadamente expansionista no II PND e a existência de diversos mecanismos de indexação contribuíram ainda mais para o crescimento da inflação, que se mostraria ser um problema ainda maior nos anos seguintes.

Ao analisarmos a economia uruguaia, temos de tomar em consideração que se trata de um país pequeno que tem dois “restos do mundo”: um formado pelo resto do mundo de fato, e um formado por Argentina e Brasil, seus dois vizinhos e países considerados grandes (BANDA, 1990).

Desde o início do período analisado já podemos observar no Uruguai o papel do sistema financeiro e do setor externo: com o fim da guerra, a posição relativamente confortável do Uruguai e a mudança na política monetária a partir de 1947 impulsionou o crescimento da economia a médio prazo, sobretudo se tratando da indústria, continuando a tendência de ISI. Além da Guerra da Coreia, outro fator externo a ser observado, e um interessante objeto de pesquisa para o futuro, são as reformas nos sistemas financeiros argentino e brasileiro em meados da década de 1940, e suas possíveis consequências, imediatas ou não, para a economia uruguaia. O uso do redesconto acabou por ser excessivo, sobretudo com o abuso dos “novilhos de papel”. Não havia uma política de crescimento no longo prazo, e não é coincidência que a economia uruguaia tenha começado a estagnar na mesma época que a economia argentina vinha desacelerando seu crescimento.

As reformas de 1959 no Uruguai ocorreram em um momento inoportuno, em que a produção agrícola, importante parte da economia do país, se encontrava não apenas estagnada como pouco competitiva. Não é de se surpreender que nos anos seguintes linhas especiais de crédito e redesconto para o setor tenham surgido. Nos anos 1960, vemos uma série de decisões problemáticas. Chama a atenção a condução da política fiscal, que teve um papel importante no sentido de intensificar o processo inflacionário e conseqüentemente a especulação cambial. As fugas de capitais e quebras de bancos foram, em parte, conseqüência desta conjuntura, ainda que haja outros fatores associados.

Nos dois anos que se seguiram à criação do BCU, podemos observar uma grande redução nas taxas de inflação e uma recuperação do crescimento do PIB *per capita*, mas é

razoável afirmar que ao menos parte deste resultado se deve também à redução dos déficits fiscais. O efeito de cada um destes fatores é um objeto de trabalho interessante para um estudo futuro. De qualquer forma, a relativa bonança foi interrompida pelo colapso do sistema de Bretton Woods e o primeiro choque do petróleo.

É notável a importância das reformas de 1974 e 1975 para a retomada do crescimento, mas são necessários mais estudos para determinar seu real efeito controlando para fatores como a tendência pré-1971 e os possíveis impactos do arrefecimento dos efeitos dos choques globais do início da década, além do impacto regional, sobretudo aquele proveniente da Argentina. Infelizmente, esta tendência de crescimento voltou a ser quebrada pelo choque de 1979 e seus efeitos observados nos anos seguintes. Apesar de a desaceleração do crescimento do PIB e a volta do crescimento dos déficits fiscais só terem sido observados em 1981, o pico inflacionário observado em 1979 (além de todos os sinais observados no setor externo) foi um dos primeiros sinais da crise vindoura.

É perceptível a diferença de abordagens acadêmicas nos países aqui estudados. É claro que fatores como particularidades da economia de cada país e a diferença entre culturas acadêmicas são fatores importantes. Porém, a diferença de tamanho entre os países é um fator a ser observado: quanto maior é a população de um país, maior tende a ser a quantidade de pesquisadores, e mais plural tende a ser a produção acadêmica. Outro fator que contribui para esta diferença é o fato de que havia muito mais repressão à pesquisa acadêmica nos governos militares da Argentina e do Uruguai (além de outros países como o Chile) em comparação ao Brasil (SKIDMORE, 1988). Uma consequência deste fato é que houve menos pesquisa conduzida nestes países nos períodos citados, além do efeito posterior da “fuga de cérebros” ocorrida nestes países durante os governos militares, que foi também muito mais intensa do que no Brasil (SKIDMORE, 1988). Este fato também significou um menor volume de pesquisa conduzida nos anos posteriores.

Algumas semelhanças entre os países estudados podem ser percebidas: uma é que durante o período estudado, os três países tiveram taxas de inflação persistentemente altas, a chamada “inflação latina”. Este fenômeno não é exclusivo dos países estudados, e a razão para sua existência não é inteiramente clara. Esta discussão foge ao escopo deste trabalho, mas em geral quando há uma grande variação no nível de preços, os preços têm ritmos distintos de crescimento entre si, causando uma mudança na estrutura de preços. De qualquer forma, outra semelhança que podemos observar são os juros: até o início da década de 1970 (quando as taxas de juros de vários países também vinham subindo como consequência do primeiro choque do petróleo), os juros dos três países foram em geral negativos em termos reais. O estudo do efeito dos juros em conjugação com as taxas de inflação e outras variáveis sobre o crescimento e desenvolvimento de determinados setores das economias constitui um possível objeto de pesquisas futuras. A relação entre política e economia não pode ser ignorada, e não é de surpreender que os períodos de maior instabilidade política coincidam com períodos conturbados também no campo econômico. Outro fator que chama a atenção é que as reformas institucionais mais consequentes ocorreram principalmente durante governos autoritários. Uma possível explicação para este fato é a dificuldade política de se realizar grandes reformas institucionais, além do custo político do período de adaptação à nova estrutura institucional (VELOSO, VILLELA e GIAMBIAGI, 2007).

Os países aqui estudados não têm apenas semelhanças entre si: deixando de lado as diferenças de política econômica, há algumas diferenças na estrutura de seus respectivos sistemas financeiros: enquanto a Argentina já tinha um Banco Central desde o início do período analisado (com sua nacionalização em 1946 sendo um marco importante), o Brasil e o Uruguai tiveram como principais autoridades monetárias até a década de 1960 órgãos que eram subordinados a bancos públicos que também faziam as vezes de bancos comerciais. Não é coincidência que os anos de criação de seus respectivos Bancos Centrais marcam a reversão de tendências negativas observadas nos anos anteriores, e posteriormente a aceleração do

crescimento. Outro fator a ser observado é a ausência de um banco de fomento industrial no Uruguai: projetos industriais, sobretudo projetos de grande porte, exigem o financiamento de grandes somas no decorrer de longos períodos. Instituições bancárias com uma estrutura especializada nas necessidades da indústria tendem a reduzir os custos de investimento, tornando-o assim mais atrativo. Não é à toa, portanto, que nos anos que se seguiram à fundação do BCIA e do BNDE as indústrias de seus países respectivos observaram uma rápida expansão.

A conclusão que podemos tirar do que foi exposto neste trabalho está de acordo com o que se esperava: a estrutura do sistema financeiro e as decisões tomadas no âmbito da política monetária têm um papel importante na direção na qual uma economia se desenvolve. Porém, a estrutura do sistema financeiro e a condução da política monetária, ainda que sejam importantes, não bastam: há uma série de fatores políticos, fiscais, estruturais e externos que afetam a economia, sem os quais não seria possível realizarmos uma análise completa.

A análise realizada deixa uma série de questões em aberto, que em si podem constituir objetos de pesquisa para o futuro. Uma forma de contribuir para a discussão trazida neste trabalho seria a inclusão de elementos quantitativos. A possibilidade de estudar o caso de outros países, como por exemplo o Chile, também é instigante e certamente contribuiria para enriquecer a discussão. A investigação do papel de outros fatores econômicos e institucionais também tem um grande potencial.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ABOAL, Diego; ODDONE, Gabriel. Reglas versus Discrecionalidad: La Política Monetaria en Uruguay entre 1920 y 2000. In: **XVII Jornadas Anuales de Economía del Banco Central del Uruguay**, BCU, Montevideu, 2003.

ABREU, Marcelo de Paiva. The External Context. In: BULMER-THOMAS, Victor; COATSWORTH, John H.; CONDE, Roberto Cortés (eds.). **The Cambridge Economic History of Latin America**. Vol. II: The Long Twentieth Century. Nova York: Cambridge University Press, 2006. Cap. 3, pp. 101-134.

ALMEIDA, Gabriel Bocorny Messias Ferraz de; FREDDO, Daniela. **PAEG e o “Milagre Econômico” – reforma e consolidação do sistema financeiro brasileiro**. Trabalho apresentado no 25º Congresso de Iniciação Científica da UnB e 16º do DF, 2019.

ALMEIDA, Júlio Sérgio Gomes de. **As financeiras na reforma do mercado de capitais: o descaminho do projeto liberal**. Campinas: UNICAMP, 1980. (Dissertação, Mestrado).

ALTIMIR, Oscar; SANTAMARÍA, Horacio; SOURROUILLE, Juan. Los instrumentos de promoción industrial en la posguerra. **Desarrollo Económico**, Buenos Aires, v. 6, n. 24, pp. 709-734, jan.-mar. 1967. Disponível em: <<https://www.jstor.org/stable/3465679>>. Acessado em: 4 maio 2020.

ARAÚJO, Victor Leonardo de. A macroeconomia do governo Médici (1969-1974): uma contribuição ao debate sobre as causas do “milagre” econômico. In: **Anais do XXIII Encontro Nacional de Economia Política**, SEP, Niterói, 2018.

ARMELLA, Pedro Aspe. Ajuste macroeconómico y concertación social. El programa de estabilización en México (1983-1991). In: _____. **El camino mexicano de la transformación económica**. 2. ed. Cidade do México: FCE, 1993. Cap. I, pp. 13-59.

ARNAUDO, Aldo A; BARTOLOMEI, J. A. El doble mercado cambiario argentino (1971-76). **Ensayos Económicos**, Buenos Aires, n. 4, pp. 7-39, dez. 1977.

AROSKIND, Ricardo. El país del desarrollo posible. In: JAMES, Daniel (org.). **Violencia, proscripción y autoritarismo (1955-1976)**. Tomo IX de Nueva Historia Argentina. 3. ed. Buenos Aires: Editorial Sudamericana, 2007. Cap. II, pp. 63-116.

BAER, Werner. **A Economia Brasileira**. Tradução de Edite Sciulli. 2. ed. São Paulo: Nobel, 2002.

BANDA, Ariel *et al.* **Historia del Banco Central del Uruguay**. [2017]. Disponível em: <https://www.bcu.gub.uy/Acerca-de-BCU/50Aniversario/Trabajos-Aniversario/Historia%20BCU_FINAL.pdf>. Acessado em: 18 out. 2020.

_____. Regulación bancaria, crisis financiera y políticas consecuentes: el caso uruguayo. In: HELD, Günther; SZALACHMAN, Raquel (org.). **Ahorro y asignación de recursos financieros: Experiencias latinoamericanas**. Buenos Aires: Grupo Editor Latinoamericano, 1990. pp. 319-358.

BARBAGALLO, Lionel; ROUGIER, Marcelo. La política monetaria y crediticia durante el peronismo: un análisis de la estadística. **Ejes de Economía y Sociedad**, Paraná, Entre Ríos, Argentina, v. 1, n. 1, pp. 45-73, jul./dez. 2017.

_____; _____. La reforma financiera de 1946 y el sector industrial en la Argentina durante el Peronismo (1946 – 1955): los casos de Alpargatas S.A. y Acindar S.A. **América Latina en la Historia Económica**, [S.l.], v. 25, n. 3, pp. 71-102, set.-dez. 2018. Disponível em: <<http://alhe.mora.edu.mx/index.php/ALHE/article/view/936/1452>>. Acessado em: 30 set. 2019.

BARKER, W. Os bancos, a indústria e o Estado no Brasil. **Revista de Economia Política**, São Paulo, v. 10, n. 2, pp. 132-146, 1990.

BELINI, Claudio; KOROL, Juan Carlos. **Historia económica de la Argentina en el siglo XX**. Buenos Aires: Siglo Veintiuno Editores, 2012.

BRESSER-PEREIRA, Luiz Carlos. **The Golden Age of Capitalism**. Mar. 2020. Disponível em: <<http://www.bresserpereira.org.br/papers/2020/Chapter-5-The-Golden-Age-of-Capitalism.pdf>>. Acessado em: 08 fev. 2021.

BRIGNOLI, Héctor Pérez. Las ambigüedades del crecimiento: dos siglos de historia económica de Centroamérica, 1810-2010. In: BÉRTOLA, Luis; GERCHUNOFF, Pablo (comp.). **Institucionalidad y desarrollo económico en América Latina**. Santiago: CEPAL, 2011.

BRUN, Julio de. **Growth in Uruguay: Factor Accumulation or Productivity Gains?** BID, maio 2004. Disponível em: <<https://publications.iadb.org/en/publication/11091/growth-uruguay-factor-accumulation-or-productivity-gains?eloutlink=imf2adb>>. Acessado em: 19 out. 2020.

BULMER-THOMAS, Victor. **La historia económica de América Latina desde la Independencia**. 1. ed. eletrônica. Cidade do México: Fondo de Cultura Económica, 2017.

CARDOSO, Fernando Henrique; SINGER, Paul. O Milagre Brasileiro: Causas e Conseqüências. **Cadernos Cebrap**, n. 6, 1972.

CARNEIRO, Dionísio Dias. Crise e esperança: 1974-1980. In: ABREU, Marcelo de Paiva (org.). **A Ordem do Progresso: Cem Anos de Política Econômica Republicana (1889-1989)**. 1. ed. Rio de Janeiro: Editora Campus, 1990. Cap. XI, pp. 295-321.

CARLIN, Wendy; SOSKICE, David. **Macroeconomics: Institutions, Instability, and the Financial System**. Oxford, Inglaterra: Oxford University Press, 2015.

CARVALHO, Fernando J. Cardim. **Reformas financeiras para apoiar o desenvolvimento**. Brasília, DF: CEPAL/IPEA, 2010. (Textos para Discussão CEPAL-IPEA, 14).

CONDE, Roberto Cortés. Fiscal and Monetary Regimes. In: BULMER-THOMAS, Victor; COATSWORTH, John H.; CONDE, Roberto Cortés (eds.). **The Cambridge Economic History of Latin America**. Vol. II: The Long Twentieth Century. Nova York: Cambridge University Press, 2006. Cap. 6, pp. 209-248.

CORRÊA, Vanessa Petrelli. **A estrutura de financiamento brasileira e a oferta de financiamento de longo prazo ao investimento**. 1995. 261f. Tese (doutorado) -

Universidade Estadual de Campinas, Instituto de Economia, Campinas, SP. Disponível em: <<http://www.repositorio.unicamp.br/handle/REPOSIP/285911>>. Acesso em: 1 abr. 2020.

DIRETORIA DE COMUNICAÇÃO E MARKETING DO BANCO DO BRASIL (DIMAC-BB). **Banco do Brasil: 200 anos – 1964-2008. Livro 2.** Belo Horizonte: Del Rey, Fazenda Comunicação & Marketing, 2010.

DONGHI, Tulio Halperín. **The Contemporary History of Latin America.** Tradução de John Charles Chasteen. Durham, Carolina do Norte, EUA: Duke University Press, 1993.

ECHEVERRÍA, Enrique González. **El crédito de fomento industrial: características, finalidades y riesgos.** Buenos Aires: Universidad de Buenos Aires, Facultad de Ciencias Económicas, 1961. (tese de doutorado)

EDWARDS, Sebastian. **A tale of two crises: Chile and Mexico.** NBER working paper series, n. 5794. Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research, out. 1996.

EICHENGREEN, Barry. **A Globalização do Capital.** 1. ed. São Paulo: Editora 34 Ltda., 2000.

FAUSTO, Boris; DEVOTO, Fernando J. **Brasil e Argentina: um ensaio de história comparada, 1850-2002.** Tradução de Sérgio Molina. São Paulo: Editora 34, 2004.

FIGUEIREDO FILHO, João Sidney de. **Política Monetária, Cambial e Bancária no Brasil sob a gestão do Conselho da Sumoc, de 1945 a 1955.** Niterói: UFF, 2005. (Dissertação de Mestrado)

FONSECA, Pedro Cezar Dutra; MONTEIRO, Sergio Marley Modesto. O Estado e suas razões: o II PND. **Revista de Economia Política**, v. 28, n. 1, pp. 28-46, jan.-mar. 2007.

GIRBAL-BLACHA, Noemí M. (coord.); ZARRILLI, Adrián Gustavo; BALSÁ, Juan Javier. **Estado, Sociedad y Economía En La Argentina (1930-1997).** Bernal, Argentina: Universidad Nacional de Quilmes Editorial, 2001.

GOLDSTEIN, Judith L., RIVERS, Douglas and TOMZ, Michael. Institutions in International Relations: Understanding the Effects of the GATT and the WTO on World Trade. **International Organization**, v. 61, n. 1, pp. 37-67, 2007.

GONTIJO, Cláudio. **Política de estabilização e abertura externa: o caso da Argentina, 1976-1981.** Belo Horizonte: CEDEPLAR/UFMG, jun. 1994 (Texto para discussão/CEDEPLAR, N° 74). Disponível em: <<http://www.cedeplar.ufmg.br/pesquisas/td/TD%2074.pdf>>. Acessado em: 31 out. 2020.

GOYETCHE, Cecilia Moreira. El crédito bancario y el fomento industrial en el Uruguay entre 1941 y 1959: realizaciones, proyectos y demandas de algunos de los actores claves en el proceso. In: **Décimas Jornadas de Investigación en Historia Económica**, AUDHE, Montevideo, 2014.

GREMAUD, Amaury Patrick; TONETO JÚNIOR, Rudinei; VASCONCELLOS; Marco Antonio Sandoval de. Da Crise ao Milagre (1960-1973). In: _____. **Economia Brasileira Contemporânea.** 7. ed. São Paulo: Editora Atlas, 2007. Cap. XV, pp. 371-397.

HANSON, James; MELO, Jaime de. The Uruguayan Experience with Liberalization and Stabilization, 1974-1981. **Journal of Interamerican Studies and World Affairs**, v. 25, n. 4,

pp. 477–508, 1983. Disponível em: <www.jstor.org/stable/165633>. Acessado em: 26 out. 2020.

HESSE, Jan-Otmar. **Wirtschaftsgeschichte: Entstehung und Wandel der modernen Wirtschaft**. Frankfurt am Main, Alemanha: Campus Verlag, 2013.

KILSZTAJN, Samuel. **Autoridades monetárias, dívida externa e haveres financeiros: Brasil, anos setenta**. 1984. 266f. Tese (doutorado) - Universidade Estadual de Campinas, Instituto de Economia, Campinas, SP. Disponível em: <<http://www.repositorio.unicamp.br/handle/REPOSIP/285546>>. Acesso em: 25 mar. 2020.

LAGO, Luiz Aranha Corrêa do. A retomada do crescimento e as distorções do “Milagre”: 1967-1973. In: ABREU, Marcelo de Paiva (org.). **A Ordem do Progresso: Cem Anos de Política Econômica Republicana: 1889-1989**. 1. ed. Rio de Janeiro: Editora Campus, 1990. Cap. X, pp. 233-294.

LOUREIRO, Felipe Pereira. Relativizando o Leviatã: empresários e política econômica no governo Jânio Quadros. **Estudos Econômicos**, São Paulo, v. 40, n. 3, p. 561-585, set. 2010. Disponível em: <http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S0101-41612010000300003&lng=pt&nrm=iso>. Acessado em: 13 mar. 2020.

MACARINI, José Pedro. A política bancária do regime militar: o projeto de conglomerado (1967-1973). **Economia e Sociedade**, Campinas, v. 16, n. 3, p. 343-369, dez. 2007. ISSN 1982-3533. Disponível em: <<https://periodicos.sbu.unicamp.br/ojs/index.php/ecos/article/view/8642811/10364>>. Acesso em: 26 mar. 2019.

_____. **A política econômica da ditadura militar no limiar do “milagre” brasileiro: 1967/69**. Campinas: IE/UNICAMP, set. 2000. (Texto para Discussão, n. 99).

_____. **Um estudo da política econômica do milagre brasileiro (1969-1973)**. 1984. 5v. Dissertação (mestrado) - Universidade Estadual de Campinas, Instituto de Filosofia e Ciências Humanas, Campinas, SP. Disponível em: <<http://www.repositorio.unicamp.br/handle/REPOSIP/281757>>. Acesso em: 23 mar. 2020.

MALAN, Pedro; BONELLI, Regis. **Brazil 1950-1980: Three decades of growth-oriented economic policies**. Rio de Janeiro: IPEA, Texto para discussão n° 187, mar. 1990.

MELO, Jaime de; PASCALE, Ricardo; TYBOUT, James. **How the financial statements of Uruguayan firms in 1973-81 reflected stabilization and reform attempts**. Washington, D.C.: Banco Mundial, 1985. (World Bank staff working papers, N° 696). Disponível em: <<https://archive-ouverte.unige.ch/unige:55395>>. Acessado em: 31 out. 2020.

MESSINA, Pablo. Un balance abierto sobre el rol del Estado en la ISI latinoamericana. **Revista Uruguaya de Historia Económica**, Montevideu, v. VIII, n. 14, pp. 35-45, dez. 2018.

METTENHEIM, Kurt von. **A política da política monetária no Brasil, 1930-1993**. Relatório 20/2009. Fundação Getúlio Vargas, 2009.

MOTTA, Flávio Piccinini. **Análise das políticas de incentivo à concentração bancária no período 1967-1973**. Porto Alegre: UFRGS, 2010. (Monografia, Graduação). Disponível em: <<https://www.lume.ufrgs.br/bitstream/handle/10183/25388/000750679.pdf?sequence=1>>. Acesso em: 06 maio 2019.

ODDONE, Gabriel; MARANDINO, Joaquín. **The Monetary and Fiscal History of Uruguay, 1960-2017**. University of Chicago, Becker Friedman Institute for Economics Working Paper, 2018. Disponível em: <https://mafhola.uchicago.edu/wp-content/uploads/Uruguay_Oddone_Marandino.pdf>. Acesso em: 6 out. 2020.

OLIVEIRA, Giuliano Contento de; MAIA, Geraldo; MARIANO, Jefferson. O sistema de Bretton Woods e a dinâmica do sistema monetário internacional contemporâneo. **Pesquisa & Debate**, São Paulo, v. 9, n. 2, pp. 195-219, 2008.

PASTORE, Affonso Celso; PINOTTI, Maria Cristina. O Paeg e as políticas econômicas dos anos 1960 e 1970. In: MOURA, Alkimar R. (org.). **Paeg e Real: dois planos que mudaram a economia brasileira**. Rio de Janeiro: Editora FGV, 2007. pp. 19-80.

PELÁEZ, Carlos Manuel. **Economia Brasileira Contemporânea: Origens e Conjuntura Atual**. 1. ed. São Paulo: Atlas, 1987.

PÉREZ-CAMPANERO, Juan; LEONE, Alfredo M. **Liberalization and Financial Crisis in Uruguay (1974-1987)**. IMF Working Paper WP/91/30, mar. 1991. Disponível em: <https://www.elibrary.imf.org/doc/IMF001/04278-9781451844849/04278-9781451844849/Other_formats/Source_PDF/04278-9781455228157.pdf>. Acessado em: 27 out. 2020.

PEREZ-REYNA, David; OSORIO-RODRÍGUEZ, Daniel. **The Monetary and Fiscal History of Colombia: 1960-2017**. University of Chicago, Becker Friedman Institute for Economics Working Paper, n. 2018-61, 2018. Disponível em: <https://mafhola.uchicago.edu/wp-content/uploads/Colombia_Perez-Reyna_etal.pdf>. Acessado em: 20 nov. 2020.

RAMA, Martín. Crecimiento y estancamiento económico en Uruguay. In: ABOAL, Diego; MORAES, Juan Andrés (eds.). **Economía política en Uruguay: instituciones y actores políticos en el proceso económico**. Montevideú: Ediciones Trilce, 2003. Cap. V, pp. 115-143.

RAMOS, Carolina Román. Política monetaria y oferta de dinero en Uruguay (1931 a 1959): nuevos contextos y nuevos instrumentos. **Revista Ensayos Sobre Política Económica**, Bogotá, v. 30, n. 67, pp. 176-213, jul. 2012.

REIGOTO, Luhan Martins; MATTOS, Fernando Augusto Mansor de; CERQUEIRA, Luiz Fernando. Aspectos cambiais do Governo Dutra (1946-1951). In: **Anais do 47º Encontro Nacional de Economia**, ANPEC, São Paulo, 2019.

REUTZ, Ted. Ilusiones fiscales, dimensión y método de financiamiento del déficit fiscal del gobierno, 1928-1972. **Ciclos en la historia, la economía y la sociedad**, [S.I.], v. 1, n. 1, pp. 117-134, 2º sem. 1991.

REYES, Giovanni E. **Cuatro décadas en la historia económica de América Latina**. Editorial Universidad del Rosario, 2004. Disponível em: <<https://www.zonaeconomica.com/files/historia-economica-am-latina.pdf>>. Acessado em: 20 nov. 2020.

ROUGIER, Marcelo. Crédito e indústria em tempos de Perón, 1944-1955. **Revista de Historia Industrial**. Economía y Empresa, Barcelona, Espanha, v. 16, n. 35, pp. 79-113, 2007. Disponível em: <<https://revistes.ub.edu/index.php/HistoriaIndustrial/article/view/19830/22094>>. Acessado em: 27 ago. 2020.

_____. **El Banco de Crédito Industrial Argentino y la política económica del peronismo, 1944-1949**. Buenos Aires: Universidad de Buenos Aires, Facultad de Ciencias Económicas, Escuela de Estudios de Posgrado, 1999. (Tese de mestrado)

_____; LÓPEZ, Pablo. La banca de desarrollo durante la industrialización por sustitución de importaciones en América Latina. Los casos de México y Argentina. **Desarrollo Económico**, Buenos Aires, v. 51, n. 201, pp. 3-34, abr.-jun. 2011. Disponível em: <<https://www.jstor.org/stable/44736461>>. Acessado em: 1 maio 2020.

RUBIO, Pablo Montaldo. **O marco teórico da tablita e a política macroeconômica do Uruguai entre 1978 e 1982**. Rio de Janeiro: FGV, 1988. (Dissertação de mestrado)

SAES, Flávio Azevedo Marques de; SAES, Alexandre Macchione. **História Econômica Geral**. 1. ed. São Paulo: Saraiva, 2013.

SERRA, José. Ciclos e mudanças estruturais na economia brasileira de após-guerra: a crise recente. **Revista de Economia Política**, [S.I.], v. 2/3, jul.-set. 1982a. pp. 111-135.

_____. Ciclos e mudanças estruturais na economia brasileira do após-guerra. **Revista de Economia Política**, [S.I.], v. 2/2, n. 6, abr.-jun. 1982b. pp. 5-45.

SETTIMI, Stella Maris; AUDINO, Patricia. La nacionalización del Banco Central de la República Argentina, 1946: una interpretación. **Análisis Económico**, Cidade do México, v. 27, n. 64, pp. 233-253, jan.-abr. 2012. Disponível em: <<https://www.redalyc.org/pdf/413/41324545011.pdf>>. Acessado em: 5 out. 2020.

SILVA, Peri Agostinho da. O controle monetário e a contribuição do open market. **Revista Brasileira de Economia**, Rio de Janeiro, v. 35, n. 2, abr./jun. 1981. pp. 105-155. Disponível em: <<http://bibliotecadigital.fgv.br/ojs/index.php/rbe/article/viewFile/268/7730>>. Acesso em: 4 abr. 2020.

SKIDMORE, Thomas E. **Brasil: de Castelo a Tancredo**. Tradução de Mario Salviano Silva. Rio de Janeiro: Paz e Terra, 1988.

SOCHACZEWSKI, Antonio Claudio. **Desenvolvimento Econômico e Financeiro do Brasil: 1952-1968**. São Paulo: Trajetória Cultural, 1993.⁶⁷

STEINBERG, Gastón Díaz; GOYETCHE, Cecilia Moreira. **La regulación bancaria en el Uruguay durante la industrialización dirigida por el Estado: entre la seguridad del sistema y el control de la expansión monetaria, 1938-1965**. Montevideo: Universidad de la República, Facultad de Ciencias Económicas y de Administración, Instituto de Economía, 2015. Série Documentos de Trabajo / FCEA-IE; DT 05/15. Disponível em: <<https://www.colibri.udelar.edu.uy/jspui/bitstream/20.500.12008/7164/1/dt-05-15.pdf>>. Acessado em: 10 out. 2020.

TERCEÑO, Antonio; GUERCIO, M. Belén. El crecimiento económico y el desarrollo del sistema financiero. Un análisis comparativo. **Investigaciones Europeas de Dirección y Economía de la Empresa**, [S.I.], v. 17, n. 2, p. 33-46, 2011. Disponível em: <<https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S1135252312600513>>. Acessado em: 11 out. 2019.

⁶⁷ Tese de doutorado originalmente apresentada na London School of Economics and Political Science em 1980.

TORRE, Juan Carlos; RIZ, Liliana de. Argentina since 1946. In: BETHELL, Leslie (ed.). **Argentina since independence**. Cambridge, Inglaterra: Cambridge University Press, 1993. Cap. 7, pp. 243-365.

VAZ, Daniel Enrique. Four banking crises: their causes and consequences. **Revista de Economía**, Montevidéo, v. VI, n. 1, pp. 29-346, jun. 1999.⁶⁸

VELOSO, Fernando A.; VILLELA, André; GIAMBIAGI, Fábio. **Determinantes do "milagre" econômico brasileiro (1968-1973): uma análise empírica**. Rio de Janeiro: IPEA, Texto para discussão nº 1273, abr. 2007.

VERSIANI, Flávio; SUZIGAN, Wilson. **O Processo Brasileiro de Industrialização: uma Visão Geral**. Editado por Bernardo Mueller. Série Textos Didáticos, n. 10. Brasília: Departamento de Economia da Universidade de Brasília, jun. 1990.

VIANA FILHO, Luís. **O Governo Castelo Branco**. 1. ed. Rio de Janeiro: Biblioteca do Exército – Editora e Livraria José Olympio, 1975.

VILLELA, André. Dos "Anos Dourados" de JK à Crise Não Resolvida. In: GIAMBIAGI, Fábio *et al.* **Economia Brasileira Contemporânea: 1945-2004**. 1. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, Campus, 2005. Cap. II, pp. 45-68.

YAFFÉ, Jaime. Economía y dictadura en Uruguay, una visión panorámica de su evolución y de sus relaciones con la economía internacional (1973 – 1984). **Revista de Historia**, Heredia, Costa Rica, n. 61-62, pp. 13-35, 1 jan. 2010.

⁶⁸ Tese de doutorado originalmente apresentada na University of California Los Angeles em 1988.