

## Capítulo 3

### A moeda brasileira e a dos outros: a era dos controles, 1933-83

*O mal do câmbio parece-se um pouco com o da febre amarela, mas, para a febre amarela, a magnésia fluida de Murray que até agora só curava dor de cabeça e indigestões, é específico provado neste verão, segundo leio impresso em grande placa de ferro. Que magnésia há contra o câmbio? Que Murray já descobriu o modo certo de acabar com a decadência progressiva do nosso triste dinheiro?*  
Machado de Assis

Na vigência do padrão ouro em sua forma mais pura, como geralmente descrita em livros texto, as disposições da legislação monetária *compreendem* o que o observador contemporâneo costuma designar como regulamentação cambial. Se as moedas nacionais ganham existência apenas como diferentes *recortes* dos mesmos metais preciosos, segue-se que (i) a verdadeira moeda é idêntica em toda parte, portanto deve-se pensar no padrão ouro como um sistema monetário *intrínseca e genuinamente global* onde existe uma “moeda internacional” universalmente reconhecida e de curso legal em cada jurisdição<sup>1</sup>, mesmo não sendo a moeda de nenhum país; e que (ii) os termos de troca entre diferentes moedas nacionais se tornam um assunto de “padrões de pesos e medidas” - como efetivamente se observa nas constituições dos EUA (1776) e do Brasil (1828) – pois, nesse contexto, as taxas de câmbio ficam para sempre determinadas, da mesma forma como, por exemplo, nas medidas de comprimento ou volume, ou seja, com relações fixas entre metros e jardas ou litros e galões.

Nesta crua, mas intuitiva e poderosa descrição do mundo anterior a 1933, a definição jurídica das moedas nacionais parece introduzir (paradoxalmente) certa dificuldade até mesmo em se demarcarem espaços monetários nacionais não apenas em razão da universalidade no uso dos metais preciosos como referência monetária, mas também e especialmente pela prática generalizada de “cláusulas-ouro” que davam aos contratantes, em qualquer parte, o poder de escolher sua moeda de conta e pagamento sem quaisquer restrições. Diante desse internacionalismo monetário nada menos que radical é fácil entender por que o padrão ouro estava no centro de todas as descrições da ordem liberal vigente antes de 1914, frequentemente descrita como a *Pax Britânica* e por que em uma boa parte da historiografia do período começa a aparecer com frequência a expressão “economia internacional”, ou “economia mundial”<sup>2</sup>, para se referir a um fenômeno que hoje se designa como “globalização”<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> Era comum na ocasião que a legislação monetária de um país desse poder liberatório às moedas estrangeiras pela sua taxa de paridade.

<sup>2</sup> Veja-se, por exemplo, Kenwood & Lougheed, 1971.

<sup>3</sup> Para comparações entre a globalização hoje e naqueles dias ver Bordo, Eichengreen & Irwin, 1999 e Irwin, 1996.

É claro que, paralelamente a esta ordem monetária impregnada de *laissez faire*, taxas de câmbio fixas e de apelos a automatismos, havia mercados funcionando, autoridades em ação e uma miríade de enredos em torno de rivalidades nacionais, querelas políticas e disputas imperialistas. Mas a maior das impurezas desse mundo simétrico, mecânico e idealizado era, sem dúvida, o crescimento avassalador do papel moeda de natureza fiduciária, que já tinha se tornado dominante em 1914, quando se costuma fixar o apogeu do padrão ouro. Não obstante, é fácil e frequente a simplificação, e mesmo a mistificação das virtudes macroeconômicas do padrão ouro, uma fascinação que remonta ao texto pioneiro de David Hume (1752) e que passa por incontáveis reinterpretações e retrospectivas, e talvez nunca tenha desaparecido por inteiro, haja vista a quantidade de defensores de um retorno ao velho sistema. Entretanto, as percepções sobre “como o sistema realmente funcionava” sempre foram muito discrepantes da caricatura idealizada por Hume que, conforme observa Barry Eichengreen, em uma coletânea recente de clássicos sobre o sistema, funcionava como “uma criatura mitológica”, um unicórnio sobre o qual havia uma estranha condescendência quanto às provas de sua existência<sup>4</sup>.

Há pouca dúvida que uma das maiores virtudes do velho sistema era a estabilidade das taxas de câmbio entre as principais moedas do planeta, a qual é possível creditar uma boa parte do crescimento espetacular do comércio ocorrido no século e meio anterior a 1933. Depois daí, todavia, o mundo se encontrava diante do desafio de lidar com uma enorme diversidade de “moedas *fiat*”, cada qual definida em seu território como de “curso forçado” e “protegida” pela vedação às cláusulas ouro, como vimos no capítulo anterior. A crise de 1929 determinou uma aguda e duradoura escassez da “moeda internacional” que todos queriam entesourar e que desapareceu do comércio internacional substituída por uma variedade de moedas de papel numa notável demonstração de obediência à Lei de Gresham. Observa-se, com isso, um movimento generalizado de “nacionalização” da moeda, ou de disseminação do papel moeda desligado do metal (ou por uma promessa de pagamento conversível, por regra estatutária, no próprio instrumento que a representa, como vimos no capítulo anterior), mas plenamente utilizável na aquisição de mercadorias e serviços fora do país, porém na ausência de qualquer designação de taxa e na volúvel proporção de seus méritos, ou de sua incerta aceitabilidade. Era uma notável inovação, ainda que forçada, sobre o funcionamento da qual, sobretudo em escala global, apenas se poderia conjecturar. Como se moveriam as engrenagens do comércio, e dos mercados de crédito e de capitais, nesse novo regime de diferentes papéis nacionais de curso forçado convivendo e competindo em mercados ora vistos como frios julgadores dos fundamentos econômicos e virtudes de

---

<sup>4</sup> Eichengreen, 1985, p. 2.

diferentes países e governos, mas, com frequência, tidos como o território da especulação ou das manipulações perpetradas por autoridades e reguladores?

A experiência de flutuação cambial nos anos 1920 não foi nada positiva e apenas serviu para assustar os governantes e incentivá-los a buscar com ainda mais ímpeto o retorno a uma “normalidade” associada ao padrão ouro que talvez estivesse perdida para sempre. Em alguns casos paradigmáticos, como o da própria Grã-Bretanha, de forma irrefletida e cerimonial, restaurou-se a mesma paridade praticada em 1914. Esforços gigantescos foram feitos para a reconstrução do padrão ouro em seu formato original, trabalhando-se individualmente em dezenas de países, incluído o Brasil, um de cada vez, e seguindo roteiros e rituais predeterminados. Mas o experimento fracassou de forma espetacular, com amplas e duradouras consequências, trazendo os piores vaticínios, como o clássico veredicto de Karl Polanyi: “o fracasso final do padrão ouro foi o fracasso final da economia de mercado”<sup>5</sup>.

É claro que não era o fim da história, ao contrário, começava uma nova era onde começa a se assentar uma nova realidade no tocante às práticas e regulamentos cambiais: em vez da mão invisível de Smith substituir a de Hume, os controles cambiais e o protecionismo se espalham em proporção à crescente descrença nos poderes curativos do papel moeda, e do mercado via ajustes nas taxas de câmbio. Era um ambiente onde a crença no bom funcionamento dos mercados decrescia em prestígio e popularidade, e a mão pesada do Estado avançava sobre inúmeras novas fronteiras, uma delas a da regulamentação cambial. A nova tendência parecia, de início, circunstancial e motivada por uma urgência indiscutível, conforme anotou Oswaldo Aranha em tons dramáticos, em seu Relatório do Ministério da Fazenda de 1933, a propósito da introdução de controles cambiais: “a liberdade de câmbio seria a falência de nossa moeda senão a do Brasil”.

A disseminação de controles no Brasil foi rápida e avassaladora, e seu escopo foi se desdobrando numa variedade imensa de arranjos. Logo se formou um sistema imenso de regulação cambial, de enorme abrangência e sofisticação, que vai transformando o racionamento de divisas num gigantesco mecanismo de criação seletiva de incentivos e privilégios, associado a uma burocracia especializada e poderosa que teria papel crucial na proteção, fomento e discriminação de indústrias nacionais nos cinquenta anos que se seguiriam. Os controles cambiais estavam na essência do processo de industrialização experimentado pelo país nesses anos, cuja característica mais marcante era o processo de “substituição de importações”. É verdade que os controles cambiais se espalharam-se por todo o globo, sobretudo nos anos 1930 e durante a guerra, e o Brasil não foi exceção. Logo adiante, todavia, ao longo da década de 1950, enquanto o mundo desenvolvido começou a rumar para a conversibilidade, o Brasil aprofundou a sua opção pela introversão, em boa

---

<sup>5</sup> Polanyi, 1944, p. 200.

medida implementada e sustentada pelos controles administrativos e mantida uma taxa de câmbio oficial fixa no figurino de Bretton Woods. O país apenas começaria a rever seu *modus vivendi* com o resto do mundo no final de década de 1980, depois de alguns ensaios na década anterior, quando o grau de abertura experimenta seu mínimo histórico, o país mergulha na hiperinflação e parece convencer-se que a substituição de importações se esgotara e a busca da autossuficiência havia se transformado numa obsessão inútil.

O crescimento e diversificação dos controles cambiais ocorre em grandes ondas de regulamentação geralmente iniciadas em momentos de crise, logo em seguida arrasadas por mudanças para melhor na conjuntura e, repetidamente, em meio aos restos do sistema anterior, logo se erguiam outras edificações regulatórias e os mecanismos iam se repetindo e se aperfeiçoando, e o acervo acumulado de possibilidades ia se tornando uma mistura heterogênea de resíduos e destroços de leis feitas em diferentes períodos e circunstâncias. Não por outro motivo os estudiosos do tema, já nos anos 1980, se referiam ao catálogo de leis cambiais em vigor como matéria de arqueologia, parecendo muito própria a comparação entre a lógica implícita nessas leis com a etnografia da cidade de Troia, cujas ruínas sobrepõem uma sucessão de dezessete cidades que foram construídas com diferença de vários séculos, uma sobre os escombros da anterior. O resultado é que a escavação arqueológica frequentemente encontra justapostas peças de diferentes períodos, dificultando sobretudo o trabalho de discriminar cada fase da existência da cidade e de reconstituir a unidade e integridade da sua cultura. Diferente de Troia, contudo, a regulamentação cambial não deve ser vista como uma planície de velhas fortificações em ruínas, mas como uma complexa comunidade de procedimentos e normas em plena operação, congregando elementos de várias safras de providências em combinações inusitadas, nem sempre coerentes. Como isolar as principais características desse agregado de dispositivos acumulados ao longo de muitas décadas?

Nesse capítulo, ao concentrar as atenções em determinados temas, e apenas dentro deles, na evolução cronológica dos acontecimentos, buscou-se tanto quanto possível identificar os principais pilares conceituais do conjunto normativo existente, implicitamente assumindo que o tempo se encarregou de definir e decantar uma identidade para este sistema. Os temas mais importantes, tratados em sequência nas seções que se seguem, são a cobertura e a capacidade de execução dos controles, a definição de uma autoridade cambial com poderes para deliberar sobre os muitos casos omissos e especiais (pois é da essência do sistema que haja mais casos especiais que comuns), as técnicas pelas quais os controles incidiram de forma seletiva na economia e o tratamento específico da conta de capitais. Mais especificamente, a seção 3.1 trata das bases conceituais do controle de câmbio a partir da ideia de “operação legítima”, tal qual definida pelo Decreto 23.538/33, uma norma ainda em vigor e de enorme importância. Legítimo é o que ocorre ao amparo da regulamentação e

sujeito aos controles. Para o que se passa fora desse universo resta as penalidades, ou a indiferença das autoridades, muita clara durante os anos em que vicejou o “mercado negro”, o território da informalidade, o clássico termômetro do irrealismo da regulação qualquer que seja a área. O mercado paralelo é tolerado tal qual houvesse uma espécie de armistício, ou de acordo de “não-agressão”, eis que os reguladores não dispunham de condições de ocupar esse território.

A seção 3.2 trata de um assunto central para um regime cambial baseado em controles discricionários: a constituição de uma Autoridade Cambial, cuja definição corre mais ou menos simultânea, talvez mesmo com precedência em relação à construção institucional da Autoridade Monetária. Na verdade, em sucessivos episódios parece claro que os políticos revelam mais interesse em fortalecer uma instituição que pudesse controlar o câmbio que uma que buscasse a estabilidade monetária e a disciplina fiscal. A criação da SUMOC em 1945, e do Banco Central em 1964, trouxeram para o exercício das funções de Autoridade Cambial, respectivamente, o Banco do Brasil e o Banco Central do Brasil, e também permitiram que a regulamentação cambial descesse para o nível infra legal e adquirisse mais agilidade e operacionalidade. Simultaneamente, a definição vaga das reais competências dos controladores parecia deliberada, e tinha o propósito de transferir para o fiscal, no campo de batalha, a responsabilidade de julgar sobre o mérito desta ou daquela conduta. O pior da ditadura, segundo observou certa vez um político civil sobre o governo militar, era o guarda da esquina.

A seção 3.3 trata de outro aspecto essencial dos controles cambiais, a seletividade. O racionamento de divisas consiste em estabelecer prioridades, hierarquias e privilégios e em produzir, simultaneamente, o desenvolvimento de mercados alternativos (“negro” ou “cinzento”), cujo funcionamento acabou incorporado e se tornando, durante longos períodos, uma parte integral e importante do sistema. Era o espaço no qual a escassez era resolvida através do preço. A criatividade no desenho desses mecanismos foi imensa, e não se quer aqui fornecer uma retrospectiva dessas variações, tampouco as implicações setoriais e alocativas, tema que ocuparia um volume maior do que esse, mas buscar identificar o amadurecimento de certos conceitos que se repetem e se aperfeiçoam no tempo, na alternância entre períodos de escassez (mais frequentes) e de abundância, quando se buscava a “normalidade”. A variedade de experiências de segregação de mercados, ou de maneiras de se estabelecer discriminação de preços para a moeda estrangeira conforme a utilização serão os temas a ocupar sucessivas gerações de autoridades de 1933 até o final da década de 1980, quando a desfuncionalidade desses arranjos chegou às últimas consequências e teve início o movimento de liberalização de que trataremos no próximo capítulo, e cujo eixo ordenador mais evidente, mas não o único, é justamente o da unificação dos mercados de câmbio.

A seção 3.4 trata mais especificamente da movimentação de capitais, fenômeno mais importante a partir da segunda metade dos anos 1950, sobretudo em razão do grande crescimento do investimento direto estrangeiro, uma novidade que motivou diversas inovações interessantes na regulamentação cambial com o intuito de manter o país no interior do circuito de investimento das grandes multinacionais apesar do regime cambial restritivo. O amadurecimento e apogeu desses controles nos anos 1960, com a versão original e mais restritiva da Lei 4.131/62, daria características singulares ao controle cambial quando aplicado à conta de capitais, o que definiria caminhos igualmente singulares para a liberalização da conta de capitais, discutida no próximo capítulo, que tem início, entre tantas frentes, pelo crescimento do investimento estrangeiro em carteira (*portfolio*) na segunda metade dos anos 1980 e pelos mesmo canais regulatórios pelos quais fluía o investimento direto.

Uma vez completo o quadro descritivo da catedral de controles que se construiu de 1933 à crise de 1982 é fácil perceber, de um lado, as razões para a expressão “manicômio cambial” e, de outro, o fato que, dentre as inúmeras opções ensejadas pelo legado normativo acumulado estava a sua reversibilidade. Diante da recessão de 1982-83, e das privações cambiais aí iniciadas, era como se o país tivesse exaurido as possibilidades ensejadas pela busca de autossuficiência e iniciado o penoso processo de redefinição de sua inserção externa para o qual a reforma na regulamentação cambial seria crucial.

### **3.1. O Decreto 23.238/33: o monopólio e a “operação legítima”**

A crise de 1929 apanhou o Brasil na plena vigência do padrão ouro, depois de quase uma década de tentativas frustradas para ali estar. Como muitos outros países ao longo da década de 1920, o Brasil juntou-se aos esforços globais de restabelecimento do velho sistema com o intuito de restaurar uma “normalidade” que muitos associavam aos progressos da economia internacional anteriores a 1914, mas que talvez estivesse perdida para sempre. As ambições brasileiras, contudo, não iam muito além da remontagem da combinação empregada de forma bem-sucedida em 1906-14, composta por uma Caixa de Conversão que servia para sustentar o câmbio dando conversibilidade a uma parte da oferta de meios de pagamento, e por um esquema de defesa do preço do café. Tratava-se aqui de uma “conversibilidade na margem”, ou seja, apenas para as notas da Caixa de Conversão, de modo que o lastro em ouro necessário para esta modalidade de adesão ao padrão-ouro era muito menor que o requerido para um arranjo convencional, pelo qual a totalidade do meio circulante teria de ser conversível em ouro ou divisas estrangeiras. Era um “quase padrão

ouro”, para usar a expressão de Marcelo de Paiva Abreu<sup>6</sup>, inclusive por que tinha implícita uma “cláusula de saída”: uma vez esgotadas as reservas, que cobriam uma parte relativamente pequena da oferta de moeda, o sistema se convertia em um de flutuação sem necessariamente levar a economia a uma contração monetária especialmente severa, ao menos na teoria. Mas este arranjo era talvez menos importante, aos olhos das autoridades brasileiras, que o mecanismo de aquisição de estoques e manipulação dos preços internacionais do café, assunto bem mais polêmico para a época. Na verdade, tanto para a experiência com a Caixa de Conversão em 1907-14, quanto para a com a Caixa de Estabilização em 1926-29, vale a caracterização do arranjo como um padrão ouro *duplamente alavancado*, pois a “taxa de cobertura” das reservas era diminuta e a estabilidade do mecanismo dependia de empréstimos para o carregamento de estoques especulativos de café e para cobrir o déficit em conta corrente. Era uma combinação de altíssimo risco, fortemente pró-cíclica e nada convencional, e por isso mesmo de difícil vendagem para os mercados internacionais, como a experiência dos anos 1920 viria a demonstrar.

As cogitações sobre o retorno ao padrão ouro, e também sobre a constituição de um banco central “moderno”, estiveram presentes nas várias escolas de pensamento que debateram o aperfeiçoamento institucional do país nos anos 1920. O Brasil chegou a receber em 1924 uma missão estrangeira chefiada por um dos mais proeminentes *money doctors* da época, Edwin Samuel Montagu, indicado pelos Rothschild como parte do minuetto típico da ocasião pelo qual a aceitação das recomendações de um *expert* independente credenciaria o país a receber um grande empréstimo de estabilização com vistas a estabelecer a adesão ao padrão ouro. Fomos bem longe com a negociação, que compreendia, inclusive, a venda de uma participação acionária relevante no Banco do Brasil aos Rothschild. Entretanto, o embargo a empréstimos ao exterior estabelecido em Londres como preparativo para o retorno da própria Inglaterra à paridade anterior a 1914, ocorrido em 1925, destruiu a operação. Sem alternativas, o governo brasileiro engajou-se em um grande esforço deflacionista, apenas comparável ao efetuado por Joaquim Murinho na virada do século, e em 1926 possuía todas as condições para aderir ao padrão ouro e com uma combinação assemelhada à de 1907-14<sup>7</sup>.

O Decreto 5.108, de 18 de Dezembro de 1926, fixou um roteiro para o retorno ao padrão ouro que compreendia uma reforma monetária em duas etapas, das quais a provisória tinha tudo para se tornar duradoura, e a definitiva parecia apenas decorativa. No que parecia definitivo e na verdade era conjuntural, quase conjectural, estabelecia-se, como vimos no capítulo anterior, que “o ouro ficava adotado como padrão monetário”, que a moeda

---

<sup>6</sup> Abreu, 1999, p. 79. O arranjo brasileiro tinha muita similaridade com o que havia se estabelecido na Argentina na mesma época cf. Della Paolera & Taylor, 2001.

<sup>7</sup> Fritsch, 1990 traz uma narrativa detalhada dessa aventura.

nacional se chamaria “cruzeiro”, que havia finalmente a quebra do octogenário padrão monetário de 1846, os 27 *pence* por mil réis, e a fixação de uma paridade equivalente a um câmbio contra a libra esterlina de 5,9 *pence* por mil réis. Porém, essas providências alinhadas com as convenções do tempo, tributos reverenciais à ortodoxia e sabidamente ineficazes, ressalvada a quebra do padrão monetário, ficariam suspensas indefinidamente, à espera de recursos que viriam de fontes fiscais ou de empréstimos externos, e que provavelmente jamais ficariam disponíveis. Desta maneira transversa, o arranjo provisório, previsto para vigorar como exceção, antes do “cruzeiro-ouro” entrar em vigor, tendia a se tornar permanente. Os dispositivos supostamente transitórios eram os seguintes (grifos meus):

**Decreto 5.108 de 18 de ~~d~~Dezembro de 1926**

*Altera o sistema monetário e estabelece medidas econômicas e financeiras.*

O Presidente da República dos Estados Unidos do Brasil: Faço saber que o Congresso Nacional decretou e eu sanciono a seguinte resolução:

(...)

Art. 5. Enquanto não for expedido o decreto a que se refere o Art. 3 [fixando a data da conversão do meio circulante], o troco das notas em ouro e do ouro em notas, na base marcada no Art. 2 [a nova paridade], será feito na Caixa de Estabilização, que, para esse fim exclusivo, ora fica criada.

Parágrafo único. A Caixa de Estabilização, com essa ou outra denominação, poderá ser anexada ao Banco do Brasil, logo que este seja reformado, de acordo com a presente lei.

Art. 6. O ouro recebido será conservado em depósito na Caixa de Estabilização, ou em suas filiais em Londres e Nova York, e não poderá, em caso algum, nem por ordem alguma, ter outro fim que o de converter os bilhetes emitidos, sob a responsabilidade pessoal dos membros da caixa e com garantia do Tesouro Nacional. Os bilhetes trocados terão curso legal.

(...)

Art. 8. Fica o Poder Executivo autorizado a comprar e a vender letras e cambiais para o exterior, de forma a que se mantenha a taxa prevista no Art. 2. Para realizar essas operações, que não poderão ser feitas pela Caixa de Estabilização, o Poder Executivo poderá, uma vez contratada a reforma com o Banco do Brasil, servir-se do fundo, ouro, que garante a atual emissão bancária, cuja responsabilidade é assumida pelo Governo.

Ficava, assim, criada a Caixa de Estabilização, à semelhança de Caixa de Conversão, talvez para ser incorporada futuramente ao Banco do Brasil, e cuja função seria a de emitir notas dotadas de curso legal em troca de ouro, ao câmbio de 5,9 *pence* por mil réis, e o governo e o Banco do Brasil ficavam autorizados a atuar no sentido de manter a taxa de câmbio nessa nova paridade. Era um momento favorável do balanço de pagamentos e dos mercados internacionais de capitais, e assim, o mecanismo interrompia um movimento de valorização do câmbio, que muitos temiam, e permitia a organização da defesa do café, desta vez comandada pelo Instituto de Café de São Paulo, com recursos internos e externos. Mais uma vez ouviram-se queixas, já mais brandas, pelo abandono da paridade de 1846<sup>8</sup>, e que a nova

<sup>8</sup> Embora a Caixa de Conversão tenha funcionado entre 1906-1914, conforme estabelecido no contexto do famoso Convênio de Taubaté, a uma taxa de câmbio de **16 (ou 17?)** *pence* por mil-réis, não tinha havido quebra do padrão monetário de 1846. Surpreendentemente, muitos ainda nutriam a esperança que o país pudesse restaurar o padrão ouro nessa paridade.

correspondia a uma “taxa vil”. Mas o Brasil estava de volta ao padrão ouro, ainda que em um formato um tanto fora do convencional.

Infelizmente, contudo, o arranjo teria vida curta.

A crise que eclodiria em 1929 foi sentida no Brasil bem antes, em meados de 1928, quando a conta de capitais e a defesa do café começaram a fraquejar. Em 11 de outubro de 1929 esgotaram-se os recursos do Instituto do Café e teve início o colapso dos preços, que, no fim do ano, se encontravam a um terço dos níveis anteriormente garantidos pelo esquema de defesa. As entradas de capital se interromperam por completo, as reservas cambiais caíram de £ 31,1 milhões em setembro de 1929 para £ 14,1 milhões em agosto de 1930 e se esgotaram no início de 1931. A Caixa de Estabilização foi encerrada em fins de 1930 e o mil-réis perdeu algo como 50% de seu valor até o ano seguinte, quando entraram em cena os controles cambiais que viriam a adquirir papel central na determinação do câmbio no período a seguir.

A crise certamente ajudou a impulsionar a queda de Washington Luiz em outubro de 1930, e sua substituição pelo governo revolucionário chefiado por Getúlio Vargas. Depois de alguma hesitação, e de um flerte com a ideia de liberalizar o câmbio, o novo governo introduziu o que ficou conhecido como a “centralização cambial”, na verdade uma combinação de monopólio na venda de letras cambiais ao Banco do Brasil e controles cambiais com o intuito de substituir desvalorizações adicionais por controles burocráticos. Esta opção foi explicada posteriormente pelo ministro da Fazenda Oswaldo Aranha em seu Relatório de 1933<sup>9</sup> (grifos meus):

Não era possível entregar o câmbio aos azares da lei da oferta e da procura de moedas. Essa lei, nas horas críticas, não subsiste, perturbada pela ganância, pelo jogo de interesses ilícitos e pelas corridas de capitais. Como nas horas de naufrágio precisa-se de uma disciplina severa, porque os mais avisados perturbam-se e ameaçam a ordem necessária ao salvamento; nesses instantes impõem-se medidas de providências de autoridade, sob pena de soçobrar. A liberdade de câmbio seria a falência de nossa moeda senão a do Brasil. A intervenção impunha-se com todo o rigor a fim de ordenar a vida dos negócios e suprir as necessidades públicas. E, o que é mais, não era admissível consentir, pela exploração ou pela precipitação, que se arrastasse o nosso mil-réis a uma tal desvalorização, capaz de gerar a anarquia interna e os problemas sociais consequentes à elevação súbita do custo das utilidades.

A regulação e o controle cambial, práticas que vinham se espalhando pelo mundo inteiro, não eram estranhas ao arcabouço normativo local. Na verdade, o mal-estar em relação à flutuação cambial, quanto aos especuladores e à volatilidade excessiva do mil-réis já havia ensejado a passagem de uma lei em 1920 dando amplos poderes às autoridades para regular diretamente os participantes e as operações cambiais praticadas em ambiente bancário. Foi notável a timidez com que tais dispositivos foram acionados antes da crise de 1929, ao menos quando comparada à desenvoltura, para não falar em truculência das autoridades controladoras nos anos posteriores. Na verdade, não se podia imaginar que tais dispositivos fossem se tornar o centro da reconstrução da regulamentação cambial e a grande

---

<sup>9</sup> Aranha, 1933 p. 83.

catraca no relacionamento do país com o exterior após o colapso definitivo do padrão ouro. A Lei 4.182/20 parecia incrivelmente premonitória, e perfeitamente ajustada para as realidades da década de 1930 (grifos meus):

**Lei 4.182, de 13 de novembro de 1920**

*Institui a Fiscalização dos Bancos e Casas Bancárias*

(...)

Art. 5. O Governo instituirá a fiscalização dos bancos e casas bancárias, para o fim de prevenir e coibir o jogo sobre o câmbio, assegurando apenas as operações legítimas, observado o seguinte:

1º, no contrato de compra e venda das cambiais deverão sempre ficar declarados os nomes do comprador e do vendedor;

2º, são proibidas as liquidações por diferença das operações sobre letras de câmbio e moeda metálica;

3º, os bancos e instituições que operem com câmbio deverão realizar, no Tesouro Nacional, um depósito que será fixado pelo Governo, tendo em vista a importância das operações.

§ 1. Poderá o ministro da Fazenda, quando a conveniência o indicar:

a) exigir as provas de que as operações de compra e venda de cambiais são reais e legítimas, proibindo-as em caso contrário:

b) impor multas correspondentes, no máximo, ao dobro da transação, e no mínimo, de 5:000\$, às pessoas ou às instituições que infringirem os preceitos deste artigo e as instruções do ministro da Fazenda, tendentes à boa execução da presente lei;

Já em sua primeira aparição neste dispositivo os controles cambiais traziam muitas das características mais proeminentes dos inúmeros modelos de controle postos em operação nas cinco décadas seguintes. A norma parece consistente com as regras do final do século XX, segundo as quais a regulamentação cambial pertence ao domínio da regulamentação bancária, tal como preceituado pelo Comitê de Basileia, ainda que, em nossos dias, o caráter das normas cambiais seja assumidamente prudencial. Aqui, todavia, tratava-se de utilizar o racionamento das divisas ao invés da desvalorização cambial e a percepção foi a de que o controle devia ser feito “no interior” das entidades de operam o mercado, os bancos, fora dos quais existia apenas a rua, ou a informalidade, e não é por outra razão que os mercados “negros”, na sua designação em língua inglesa, são também chamados de *curb markets*, ou seja, em tradução literal, “mercados de calçada”. Como esses mercados normalmente operam com *ágio*, que costuma ser proporcional ao irrealismo da taxa utilizada no mercado oficial, rapidamente se descobriu que o controle de câmbio remetia as operações indesejadas para um ambiente onde eram “tributadas” pelo fato de que os compradores tinham de absorver o sobrepreço. Não parecia haver qualquer ilusão sobre o fato de que a existência de controles fazia aparecer um “mercado negro”; interessante é ver que este impulso seria aproveitado em uma variedade de formas com vistas a criar diferenciação de preços para a mesma mercadoria, a divisa, conforme o uso. Com o tempo as autoridades passariam a ver o “mercado negro” como parte integral do sistema – para os inimigos, a lei da oferta e da procura - e viriam a conceber inúmeras maneiras de capturar as receitas desse “tributo”, como veremos na seção 3.3 adiante.

Outra observação reveladora era a de que os poderes da autoridade reguladora eram tão amplos quanto discricionários para “coibir o jogo sobre o câmbio” e permitir apenas as “operações legítimas”, eis que tais situações deliberadamente não se encontravam objetivamente definidas. A falta de clareza sobre os reais poderes da autoridade reguladora foi fenômeno recorrente no controle cambial no Brasil e não pode deixar de ser vista como intencional, pois a incerteza tendia a fortalecer as autoridades supervisores - vale dizer, as que detêm o poder discricionário de julgar, condenar e interferir diretamente em operações cambiais em andamento. Como regra geral que aí se impunha, o controle cambial não devia possuir uma base normativa muito minuciosa, pois sua força, e também diversas de suas perversões, residia justamente no poder concedido ao tirocínio dos fiscais.

A preocupação com a perfeita identificação das partes será um tema recorrente nos próximos anos, pois os agentes no “câmbio negro” procuram se proteger através do anonimato, por razões tributárias ou mesmo associadas à investigação de crimes. O mesmo vale para as “liquidações por diferença”, ou “compensação privada”, bem como para outros expedientes que evitam o trânsito completo da operação pela instituição regulada, e assim preservam as identidades dos participantes além de driblar os controles evitando o fechamento de contrato de câmbio. A preocupação aqui era com a *desintermediação*, ou com a capacidade de os participantes do mercado de câmbio migrarem a liquidação física e financeira de suas operações para outras jurisdições, assim contornando os controles. Daí a preocupação, mais adiante tratada, de acompanhar a liquidação física (despacho aduaneiro) e financeira (entrega da moeda estrangeira) das exportações, com o repasse obrigatório da “cobertura cambial” à Autoridade Cambial (eis o sentido da operação “real e legítima”), que a partir daí disporá sobre sua utilização. A centralização cambial teria que se basear em normas de controle, como as introduzidas em 1920.

Além de tudo isso, as autoridades podiam determinar a constituição de depósitos e impor multas por “infrações às instruções” do ministro da Fazenda. Como em inúmeras outras ocasiões nos anos a seguir, as autoridades ganhavam enormes poderes que amiúde não utilizavam, às vezes pela falta de prática ou de clareza por parte da burocracia responsável pela execução. A capacidade de fixar multas de modo discricionário é crucial para o *enforcement* dos sistemas de controles, e, como veremos adiante, seria continuamente fortalecida a fim de garantir o poder de controlar.

Não há indicações que os poderes aqui definidos tenham sido abusados no momento da sua criação e regulamentação em 1920 com vistas a afetar a taxa de câmbio<sup>10</sup>, mas há indícios nessa direção no período logo a seguir à reforma monetária de 1926 e, sobretudo, quando o país começou a perder reservas. Conforme um relato da época (grifos meus)<sup>11</sup>:

---

<sup>10</sup> Leonel, 1955, pp. 26-7

<sup>11</sup> Levy, 1956, p. 36.

Tornava-se muito frequente, naqueles dias, ser chamado à gerência de câmbio do Banco do Brasil, antes de ser atendido (às vezes, em face disso, desistia por um ou dois dias), o banqueiro que dera ordem de compra. Com ásperas interpeleções, procurava-se criar constrangimento àqueles que iam ali buscar suas coberturas cambiais ... Essas tentativas de intimidação, como é fácil de se imaginar, causavam efeitos contrários, pois indicavam fraqueza. E como não há nada mais sensível e covarde no mundo que o dinheiro, foi, aos poucos, o Banco do Brasil compelido a vender até o que não tinha.

Nos anos a seguir os controles cambiais ultrapassariam de longe a mera intimidação. As urgências cambiais observadas depois da crise de 1929, bem como o colapso global do padrão ouro levavam o assunto dos controles administrativos para operações de câmbio para um terreno absolutamente desconhecido. Rapidamente se percebeu, sobretudo depois da introdução da “centralização cambial” ou o monopólio do câmbio a favor do Banco do Brasil em setembro de 1931, que os controles cambiais estariam no centro do novo paradigma cambial a vigorar por muitos anos à frente. Na verdade, não se pode conceber a “centralização cambial” em alguma entidade pública, no caso, o Banco do Brasil, sem que esta detenha poderes para interferir diretamente nas operações de câmbio de quem quer que seja.

O Decreto 20.451/31, ao estabelecer um *monopólio de compra* de letras cambiais a favor do Banco do Brasil<sup>12</sup> procurava construir um sistema de racionamento, no qual a oferta de divisas se concentrava numa instituição bancária oficial, e a demanda era satisfeita conforme critérios administrativos, e não via preços. Era o sistema posteriormente designado como “repasso e cobertura”, pelo qual todas as “coberturas”, entendidas como o lastro de um recebível líquido e certo em moeda forte no exterior, eram transferidas ao Banco do Brasil que as repassava de modo seletivo e de acordo com as prioridades da ocasião, conforme abaixo (grifos meus).

#### Decreto 20.451 de 28 de setembro de 1931

*Estabelece normas para as vendas de letras de exportação ou de valores transferidos do estrangeiro.*

O Chefe do Governo Provisório da República dos Estados Unidos do Brasil, atendendo à anormalidade da atual situação e à necessidade de centralizar as operações de aquisição cambiária para o fim de evitar especulações danosas aos interesses do País,

Decreta:

Art. 1. As vendas de letras de exportação ou de valores transferidos do estrangeiro só poderão ser feitas ao Banco do Brasil.

Art. 2. As coberturas assim adquiridas serão distribuídas periodicamente entre todos os bancos, para atender:

1º, a necessidades imprescindíveis do Governo Federal, dos governos dos Estados ou dos municípios;

2º, à importação de mercadorias;

3º, a outras necessidades, de acordo com as determinações vigentes.

Art. 3. Para fixar as datas da distribuição e as quotas a distribuir fica constituída uma comissão composta de um representante do Banco do Brasil, do presidente da Associação Bancária do Rio de Janeiro e do presidente da Associação Bancária de São Paulo, ou um seu representante.

<sup>12</sup> Leonel, 1955, p. 27.

A comissão estabelecida no Artigo 3 foi extinta antes de completar 60 dias de vida, em 20 de novembro de 1931, com o Decreto 20.695/31 que transferiu suas incumbências para a Carteira de Câmbio do Banco do Brasil. Nesse momento, os dispositivos de controle cambial fixados na Lei 4.182/20 se tornavam essenciais para assegurar a capacidade de execução do racionamento. É claro que tudo ainda parecia confuso e que não se tinha ideia do desenrolar da crise e de sua extensão. A situação cambial era crítica, pois iam se acumulando atrasados no exterior e discussões difíceis com autoridades estrangeiras, e também saldos em moeda local, correspondentes a obrigações não quitadas no exterior, para as quais não havia cobertura. Em paralelo, as autoridades econômicas do governo revolucionário deram continuidade a negociações já iniciadas com os Rothschild e com o Banco da Inglaterra para o envio de mais uma missão com vistas a propor reformas e políticas como parte das condições para um grande empréstimo externo. É curioso que ainda existissem ilusões sobre esse roteiro. A missão chefiada por *Sir Otto Niemeyer*, um alto funcionário do Banco da Inglaterra, chega ao país no começo de 1931, antes mesmo da centralização cambial, e seus termos de referência continham o aconselhamento sobre reformas necessárias para “assegurar a manutenção do equilíbrio do orçamento, a estabilização do câmbio e a reforma monetária, a *reestruturação do Banco do Brasil como um banco central ortodoxo e independente*, e a limitação do endividamento direto e indireto dos governos federal e estaduais”.<sup>13</sup> Por interessantes que parecessem esses temas, e termos a oportunidade de voltar às ideias e às sugestões de Niemeyer sobre o banco central no Capítulo 5, a verdadeira missão parecia mais ligada à defesa dos interesses britânicos em um momento de intensas negociações financeiras e comerciais; era difícil imaginar que o Brasil viesse a seguir quaisquer dessas recomendações quando a referência conceitual para todas elas, o padrão ouro, estava mortalmente ferida e agonizando, sem que se soubesse o que viria em seu lugar.

Os louvores à ortodoxia eram de uma evidente inutilidade nesse momento, além de crescentemente inconsistentes com as políticas efetivamente praticadas, mas motivaram grandes debates na época e também na historiografia do período, que contém inúmeras diatribes sobre o verdadeiro caráter das respostas brasileiras à Grande Depressão, se ortodoxas ou keynesianas ou talvez, como era mais plausível, flagrantemente intuitivas e improvisadas. Conforme alertou Carlos Diaz Alejandro, “uma descrição *ex post* das medidas adotadas por um grupo de países latino-americanos no início dos anos 30 corre o risco de atribuir à ‘políticas autônomas’ uma série de improvisações mais ou menos forçadas pelas circunstâncias.”<sup>14</sup> E se no terreno fiscal as certezas estavam em processo de revisão, o

---

<sup>13</sup> Abreu, 1999, p. 83. Grifos meus

<sup>14</sup> Diaz-Alejandro, 1980, p. 359.

mesmo podia ser dito com ênfase ainda maior para os assuntos cambiais. Nesse terreno em particular a ação definidora e duradoura que põe fim às dúvidas sobre os caminhos da política cambial é o Decreto 23.258 de 19 de outubro de 1933, com o qual a aparência de medida de exceção que havia no Decreto 20.451/31, introduzindo a centralização cambial, desaparece por completo. Um novo paradigma parece se estabelecer, embora fosse curioso que essa síntese em torno da qual se construiu uma verdadeira catedral de controles nas cinco décadas que se seguiram tenha sido produzida a partir de medidas tomadas no calor das urgências de uma crise, e que não se podia imaginar que fossem durar tantos anos (grifos meus):

**Decreto 23.258, de 19 de outubro de 1933**

*Dispõe sobre as operações de câmbio, e dá outras providências*

O Chefe do Governo Provisório da República dos Estados Unidos do Brasil, usando das atribuições contidas no Art. 1 do decreto 19.398/30, e

Atendendo a que a fiscalização bancária foi instituída no interesse do bem público, para, entre outros fins; prevenir e coibir o jogo sobre o câmbio, assegurando somente as operações legítimas;

Atendendo a que são consideradas operações legítimas as realizadas de acordo com as normas traçadas pela Lei 4.182/20, Decreto 14.728/21, e circulares da extinta Inspeção Geral dos Bancos, do Gabinete do Consultor da Fazenda e do Banco do Brasil (Seção de Fiscalização Bancária);

Atendendo a que a Lei 4.182/20, Art. 5, dá competência ao Governo para estabelecer condições e cautelas que forem necessárias para regularizar as operações cambiais e reprimir o jogo sobre o câmbio;

Atendendo ainda a que tem sido objetivo do Governo centralizar no Banco do Brasil tudo quanto se refere ao mercado cambial, conforme faz certo o Decreto 20.451/31, que conferiu a esse estabelecimento de crédito o monopólio da compra de letras de exportação e valores transferidos ao estrangeiro, para o fim de tornar possível a distribuição de câmbio com equidade, no intuito de satisfazer os compromissos públicos externos, importação de mercadorias e outras necessidades;

Atendendo, finalmente, a que as prescrições legais vêm sendo burladas com a prática de operações lesivas aos interesses nacionais, por entidades domiciliadas no país.

Decreta:

Art. 1. São consideradas operações de câmbio ilegítimas as realizadas entre bancos, pessoas naturais ou jurídicas, domiciliadas ou estabelecidas no país, com quaisquer entidades do exterior, quando tais operações não transitarem pelos bancos habilitados a operar em câmbio, mediante prévia autorização da fiscalização bancária a cargo do Banco do Brasil.

Art. 2. São também consideradas operações de câmbio ilegítimas as realizadas em moeda brasileira por entidades domiciliadas no país, por conta e ordem de entidades brasileiras ou estrangeiras domiciliadas ou residentes no exterior;

Art. 3. São passíveis de penalidades as sonegações de coberturas nos valores de exportação, bem como o aumento de preço de mercadorias importadas para obtenção de coberturas indevidas.

Os “considerandos” do Decreto 23.258/33 reafirmavam e fortaleciam a relação entre os dispositivos de controles cambiais introduzidos pela Lei 4.182/20 e os comandos da “centralização cambial” estabelecidos pelo Decreto 20.451/31. Ficava, portanto, formalizada com clareza uma espécie de *estatização do mercado de câmbio* através do monopólio de compra concedido ao Banco do Brasil e também o poder de interferir diretamente nas transações privadas que qualquer participante do mercado. Os comandos do Decreto 23.258/33 davam mais densidade conceitual e também os caminhos operacionais para o novo sistema.

A definição de “operação de câmbio ilegítima”, com toda a sua deliberada subjetividade e sua tonalidade moralista, é o centro conceitual do arcabouço. É “ilegítimo” o que é feito fora do estabelecimento monopolista ou, como posteriormente estabelecido, fora de estabelecimento autorizado pelo detentor do “monopólio” (ou pela instituição que detém a tutela da regulamentação cambial), hoje o ~~Banco Central do Brasil~~ CB. Essa definição avança sobre o anteriormente estabelecido ao fixar a *jurisdição como o critério de legitimidade*. Só é “legítimo” o que é feito dentro do universo dos estabelecimentos autorizados e regulados pela Autoridade Cambial, que detém o poder discricionário de designar que operações eram permitidas e em quais condições. A autoridade pode normatizar e estabelecer critérios, ou simplesmente examinar cada situação de forma isolada e discricionária. O “ilegítimo” inclui o que é feito com o intuito de desintermediar operações e escapar dos controles, ou, como no Artigo 2, o que é feito por não residentes em moeda local. Trata-se aqui de transações internacionais (entre residentes e não residentes) em moeda local, portanto, transações que não envolvem fechamento de câmbio e a intermediação de bancos e corretores, as entidades reguladas. Naquele momento essas operações ficaram na província do “ilegítimo”, mas, já nos anos 1950, as transações internacionais com moeda local tinham regulamentação específica, e cresceriam de forma notável nos anos 1990, como veremos no próximo capítulo.

O Artigo 3 estabeleceu penalidades para “as sonegações de cobertura” nos valores de exportação, bem como para o aumento de preço de mercadorias importadas, para “obtenção de coberturas indevidas”. Trata-se aqui de reforçar o “monopólio” na compra de câmbio detido pelo Banco do Brasil estabelecendo penalidades para o exportador que não trouxer suas receitas em moeda estrangeira para a Autoridade Cambial no todo ou em parte. As situações de o sub (super) faturamento de exportações (importações) são aquelas onde o exportador (importador) “sonega” cobertura (obtem cobertura indevida). Esse mesmo cuidado se transmite para as normas que tratam de “compensação privada” (e para as operações modernamente conhecidas como *back-to-back*) pois não há sequer operação de câmbio em tais situações. Essas operações foram incluídas no rol das penalidades do Decreto 23.258/33 apenas em 1946, através do Decreto-lei 9.025, que em seu Artigo 10, vedou “a realização de compensação privada de créditos ou valores de qualquer natureza” e estabeleceu que os responsáveis ficavam sujeitos “às penalidades previstas no Decreto 23.258, de 19 de janeiro de 1933”.

Penalidades são fundamentais para o funcionamento de controles, como no caso de quaisquer outras normas. Se o “desenquadramento” ou “desobediência” não acarretar multas ou mesmo sanções criminais, as normas “não pegam”, o que está longe de ser fenômeno apenas brasileiro: como regra geral, o *enforcement* de qualquer lei depende da existência de custos decorrentes do descumprimento. Não é outra a pergunta de Gary Becker que deu origem à extensa literatura acadêmica sobre a relação entre crime e castigo: “quantos recursos

e que tamanho de punição deve ser empregada de forma a fazer valer diferentes tipos de legislação?”<sup>15</sup> No terreno específico dos controles cambiais, as definições sobre as consequências do descumprimento eram cruciais foram evoluindo com o tempo. As penalidades já existiam na Lei 4.182/20, mas foram consideravelmente agravadas no Decreto 23.258/33 (grifos meus):

Art. 6. As infrações dos Arts. 1, 2 e 3 serão punidas com multas correspondentes ao dobro do valor da operação, no máximo, e no mínimo de cinco contos de réis (5:000\$000), nos termos do Art. 5, § 1, letra b, da Lei 4.182, citada.

As multas tinham como máximo o dobro do valor da operação, e aqui o benefício da gradação era intencionalmente abandonado, pois o “prejuízo à ordem cambial” era tomado como bem maior que o lucro da operação, ou mesmo o valor desta. O valor da multa tinha óbvia importância para os atores no mercado de câmbio, pois é certo que havia cálculo envolvendo o ágio e as penalidades decorrentes da “sonegação de cobertura”. Desde o início havia a consciência que “o monopólio da totalidade das operações de câmbio, atribuído ao Banco oficial, era de impossível execução”<sup>16</sup>, que o câmbio “negro” se tornava inevitável, sobretudo se as taxas oficiais fossem percebidas como desfavoráveis ao exportador relativamente às taxas “livres”. A tentação para cursar ao menos parte das exportações pelos caminhos “não oficiais” era tanto maior quanto mais artificial era a taxa praticada pelo Banco do Brasil. Como havia certo “cálculo” sobre faturar as exportações na informalidade, o pressuposto era de que as multas tinham que ter natureza confiscatória.<sup>17</sup>

No decorrer do tempo novas infrações e penalidades foram estabelecidas para casos específicos, mas uma alteração de grande alcance no modo de aplicação e na eficácia das penalidades somente seria observada nos anos 1960. A ampliação do escopo dos controles cambiais fez claro que as disposições do Decreto 23.258/33 deveriam ser ampliadas para alcançar as situações onde os atores do mercado de câmbio buscavam tirar vantagens derivadas do tratamento diferenciado que existia para diferentes instituições e operações. Depois de alguns ensaios, uma disposição sobre penalidades introduzida nos anos 1960 pela Lei 4.131/62, teve o condão de alterar significativamente a própria dinâmica do controle cambial (grifos meus):

<sup>15</sup> Becker, 1974, p. 2.

<sup>16</sup> Pacheco, 1979, vol. IV, p. 350.

<sup>17</sup> No final dos anos 1980, quando o ágio no “mercado paralelo” chegou a mais de 100% observou-se certa febre de operações de sub ou superfaturamento no comércio exterior que ensejaram muitas multas pesadas aplicadas pelo Banco Central, às quais se juntavam as penalidades de natureza tributária e mesmo criminal, *cf.* Franco, 2003, p. 4, nota.

### Lei 4.131, de 3 de setembro de 1962

*Disciplina a aplicação do capital estrangeiro e as remessas de valores para o exterior e dá outras providências.*

Faço saber que o Congresso Nacional decretou, o Presidente da República sancionou, nos termos do § 2 do Art. 70 da Constituição Federal, e eu, Auro Moura Andrade, Presidente do Senado Federal, promulgo, de acordo com o disposto no § 4 do mesmo artigo da Constituição, a seguinte Lei:

(...)

Art. 23. As operações cambiais no mercado de taxa livre serão efetuadas através de estabelecimentos autorizados a operar em câmbio, com a intervenção de corretor oficial quando previsto em lei ou regulamento, respondendo ambos pela identidade do cliente, assim como pela correta classificação das informações por este prestadas, segundo normas fixadas pela SUMOC.

(...)

§ 2. Constitui infração imputável ao estabelecimento bancário, ao corretor e ao cliente, punível com multa equivalente ao triplo do valor da operação para cada um dos infratores, a declaração de falsa identidade no formulário que, em número de vias e segundo o modelo determinado pela SUMOC, será exigido em cada operação, assinado pelo cliente e visado pelo estabelecimento bancário e pelo corretor que nela intervierem.

§ 3. Constitui infração, de responsabilidade exclusiva do cliente, punível com multa equivalente a 100% (cem por cento) do valor da operação, a declaração de informações falsas no formulário a que se refere o § 2.

§ 4. Constitui infração, imputável ao estabelecimento bancário e ao corretor que intervierem na operação, punível com multa equivalente de 5 (cinco) a 100% (cem por cento) do respectivo valor, para cada um dos infratores, a classificação incorreta, dentro da SUMOC, das informações prestadas pelo cliente no formulário a que se refere o § 2 deste artigo.

A essa altura já estava bem sedimentada a ideia que os controles cambiais nunca eram invulneráveis, como costumam ser os artifícios que desafiam a lei da oferta e da procura, e que a proverbial esperteza do mercado financeiro sempre seria capaz de conceber operações que evitassem as proibições e restrições. É nesse contexto que se deve entender a inovação trazida pelo dispositivo acima que configurava uma espécie de responsabilidade cumulativa e objetiva sobre os dribles executados contra a autoridade controladora, alcançando além do titular do contrato de câmbio também o banco e o corretor. A responsabilidade era “objetiva”, ou seja, aquela que não depende de dolo ou intenção, em contraposição à responsabilidade dita subjetiva, que decorre da intenção. Dessa forma, a norma ia bem além de simplesmente delegar os controles cambiais aos atores privados do mercado de câmbio, pois cada um deles - clientes, bancos e corretores - adquiria um interesse ampliado pela observância às normas, inclusive temendo pelo que as outras partes pudessem fazer ou deixar de fazer, com consequências para os outros. As penalidades eram definidas para as situações de “falsa identidade”, “declarações de informações falsas” e “classificação incorreta” das operações, assuntos importantes quando o tratamento cambial de diferentes operações era muito variável. Como seria muito difícil que qualquer drible à regulamentação deixasse de envolver a tentativa de escamotear sua natureza através de pelo menos uma dessas três hipóteses, ao ficar estabelecido que o banco e o corretor pagavam a mesma multa confiscatória aplicada ao cliente, de forma cumulativa, podendo chegar a 400% do valor da

operação,<sup>18</sup> adicionalmente às penalidades tributárias e, em nossos dias, à comunicação ao Ministério Público. Este talvez tenha se tornado o mais importante dispositivo de controle cambial ainda em vigor no país, sobretudo depois que a disciplina de controles internos (*compliance*) cresceu de importância no interior das instituições financeiras. A incidência da multa sobre o banco e o corretor *os tornava fiscais*, por conta da solidariedade nas penalidades, o que podia fazer sentido na medida em que “o custo da análise de transação deixa[va] de ser suportado pela sociedade na figura do BC, e passa[va] a ser internalizada no âmbito dos agentes autorizados que dão curso às operações cambiais.”<sup>19</sup> Do lado negativo, como se verá no próximo capítulo, esta delegação terminava por induzir ao excessivo conservadorismo. Mesmo quando a Autoridade introduzia medidas liberalizantes, bancos e corretores não necessariamente aceitavam pacificamente as operações ao amparo de normas novas, pois não sabiam ao certo de a Autoridade usaria seu poder discricionário para questionar as operações *a posteriori*, inclusive porque esta foi a “norma” durante muitos anos. Dessa forma, o *compliance* terminava mais restritivo que a própria Autoridade.

É de se notar que as definições dos §§ 2 e 3 do Artigo 23 da Lei 4.131/62 encontravam um paralelismo que estava longe de ser acidental com tipificações de crime no Código Penal<sup>20</sup>, conforme abaixo (grifos meus):

Art. 299 - Omitir, em documento público ou particular, declaração que dele devia constar, ou nele inserir ou fazer inserir declaração falsa ou diversa da que devia ser escrita, com o fim de prejudicar direito, criar obrigação ou alterar a verdade sobre fato juridicamente relevante:

Pena - reclusão, de um a cinco anos, e multa, se o documento é público, e reclusão de um a três anos, e multa, de quinhentos mil réis a cinco contos de réis, se o documento é particular.

Parágrafo único - Se o agente é funcionário público, e comete o crime prevalecendo-se do cargo, ou se a falsificação ou alteração é de assentamento de registro civil, aumenta-se a pena de sexta parte.

(...)

Art. 307 - Atribuir-se ou atribuir a terceiro falsa identidade para obter vantagem, em proveito próprio ou alheio, ou para causar dano a outrem:

Pena - detenção, de três meses a um ano, ou multa, se o fato não constitui elemento de crime mais grave.

Ambas as situações abrangidas pelos §§ 2 e 3 do Artigo 23 da Lei 4.131/62, uma vez caracterizadas, permitem encaminhamento muito claro na esfera penal, com base nesses dispositivos, o que representava a elevação da temperatura dos controles cambiais a um nível

<sup>18</sup> Ao se combinar os §§ 2 e 3, como argumenta Fonseca, 1963, p. 111, a Lei 9.069/94 permitia “ao arbítrio das autoridades monetárias, um grau de penalização em proporção com a gravidade apurada da falta”. Ademais “o objetivo do legislador é claro: desejou ele que o corretor de tornasse o corresponsável pela correta classificação das informações prestadas pelo cliente, de conformidade com as normas fixadas pela SUMOC. Como é óbvio, conhecedor de todos os segredos das operações cambiais, ninguém melhor que o corretor para colaborar com as autoridades monetárias no sentido do aprimoramento das estatísticas nacionais das operações de câmbio e balanço de pagamentos” (*ibid.*, p. 109). Muitos anos depois a Lei 9.069/95 alteraria a redação dos §§ 2 e 3 a fim de introduzir gradações no texto da própria lei: de 50% a 300% nas situações do § 2 e de 5% a 100% nos casos do § 3.

<sup>19</sup> Van Der Laan, 2014, p. 11.

<sup>20</sup> Decreto-Lei 2.848, de 7 de dezembro de 1940.

completamente diferente, ou seja, as infrações administrativas de ordem cambial passavam a ser crimes, embora esta evolução não estivesse explícita em lugar algum. Mais adiante, e na mesma linha, o assunto ganhou novas possibilidades em 1986, com a definição específica do crime de falsa identidade “para realização de operação de câmbio” e do crime de evasão de divisas pela chamada “Lei do Colarinho Branco”, Lei 7.492/86, conforme abaixo (grifos meus):

**Lei 7.492, de 16 de Junho de 1986**

*Define os crimes contra o sistema financeiro nacional e dá outras providências.*

(...)

Art. 21. Atribuir-se, ou atribuir a terceiro, falsa identidade, para realização de operação de câmbio:

Pena - Detenção, de 1 (um) a 4 (quatro) anos, e multa.

Parágrafo único. Incorre na mesma pena quem, para o mesmo fim, sonega informação que devia prestar ou presta informação falsa.

Art. 22 - Efetuar operação de câmbio não autorizada, com o fim de promover evasão de divisas do País:

Pena - Reclusão, de 2 (dois) a 6 (seis) anos, e multa.

Parágrafo único - Incorre na mesma pena quem, a qualquer título, promove, sem autorização legal, a saída de moeda ou divisa para o exterior, ou nele mantiver depósitos não declarados à repartição federal competente.

A tipificação desses crimes, e o de “evasão de divisas” em particular, como crimes “contra a regular execução da política cambial do País e, indiretamente, contra a ordem econômica”<sup>21</sup>, não levava os controles cambiais para uma região muito diferente daquela onde já estavam, mas fazia as coisas mais explícitas. A ideia de “evasão de divisas” apelava de forma particularmente sensível ao imaginário nacionalista, ao evocar o possível extravio de riquezas nacionais, e acabava compondo um apoio simbólico importantíssimo à legitimidade dos controles cambiais. Conforme será visto no próximo capítulo, essa base subjetiva ou ideológica para os controles funcionaria como um obstáculo muito palpável, embora nem sempre muito explícito, à liberalização.

É curioso que esta inovação tenha ocorrido apenas em 1986, quando a longa era de controles cambiais já começava a se aproximar de seu fim. A única explicação para um dispositivo que, no momento de sua criação, já parecia um anacronismo era o extraordinário desenvolvimento do câmbio paralelo na segunda metade dos anos 1980, a desenvoltura com que esse mercado ilegal era utilizado e uma nova intolerância com relação à “informalidade” no terreno cambial, conforme será discutido em detalhe no próximo capítulo.

No mérito, pode-se questionar se irregularidades no plano administrativos, e mesmo a conduta de operadores de dólar paralelo, devem ser consideradas criminosas, especialmente

<sup>21</sup> Conforme descrito em Van Der Laan, 2014, p. 47.

quando lidam com recursos que *não* são provenientes de atividade criminosa. Até 1986 havia apenas a infração administrativa no exercício não autorizado de atividade cambial ou financeira para a qual cabiam as multas como as definidas no Decreto Lei 23.258/33 e na Lei 4.595/64. Nessa ocasião não estava tipificado do crime de lavagem de dinheiro, que só veio a ocorrer no Brasil em 1998, talvez por isso o legislador enxergasse algum sentido em “criminalizar” o que se passava no mercado paralelo em 1986, *ainda que a sua movimentação estivesse diretamente relacionada às definições do próprio BC sobre o que podia ter curso no câmbio “oficial”*. A autoridade administrativa podia alterar seguidamente os limites para o que era “legítimo” e, assim, deslocar as “fronteiras” do crime, como faria em diversas ocasiões no futuro, e conforme será visto no próximo capítulo.

Curiosamente, muitos viam que a norma penal parecia não violar a “lógica” dos controles: “o próprio fato de ser uma norma penal do tipo *em branco* deu flexibilidade e duração ao comando legal, uma vez que estabeleceu o princípio geral de constituir crime operações não autorizadas, mas sendo estas definidas pela competência do Poder Executivo de regular a política cambial, estabelecendo os limites, condições e a forma possível de saída de divisas do país.”<sup>22</sup> É claro que a possibilidade, inaugurada em 1986, de denúncia criminal para uma irregularidade administrativa de natureza cambial resultou em elevar a insegurança jurídica, pois qualquer operação de câmbio que, por qualquer razão, fosse considerada questionável pela autoridade cambial, ou apresentasse qualquer indício de irregularidade, passava a acarretar a necessidade de comunicação ao Ministério Público para o devido encaminhamento na esfera penal. Tem-se aí uma distorção que os penalistas definiram como “administrativização do direito penal”, pela qual, segundo a observação do Dr. Marcio Barandier, “o legislador, como continua acontecendo frequentemente, recorreu ao direito penal na esperança vã de que a severidade da ameaça pudesse desestimular práticas que o direito administrativo não conseguia coibir. ... Aliás, muitas vezes a criminalização de operações surgidas de desajustes do mercado financeiro ou da economia em geral só contribui para aumentar a remuneração de quem as viabiliza”.<sup>23</sup>

No próximo capítulo, que trata de liberalização, veremos como esses dispositivos resultaram em fincar muito fundo a cultura de controles cambiais que se metabolizaram no interior dos bancos, com certo impulso proporcionado pelos novos dispositivos relacionados à identificação das movimentações e à lavagem de dinheiro. Os controles cambiais acabaram tendo, de forma totalmente inesperada, uma nova vida depois da liberalização, com velhas normas e práticas ganhando nova natureza conceitual (prudencial ou PLD (“Prevenção à Lavagem de Dinheiro”) mas de feitos semelhantes aos do passado.

---

<sup>22</sup> Van Der Laan, 2014, p. 47.

<sup>23</sup> Em correspondência privada.

### 3.2. A autoridade cambial e as esferas regulatórias

No centro da construção institucional de um sistema de controles cambiais de amplo escopo - um desafio que se apresentou de forma urgente e inesperada no início da década de 1930 -, estava a definição da autoridade controladora e de seus efetivos poderes. O Banco do Brasil, recriado em 1905 das cinzas do finado Banco da República do Brasil (em liquidação desde 1900), na descrição de Calógeras, “foi constituído [como] um novo aparelho de importância capital para a solução do problema monetário, espécie de guia regulador do câmbio, destinado a tornar-se o núcleo de um banco de circulação que gozaria do monopólio de emitir”<sup>24</sup>. Na verdade, quando Rodrigues Alves, em sua mensagem presidencial de 1904, falou sobre a reorganização do Banco de República do Brasil, a ênfase no papel do novo banco como “regulador do câmbio” parecia maior que a associada a outros papéis. Em diversas ocasiões no decorrer da década de 1920, conforme relatado pelo historiador oficial do Banco do Brasil, a instituição foi “alvo de constantes elogios” no exercício de suas funções de regulador do mercado de câmbio; como exemplo, citava uma passagem particularmente reveladora do Retrospecto Comercial do Jornal do Comércio de 1926: “*desprezando vantagens materiais que poderiam ser auferidas* (sic) e aproveitando o momento, o banco tinha procurado, com persistência, manter a taxa cambial em relativa estabilidade”<sup>25</sup>.

A situação que se apresentava em 1933, todavia, não se parecia com nada que o Banco do Brasil havia passado nas duas décadas anteriores. A partir de 1933 a instituição assumiu papel central em um sistema cada vez mais pesado de controles cambiais, ainda que com oscilações em sua intensidade decorrentes de fatores conjunturais, e num ambiente onde suas ações no terreno cambial eram determinadas por assuntos como atrasados comerciais, arranjos de comércio por compensação e tratativas diplomáticas associadas a essas querelas. Não se trata mais de estabilizar a taxa de câmbio em torno da paridade através de intervenções em mercado, mas de cumprir uma rotina administrativa de adquirir todas as cambiais de exportação e promover uma distribuição discricionária de coberturas conforme diretivas governamentais. Deixa de haver clareza quanto à taxa de câmbio: há uma taxa “oficial”, praticada pelo estabelecimento monopolista, que não reflete a realidade do mercado e que produz queixas recorrentes dos exportadores. E taxas maiores para as coberturas disponibilizadas para outros usos, ou não, conforme os cambiantes critérios dos diferentes tipos de racionamento de divisas praticados no decorrer do tempo. E havia também o “câmbio negro”.

---

<sup>24</sup> Calógeras, 1930, p. 403.

<sup>25</sup> Pacheco, 1979, vol. IV, p. 208.

O Banco do Brasil cumpria uma multiplicidade de papéis potencialmente conflitantes: o de agente do Tesouro, operador do redesconto, banco comercial e, ocasionalmente, banco emissor, e no plano cambial era regulador e operador, além de autoridade responsável pelo controle cambial, e nessa capacidade, era formalmente responsável por normas, fiscalização e aplicação de multas. Não deve haver dúvida que a concentração de tantas funções em uma mesma instituição gerava uma infinidade de conflitos de interesse, e também de oportunidades. Embora o banco pudesse tirar vantagens dessa posição, o exato oposto podia ocorrer, dependendo do comportamento do Tesouro, de tal sorte que seus dirigentes e acionistas privados crescentemente manifestavam preocupação com a dependência do Tesouro para a cobertura de prejuízos da Carteira de Redescontos e da Caixa de Mobilização Bancária e também da Carteira de Câmbio. A execução de funções públicas nem sempre era lucrativa, e nas suas atividades cambiais em particular, conforme relata o historiador oficial do banco, “depois de passar por um longo período de dubiedade que proporcionara ao Banco grandes lucros, mas também ilimitadas responsabilidades e enormes prejuízos, [a Carteira de Câmbio] tivera a sua autonomia reconhecida ... Aí estava o caminho certo para que se conservasse a distinção das funções oficiais do banco dentro das íntimas ligações que mantinha com o governo, preservando-se o seu patrimônio e positivando-se a parte de sua responsabilidade nos altos interesses do governo”<sup>26</sup>. Tratava-se aí de segregar as atividades executadas por conta e ordem do Tesouro daquelas de iniciativa e interesse do banco, uma separação difícil e da qual podia resultar imensa vantagem para a instituição, como foi o caso, anos à frente, de mecanismo semelhante conhecido como “conta movimento”, que se estabeleceu entre o Banco do Brasil e o Banco Central.

Como veremos no Capítulo 5, o redesenho do Banco do Brasil com vistas à constituição do Banco Central era um tema muito difícil e que ainda tomariam várias décadas para alcançar soluções satisfatórias. Cogitou-se seguidamente de transformar o Banco do Brasil em banco central, assunto de que trataremos no Capítulo 5, mas nenhuma das ideias nessa direção avançou senão de forma efêmera. E assim, na falta do referencial doutrinário e tendo em vista a aproximação entre o Banco do Brasil e o Tesouro em temas incomuns como controles cambiais, atrasados comerciais, comércio de compensação e financiamentos emergenciais, o Banco do Brasil ganharia implicitamente alguns papéis de banco central, cabendo apenas a separação cuidadosa entre atividades de interesse dos acionistas privados e as relativas às políticas públicas. Teremos a oportunidade de explorar mais a fundo esses temas no Capítulo 5.

A situação começa a se modificar apenas a partir da aproximação do final da guerra, quando, em 1944, a Conferência Internacional de Bretton Woods, em New Hampshire, dá

---

<sup>26</sup> Pacheco, 1979, vol. IV, p. 412.

início à reconstrução do sistema monetário internacional e com isso leva para cada um dos países envolvidos novas determinações a serem cumpridas. O Brasil participa dessa conferência junto com 43 outros países, e fez parte do grupo de signatários do acordo que criou o Banco Mundial e o FMI (Fundo Monetário Internacional). A delegação brasileira foi chefiada pelo ministro Souza Costa, e teve entre seus membros Eugenio Gudin, a “estrela da delegação”, segundo o também membro e então jovem terceiro secretário Roberto Campos<sup>27</sup>, além de Octávio Gouveia de Bilhões, Valentim Bouças, Victor Azevedo Bastian e Francisco Alves dos Santos, este o diretor de câmbio do Banco do Brasil.

Depois de uma longa e glamorosa tramitação, que envolveu os célebres embates entre John Maynard Keynes, pela delegação britânica, e Harry Dexter White pela bancada dos EUA, chegou-se a um acordo quanto aos estatutos e regras de funcionamento de um organismo destinado a regular a liquidez internacional, resguardar o multilateralismo e zelar pela manutenção de taxas de câmbio fixas, o FMI, e também quanto à fundação de outra instituição cuja função estaria ligada ao processo de reconstrução e investimento nos países devastados pela guerra ou com necessidades de investimentos para superar o subdesenvolvimento, o Banco Mundial. Esta abordagem pragmática para a reconstrução da economia mundial diferia em muitos aspectos da que sucedeu a Primeira Grande Guerra: não se procurava mais estabelecer o padrão ouro, nem paridades já perdidas no tempo, tampouco uma “Paz Cartaginesa” que inviabilizasse a recuperação econômica dos países derrotados. Mas, a cultura de taxas de câmbio fixas, ou a aversão à volatilidade e também aos controles cambiais, era muito clara na nova ordem que se buscava estabelecer. Este não é o espaço para explorar os detalhes da construção, mas apenas para atentar para as obrigações que o novo arranjo trazia para o Brasil na esfera cambial.

O novo sistema requeria que os países sócios do FMI integralizassem um quarto de sua quota, ou de sua participação acionária no organismo, em moeda conversível e o restante em sua própria moeda. As regras para a utilização da primeira “tranche” não eram restritivas, e o grau de condicionalidade ia crescendo para as tranches superiores, pois era como um empréstimo sem nenhuma garantia que não fosse os cruzeiros depreciados guardados nos cofres do organismo. Os estatutos previam a fixação de uma taxa de câmbio de paridade, destinada a permanecer fixa, exceto no caso de “desequilíbrios fundamentais”, e, adicionalmente, em seu Artigo VIII, estabeleciam a vedação a qualquer espécie de restrição regulatória ou tributária nas operações de câmbio relativas à conta corrente do balanço de pagamentos. O Artigo XIV admitia restrições e controles cambiais para países em transição para a adesão às obrigações do Artigo VIII.

---

<sup>27</sup> Campos, 1994, p. 62.

Não é especialmente claro que a assinatura dos documentos de Bretton Woods, bem como a ratificação dos tratados pelo parlamento brasileiro, criasse a obrigação de o país organizar o seu banco central. Os estatutos previam que a agência de contato com o FMI poderia ser o Tesouro, o Banco Central ou um Fundo de Estabilização (seção V, 2), mas ao estabelecer o órgão que seria o depositário dos recursos em moeda local do organismo o estatuto designava o Banco Central (seção XII, 2). É provável que a criação do FMI fosse apenas uma oportunidade para avançar na construção de um banco central, prontamente aproveitada pelos seus defensores locais. Nesse contexto, em 2 de fevereiro de 1945, através do Decreto-Lei 7.293/45, foi criada uma “Superintendência da Moeda e do Crédito” (SUMOC) “com o objetivo imediato de exercer o controle do mercado monetário e preparar a organização do banco central” (Art. 1), e cuja funcionalidade no processo de criação do banco central será examinada adiante, no Capítulo 5. O fato é que a SUMOC já estava plenamente constituída em 1946 quando o diretor gerente do FMI, Camille Gutt, escreveu ao governo brasileiro solicitando a definição da taxa de câmbio a ser adotada como de paridade. A SUMOC responde que o país adotará a taxa de Cr\$ 18,46 por dólar que vinha mantendo durante todo o período de guerra. Diante de certa hesitação das autoridades brasileiras sobre o assunto, Gutt escreve novamente perguntando se o país está preparado para aceitar as obrigações do Artigo VIII que proibia restrições a pagamentos nas transações em conta corrente. Em resposta, em 30 de janeiro de 1947, o Conselho da SUMOC decide “prevalecer-se nos arranjos temporários” definidos no Artigo XIV pelo qual restrições cambiais temporárias poderiam ser mantidas na vigência de dificuldades no balanço de pagamentos. Com isso as autoridades ganharam tempo na definição da taxa de paridade e em junho de 1948 finalmente reafirmaram a taxa de CR\$ 18,50 e autorizaram o Banco do Brasil a recolher os US\$ 37,5 milhões que correspondiam à proporção de 25% da participação brasileira no organismo. Em março de 1949 o Brasil já inicia gestões para sacar o depósito que acabara de fazer a fim de liquidar atrasados comerciais: um mau começo em se tratando de relacionamento com o novo organismo, talvez um prelúdio a uma relação destinada a ser tumultuada nos anos a seguir. Nesse contexto, vale lembrar que o Brasil permaneceu sob a disciplina do Artigo XIV, ou seja, praticando restrições cambiais determinadas por dificuldades supostamente temporárias de balanço de pagamentos, de 1947 a 2001 (!), ou seja, durante quase meio século ininterrupto quando finalmente se declarou preparado para aceitar as obrigações do Artigo VIII.

A SUMOC, em si, não alterava a centralidade do Banco do Brasil na operação dos controles e da política cambial mas introduziu uma nova governança ou um novo mecanismo decisório que envolvia o Conselho da SUMOC e a publicação das chamadas “Instruções”. A nova superintendência teria um Diretor Executivo (o primeiro ocupante do cargo, durante seus primeiros seis anos foi José Vieira Machado, funcionário de carreira do Banco do Brasil)

que responderia a um Conselho presidido pelo ministro da Fazenda, e que teria, além do próprio diretor executivo, quatro outros membros: o presidente do Banco do Brasil e três de seus diretores, o da Carteira de Câmbio, o da Carteira de Redescontos e o da Caixa de Mobilização e Fiscalização Bancária.

A criação da SUMOC era um avanço institucional inequívoco, mesmo tendo em mente a influência dominante do Banco do Brasil no comando da nova instituição e sua posição como executor das normas e políticas fixadas pelo conselho da SUMOC. As competências desta no terreno cambial eram muito amplas, o que inaugurava uma nova fase na regulamentação cambial ao permitir que o assunto pudesse ser tratado com bastante agilidade no terreno *infra legal*:

### **Decreto-Lei 7.293, de 2 de fevereiro de 1945**

*Cria a Superintendência da Moeda e do Crédito, e dá outras providências*

O Presidente da República, usando da atribuição que lhe confere o Artigo 180 da Constituição, decreta:

(...)

Art. 3. Enquanto não for convertido em lei o projeto de criação do Banco Central, à Superintendência da Moeda e do Crédito incumbe as seguintes atribuições:

(...)

e) autorizar a compra e venda de ouro ou de cambiais; autorizar empréstimos a bancos por prazo não superior a cento e vinte (120) dias, garantido; por títulos do Governo Federal até o limite de noventa por cento (90%) do valor em Bolsa;

(...)

g) orientar a fiscalização dos bancos;

h) orientar a política de câmbio e operações bancárias em geral;

Durante os vinte anos de sua existência, dentro do qual lhe cabia preparar o funcionamento do banco central, a SUMOC desempenhou um papel limitado na coordenação da política monetária e na fiscalização bancária,<sup>28</sup> mas teve uma atividade bem mais produtiva na formulação da política cambial, de comércio exterior e nas regras relativas ao tratamento do capital estrangeiro. A produção legislativa sobre assuntos cambiais foi muito relevante nesses anos quando a SUMOC esteve funcionando ao abrigo do Banco do Brasil, começando pela Lei 9.025/46, que trouxe uma vigorosa e atrevida liberalização cambial, passando pela Lei 1.907/53 criando o mercado de câmbio de taxas livres, a Lei 3.244/57 reformando as tarifas aduaneiras, o Decreto 42.820/57 que funciona como um dispositivo que consolida a legislação cambial como se fora um regulamento, e terminando pela Lei 4.131/62, tratando de capital estrangeiro e remessas de lucros. As menções à SUMOC nessas leis são cada vez numerosas, sugerindo um papel crescente da superintendência na regulamentação e muito frequentemente na modulação de restrições criadas pelas leis cambiais. Algumas das Instruções da SUMOC, como a famosa Instrução

<sup>28</sup> Por exemplo, basta notar que, com base em um parecer do seu Consultor Jurídico, SUMOC não fiscalizou o Banco do Brasil até meados da década de 1950. Além disso, na prática, o Banco do Brasil, maior banco do País, de fato jamais admitiu ser fiscalizado pela SUMOC. Cf. Salama, 2010, p. 164, nota.

70/53 dispendo sobre ágios e bonificações num sistema de câmbio múltiplo, e a Instrução 113/55 dispendo sobre remessas de lucros, tiveram papel importantíssimo na política cambial desses anos e não eram meras regulamentações de determinações legais. A SUMOC já agia como se tivesse a efetiva delegação para “orientar” os assuntos cambiais, conforme escrito na lei que a criou. Esta tendência de transferência de poderes à SUMOC dos aspectos normativos e operacionais dos controles e da fixação das taxas de câmbio, bem como seus ágios, bonificações, depósitos, licenças, taxas e proibições vai criando um distanciamento entre a prática dos controles e a letra da lei, que vai ficando mais vaga e principista<sup>29</sup>.

Esta tendência se acentua e se vê consagrada em 1965 quando, depois de muita discussão, a Lei 4.595/64 cria o Banco Central da República do Brasil no âmbito de uma definição de largo alcance do Sistema Financeiro Nacional regido por um Conselho Monetário Nacional (CMN), que herdaria as competências do Conselho da SUMOC e ganharia outras novas, elevando consideravelmente o perfil desse organismo. Do ângulo estritamente cambial a primeira mudança importante a observar é que era o perfil mais elevado associado ao CMN, que era como se o antigo conselho da SUMOC adquirisse papel de efetiva liderança nas políticas monetária e cambial. O novo CMN terá “objetivos” e “competências” na esfera cambial conforme abaixo (grifos meus):

**Lei 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.*

O Presidente da República Faço saber que o Congresso Nacional decreta e eu sanciono a seguinte Lei:

(...)

Art. 2. Fica extinto o Conselho da atual Superintendência da Moeda e do Crédito, e criado em substituição, o Conselho Monetário Nacional (CMN), com a finalidade de formular a política da moeda e do crédito como previsto nesta lei, objetivando o progresso econômico e social do País.

Art. 3. A política do CMN objetivará:

(...)

III - Regular o valor externo da moeda e o equilíbrio no balanço de pagamento do País, tendo em vista a melhor utilização dos recursos em moeda estrangeira;

(...)

Art. 4. Compete ao CMN, segundo diretrizes estabelecidas pelo Presidente da República:

(...)

V - Fixar as diretrizes e normas da política cambial, inclusive quanto a compra e venda de ouro e quaisquer operações em Direitos Especiais de Saque e em moeda estrangeira;

(...)

XVIII - Outorgar ao Banco Central da República do Brasil o monopólio das operações de câmbio quando ocorrer grave desequilíbrio no balanço de pagamentos ou houver sérias razões para prever a iminência de tal situação;

(...)

XXXI - Baixar normas que regulem as operações de câmbio, inclusive swaps, fixando limites, taxas, prazos e outras condições.

<sup>29</sup> Uma exceção a esta tendência na direção da regulamentação através de instruções, no âmbito da SUMOC, foi o Decreto 42.820/57, um raro dispositivo que buscava consolidar e organizar as leis cambiais, funcionando como uma espécie de regulamento, e que dispunha adicionalmente às questões estritamente cambiais sobre a abertura de contas em moedas estrangeiras no País e em moeda nacional junto a bancos no Brasil por não residente.

Com as competências normativas fixadas pelo CMN, caberia ao Banco Central “cumprir e fazer cumprir as disposições que lhe são atribuídas pela legislação em vigor e as normas expedidas pelo CMN” (Art. 9). Além disso (grifos meus):

Art. 10. Compete privativamente ao Banco Central da República do Brasil:

(...)

VII - Efetuar o controle dos capitais estrangeiros, nos termos da lei;

VIII - Ser depositário das reservas oficiais de ouro e moeda estrangeira e de Direitos Especiais de Saque e fazer com estas últimas todas e quaisquer operações previstas no Convênio Constitutivo do Fundo Monetário Internacional;

X - Conceder autorização às instituições financeiras, a fim de que possam:

(...)

d) praticar operações de câmbio, crédito real e venda habitual de títulos da dívida pública federal, estadual ou municipal, ações Debêntures, letras hipotecárias e outros títulos de crédito ou mobiliários;

Art. 11. Compete ainda ao Banco Central da República do Brasil:

(...)

III - Atuar no sentido do funcionamento regular do mercado cambial, da estabilidade relativa das taxas de câmbio e do equilíbrio no balanço de pagamentos, podendo para esse fim comprar e vender ouro e moeda estrangeira, bem como realizar operações de crédito no exterior, inclusive as referentes aos Direitos Especiais de Saque, e separar os mercados de câmbio financeiro e comercial;

O disposto na lei sobre as atribuições do Banco Central sobre assuntos cambiais é muito amplo e, ademais, ao acrescentar (Art. 11, III) que o BCRB podia “*para esse fim*” executar diversos tipos de ações, como comprar e vender divisas e mesmo “separar mercados de câmbio”, deixava abertas inúmeras possibilidades, que de modo algum ficavam limitadas aos exemplos citados. Anos depois, esse dispositivo serviu de base para a interpretação segundo a qual o Banco Central podia atuar em instrumentos derivativos cambiais, pois era equivalente a comprar e vender divisas e seguramente tratava-se de uma entre muitas possibilidades que cabem dentro de conceito de “atuar no sentido do funcionamento regular do mercado de câmbio”.

Embora, do ângulo técnico, as Instruções da SUMOC equivalassem às Resoluções do CMN, o fato deste conselho possuir na sua composição autoridades de maior calibre ajudou a fazer com que as Resoluções tivessem maior alcance e importância, ou que suas competências fossem exercidas com bastante mais desenvoltura que o Conselho da SUMOC. A produção legislativa sobre matéria cambial diminui consideravelmente e os assuntos de regulamentação e de política cambial passam a ser tratados pelo CMN e formalizados através de Resoluções, regulamentadas por Circulares emitidas pelo Banco Central, aprovadas pela Diretoria e assinadas por diretores da Instituição e Cartas Circulares e Comunicados assinados por chefes de departamento do Banco Central.<sup>30</sup> A base legal para as resoluções

---

<sup>30</sup> Era comum na época da ditadura, normas serem expedidas por meio de Comunicados (DECAM e FIRCE, respectivamente o Departamento de Câmbio e a Fiscalização e Registro de Capitais Estrangeiros no BCB) para regulamentar o mercado de câmbio e de capitais estrangeiros. Esse tipo de medida era uma disfunção pois os comunicados não tinham caráter normativo, tratando-se de simples comunicação para fins de prestar esclarecimentos ao mercado. Essa disfunção foi solucionada com o tempo, passando as instruções normativas

do CMN é ampla e variada, eis que composta de sucessivas camadas de leis feitas nas mais diversas circunstâncias começando pelos dispositivos de controle cambial de 1920, as leis da década de 1930 e 1940 dispendo sobre centralização e racionamento de divisas e dos anos 1950 e 1960 sobre câmbios múltiplos e capitais estrangeiros. Não há muita consistência nesse acervo, que resulta das mais variadas situações, e despeito de certa depuração verificada com a passagem do tempo, revelando certo sentido evolutivo, não se tem uma consolidação de leis, de modo que coexistem normas destinadas a processos de liberalização quanto as concebidas para os apertos próprios dos momentos de crise. O CMN pode escolher diferentes subconjuntos de leis para trabalhar em diferentes momentos, conforme a sua conveniência. Em boa medida, esta arquitetura manteve a essência de um sistema de controles onde o poder discricionário da autoridade era seu principal armamento, inclusive para desabilitar os controles.

### **3.3. Câmbios múltiplos e seletividade**

Ao menos dois enredos pareciam se desenrolar no terreno cambial a partir do paradigma estabelecido pelo Decreto Lei 23.238/33: de um lado, o do balanço de pagamentos, associado ao sistema de racionamento representado pelos controles cambiais e o debate sobre ajustes via preço, ou seja, via desvalorizações cambiais, em oposição a controles administrativos. De outro, vai crescendo a percepção das possibilidades de tratamento seletivo para diferentes setores e operações conforme prioridades governamentais. Esses dois enredos vão se interligando de forma complexa no decorrer do tempo, quando o racionamento de moeda estrangeira vai deitando raízes cada vez mais profundas, fosse pelo artificialismo na taxa de câmbio, ou pelas facilidades setoriais. A inserção internacional do país seria fundamentalmente afetada pela opção preferencial por controles cambiais feita pelo país a partir dos anos 1930, em detrimento da fixação do preço da moeda estrangeira em mercados, e pela proliferação de exceções. Esta opção vai se renovando a cada época em razão de circunstâncias diferentes, e apenas começa a ser revertida na segunda metade dos anos 1950 e a se materializar no final da década de 1960. Na raiz da distorção estava a escassez de divisas, que permanecerá conosco por muitos anos à frente, mas quase sempre acompanhada de preços errados para a divisa, reforçando a sua escassez e aprofundando a distorção.

---

a ser editadas apenas por meio de resoluções e circulares. As cartas-circulares tinham o fim de divulgar critérios e condições de ordem operacional, sem força normativa.

Esta seção trata de estudar os diferentes sistemas que foram utilizados pela regulamentação cambial para alocar privilégios e ônus do racionamento de divisas, em muitos casos a partir de critérios administrativos e em outros, como nos casos de separação de mercados, com alguma sensibilidade para os ditames da lei da oferta e da procura. A evolução dos diferentes sistemas, documentada nessa seção, revela a variabilidade de critérios empregados no decorrer do tempo. Seletividade e restringência andaram juntas, embora de forma complexa, nem sempre linear. Não trataremos dos determinantes de cada um desses arranjos tampouco de sua economia política e de seu lugar na teia de políticas econômicas de cada época<sup>31</sup>. Para os fins deste trabalho importa apenas a morfologia dos sucessivos sistemas de controles, sobretudo no que tange à sua aplicação diferenciada segundo setores e operações, e o modo como foram se acumulando e se interpenetrando no tempo para formar um acervo a moldar de forma seletiva e discricionária o relacionamento da moeda brasileira com as de outros países.

São muitas as alterações na sistemática de controles cambiais depois de 1933, ao sabor de circunstâncias excepcionais, ou das andanças da diplomacia econômica. Quando veio a definição do paradigma básico pelo Decreto 23.258/33, já estava disseminada desde 1931 a prática do “mercado cinzento”<sup>32</sup> através das quais o Banco do Brasil autorizava o corretor que lhe trazia lotes de cambiais de exportação “a separar e utilizar uma porcentagem do valor adquirido do exportador, que variava de 5 até 11%, para ser vendido a qualquer tomador que estivesse com documentos já autorizados para remessa de moeda estrangeira ao exterior, para operações de importações ou de ordem financeira. ... Assim, os mais aflitos em efetivar suas remessas ao exterior passaram a subsidiar a exportação, pagando significativos ágios aos corretores que lhes ofereciam lotes razoáveis de câmbio, resultante da porcentagem liberada pelo Banco do Brasil.”<sup>33</sup> Nesse momento, a estimativa de um relatório feito por uma missão americana chefiada por John Williams, era de que o mercado oficial movimentava cerca de £ 36 milhões, o cinzento algo como £ 11 milhões e o mercado livre entre £ 3 e 5 milhões. O câmbio cinzento estava em torno de 15% acima do oficial e o livre com ágio de 40%<sup>34</sup>. O Decreto 24.268/34 veio a formalizar os “câmbios múltiplos” espontaneamente criados pelo mercado, conforme acima descrito (grifos meus):

---

<sup>31</sup> O leitor interessado na história da política econômica externa, com foco nas políticas cambial e comercial, e também na diplomacia econômica referente aos incidentes da conta de capitais, atrasados, renegociações e suas reviravoltas, poderá encontrar um excelente relato no trabalho clássico de Abreu, 1999.

<sup>32</sup> “Por se tratar de mercado *oficioso*, saído do próprio Banco do Brasil, na taxa oficial e contra documentos regulares, mas com um ágio livremente negociado entre as partes e pago por fora, também diretamente, sem a interferência do Banco do Brasil, designou-se com muita propriedade, de *mercado cinzento*.” Cf. Levy, 1956, p. 42.

<sup>33</sup> Conforme o relato de Siqueira, 2015, a partir da informação em Levy, 1956.

<sup>34</sup> Cf. Abreu, 1999, pp. 127-128.

**Decreto 24.268, de 19 de maio de 1934**

*Torna livres as operações de câmbio, não provenientes das exportações do país*

O Chefe do Governo Provisório da República dos Estados Unidos do Brasil:

Considerando que os principais objetivos do monopólio da compra de letras de exportação, decretado em favor do Banco do Brasil, consistem, em evitar o encarecimento de vida no país, e, ao mesmo tempo, a depreciação em ouro, nos mercados internacionais dos produtos nacionais de exportação;

Considerando que não devem ser aplicadas a outros fins essas disponibilidades de cambiais, assim adquiridas pelo Banco do Brasil;

Considerando a necessidade e conveniência de permitir que as operações de câmbio, não originadas das exportações do país, se realizem pelas taxas e de acordo com a lei da oferta e da procura,

*Decreta:*

Art. 1. Ficam integralmente mantidas as disposições vigentes, relativas ao monopólio de compra de letras de exportação, em favor do Banco do Brasil.

§ 1. O Banco do Brasil aplicará os fundos resultantes da compra de letras de exportação, exclusivamente em remessas e obrigações aos governos federal, estaduais, ou municipais, e no pagamento de importações, devidamente comprovadas, pela Fiscalização Bancária.

§ 2. Nenhuma transferência motivada pelo pagamento no estrangeiro, de lucros, juros, dividendos, impostos, ou outros da mesma natureza, poderá ser feita sem prévio exame e aprovação da Fiscalização Bancária.

Art. 2. Podem operar livremente em câmbio, não proveniente da exportação, os bancos, empresas, sociedades ou firmas individuais ou coletivas, devidamente autorizadas pela Fiscalização Bancária.

§ 1. As entidades que efetuarem operações de câmbio no mercado livre, ficam obrigadas a fornecer, diariamente, uma relação minuciosa de tais operações à Fiscalização Bancária.

Este decreto reservava o mercado “oficial”, alimentado pelas receitas cambiais exportações, para os gastos com importações e do governo a serem cursados na taxa “oficial”, e instituiu um outro mercado de câmbio que funcionaria “de acordo com a lei da oferta e da procura” onde teriam lugar todas as outras operações cambiais majoritariamente financeiras. Aqui tem início, no terreno normativo e formal, o sistema de câmbios “múltiplos”, ao qual o país retornará inúmeras vezes, onde haveria um mercado, às vezes mais de um, operando com taxas mais amenas, ou flagrantemente sobrevalorizadas para o comércio exterior, assim criando um claríssimo viés hostil à exportação, e certo favorecimento às importações “meritórias” ou “essenciais”, pois não se queria o “encarecimento da vida”, e um mercado “livre”, ou mais de um, onde a divisa era mais cara, onde negociariam os desatendidos pelo sistema oficial junto a transações de todo tipo. Parece clara a ideia de “punir” a conta de capitais, uma preocupação muito comum em países que experimentavam controles cambiais na ocasião<sup>35</sup>, o que, todavia, não se conseguia fazer sem conferir tratamento punitivo também às exportações e às importações não essenciais. Não se podia atender a todas essas prioridades com uma única taxa de câmbio, talvez mesmo fosse necessário que existissem diversas, sobretudo se não fosse possível estabelecer as preferências das autoridades pela via administrativa. Em boa medida, as inovações que se seguem no sistema cambial brasileiro consistem em variações sobre esse desenho de

<sup>35</sup> Nurske, 1944, p. 163 *passim*.

“câmbios múltiplos” introduzindo novas possibilidades, ampliando o escopo e alterando prioridades, sempre no contexto desta tarefa de Sísifo de controlar cada natureza de cada operação de câmbio feita no país.

A próxima inovação tem a ver com o potencial de receita que os “câmbios múltiplos” poderiam gerar para o governo. Desde logo ficaria claro para as autoridades que o câmbio diferenciado implicava em uma espécie de “tributação” sobre as operações cursadas no mercado cinzento e livre, ou, visto pelo ângulo do Banco do Brasil (ou dos corretores), em lucros extraordinários decorrentes do fato de o banco adquirir moedas conversíveis a taxas oficiais baratas e vende-las caras a quem as comprava nas cotações do mercado cinzento ou livre<sup>36</sup>. Esses *spreads* não se transformavam em receita para o governo, que logo percebeu um filão a explorar. Pelo Decreto-Lei 97/37, o sistema passou a incorporar expressamente um imposto de 3% sobre todas as vendas de câmbio feitas pelo Banco do Brasil e mais, o governo determinou que os resultados financeiros do Banco do Brasil derivados do exercício do monopólio passavam a pertencer ao Tesouro (grifos meus):

**Decreto-Lei 97, de 23 de Dezembro de 1937**

*Regula as vendas de letras de exportação e dá outras providências.*

O Presidente da República, usando da atribuição que lhe confere o Art. 780 da Constituição, decreta:

Art. 1. As vendas de letras de exportação ou de valores transferidos do estrangeiro, somente poderão ser feitas ao Banco do Brasil.

Art. 2. As letras referidas no Art. 1 serão distribuídas pelo Banco do Brasil de acordo com as prescrições deste decreto-lei.

§ 1. Diariamente, depois de atendidas as necessidades da Administração Pública, às coberturas restantes serão distribuídas, observada a seguinte ordem de preferência:

- 1) importação de mercadorias e fretes de exportação;
- 2) despesas no estrangeiro das empresas contratantes de serviços públicos;
- 3) dividendos e lucros em geral;
- 4) outras remessas.

§ 2. Os compradores das letras mencionadas no § 1, exceção feita da Administração Pública, pagarão, em moeda nacional, uma taxa de três por cento (3 %) sobre o valor da compra.

(...)

Art. 6. O produto da taxa de três por cento (3%), de que trata o § 2 do Art. 2, e os resultados verificados nas operações de monopólio de câmbio serão creditados em conta do Tesouro Nacional para a formação de um fundo de câmbio sobre cuja aplicação o Governo resolverá oportunamente.

O Decreto-Lei 97/37 serviu para tornar mais restritivos os controles cambiais em um momento mais desfavorável do balanço de pagamentos e para uma unificação de taxas de câmbio em níveis mais elevados<sup>37</sup>. Conceitualmente, não trazia novidade e, no começo de

<sup>36</sup> Por óbvio, havia também subsídio, pois os compradores no mercado oficial ganhavam taxas mais favoráveis que as que obteriam no mercado livre. Parte dos ganhos do monopolista em vender divisas caras eram consumidas em vender barato, mas o resultado era sempre positivo e relevante como adiante ficaria claro no sistema de ágios e bonificações adotado nos anos 1950.

<sup>37</sup> Abreu, 1999, p. 152.

1939, o país retomaria mais explicitamente a lógica de “câmbios múltiplos”, conforme estabelecida pelo Decreto-Lei 1.201/39 (grifos meus):

**Decreto-Lei 1.201 de 8 de aAbril de 1939**

*Dispõe sobre as operações de câmbio e dá outras providências.*

O Presidente da República, usando da faculdade que lhe confere o Artigo 180 da Constituição, decreta:

Art. 1. Fica restabelecida a liberdade para as operações de câmbio, nos termos deste decreto-lei.

Art. 2. As letras de exportação, bem como os valores transferidos do exterior, serão vendidos livremente aos Bancos estabelecidos no País, desde que habilitados a operar em câmbio.

Parágrafo único. A Fiscalização Bancária só fornecerá guias do embarque mediante prova fornecida pelo exportador de que vendeu o câmbio respectivo, na forma prescrita neste decreto-lei.

Art. 3. Os Bancos compradores de letras de exportação ficam obrigados a vender ao Banco do Brasil, em saque a vista sobre Londres ou Nova York, pela taxa oficial por este diariamente fixada e em moeda que tenha, curso o internacional, 30 % (trinta por cento) da importância de cada cambial comprada.

Art. 4. A compra de cambiais para pagamento de importações deverá ser feita, também, no mercado livre, depois de autorizada pela Fiscalização Bancária.

(...)

Art. 6. As transferências para o exterior, que não sejam originadas de importação, só poderão ser feitas pelo Banco do Brasil.

Art. 7. Os turistas estrangeiros venderão livremente aos Bancos, Casas Bancárias ou de câmbio, as importâncias de suas cartas de crédito, *traveller's checks*, ou dinheiro estrangeiro, podendo adquirir o dinheiro estrangeiro se lhes convier. As disponibilidades assim obtidas pelos Bancos, Casas Bancárias ou de câmbio deverão ser por estes aplicadas exclusivamente em venda de saques, cartas de crédito, ordens de pagamento ou dinheiro às pessoas que, para viagens ou manutenção no exterior, estejam devidamente autorizadas a comprar pela Fiscalização Bancária.

Parágrafo único. Estas operações devem ser escrituradas à parte e diariamente reportadas à Fiscalização Bancária.

Art. 9. Com exceção do Banco do Brasil, é vedado aos Bancos manterem posições de câmbio “comprada” além do limite que for fixado pela Fiscalização Bancária.

O decreto resultou de compromissos assumidos pelo ministro Oswaldo Aranha em sua missão a Washington no início de 1939. Os americanos preocupavam-se com as restrições cambiais às movimentações financeiras, assunto delicado em um contexto onde o Brasil acumulava atrasados comerciais e enfrentava dificuldades com a dívida externa. Mais uma vez os americanos insistiam na liberalização cambial, ou na ampliação do mercado livre, e, menos visível, era a pressão para que se criassem obstáculos ao comércio de compensação com a Alemanha<sup>38</sup>. Do ponto de vista formal, as inovações do novo decreto tomaram a forma de: (i) uma flexibilização no monopólio concedido ao Banco do Brasil pela qual apenas 30% das letras cambiais de exportações deviam ser vendidas a este estabelecimento, o que podia ser visto como uma ampliação do que outrora se conhecia como o câmbio cinzento; e (ii) a criação do mercado de câmbio apartado para as transações relativas ao turismo, um tema que mereceria inúmeras abordagens no futuro.

<sup>38</sup> *Ibid.*, p. 271. Vale lembrar que uma parcela próxima da metade do comércio exterior brasileiro da época tinha lugar com países de moeda inconvertível e através de arranjos de compensação. Nesses esquemas, as taxas de câmbio não seguiam os trâmites comuns.

Com o sistema do novo decreto, ficavam delimitados três mercados de câmbio diferentes, que ficaram conhecidos como o “livre” (ou o “oficial”), o “especial” (alimentado pelos 30% das letras vendidas para o Banco do Brasil e destinado a atender prioridades) e o “livre-especial” (o câmbio do turismo). Desta vez a definição das fronteiras entre os mercados avançou a ponto de a fiscalização determinar uma segregação contábil nos livros dos bancos, a partir da qual o controle cambial atingiu um novo estágio. Com a separação das compras e vendas dentro de cada mercado, se tornou essencial o conceito de “posição de câmbio”, ou seja, a contabilização das compras ou vendas *acumuladas* em cada segmento de forma apartada, de modo a impedir que os bancos pudessem fazer arbitragem, tal como se estivessem tratando de duas moedas diferentes e incomunicáveis entre si. Com a segregação das “posições”, a forma de se evitar arbitragem, e, portanto, a equalização de taxas entre segmentos de mercado, era proibir o “nivelamento das posições de câmbio”. Ademais, ao limitar, em cada mercado, a posição “comprada” ou “vendida” dos bancos ao final do dia, o governo criava pressões sobre a cotação de cada um dos segmentos do mercado. Instituem-se limites por instituição, às vezes limites globais, sobretudo para a posição “comprada”. Este é o controle cambial total: o governo intervém na oferta, na demanda e na maneira como os bancos atuam em cada mercado. O conceito de posição de câmbio seria uma ferramenta central no controle cambial nos anos posteriores, ao menos enquanto a formação da taxa de câmbio se dava predominantemente no mercado *spot*.

Ao final de guerra, e em boa medida enfunado pelos ventos liberalizantes e por compromissos assumidos em conexão com os acordos de Bretton Woods, e, sobretudo em razão das limitações já mencionadas nos estatutos do FMI para restrições cambiais, o presidente Eurico Gaspar Dutra assinou o Decreto-Lei 9.025/46 trazendo uma liberalização que cambial que encontrou muitos opositores (grifos meus):<sup>39</sup>

#### **Decreto-Lei 9.025, de 27 de fevereiro de 1946**

*Dispõe sobre as operações de câmbio, regulamenta o retorno de capitais estrangeiros, e dá outras providências*

O Presidente da República, usando da atribuição que lhe confere o Artigo 180 da Constituição, decreta:

Art. 1. É assegurada a liberdade de compra e venda de cambiais e moedas estrangeiras, observadas as determinações deste Decreto-lei e as instruções que forem baixadas pela Carteira de Câmbio do Banco do Brasil S.A., sob a orientação da SUMOC.

Art. 2. Ao seu exclusivo critério, fica a SUMOC autorizada a reduzir a percentagem de 30% fixada pelo Art. 3 do Decreto-lei 1.201/39, podendo mesmo suprimi-la totalmente.

Art. 3. Fica abolido o mercado de câmbio a que se refere o Art. 7 do Decreto-lei 1.201/39.

Art. 4. Poderão ser vendidas, para satisfazer pagamentos de qualquer natureza, no exterior, as disponibilidades resultantes das compras feitas, na forma do Artigo 1 deste Decreto-lei pelos Bancos e Casas Bancárias autorizadas a operar em câmbio.

Art. 5. A fiscalização das operações de câmbio continuará confiada à Carteira de Câmbio do Banco do Brasil S.A. que expedirá os necessários regulamentos, obrigados os Bancos e Casas Bancárias a manter um registro especial de operações de câmbio não originárias de importações ou exportações, de cujo movimento total aquela Carteira deverá ter todas as informações.

(...)

Art. 9. São permitidas as operações entre bancos, os quais poderão manter posições compradas, dentre de condições que forem fixadas pela Carteira de Câmbio do Banco do Brasil.

(...)

Art. 10. É vedada a compensação privada de créditos ou valores de qualquer natureza, sujeitos os responsáveis às penalidades previstas no Decreto 23.258/33.

O Decreto-Lei 9.025/46 não continha qualquer restrição cambial, a não ser para a compensação privada de créditos, no seu Artigo 10, “o mais foi permitido”<sup>40</sup>. Há diversas menções à SUMOC, que agregam à impressão que a autoria do decreto estava associada ao grupo que esteve em Bretton Woods e que nesse momento, se empenhava em desenvolver o órgão e sua missão. Foi abolido o mercado de câmbio de turismo (Art. 3) desmontando o sistema tríplice anterior e a recém-criada SUMOC foi autorizada a reduzir a percentagem de 30% fixada pelo Decreto-Lei 1.201, de 1939, sobre o total das letras de exportação que os bancos compradores deviam entregar ao Banco do Brasil, prevendo-se ainda a possibilidade de sua completa supressão (Art. 2)<sup>41</sup>. Esta supressão operou-se, efetivamente, pela Instrução 17 da SUMOC, em 20 de julho de 1946, passando-se, assim, para o regime da mais completa liberdade cambial<sup>42</sup>. Unificação e liberalização parecem proposições fáceis quando prevalece a abundância de divisas.

Apesar de tudo isso, a arquitetura desta norma não era tão distinta das anteriores. Da mesma forma que o Decreto-Lei 1.201/39, assegurava-se a liberdade cambial “observados os termos da lei”, ou seja, sempre se tratava de liberdade, mas sob condições que a autoridade cambial ditará segundo a gradação que a sua conveniência viesse a indicar. Dessa maneira, a efetiva liberalização não está propriamente no enunciado da lei mas na sua execução, reproduzindo novamente a lógica da regulamentação discricionária, para prender ou para soltar, sempre salvaguardando a opção de retroceder.

<sup>40</sup> Leonel, 1955, pp. 32-33.

<sup>41</sup> Tecnicamente não se autorizou à SUMOC a *reestabelecer* o regime anterior após a supressão, como foi feito pela Instrução 25 de 3-6-1947; muito menos a *elevantar* a referida percentagem para 75%, como feito pela Instrução 26, de 8-1-1948. Cf. Leonel, 1955, pp. 42-49.

<sup>42</sup> Leonel, 1955, p. 33. Outras medidas foram tomadas pelo Governo no sentido de eliminar as restrições. Por exemplo: revogou-se também a tributação, introduzida com o Decreto-Lei 97/37, sobre as operações de câmbio através da revogação do mesmo. O art. 14 do Decreto-Lei 9.025 tornava, no entanto, obrigatório o pagamento de uma cota de 3% sobre o valor das vendas de câmbio efetuadas pelos bancos autorizados. O Decreto-Lei 9.522/46 *extinguiu* esse pagamento. Em 1948, este último Decreto-Lei foi revogado pela Lei n. 475/48.

O Decreto-Lei 9.025/46 introduziu ainda uma série de inovações, cuja autoria costuma ser atribuída a Otávio Gouveia e Bulhões, relativas à sistemática de “registro” de capitais estrangeiros (Art. 5), e mais, ao “assegurar o direito de retorno do capital estrangeiro previamente registrado” (Art. 6), mais tarde melhor elaboradas na Instrução 113/55 e na própria Lei 4.131/62. Trataremos deste na próxima seção em conexão com normas específicas sobre a conta de capitais.

Lamentavelmente, é de pouca duração a primavera de liberdade cambial. Uma reversão da situação favorável do balanço de pagamentos produziu um recuo no movimento de liberalização, e como não se podia contar com ajustes na taxa de câmbio, seja porque era inaceitável no esquema de Bretton Woods, ou em razão de objeções conceituais às desvalorizações, o país permaneceu na disciplina do Artigo XIV ao amparo do qual podia recompor o sistema de racionamento de câmbio. E foi esta a direção que seguiu a Lei 262/48 ao introduzir o regime de licença prévia para importações e exportações, excluídos alguns gêneros essenciais. De se notar que não era uma norma cambial mas uma restrição burocrática e não tarifária situada no terreno aduaneiro, assinalando uma tendência importante para os próximos anos, a de trazer as restrições de natureza mais caracteristicamente seletiva para a retaguarda, em depósitos prévios, quotas, limitações regulatórias ou para dispositivos tarifários ou tributários, retirando do mercado de câmbio o encargo de estabelecer campeões e preferências no nível das operações ou de natureza setorial (grifos meus):

#### **Lei 262, de 23 de fevereiro de 1948**

*Subordina ao regime de licença prévia o intercâmbio de importação e exportação com o exterior.*

O Presidente da República: Faço saber que o Congresso Nacional decreta e eu sanciono a seguinte Lei:

Art. 1. É o Poder Executivo autorizado a subordinar ao regime de licença prévia o intercâmbio de importação e exportação com o exterior, excluída dessa autorização a importação de gêneros alimentícios de primeira necessidade, a de cimento e produtos farmacêuticos.

Art. 2. O Poder Executivo regulamentará esta Lei dentro do prazo de trinta (30) dias e discriminará em ordem de prioridade, quais os produtos submetidos ao controle fixando normas para concessão das necessárias licenças, com antecipada publicidade das que forem outorgadas.

Parágrafo único. Qualquer alteração na lista de produtos submetidos a controle ou nos requisitos para a concessão das licenças será feita por ato do Poder Executivo.

Art. 3. As restrições à exportação dos produtos nacionais limitar-se-ão à quantidade consumida ou industrializada no país, durante o ano anterior acrescida de sete por cento (7%).

Parágrafo único. O Poder Executivo expedirá instruções para efetividade do disposto neste artigo, e, para que se guarde igualdade nas reservas e distribuição nos produtos e paridade entre os preços obtidos nos principais mercados externos e internos, deduzidas todas as despesas.

A concessão das licenças de importação e exportação caberia a um novo órgão do Banco do Brasil, a CEXIM (Carteira de Exportações e Importações), ou seja, o racionamento de divisas deslocou-se das ações referentes a contratos de câmbio, repasse e cobertura para a esfera administrativa onde se fazia um licenciamento direto das operações de comércio exterior conforme sua “essencialidade”. Ao descrever as distorções causadas pelo regime de licença prévia, Laerte Setúbal, lendário presidente da Associação Brasileira de Exportadores, não é comedido: “Arbítrio pessoal: a classificação de produtos quanto à sua essencialidade, de que dependia a concessão de licenças, resultava, em última análise, de critérios pessoais, por parte de dirigentes e funcionários da CEXIM. Além das naturais dificuldades para essa tarefa, difundiu-se a prática da corrupção, reconhecida até por ministros da Fazenda da época”<sup>43</sup>. A CEXIM permaneceu em operação, com graus variáveis de restrição na concessão de licenças, até fins de 1953, quando a Lei 2.145/53 extinguiu a CEXIM e criou a CACEX (Carteira de Comércio Exterior do Banco do Brasil) e com esta nova instituição introduziu uma alteração básica no sistema de emissão de licenças: estas seriam concedidas aos que as requeressem desde que provassem “dispor de promessas de venda de câmbio da respectiva categoria, emitidas pelo Banco do Brasil e adquiridas em leilão público”. Naquele momento, o licenciamento era posto de lado, mas a nova Carteira, a CACEX, estava criada e ainda seria chamada a prestar muitos serviços à causa do controle cambial no futuro<sup>44</sup>.

Em fins de 1952 a situação das contas externas do país era crítica, uma vez mais, e o país se via diante da obrigatoriedade de recorrer a controles cambiais, desta vez, porém, com a justificativa de que a flutuação cambial não cabia no sistema de Bretton Woods. De fato, a taxa de câmbio básica, ou a paridade declarada ao FMI, havia permanecido constante desde 1939, mas, é de se notar que, adicionalmente as autoridades resistiam a desvalorizar, fenômeno muito discutido na extensa e polêmica literatura sobre a economia política do modelo de substituição de importações, e que não vale tratar aqui<sup>45</sup>. A aversão aos veredictos do mercado cambial, sobretudo em momentos difíceis, tinha uma longa história. A ideia de trabalhar com controles, restrições administrativas e “exceções”, vale dizer, multiplicar os “tratamentos seletivos” foi a via encontrada para o tratamento dos problemas crônicos de

---

<sup>43</sup> Setúbal, 1981, p. 19.

<sup>44</sup> Registre-se que em 1949 começa a proliferar uma prática conhecida como “operação vinculada”. Segundo Siqueira, 2015, “Consistia a operação em permissão do Banco do Brasil para realização de importação de determinado país, com cobertura à taxa oficial, desde que o importador conseguisse um exportador que fizesse venda para o mesmo país de algum produto brasileiro, pelo mesmo valor”. Era uma operação semelhante ao “câmbio cinza” do início da década de 1930, novamente engendrada a partir de conexões entre exportadores e importadores, via corretores ou *tradings*. Era uma operação admitida sobretudo para as exportações consideradas “gravosas”, ou seja, sem condições de colocação nas taxas de câmbio oficiais, *cf.* Malan *et al.*, 1977, p. 153.

<sup>45</sup> Para uma discussão equilibrada ver Malan *et al.*, 1977, pp. 173-177.

desequilíbrio externo e também para praticar políticas seletivas. Nesse contexto, a Lei 1.807, de 7 de janeiro de 1953, paradoxalmente conhecida como a “lei do mercado livre”, ofereceu mais uma variação em torno do sistema de controles erigido em torno do Decreto 23.238/33, e da disciplina de Bretton Woods, na medida em que exigia a declaração de uma taxa de câmbio oficial fixa, pela qual os tratamentos seletivos e exceções para diferentes transações e setores se tornavam mais importantes que as regras gerais (grifos meus):

**Lei 1.807, de 7 de Janeiro de 1953.**

*Dispõe sobre operações de câmbio e dá outras providências.*

O Presidente da República, faço saber que o Congresso Nacional decreta e eu sanciono a seguinte Lei:

Art. 1. Serão efetuadas por taxas fixadas pelo Conselho da SUMOC, resultantes de paridade declarada no FMI, as operações de câmbio referentes:

- a) à exportação e à importação de mercadorias, com os respectivos serviços de fretes, seguros e despesas bancárias;
- b) aos serviços governamentais, inclusive os relativos às sociedades de economia mista em que a maioria do capital votante pertença ao Poder Público;
- c) aos empréstimos, créditos ou financiamentos de indubitável interesse para a economia nacional, obtidos no exterior e registrados pelo Conselho da SUMOC;
- d) às remessas de rendimentos dos capitais estrangeiros registrados pelo Conselho da SUMOC, nos casos de investimentos de especial interesse para a economia nacional, de acordo com o disposto no art. 5.

Art. 2. As operações de câmbio, não incluídas na enumeração do artigo anterior, serão efetuadas pelas taxas livremente convencionadas entre as partes, salvo deliberação em contrário do Poder Executivo, por via de decreto, em caso de excepcional gravidade, mediante proposta do Conselho da SUMOC, vedadas quaisquer discriminações para operações da mesma natureza.

(...)

§ 2. Os estabelecimentos autorizados a operar em câmbio não poderão manter posições, compradas ou vendidas, acima dos limites fixados, de modo geral, pelo Conselho da SUMOC.

Em sua arquitetura básica, a Lei 1.807/53 definia um regime “dual”, onde certas transações teriam curso à taxa de paridade e outras em um mercado livre, o qual, todavia, poderia se converter em uma infinidade de mercados e taxas. A taxa oficial permanecia fixa desde 1938, mesmo tendo em conta que a inflação média anual tinha sido da ordem de 12%<sup>46</sup>, sendo certo que era uma espécie de punição, ou tributação, para as exportações de café, como se lhes compensasse o “excesso” de competitividade, e que permitia o tratamento individualizado para todo o resto, inclusive outras exportações. As condições a serem obedecidas para que diferentes transações se qualificassem para um mercado ou para o outro ensejaram variações interessantes, como a a mais importante e elaborada tentativa de

---

<sup>46</sup> *Ibid.*, p. 159.

tratamento seletivo em matéria cambial, a Instrução 70 da SUMOC de 9 de outubro de 1953 (grifos meus):

**Instrução 70, de 9 de outubro de 1953**

A SUMOC, de acordo com o resolvido pelo Conselho, em sessão desta data, e tendo em vista o disposto nos artigos 3, alínea h, e 6 do Decreto-lei 7.293/45, resolve:

I - Será obrigatoriamente vendido ao Banco do Brasil S. A., ou a Banco autorizado, às taxas fixadas pelo Conselho da SUMOC e resultantes de paridade declarada ao FMI, o câmbio proveniente da exportação, revogadas as Instruções 48, 53, 53, 64, 65, 63 e 69.

...

III - Processar-se-á pelo mercado oficial o pagamento das importações, de acordo com o Art. 1 da Lei 1.807/53.

IV - Para efeito da distribuição de câmbio e de acordo com a sua maior ou menor essencialidade ficam as mercadorias de importação classificadas nas cinco categorias constantes das relações anexas, respeitadas, quanto às moedas de convênio, as listas ajustadas com os respectivos países.

V - A Carteira de Câmbio do Banco do Brasil mandará vender, em público pregão, nas Bolsas de Fundos Públicos do País, por intermédio de corretores oficiais, respeitadas as prioridades a que se refere a Lei 1.807/53, as disponibilidades de câmbio que puder destinar ao pagamento de importações.

VI - A venda a que se refere o número anterior será efetuada por meio de documentos de promessa de venda de câmbio, válidos por 5 dias úteis e emitidos pela Carteira de Câmbio sob distribuição pelas cinco categorias previstas no número IV.

...

XII - O Banco do Brasil e os Bancos que comprarem cambiais de exportação pagarão aos exportadores no ato da liquidação do respectivo contrato de câmbio, além do seu equivalente à taxa do mercado oficial, uma bonificação de 5 cruzeiros por dólar, ou seu equivalente em outra moeda, em se tratando de letras de café, e de 10 cruzeiros para as dos outros produtos, importância essa que será debitada à conta "Compra e Venda de Produtos Exportáveis".

XIII - As importâncias recolhidas ao Banco do Brasil S. A., ..., serão escrituradas a crédito da conta "Compra e Venda de Produtos Exportáveis", destinando-se a atender ao disposto no nº XII e à regularização de operações cambiais, bem como ao financiamento a longo prazo e juros baixos, da modernização dos métodos de produção agrícola e recuperação da lavoura nacional, e, ainda, à compra de produtos agropecuários, de sementes, adubos, inseticidas, máquinas e utensílios para emprego na lavoura.

A Instrução 70/53, para começar, recompunha o monopólio de câmbio estabelecido pela primeira vez em 1931, porém tratando os bancos autorizados a operar em câmbio em conjunto com o Banco do Brasil. A inovação mais importante estava na alocação das coberturas aos importadores. As importações eram divididas em cinco categorias, conforme a sua essencialidade, discriminadas por produto em um longo anexo, e o governo vendia, em leilões públicos, “promessas de venda de câmbio” com as quais os importadores podiam buscar coberturas em qualquer banco (VI). Os importadores pagavam “ágios”<sup>47</sup> pela

<sup>47</sup> Há certa polêmica sobre a legitimidade de a SUMOC de instituir essas “sobretaxas”, revertidas como renda para o Tesouro Nacional, sem haver delegação por lei desta atribuição privativa do poder Legislativo (a saber, a de criar ou impor a cobrança de contribuições, qualquer que seja a sua natureza); sem tampouco haver a figuração destas rendas na lei orçamentária (que por sua vez não admite omissões).

permissão para comprar câmbio, disso resultando taxas de câmbio efetivas diferentes para cada categoria, conforme a oferta de cambiais no leilão para cada categoria de importação. A receita decorrente das vendas dessas “promessas de venda de câmbio” seria utilizada em parte para o pagamento de bonificações aos exportadores (XII), e em parte para políticas de incentivo à agricultura (XIII).

Em conjunto com as disposições da Lei 1.807/53, pela qual existiam 5 taxas de câmbio diferentes (oficial, livre e até três regimes mistos para exportações), a Instrução 70/53 introduziu 5 novas taxas para as importações. Para o ano de 1954 a taxa oficial média foi de Cr\$ 18,82 enquanto que a em vigor no mercado livre foi Cr\$ 62,18. O câmbio válido para o café foi Cr\$ 23,36 e para as demais exportações Cr\$ 28,36. Para as cinco categorias de importação no sistema da Instrução 70/53 as taxas foram de CR\$ 39,55, Cr\$ 44,63, Cr\$ 57,72, 56,70 e Cr\$ 108,74 respectivamente<sup>48</sup>. Sem dúvida, este é o ponto máximo que se atingiu em matéria de seletividade via segregação de mercados de câmbio. É claro que, com um sistema como esse, o câmbio não é mais uma taxa mas um vetor que está funcionando como mecanismo de criação de favorecimentos e punições que poderiam ser mais diretamente estabelecidos através de tarifas de importação ou de outros instrumentos mais característicos de política industrial. Logo a seguir, nessa linha, a Lei 3.244/57, trouxe uma reforma nas tarifas de importação, e alguma simplificação no sistema da Instrução 70/53 (a transformação das cinco categorias em duas, Geral e Especial, e a criação de uma terceira, a preferencial, não sujeita a leilão) o que serviu para que fosse mais plausível a ideia de unificação das taxas de câmbio, e esta é a tendência que vai se consolidar daí até o final dos anos 1950.

Depois desse apogeu em matéria de seletividade, começa um movimento contrário de simplificação e unificação, grandemente ajudado pelas possibilidades de substituir câmbios favorecidos ou artificiais por outros mecanismos de subsídio ou proteção setorial. Já na presidência Jânio Quadros, a Instrução 204, de 13 de março de 1961, complementada pelas de números 205, 208, 215, 217, 221 e 222, resultou em abolir o sistema de leilões, na unificação de todas as taxas de câmbio e em uma desvalorização cambial de 100%. A inspiração veio de Otávio Gouveia de Bulhões, pela segunda vez ocupando o cargo de superintendente da SUMOC e desfrutando de grande prestígio junto ao presidente. Tratava-se, em suas palavras, de reestabelecer “a verdade cambial”<sup>49</sup> e de recompor o relacionamento do país com o FMI, previamente abalado pelo “rompimento”, percebido como meio teatral

---

<sup>48</sup> Vianna, 2014, p. 140.

<sup>49</sup> Correa do Lago, 1983, p. 169.

e inconsequente, protagonizado pelo presidente Juscelino Kubitschek. De toda forma, ainda prevaleceram depósitos especiais válidos para certos tipos de importações, e taxas especiais ainda foram mantidas para as importações de petróleo, trigo, papel de imprensa, fertilizantes, implementos agrícolas, e bens de produção sem similar nacional. Conforme observou Mario Mesquita, “apesar de representar avanço na direção de reduzir a complexidade do sistema, que o deixava *bastante exposto a extração de quase-rendas*, a reforma ficou bem aquém da completa unificação cambial.”<sup>50</sup>

A abolição do sistema de ágios e bonificações trazia um resultado relativamente inesperado, uma deterioração relevante nas contas fiscais, tendo em vista que as receitas que o governo auferia com os ágios representavam algo como um terço da receita tributária total, boa parte das quais gastas com as próprias bonificações<sup>51</sup>. Era claro, portanto, que os controles cambiais haviam adquirido uma função adicional, associada às finanças públicas, o que apenas servia para evidenciar a proximidade conceitual entre o controle cambial e a chamada “repressão financeira”, tema muito debatido nos anos 1960, e de que trataremos em detalhe adiante na seção 7.1, a propósito da lógica e da evolução da lei da usura. A ideia de “repressão financeira”, na sua vertente cambial, combinava a interferência explícita nos veredictos do mercado com a intenção implícita, e raramente declarada, de extrair receitas para o governo através de mecanismos regulatórios. O “realismo cambial” era sua antítese, ao menos em tese, e parecia avançar inexoravelmente a despeito de alguns retrocessos, como em 1963, com a Instrução 239, que promoveu uma desvalorização cambial de 31% mas, em seguida, “as autoridades passaram a optar pela adoção de um crescentemente complexo sistema de depósitos compulsórios, bonificações e quotas de contribuição como mecanismos de correção das distorções causadas pela manutenção da estabilidade das taxas de câmbio nominais em uma conjuntura de aceleração inflacionária.”<sup>52</sup> Depois de 1964, de acordo com Mario Henrique Simonsen, “o governo vem-se preocupando em manter a taxa cambial em níveis realistas”, e “depois de “vários reajustes heroicos no preço da moeda estrangeira”, o governo “passou a adotar uma política cambial muito mais engenhosa: o sistema de minidesvalorizações ... uma habilidosa adaptação do princípio da correção monetária ao sistema cambial.”<sup>53</sup> Os enunciados pioneiros sobre o chamado *crawling peg* se fizeram no contexto de debates sobre o alargamento das bandas de flutuação admissíveis no contexto

---

<sup>50</sup> Mesquita, 2014, p. 181, grifos meus.

<sup>51</sup> Furtado teria, inclusive, atribuído à deterioração das contas fiscais causada pela Instrução 204/63 a aceleração da inflação que se observou em seguida, *apud ibid.*, p. 180.

<sup>52</sup> *Ibid.*, p. 191.

<sup>53</sup> Simonsen, 1975, pp. 105-106.

do sistema de paridades de Bretton Woods<sup>54</sup>, e desde sempre houve clareza que o sistema não servia senão para ajustes muito graduais em resposta a ‘desequilíbrios fundamentais’, mas era particularmente útil para países emergentes, como hoje são chamados, para os quais a aceleração da inflação trazia um desafio inteiramente diferente, o da erosão da taxa de câmbio real. As minidesvalorizações certamente ajudavam a tese do realismo cambial, inclusive por buscar a estabilidade da taxa de câmbio real através de suas regras, mas não se pode dizer que tenham desalojado ou enfraquecido os controles cambiais. Os mecanismos de favorecimento e proteção de natureza setorial vinham se afastando da linha de frente do processo de determinação da taxa de câmbio, e mais e mais funcionando de forma indireta no terreno comercial e em outras órbitas regulatórias. Não havia mais mercados de câmbio segregados, exceto o “paralelo”, sempre difícil de atingir pela regulação, mas que exibia ágios moderados e liquidez reduzida<sup>55</sup>, e permaneciam em vigor diversos instrumentos no âmbito do CMN, como os depósitos prévios, as exigências de prazo regulamentar para financiamentos e para a contratação de câmbio, por exemplo, e cresciam as restrições comerciais administradas pela CACEX ou por organismos setoriais, bem como os incentivos fiscais e creditícios à exportação, bem como programas como o BEFIEX<sup>56</sup>. É claro que a indexação cambial, vale dizer, a manutenção de certa taxa de câmbio real não era em si uma garantia de manutenção do equilíbrio externo, muitos outros fatores podiam concorrer para gerar desequilíbrios que apenas poderiam ser eliminados com desvalorizações grandes, como efetivamente se passou depois de 1968 em diversas ocasiões. É claro que os controles ofereciam às autoridades a opção de retroceder, ou avançar, conforme a circunstância. A percepção de Jagdish Bhagwati, em seu estudo clássico de 1978 sobre controles cambiais em países em desenvolvimento, segundo a qual ia experimentando um contínuo afastamento dos controles cambiais no figurino de “fases” de um processo de liberalização seguidas em sequência no período 1950-1972 parece mais ilusória do que real<sup>57</sup>, inclusive à luz do que se passou a seguir, diante dos choques do petróleo, e sobretudo com a crise de 1982. Para

---

<sup>54</sup> Para uma resenha pioneira ver Williamson, 1981 e também Senna, 1974. Williamson reconhece que não inventou o conceito, a despeito da atribuição que lhe concede o Oxford English Dictionary, apenas o nome, cuja reconhecida horrível tradução ao pé da letra seria algo como “fixação rastejante”. Ao enumerar todas as outras denominações que o sistema já teve, Williamson não se furta a comentar que a denominação “mini-devaluations”, em inglês, pouco usada, teria feito enorme sucesso na Inglaterra no momento em que a discussão conceitual tinha lugar pois “classificar alguma coisa como ‘mini’ era equivalente a garantir para a coisa o sucesso instantâneo” (p. 3). De todas as denominações, foi, afinal, *crawling peg* a que “pegou”.

<sup>55</sup> Freitas, 1996, p. 93.

<sup>56</sup> Para um resumo ver Von Doellinger *et al.*, 1974.

<sup>57</sup> O livro é um de dois volumes que resumem as lições de nove estudos de caso de países em desenvolvimento sobre regimes de comércio exterior e desenvolvimento. O estudo sobre o Brasil, de autoria de Albert Fishlow, permaneceu oficialmente “incompleto” e jamais foi publicado. A trajetória de liberalização descrita por Bhagwati em seu livro (p. 61), segundo diz a lenda, não acha confirmação no estudo de Fishlow.

reforçar esta impressão destaque-se uma mudança de foco nos controles observada em meados dos anos 1960, conforme o relato de Geraldo Vouga Cavalcanti, em seu manual para monitores de câmbio do Banco Central escrito em 1975: “como primeiras medidas [após o início do funcionamento do BC] procurou-se efetuar, sem maiores transtornos, a passagem de uma política de controles ‘a priori’ para controles ‘a posteriori’, com a conseqüente adoção de medidas repressivas mais severas, em substituição a medidas preventivas mais minuciosas e, portanto, mais dispendiosas.”<sup>58</sup>

Um bom resumo da postura das autoridades sobre os controles é oferecido por Carlos Eduardo de Freitas, funcionário de carreira e ex-diretor do Banco Central, escrevendo em 1996: “os economistas brasileiros de uma maneira geral e os operadores mais maduros do mercado de câmbio em particular, costumam apresentar um apego digno de nota aos controles. Não aos controles na forma mais arcaica (anos 40 e 50), mas na sua acepção ‘moderna’ (anos 60). É mais do que uma possibilidade que este sentimento resulte de uma associação espúria entre controles, de um lado, e a prosperidade com estabilidade, de outro, conjugação experimentada no Brasil durante o ‘milagre’ e no imediato ‘pós-milagre’ (1974/1980).”<sup>59</sup>

Seria com este tipo de pragmatismo que o país atravessaria as crises dos anos 1970 e 1980, nas quais empregou todo o acervo de restrições e controles desenvolvidos nos anos anteriores, e também as desvalorizações cambiais. A crise de 1982, em particular, levou as autoridades brasileiras a uma “centralização cambial” semelhante à de 1931, pouco mais de meio século depois, mas com uma rotina de restrições semelhante, mas com certa dose de fatalismo: era como se “a economia de guerra estava de volta, e todo o esforço anterior tinha sido para evitar que isto ocorresse.”<sup>60</sup> O país colocava em operação uma impressionante quantidade de mecanismos desenvolvidos ao longo das cinco décadas anteriores para lidar com situações de racionamento de câmbio, contudo, em uma intensidade inusitada, e proporcional à fadiga com esse instrumental e com suas conseqüências nefastas. Não deve haver dúvida que os velhos mecanismos de repressão às importações, adicionalmente aos programas setoriais de substituição de importações, tiveram papel crucial no ajuste “heroico”

---

<sup>58</sup> Cavalcanti, 1974, p. 219.

<sup>59</sup> Freitas, 1996, p. 92.

<sup>60</sup> “O modelo de crescimento *hacia dentro* havia chegado ao fim da linha, pois, sua proposta era, ao fim das contas, isolar-nos disso. Como podíamos estar tão vulneráveis se vivíamos quase em autarquia? ... Como era possível, depois de atingido este estágio e de cumpridas as metas de auto suficiência do famoso segundo PND (Plano Nacional de Desenvolvimento), o símbolo geiseliano do “projeto nacional” ... que ficássemos ainda mais frágeis a acidentes externos? Teriam sido inúteis os inúmeros sacrifícios incorridos para se reduzir nossa propensão do desequilíbrio externo?” Cf. Franco, 1999, p. 101.

do balanço de pagamentos efetuado nos anos que se seguiram a 1982. Entretanto, a sensação não era propriamente a de que o país havia triunfado sobre o desequilíbrio externo mas, muito mais pelo contrário, a de que a relação entre vulnerabilidade externa e grau de abertura era bem mais complexa do que parecia, e que os velhos modos de pensar haviam levado o país a um beco sem saída<sup>61</sup>. O país empenhou-se em levar os velhos hábitos e conceitos no tocante a desequilíbrios externos às suas últimas consequências, como se estivesse procurando “esgotar por inteiro a efetividade das políticas com que se trabalhava há muitos anos antes de se entregar a alguma mudança de rumos”<sup>62</sup>. O legado mais importante da crise de 1982 para o desenvolvimento das instituições ligadas mais genericamente às relações do Brasil com o resto do mundo, e mais especificamente associadas ao mercado e à política cambial, foi, sem dúvida, a decepção com a estratégia de auto suficiência, ou de substituição de importações, como caminho para a redução da vulnerabilidade externa do país. Esta percepção estaria muito claramente associada ao tortuoso itinerário da liberalização que será o objeto do próximo capítulo.

### 3.4. A conta de capitais e o registro de capital estrangeiro

A fim de completar a composição do acervo de regulamentações cambiais herdada deste meio século de avanço de controles cambiais resta observar a disciplina específica estabelecida para a conta de capitais do balanço de pagamentos, que começa a ter tratamento própria apenas a partir de 1946, com uma ideia de Otávio Gouveia de Bulhões, trabalhada com o auxílio do diretor da Carteira de Câmbio do Banco do Brasil, Alberto Castro Menezes, discutida e amadurecida em reuniões do Conselho da SUMOC, e que se vê materializada nos seguintes dispositivos do Decreto-Lei 9.025/46, pelo qual tinha-se “a criação, pela primeira vez, de um marco legal disciplinador do movimento de capitais estrangeiros no país”<sup>63</sup> (grifos meus):

**Decreto-Lei 9.025, de 27 de fevereiro de 1946**

*Dispõe sobre as operações de câmbio, regulamenta o retorno de capitais estrangeiros, e dá outras providências.*

O Presidente da República, usando da atribuição que lhe confere o Artigo 180 da Constituição, decreta:

(...)

<sup>61</sup> O tema é tratado em detalhe em Fritsch & Franco (1994) e em Franco, 1999, caps. 1 e 3.

<sup>62</sup> *Ibid.* p. 104.

<sup>63</sup> Malan *et al.*, p. 164.

Art. 6. É assegurado o direito de retorno ao capital estrangeiro previamente registrado na Carteira de Câmbio do Banco do Brasil S.A., desde que a parcela anual de transferência não exceda de 20% do capital registrado.

Parágrafo Único. Após dois (2) anos de permanência no País, o capital estrangeiro aplicado em títulos da Dívida Interna Brasileira ou de outra renda fixa terá garantida sua transferência imediata e integral.

Art. 7. Aplicar-se-ão as disposições deste Decreto-lei, observados os prazos e condições nele estabelecidos, ao capital estrangeiro já colocado no País, mas desde a data do respectivo registro.

Art. 8. A remessa de juros, lucros e dividendos não ultrapassará de 8% (oito por cento) do valor do capital registrado, considerando-se transferência de capital o que exceder essa percentagem e vigorando para esse fim os prazos previstos neste Decreto-lei.

(...)

Art. 17. A SUMOC terá a faculdade de dilatar os prazos de retorno do capital estrangeiro, sempre que o exigirem as condições do mercado cambial, de modo a conceder prioridade ao pagamento das importações, à remessa de rendimentos que normalmente representam baixa remuneração do capital, às remessas de imigrantes e às de subsistência.

O conceito de “registro”, que seria central, anos à frente na Lei 4.131/62, e que ainda hoje se encontra em vigor, tem aí a sua origem. Era uma espécie de memória dos recursos entrados, sobretudo para operações de natureza financeira, aos quais era concedido um “direito de retorno” embora em cinco parcelas (Art. 6). O mesmo direito era concedido a aplicações de renda fixa depois de um prazo de dois anos de permanência, (Art. 6, § único) um dispositivo muito semelhante ao que ficou conhecido como “quarentena” no final do século XX. Era permitido o registro retroativo (Art. 7) e se impunha um limite para as remessas de juros, lucros e dividendos em 8% do valor do capital registrado (Art. 8). Tínhamos aqui uma engenhosa maneira de limitar as remessas de lucros e repatriações mediante o reconhecimento do “direito” ao retorno. Naquele momento a modalidade de movimentação de capitais de maior importância e maior potencial era o investimento direto estrangeiro, que crescia muito rapidamente no mundo inteiro e a sistemática proposta parecia responder muito diretamente às ansiedades das empresas multinacionais interessadas em investir no país. Em meio a controles cambiais discricionários e alterados com frequência em razão de circunstâncias de momento, a “garantia de retorno”, bem como a de remessas regulares, ainda que em proporção limitada ao capital registrado, e sujeita a eventuais restrições em casos de crises (Art. 17), atendiam perfeitamente às empresas estrangeiras, e, simultaneamente, ofereciam às autoridades um instrumento de controle e previsão para os fluxos cambiais da saída.

Em 1953, quando já pouco restava do Decreto-Lei 9.025/46, a Lei 1.807/53 alterou esses dispositivos numa direção mais restritiva:

**Lei 1.807, de 7 de janeiro de 1953**

*Dispõe sobre operações de câmbio e dá outras providências*

O Presidente da República, faço saber que o Congresso Nacional decreta e eu sanciono a seguinte Lei:

Art. 1. Serão efetuadas por taxas fixadas pelo Conselho da SUMOC, resultantes de paridade declarada no Fundo Monetário Internacional, as operações de câmbio referentes:

(...)

c) aos empréstimos, créditos ou financiamentos de indubitável interesse para a economia nacional, obtidos no exterior e registrados pelo Conselho da SUMOC;

d) às remessas de rendimentos dos capitais estrangeiros registrados pelo Conselho da SUMOC, nos casos de investimentos de especial interesse para a economia nacional, de acordo com o disposto no Art. 5.

(...)

Art. 5. Para os fins da letra *d* do artigo 1, consideram-se investimentos de especial interesse para a economia nacional os que se destinarem:

a) à execução de planos, aprovados pelo Poder Público Federal, de aproveitamento econômico de regiões sob condições climáticas desfavoráveis ou áreas menos desenvolvidas;

b) à instalação ou desenvolvimento de serviços de utilidade pública nos setores de energia, comunicações e transportes, desde que realizados dentro de tarifas fixadas pelo Poder Público.

Art. 6. As transferências previstas no Artigo 1, letras *c* e *d*, dependerão das possibilidades do balanço de pagamento e não ultrapassarão anualmente as seguintes percentagens do capital registrado pelo Conselho da Superintendência da Moeda e do Crédito:

I - 8 % (oito por cento) para juros, nos casos da letra *c*;

II - 10 % (dez por cento) para rendimentos, nos casos da letra *d*.

Nessa nova versão o registro cabia apenas para investimentos “de especial interesse para a economia nacional”, os artigos 6, 7 e 8 do Decreto-Lei 9.025/46 eram revogados, as taxas de câmbio para as movimentações de capitais seriam fixadas diretamente pela SUMOC (Art. 1) e as remessas passavam a depender das “possibilidades do balanço de pagamentos” (Art. 6), mantidos os limites anuais de 8% no caso de juros e de 10% no caso de rendimentos em geral. É claro que se a definição de “interesse nacional” fosse suficientemente ampla, e sobretudo se as taxas de câmbio fossem favoráveis para os investidores, a medida não era necessariamente restritiva e consolidava a ideia do registro como o elemento central do controle da movimentação de capitais estrangeiros. Logo em seguida, com base nesta lei, as autoridades viriam a tratar de forma especialmente criativa um outro assunto de grande importância para as empresas estrangeiras interessadas em se estabelecer no Brasil: a importação de equipamentos que, em condições normais, enfrentariam barreiras que comprometeriam a viabilidade dos investimentos. Daí o pequeno Ovo de Colombo de se permitir a importação “sem cobertura cambial”, pela qual o investidor *capitalizava* a sua empresa no país através da incorporação do equipamento diretamente no ativo fixo da

empresa, tal como se fizesse uma operação de câmbio na entrada do investimento e outra simultânea e de mesmo valor, de saída, correspondente à importação do equipamento. Essa importante inovação, que compatibilizava uma filosofia protecionista, bem como o aparato de controle de capitais baseado no conceito de registro, com o desejo de atrair investimento direto estrangeiro, foi regulada pela Instrução 113 da SUMOC de 17 de janeiro de 1955 (grifos meus):

**Instrução 113, de 17 de janeiro de 1955**

O Conselho da SUMOC, considerando a necessidade 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, resolve, nos termos da Lei no 2.145/53, e de conformidade com o Artigo 6 do Decreto-lei 7.293/45, baixa as seguintes instruções:

*Do licenciamento de importações que independam de cobertura cambial*

1 - A Carteira de Comércio Exterior (CACEX) poderá emitir “licenças de importação sem cobertura cambial”, que correspondam a investimentos estrangeiros no país, para conjuntos de equipamentos ou, em casos excepcionais, para equipamentos destinados à complementação ou aperfeiçoamento dos conjuntos já existentes, quando o Diretor da Carteira dispuser de suficientes elementos de convicção de que não será realizado pagamento em divisas correspondente ao valor dessas importações;

2 - O investidor apresentará prova de que, efetivamente, dispõe no exterior, dos equipamentos a serem importados ou de recursos para seu pagamento.

...

3 - Antes da emissão das licenças, deverá ser apresentada declaração e compromisso do investidor e, se for o caso, da empresa nacional, em que irá ser feito o investimento, de que:

- a) os equipamentos licenciados serão incorporados ao Ativo da empresa nacional ou a filial do investidor no Brasil, sem contrapartida no Passivo Exigível;
- b) a empresa em que for realizado o investimento ou a filial não efetuará pagamento no exterior, correspondente ao valor dos equipamentos importados;
- c) os equipamentos permanecerão no Ativo da empresa ou filial pelo prazo correspondente à sua utilização normal.

As empresas investidoras podiam comprar diretamente em seus fornecedores no exterior os equipamentos de que necessitavam, ou mesmo trazer equipamentos usados, o que sempre se revelava complexo em vista do estabelecimento do valor que seria objeto de registro como capital estrangeiro e serviria de base para remessas. De um modo ou de outro, não havia “dispêndio de divisas” pela empresa importadora no Brasil, assim como não se existia impacto cambial no investimento estrangeiro correspondente, apenas o registro para futuras movimentações. O mecanismo foi extremamente bem sucedido a julgar, inclusive, pelo expressivo volume de investimentos diretos efetuados nesses anos usando o mecanismo da Instrução 113/55. A posição expressiva do Brasil como destino de investimentos diretos na ocasião, chegando a superar 5% do volume global, foi uma das motivações para uma nova lei dispendo sobre capital estrangeiro. Entretanto, esta lei, que viria a se tornar a Lei 4.131 de 3 de setembro de 1962, terminou discutida e aprovada em um ambiente de tensões

nacionalistas extremadas. Sua primeira versão beirava o hostil tanto no tratamento do capital estrangeiro, chegando a ficar conhecida como “A Lei da Remessa de Lucros”, quanto em outros dispositivos que incorporou no terreno dos controles cambiais. A Lei 4.390 de 29 de agosto de 1964 e a regulamentação de ambas através do Decreto 55.762/66 trouxeram uma revisão dos dispositivos originais amenizando restrições e arestas, revogando diversas determinações mais polêmicas, e consolidando um desenho que foi sempre considerado apropriado como mecânica de regulação do investimento direto no Brasil. Sem dúvida, o grande avanço era a fixação da sistemática do registro e também do entendimento que ali estava definido um “direito de retorno”, tal qual expresso no Decreto-Lei 9.025/46, assim como o de efetuar remessas regulares ou reinvestimentos, tudo ocorrendo no âmbito do registro junto à autoridade de controle cambial. É claro que o registro também servia para o controle, seja para limitar as remessas de lucros e repatriações, ou para dar à burocracia o poder de autorizar (ou não) determinada movimentação, faculdade muito frequentemente utilizada no tocante a empréstimos. Segundo um especialista: “além de servir à finalidade de controle das movimentações cambiais do capital estrangeiro, o registro tem também a finalidade de atribuir ao investidor estrangeiro o *direito ao retorno* do capital investido e o direito às remessas de lucros e dividendos. Destarte, o registro de capitais estrangeiros assiste aos interesses tanto do governo do país recipiente dos capitais como dos detentores desses capitais”<sup>64</sup>.

**Lei 4.131, de 3 de setembro de 1962.**

*Disciplina a aplicação do capital estrangeiro e as remessas de valores para o exterior e dá outras providências.*

Faço saber que o Congresso Nacional decretou, o Presidente da República sancionou, nos termos do § 2 do Art. 70 da Constituição Federal, e eu, Auro Moura Andrade, Presidente do Senado Federal, promulgo, de acordo com o disposto no § 4 do mesmo artigo da Constituição, a seguinte Lei:

Art. 1. Consideram-se capitais estrangeiros, para os efeitos desta lei, os bens, máquinas e equipamentos, entrados no Brasil sem dispêndio inicial de divisas, destinados à produção de bens ou serviços, bem como os recursos financeiros ou monetários, introduzidos no país, para aplicação em atividades econômicas desde que, em ambas as hipóteses, pertençam a pessoas físicas ou jurídicas residentes, domiciliadas ou com sede no exterior.

Art. 3. Fica instituído, na SUMOC, um serviço especial de registro de capitais estrangeiros, qualquer que seja sua forma de ingresso no País, bem como de operações financeiras com o exterior, no qual serão registrados:

- a) os capitais estrangeiros que ingressarem no País sob a forma de investimento direto ou de empréstimo, quer em moeda, quer em bens;
- b) as remessas feitas para o exterior com o retorno de capitais ou como rendimentos desses capitais, lucros, dividendos, juros, amortizações, bem como as de "royalties", ou por qualquer outro título que implique transferência de rendimentos para fora do País
- c) os reinvestimentos de lucros dos capitais estrangeiros;

---

<sup>64</sup> Andrade Jr, 2001, p. 52.

d) as alterações do valor monetário do capital das empresas procedidas de acordo com a legislação em vigor.

Art. 4. O registro de capitais estrangeiros será efetuado na moeda do país de origem, e o de reinvestimento de lucro simultaneamente em moedas nacional e na moeda do país para o qual poderiam ter sido remetidos, realizada a conversão à taxa cambial do período durante o qual foi comprovadamente efetuado o reinvestimento.

Parágrafo único. Se o capital for representado por bens, o registro será feito pelo seu preço no país de origem ou, na falta de comprovantes satisfatórios, segundo os valores apurados na contabilidade da empresa receptora do capital ou ainda pelo critério de avaliação que for determinado em regulamento.

A Lei 4.131/62, mesmo alterada pela Lei 4.390/64, manteve muitos dispositivos restritivos, que não vale enumerar, muitos dos quais com a natureza de “salvaguardas”, como a possibilidade de a SUMOC reinstaurar o monopólio cambial (Art. 28) e também a introdução de “um encargo financeiro, de caráter estritamente monetário, que recairá sobre as transferências financeiras, até o máximo de 10% (dez por cento) sobre o valor dos produtos importados e até 50% (cinquenta por cento) sobre o valor de qualquer transferência financeira, inclusive para despesas com Viagens Internacionais” (Art. 29). Porém, com os poderes concedidos ao CMN pela Lei 4.595/65 em matéria cambial, todas essas possibilidades, e muitas outras, poderiam ser utilizadas discricionariamente conforme a gravidade do momento.

A despeito das variações na conjuntura, e especialmente dos problemas com a dívida externa nos anos 1980, a sistemática cambial associada ao capital estrangeiro permaneceu relativamente estável durante todos esses anos. Os conceitos originais fundados da ideia do registro permanecem em vigor e com cinquenta anos de **serviços prestados** de forma ininterrupta sendo que não são poucos os que exaltam a “estabilidade das regras” cambiais no tocante ao investimento direto estrangeiro, como uma das explicações para o fato de o Brasil ter-se tornado uma das destinações mais atraentes para investimentos estrangeiros de risco<sup>65</sup>. Como ocorre com outras normas “antigas”, é de se destacar a “flexibilidade” com que se utilizou o conceito de registro em diferentes circunstâncias. No momento da sua introdução, e repetidamente em momentos de dificuldades de balanço de pagamentos, os registros tinham o caráter autorizativo, e geralmente de forma prévia, de sorte a permitir, por exemplo, à Autoridade Cambial uma “crítica” das taxas de juros, da natureza e dos prazos da operação de crédito, sendo muito comum o indeferimento de pedidos que gerassem compromissos considerados excessivos de envio de recursos ao exterior. Hoje, os registros

são meramente declaratórios, sem qualquer necessidade de autorização, prévia ou posterior, como será examinado no próximo capítulo.

Note-se, ademais, que em sua forma original, o conceito de registro não servia bem para o controle de movimentações de capitais de curto prazo, pois, do ângulo procedimental, envolvia um trâmite burocrático, um exame crítica por parte da autoridade cambial e uma autorização que não era veloz. O trânsito de documentos e autorizações podia ser mais ágil, conforme a circunstância, mas não há dúvida que sua lentidão servia ao propósito de excluir dessa mecânica os capitais de curto prazo para os quais a agilidade era fundamental.

É importante notar que a Lei 4.131/62 *não era* uma lei geral de controles cambiais, como teremos a oportunidade de discutir no próximo capítulo, nem tampouco o registro precisava ser um instrumento de controle que necessariamente ultrapassasse as necessidades estatísticas. É certo que nos primeiros tempos o registro era o centro da vida cambial da empresa estrangeira, e um considerável aparato burocrático fosse criado na SUMOC e posteriormente no Banco Central CB, o FIRCE (Fiscalização e Registro de Capitais Estrangeiros) com o intuito de manter atualizados os registros e lidar com as movimentações de cada investidor. Quando, posteriormente, começa a crescer o investimento em carteira, ou em bolsa de valores, a mesma sistemática foi aplicada, porém, de forma eletrônica e automatizada, e sem limitações quantitativas, de tal sorte que as movimentações ocorriam com total fluidez, tal como se o registro não tivesse outro fim que não a estatística das movimentações. Ainda se passaram muitos anos para que as movimentações associadas ao investimento direto migrassem para o ambiente eletrônico e fluíssem com a agilidade que já se tornara habitual nos casos de investimentos em *portfolio*. Ao longo dos anos 1990 e nos anos que se seguiram, as restrições ao capital estrangeiro se concentraram nas *entradas*, em total contraste com a experiência histórica, de modo a evitar grandes impactos em termos de valorização cambial, conforme será discutido no próximo capítulo. Era uma situação impensável em face da experiência cambial do período 1933-82 resenhado neste capítulo.