

Política cambial e superávit comercial *

HÉLIO CÉZAR BONTEMPO

Este artigo analisa as relações entre a política cambial e o desempenho da balança comercial brasileira durante a década de 80, finalizando com algumas considerações sobre a nova política industrial.

I — Introdução

Os fluxos de recursos registrados pelo balanço de pagamentos do Brasil evidenciam pelo menos três mudanças significativas desde o pós-guerra: primeira, na década de 60 o fluxo líquido de recursos associado aos investimentos externos deixou de ser a principal forma de financiamento do país, cedendo lugar aos empréstimos e financiamentos; segunda, na década de 70 o déficit em transações correntes apresentou aumentos reais significativos, o que expandiu consideravelmente as relações dívida externa/PIB e dívida externa/exportações; e, finalmente, nos anos 80 ocorreu mudança no sinal do hiato de recursos, passando o país a remeter recursos reais e financeiros ao exterior.

As mudanças da política econômica relativa ao setor externo adotada pelo governo brasileiro e a conjuntura internacional foram, evidentemente, os fatores preponderantes dessas mudanças.

Na década de 50 os déficits em transações correntes ocorreram na conta de serviços, onde o item "transporte" respondia pela maior parte das despesas líquidas, perdendo posição para "rendimentos de capitais" a partir dos anos 60. O financiamento dos déficits em transações correntes foi realizado basicamente pelos investimentos estrangeiros líquidos, que foram superiores aos empréstimos novos (empréstimos e financiamentos deduzidas as amortizações), até a primeira metade dos anos 60. Embora

[Nota da Editoria: a publicação desse artigo é uma homenagem de *PPE* a Hélio Cézar Bontempo, ex-pesquisador do Departamento Econômico do Banco Central, tragicamente falecido em janeiro de 1989. Sua prematura ausência é perda irreparável para a comunidade dos economistas brasileiros. O artigo, publicado postumamente, encontrava-se ainda em versão preliminar como Nota DEPEC/DIPEC 016/88, de novembro de 1988, da qual extraímos o texto a seguir. Os erros são, portanto, de nossa responsabilidade.]

* O autor agradece os comentários e sugestões de Carlos Eduardo de Freitas e Luiz Sampaio Malan, que obviamente não respondem pelas imperfeições do trabalho.

o déficit em transações correntes fosse pequeno, cerca de 1% do PIB até o início dos anos 70, o montante de investimentos líquidos ingressados no país não foi suficiente para o financiamento do balanço de pagamentos, levando o país a recorrer freqüentemente a "operações de regularização" junto ao FMI, ao Eximbank e a outras agências, assim como a atrasos nos pagamentos de compromissos comerciais. O fluxo de empréstimos e financiamentos externos novos, contudo, foi reduzido, e a dívida externa líquida situou-se em torno de 7% do PIB no início dos anos 70.

A importância dos empréstimos e financiamentos novos na conta de capitais do balanço de pagamentos tornou-se claramente predominante ao final dos anos 60, sendo que no período 1969/73 o valor nominal da dívida externa bruta registrada em dólares aumentou em 186%. O incremento da dívida nesse período não se deve a déficits em transações correntes, mas à política de estímulo e incentivo à captação de empréstimos externos, em conjuntura internacional de excesso de liquidez decorrente dos elevados déficits comerciais e fiscais norte-americanos. Conseqüentemente, as reservas do país chegaram a representar em 1973 cerca de 50% do estoque da dívida bruta.

De 1974 a 1980 o déficit estrutural em transações correntes ganhou um novo componente, que é o déficit comercial em bens, até então praticamente inexistente e cujo aparecimento e manutenção está associado à deterioração dos termos de intercâmbio, exacerbada pelos "choques do petróleo". A partir de 1978 as taxas de juros internacionais iniciaram uma alta inusitada, que atingiu o pico em 1981, agravando ainda mais o déficit em transações correntes. Dessa forma, a dívida externa em relação ao PIB cresceu substancialmente, atingindo cerca de 27% no início dos anos 80 e 48% em 1985.

No final dos anos 70 o governo já começou a enfrentar dificuldades na obtenção de financiamento externo que se tornaram mais nítidas no biênio 1982/83 com a expressiva redução das reservas internacionais do país. De 1974 até 1982 o país foi receptor líquido de recursos reais da ordem de US\$ 3,5 bilhões por ano, em média. As transferências de recursos financeiros recebidas do exterior montaram a US\$ 4,8 bilhões por ano no período 1974/78, reduzindo-se a US\$ 1,2 bilhão no período 1979/82 e invertendo o sinal a partir de então. Assim, já em 1982 a entrada líquida de capitais foi inferior à renda líquida enviada ao exterior e, a partir de 1983, o país passou a transferir recursos reais e financeiros ao exterior: as transferências financeiras líquidas atingiram US\$ 6,9 bilhões por ano no período 1983/85, US\$ 11,5 bilhões em 1986 e US\$ 8,9 bilhões em 1987 (Tabela 1).

O fluxo líquido de recursos associado à conta de investimentos estrangeiros apresentou também inversão de tendência na década de 80. O ingresso de investimentos líquidos (exceto reinvestimentos) no país apresentou valor negativo em 1986, com pequena recuperação em 1987. O montante de investimentos estrangeiros novos (deduzidas as conversões de empréstimos em investimentos) mostrou redução ainda mais acentuada, evoluindo de US\$ 1,1 bilhão, em média, no período 1976/82, para US\$ 227

TABELA I

A — Transferência de recursos reais	-921,97	-5.570,15	-2.418,23	-3.204,90	9.414,10	6.635,90	9.592,40
Exportação de bens e serviços não-fatores	4.681,13	8.923,50	12.368,63	20.951,25	26.352,87	23.763,30	27.750,70
Importação de bens e serviços não-fatores	5.603,10	14.493,65	14.786,87	24.156,15	16.938,77	17.127,40	18.158,30
B — Variação das reservas ^a	1.743,03	-1.187,65	2.618,20	-1.975,18	2.538,00	-4.848,00	697,60
C — Transferências financeiras (A—B)	-2.665,00	-4.382,50	-5.036,43	-1.229,72	6.876,10	11.483,90	8.894,80
Renda líquida enviada para o exterior	-572,37	-1.341,15	-2.938,23	-8.836,08	-11.188,90	-11.491,40	-10.403,63
Entrada líquida de capitais ^b	3.237,37	5.723,65	7.974,67	10.065,60	4.312,80	7,50	1.509,00

^a Refere-se à variação das reservas internacionais no conceito "liquidez internacional das autoridades monetárias", publicado nos boletins mensais do Banco Central, englobando: ouro, direitos especiais de saque, posição no FMI e divisas convertíveis. A variação das reservas não coincide com o resultado do balanço de pagamentos (publicado no *Relatório Anual* e no *Brasil - Programa econômico*), devido a distorções contábeis e flutuações cambiais e porque alguns ingressos de capitais como obrigações a curto prazo e capitalização de juros atrasados não são computados na conta de capitais, mas "abaixo da linha". Isto é, após a apuração do resultado do balanço de pagamentos.

^b Inclui, além das itens 5 e 6 do balanço de pagamentos (capitais mais erros e omissões), a entrada de capital de curto (ou longo) prazo denominada "abaixo da linha".

TABELA 2

Investimentos diretos e remessa de lucros
(Valores anuais em US\$ milhões)

	1970/75	1976/78	1979/82	1983	1984	1985	1986	1987	1988
A — Investimento direto (líquido)	556,2	1.010,0	1.296,7	664,2	1.076,6	720,0	-263,0	487,8	2.330,0
B — Conversão de empréstimos em investimentos	9,4	116,8	97,9	452,0	745,6	581,2	205,8	300,0	5.000,0
C — Investimento novo (A—B)	546,8	893,2	1.198,8	212,2	331,0	138,8	-468,8	231,0	-2.670,0
D — Remessa de lucros e dividendos	179,9	465,1	475,1	757,8	796,1	1.056,5	1.350,4	909,4	1.000,0
E — Fluxo líquido relativo a investimentos (C—D)	366,9	428,1	722,7	-545,6	-465,1	-917,7	-1.664,8	-721,5	-3.670,0
F — Estoque de investimento + reinvestimento ^a		13.740,4	21.176,4	22.302,1	22.843,5	25.664,5	27.897,7	31.458,0	
G — Remessa de lucros/estoque de investimento (E/F) ^b		3,38	2,24	3,40	3,57	4,62	5,26	3,76	
H — Juros líquidos/dívida externa (%)		5,86	14,81	12,06	11,72	11,0	10,18	8,43	8,71

FONTE: Banco Intercontinental.

a. Referência ao estoque no último ano indicado acima.

b. Remessa do período *t* sobre estoque do período *t-1*.

milhões no período 1983/85, US\$ 469 milhões (negativos) em 1986 e US\$ 231 milhões em 1987. Por outro lado, a remessa de lucros e dividendos superou os investimentos novos a partir de 1983 e o fluxo líquido de recursos associado aos investimentos externos registrou remessas líquidas ao exterior de US\$ 898 milhões ao ano no período 1983/86 e US\$ 722 milhões em 1987 (Tabela 2).

Fatores de ordem interna, como incertezas e restrições ao capital estrangeiro, têm sido levantados como causas da redução do ingresso de investimentos externos no país. A recessão econômica, aliada à ausência de um programa de governo que contemple uma política industrial mais claramente definida em seus diversos aspectos e consistente com a retomada do crescimento auto-sustentado, reflete, de fato, uma limitação relevante ao ingresso de novos investimentos. É importante ressaltar, contudo, que a redução do fluxo de investimento externo não é característica exclusiva do país e o mesmo tem ocorrido com os demais países em desenvolvimento, especialmente os da América Latina. Um artigo recente [Malan (1988)] mostra que essa redução generalizada nos investimentos internacionais resulta em parte do novo papel de grande captador de capitais de risco assumido pelos Estados Unidos, especialmente sob a forma de investimentos em títulos, conforme evidenciam as estatísticas disponíveis. Considerando a estabilidade e diversidade da economia norte-americana em relação aos países em desenvolvimento, a pressão captadora desse país acaba por ter o papel de um "aspirador" dos fluxos de investimentos potenciais para a América Latina.

O aumento persistente dos juros líquidos pagos ao exterior, aliado à interrupção da entrada líquida de capitais, passou a ser, desde o início da década, o condicionante básico da política econômica, excluindo-se o *intermezzo* de 1987 quando se adotou uma nova postura em relação à questão externa. A política cambial, em particular, passou a ter como objetivo fundamental a manutenção e mesmo o aumento do superávit comercial necessário para o serviço da dívida externa.

2 — Algumas considerações sobre parâmetros de equilíbrio da taxa de câmbio

O novo enfoque dado à política cambial na segunda metade dos anos 60, aperfeiçoado em 1968, representou modificação significativa para a política financeira externa do país. Por um lado, o governo adotou amplo leque de subsídios e incentivos às exportações e reduziu os prazos de reajustes cambiais. Por outro, valorizou o cruzeiro em relação ao dólar e estimulou a captação de empréstimos externos.

As desvalorizações cambiais reais praticadas no final de 1964 e em 1965, aliadas à redução no prazo dessas desvalorizações, deram respaldo ao

discurso de maior "realismo cambial" do governo militar. Efetivamente, porém, a melhoria na remuneração total dos exportadores ocorreu a partir da segunda metade dos anos 60, como decorrência da introdução paulatina de isenções e incentivos fiscais, além de subsídios creditícios às exportações. Somente no final da década de 70 e principalmente nos anos 80, com a aceleração inflacionária, o sistema de minidesvalorizações cambiais, *crawling peg*, introduzido em 1968, passou a funcionar efetivamente como mecanismo de proteção (e estímulo) aos exportadores contra a inflação interna.

Na verdade, no período 1968/78 a taxa de câmbio cruzeiro/dólar foi expressivamente valorizada. A inflação interna desse período atingiu 1.031% (IGP-DI de fim de período) contra uma inflação norte-americana de 129,4% (IPA), enquanto a desvalorização cambial (Cz\$/US\$) foi de apenas 446%. Deve-se considerar, contudo, que a manutenção da taxa de câmbio real efetiva não exigia a desvalorização cambial pelo diferencial entre a inflação americana e a brasileira, uma vez que o dólar dos Estados Unidos sofreu acentuada desvalorização cambial em relação às demais moedas européias e japonesa no período 1971/79. Ainda assim, a valorização do cruzeiro em relação ao dólar foi demasiadamente elevada para ser compensada pela desvalorização do dólar. De fato, no período 1971/79, a taxa US\$/SDR caiu cerca de 17%, enquanto a taxa efetiva real do dólar (MERM) aumentou cerca de 23% (médias anuais), sendo a participação dos Estados Unidos nas exportações brasileiras próxima a 20% do total. Dessa forma, pode-se afirmar que o parâmetro fundamental da política cambial no período foi o resultado global do balanço de pagamentos, ou seja, o nível de reservas, mantido graças ao processo de endividamento externo acelerado.

O objetivo básico da introdução do sistema de minidesvalorizações cambiais foi evitar oscilações bruscas no fluxo de capitais estrangeiros como decorrência das antecipações de desvalorizações significativas na taxa de câmbio que ocorriam anteriormente. Assim, embora as variações das reservas internacionais tenham, após a expansão inusitada do período 1969/73, se situado em níveis razoáveis até 1980, o aparente equilíbrio cambial dos anos 70 embutia forte estímulo às importações e à captação de recursos externos, o que, posteriormente, se refletiu no desequilíbrio financeiro do Estado.

Devemos considerar, adicionalmente, os aumentos abruptos nos preços das importações ocorridos em 1973/74 e, posteriormente, no biênio 1978/79, que levaram a balança comercial no período 1974/80 a registrar, pela primeira vez no pós-guerra, déficits elevados e consecutivos. A viabilização do financiamento desses déficits ocasionados pelos choques externos dependeu da forte e crescente participação do Estado nos empréstimos externos.

No período 1978/85, as taxas de inflação e desvalorização cambial do cruzeiro estiveram bastante próximas respectivamente, 48.935 e 50.043%. Adotando a regra de descontar a inflação externa da correção cambial no período anterior, o governo fazia a correção cambial inferior à mone-

tária no médio prazo. Dessa forma, o crédito externo tornava-se “mais barato” para o tomador privado e estatal, uma vez que as taxas de juros internacionais eram também inferiores às internas [Assis (1988, p. 36)]. Ademais, o risco cambial podia ser transferido ao governo antes da fase de medidas mais ativas de ajuste cambial, através do mecanismo de depósitos registrados em moedas estrangeiras (DRME) no Bacen. Considerando-se que o setor público captou empréstimos externos diretamente — respondendo dessa forma, em grande parte, pelo financiamento do balanço de pagamentos nos anos 70 — e ainda assumiu a responsabilidade por empréstimos externos privados antes da maxidesvalorização de 1983, compreende-se o desequilíbrio financeiro do setor público após o ajuste, sobretudo tendo-se em conta que tanto os preços e tarifas públicas quanto a receita tributária sofreram reduções reais.

Para induzir os setores privado e público a intensificar a captação de recursos externos através do diferencial entre custo externo e interno, o governo recorreu também a outros instrumentos diretos e indiretos de política monetária e creditícia. Dentre as medidas adotadas, destacam-se a regulamentação da Lei 4.131 e a introdução da Resolução 63, do Banco Central, as quais permitiram considerável expansão do crédito devido à política de valorização cambial adotada e à conjuntura internacional então vigente. Além desses instrumentos, cabe mencionar diversas medidas no sentido de limitar o crédito interno e elevar as taxas do mercado doméstico que contribuíram também para estimular a captação de empréstimos no exterior.

À medida que os agentes privados percebiam as modificações do panorama internacional, formando expectativas de desvalorizações cambiais reais e aumentos nas taxas de juros internacionais, afastavam-se paulatinamente da captação de recursos no exterior e o setor público assumia, quase totalmente, o processo de endividamento (Tabela 3). Dessa forma, o governo garantiu não só o financiamento externo dos déficits comerciais, mas também o financiamento interno do setor privado, que se fazia retornando os cruzados correspondentes à venda de divisas do setor importador na forma de crédito ou subsídio. O financiamento dos gastos do governo também foi feito pela transferência da dívida externa do setor privado para o Bacen/Tesouro Nacional através dos DRME e depósitos de projetos [Bontempo (1988 a)].

A contrapartida em cruzeiros do financiamento externo obtido pelo setor público, particularmente pelo Bacen, somada aos recursos internos captados pelo governo através da colocação líquida de títulos públicos, foi utilizada para o financiamento dos gastos de custeio e investimento público, inclusive subsídios concedidos no crédito ao setor privado (como os empréstimos realizados pelo BNDES, os créditos à agricultura, às exportações, ao desenvolvimento regional, às micro, pequena e média empresas, dentre outros). Embora essa política tenha, posteriormente, desequilibrado o setor público financeiramente, contribuiu de forma decisiva para a consecução das elevadas taxas de crescimento nos anos 70.

TABELA 3

Dívida externa pública

(Em US\$ milhões)

	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988 ^a
A — Dívida externa líquida total (B+H) ^b	13.682	20.145	22.426	29.480	38.248	44.297	55.652	64.371	79.210	87.069	87.770	91.584	104.285	113.775	106.224
B — Dívida externa do setor privado e financeiro público (A-H)	10.852	13.072	15.715	16.475	22.512	20.193	24.149	27.138	31.117	25.078	24.731	21.510	22.873	21.434	18.077
C — Dívida externa pública registrada direta	8.533	11.461	14.852	19.308	25.170	32.364	35.632	40.575	45.503	58.975	70.589	77.444	86.140	92.222	88.147
D — Dívida externa pública de curto prazo (não-registrada) ^c	933	1.651	2.729	2.573	3.631	2.235	4.482	5.866	8.701	6.717	4.079	3.262	3.431	7.237	7.371
E — DRME do setor privado no Brasil	—	—	29	1.115	2.518	2.972	3.438	4.582	4.837	6.938	5.789	4.881	3.161	2.412	1.990
F — Setor público financeiro, Resolução 63 e Lei 4.131 ^e	1.447	1.998	2.355	2.737	3.636	3.778	4.926	6.775	7.263	6.687	6.059	5.191	4.580	3.979	3.579
G — Reservas das auto-instituições monetárias ^f	5.268	4.040	6.544	7.256	11.885	9.889	6.913	7.035	3.485	3.972	11.348	10.482	6.780	7.453	8.945
H — Dívida externa pública líquida ajustada (C-D+E-G)	2.750	7.074	8.711	13.005	15.730	24.104	31.703	37.233	46.093	61.691	63.039	69.914	81.412	80.434	84.582
I — Dívida externa bruta do governo federal e Banco (J+K)	1.372	1.842	2.469	6.218	11.451	13.757	14.976	18.097	18.192	31.218	37.156	36.325	44.379	55.892	56.729
J — GRMFB	—	—	—	82	3.114	7.021	8.286	9.274	12.243	9.615	11.556	10.815	9.051	5.716	4.219
K — Dep. projetos, Clube de Paris, FMI, bônus, syndicated loan, CCR, outros (div. regis. gov. fed. e Bancos) ^g	1.372	1.842	2.287	3.104	4.130	5.471	5.702	5.854	9.577	19.562	26.341	27.274	38.663	44.215	53.019
L — Dívida externa do governo federal e Banco líquida (I-K)	-3.897	-2.198	-4.075	-1.039	-444	4.078	8.063	11.062	15.707	27.246	25.808	25.843	37.619	48.434	47.784

FONTE: Banco/Deprec.

^a Previsão.^b Na apuração da dívida líquida total, considerou-se a dedução das reservas no conceito "liquidez internacional" que inclui também as reservas do Banco do Brasil, não incluídas no conceito adotado para apuração da dívida líquida do setor público (linha F).^c Dados disponíveis a partir de 1981. Para o período anterior, os valores são resumidos. Linhas de crédito do Bank of America e complementação dos Projetos C e D dos bancos comerciais e, a partir do 1.º trimestre de 1987, os juros não pagos a bancos comerciais, relativos à dívida de longo prazo.^d Dados disponíveis a partir de 1980. Os dados do período anterior são estimados com base na participação dos depósitos do setor privado em relação ao total dos DRME, ocorrida no período 1983/81. Fonte: Super/Dipre.^e Os dados referentes à Lei 1.131 do setor público financeiro no período 1974/84 são estimados.^f Exclui reservas do Banco do Brasil no período 1981/85.^g Esses valores são idênticos aos da "dívida externa" no Quadro 12 (dívida líquida do setor público) do documento Brasil — Programa econômico, do Banco.^h Exclui DRME do governo federal, que variam de 0 a US\$ 387 milhões no período 1981/85.ⁱ O valor dessas obrigações pode ser encontrado subtraindo-se do saldo da dívida do Brasil e governo federal o saldo dos DRME.^j O sinal negativo indica haveres líquidos.

O mercado de divisas do país, como vimos, sofreu influências decisivas da regulamentação institucional e dos condicionantes externos. Torna-se, portanto, complexa a questão de determinar os níveis de taxa de câmbio capazes de “equilibrar” o balanço de pagamentos, mesmo porque o nível requerido para o equilíbrio depende dos objetivos mais amplos da política econômica. Restringindo-nos, porém, aos aspectos relativos ao comércio de bens e serviços, podemos, através do exame da evolução dos principais indicadores externos e internos, avaliar as possibilidades de equilíbrio externo do país.

3 — Crescimento e modificação na estrutura do comércio exterior

O comércio exterior do Brasil apresentou, ao longo dos anos 70 e 80, espetacular crescimento e mudanças substanciais em sua composição. Na verdade, desde meados dos anos 50 as exportações de manufaturados crescem a taxas próximas aos 20% anuais, em virtude do próprio processo de industrialização, de condições internacionais e de políticas específicas [Pinto (1983)]. A taxa média de crescimento das exportações no período 1971/80 foi de 24,8% a.a., caindo para 6,4% a.a. no período 1981/85, mas ainda assim manteve-se bastante superior à taxa de crescimento do PIB. As importações cresceram mais do que as exportações no primeiro período, mas foram substancialmente reduzidas no segundo, graças à maturação dos projetos de substituição de importações capitaneados pelo setor público [Castro (1985)] e, secundariamente, à redução das taxas de crescimento econômico.

A pauta das exportações, composta principalmente de produtos básicos, no início dos anos 70, mostra, nos anos 80, o predomínio dos produtos industrializados. Assim, a participação dos industrializados e manufaturados, que em 1971 era de 28,2 e 19,78%, respectivamente, evoluiu para 57,4 e 36,7% em 1980 e para 65,6 e 54,8% em 1985. Vale destacar o substancial incremento da participação relativa das vendas de veículos e peças, máquinas e equipamentos, produtos metalúrgicos e químicos, os quais responderam por 63% das exportações de industrializados em 1987. Dentre os produtos básicos, o café, a soja e os minérios representaram, naquele ano, 58% do total.

A pauta de importações, por sua vez, mostrou um aumento significativo de valor no item combustíveis e lubrificantes, que se explica, exclusivamente, pelo aumento de preços, uma vez que a produção interna desse item cresceu de forma bastante superior ao consumo interno. A participação desse item na pauta passou de cerca de 12% em 1971 para 24% no período 1974/75, atingindo mais de 50% no período 1983/84, com a tendência se invertendo a partir daí até 1988, quando se espera uma participação de 25%.

O grupo de produtos classificados como metais não-ferrosos, aços e ferro fundido declina consideravelmente sua participação, passando de 17% em 1974 para 3% em 1985 e 4% em 1987. As importações de bens de consumo e bens de capital apresentaram também tendência declinante, embora bem menos acentuada, enquanto a participação relativa dos produtos químicos apresentou-se estável.

Em termos globais, a balança comercial evidenciou a inversão dos déficits em produtos siderúrgicos e metais ferrosos e a tendência de redução gradativa nos déficits de produtos químicos, combustíveis e bens de capital. Essas modificações na estrutura do comércio exterior são importantes para a explicação dos elevados superávits comerciais nos anos 80.

4 — Evolução da taxa de câmbio efetiva real

A avaliação do nível de competitividade das exportações através do comportamento da taxa de câmbio efetiva real é afetada, em especial, pela escolha do deflator de preços internos utilizados no indicador, embora fatores como ponderação, "cesta" de parceiros comerciais, deflator de preços externos e período-base também exerçam influência relevante. O índice da taxa de câmbio efetiva real (ITCER) analisado aqui pode ser visto como uma média entre os mais utilizados na literatura especializada. Trata-se do índice calculado para a cesta dos 12 principais parceiros comerciais do país, ponderado pela participação de cada um nas exportações brasileiras, tendo como medida da inflação interna a média entre IPCA e IPA-DI e como indicador da inflação externa o IPA dos parceiros comerciais do país (Tabela 4).

A evolução recente do ITCER é avaliada em relação a três períodos básicos: o período anterior a 1979, representado pelo índice médio do triênio 1976/78, e os períodos 1979/82 e 1983/85. O primeiro triênio antecede ao ajustamento externo. O segundo triênio representa a primeira tentativa de ajustamento externo, consubstanciada na maxidesvalorização cambial de 1979, que em boa parte foi anulada pela prefixação cambial de 1980, e posteriormente na aceleração das minidesvalorizações. O terceiro período poderia ser visto como a radicalização do processo de realinhamento de preços em favor dos bens internacionais. O valor do ITCER médio foi de 82,7 no primeiro período, 92,9 no segundo e 128,7 no triênio 1983/85 (Tabela 4), refletindo os sucessivos aumentos na competitividade das exportações conferidos pela taxa de câmbio.

¹ Os índices de taxa de câmbio efetiva real (ITCER) são publicados regularmente pelo Banco Central (Depec/Dibap), Fundação Getúlio Vargas (FGV/Ibre/Cemei), Fundação do Comércio Exterior (Funcex) e pela revista *Euromoney*. Quanto à metodologia de cálculo dos ITCER adotada pelo Bacen, ver Malan (s.d.).

TABELA 4

Índices de taxa de câmbio efetiva real (ITCER)

(Base: 1980 = 100)

Deflador interno: Deflador externo: Número de países da cesta: Critério de ponderação:	IPA-DI IPA 1 ^a	IPA-DI IPA 12 PEB	IPA-DI IPA 12 PEB ^b	IPA-DI IPA 7 PEB & M ^c	IPCA IPC 12 PEB ^e	IPCA-IPA-PI IPA 12 PEB ^d	Relação Câmbio/salário sol. Fiesp (Cz\$/US\$)
1976/78	87,15	85,90	82,73	—	—	82,73	—
1979/82	93,82	93,83	91,46	87,76	94,27	92,87	86,52
1983/85	112,68	105,89	117,09	99,28	140,28	128,69	109,10
1983	112,80	105,77	114,21	99,91	124,85	119,53	104,63
1984	110,82	103,39	117,05	98,01	142,86	129,96	121,67
1985	114,42	107,92	120,02	99,93	153,13	136,58	121,38
1986	102,00	101,69	118,65	119,07	148,32	133,49	100,99
1986-Março	103,84	103,04	119,13	118,35	155,53	137,33	106,01
1987	96,95	99,71	114,10	122,20	137,21	125,66	97,34
1988-Março	89,25	93,55	102,03	112,99	137,64	119,84	97,72
Abril	87,03	91,30	99,54	111,75	136,42	117,99	87,59
Maio	88,05	91,90	100,72	111,20	139,42	120,07	87,78
Junho	86,48	89,07	98,99	107,25	134,15	116,57	87,76
Julho	86,15	87,41	98,19	103,93	131,92	115,05	—
Agosto	86,80	87,45	98,27	103,09	134,09	116,18	—
Setembro	86,92	87,63	98,47	—	—	116,42	—
1988	87,25	90,49	100,00	109,75	135,54	117,77	90,25

^a Estados Unidos.^b Peso de cada país ponderado pela participação nas exportações de produtos industrializados.^c A média para o período 1979/82 refere-se, neste caso, apenas ao período 1980/82.^d Média dos ITCER deflacionados pelo IPCA e pelo IPA-DI. Para o período 1976/78, repetiu-se o mesmo valor do índice deflacionado pelo IPA-DI com 12 países.

PEB = cesta ponderada pela participação de cada país nas exportações brasileiras.

PEB & M = cesta ponderada pela participação de cada país nas exportações brasileiras e mundiais.

Em março de 1986, início do Plano Cruzado, o ITCER médio situou-se em 137,3, enquanto no ano como um todo o índice médio foi de 133,5. Em relação à média de 1986, observa-se uma valorização cambial de 5,9% em 1987 e de 11,8% no ITCER projetado para 1988 (média sobre média). No exercício de 1987 (ponta a ponta), ao contrário, o mesmo índice apresenta uma pequena valorização de 1,3%. De março de 1986 a setembro de 1988, a defasagem cambial (valorização) foi de aproximadamente 15%. Em 1987, a desvalorização do câmbio foi superior em 2,6% à inflação interna (IPCA) graças às duas mididesvalorizações do cruzado de 8,5 e 9,5%, respectivamente em maio e junho de 1987. Essas desvalorizações cambiais, contudo, não foram suficientes para compensar a valorização ocorrida ao longo de 1986 (de cerca de 7,9%, considerando-se a média entre o IPCA e IPA-DI como indicador da inflação interna).

Vale notar que a decisão de realizar as duas desvalorizações logo antes do "Plano Bresser", que reintroduziu o controle de preços de forma relativamente rígida, parece contraditória. Efetivamente, a desvalorização cambial, embora não contribua para reduzir a inflação, impunha-se em face da escassez cambial e do potencial de especulação cambial, por parte dos exportadores e dos setores que desacreditavam da moratória da dívida externa então em vigor. Em 1988, os reajustes cambiais voltam a situar-se ligeiramente abaixo da variação de preços internos, aumentando a defasagem cambial.

Em relação ao dólar, a taxa de câmbio real entre março de 1986 e dezembro de 1987 registrou uma valorização de 14,1% (deflacionada pela média do IPA-DI com o IPCA), enquanto que em termos efetivos (ITCER) essa valorização se reduz a 9,3% devido à forte desvalorização do dólar em relação às moedas européias e japonesa. Em 1988, contudo, até o mês de agosto o dólar americano apresentou valorização, o que reduziu a competitividade das exportações do país para a Europa e o Japão: o ITCER registrou valorização de 6,6% nos primeiros oito meses do ano. O comportamento das exportações e do saldo comercial, todavia, mostrou excepcional recuperação e expansão desde o início de 1987, não obstante as reclamações de alguns setores quanto às perdas de remuneração com a defasagem cambial. Apesar da valorização cambial ocorrida no período 1986/88, o nível atual do ITCER é ainda superior ao observado no período 1979/82.

Cabe ainda registrar as enormes disparidades existentes nas taxas de câmbio efetivas quando deflacionadas por índices de preços diferentes ou pelos custos de produção industrial. Isto evidencia que alguns segmentos exportadores apresentam elevados incrementos de competitividade, enquanto outros apresentam perdas significativas, como é o caso, por exemplo, da indústria automobilística, que importa parte de sua matéria-prima da Alemanha (que registrou elevada valorização cambial em relação ao dólar) e exporta, basicamente, para os Estados Unidos.

Recente trabalho da Funcex [Kume (1988)] mostra estimativas de variação de custos dos diversos setores exportadores comparadas à variação do câmbio, demonstrando os diferentes níveis de defasagem cambial no período março de 1986 a março de 1988. A valorização do câmbio para os setores de Automóveis e Caminhões, no período, atingiu 18,0 e 18,7%, respectivamente, enquanto que para os setores Outros Produtos Alimentares e Abate de Animais observa-se, ao contrário, desvalorizações de 12,3 e 21,1%, respectivamente. A média de defasagem da taxa de câmbio cruzado/cesta de moedas, no período citado, foi de 4,8%.

Os índices de preços das exportações calculados pela Funcex indicam incremento médio dos preços de exportação de 17% no período janeiro/novembro de 1987 em relação a igual período de 1985 (critério Laspeyres), devido, provavelmente, às exportações para a Europa e o Japão. Dessa forma, em média, a competitividade das exportações teria sido mantida.

Considerando a desvalorização do dólar norte-americano em relação às moedas européias e japonesa, os exportadores para o Japão e a Europa tiveram aumentada sua competitividade, relativamente aos exportadores para os Estados Unidos, em 1986 e 1987, ao contrário do ocorrido no período 1980/85. Na primeira metade do anos 80, a competitividade das exportações medida pelo ITCER aumentou cerca de 37% para os demais países industrializados. Nesse mesmo período, as exportações brasileiras para os Estados Unidos aumentaram de 17 para 27% do total, mantendo-se praticamente constante a participação dos países europeus (Tabela 5).

O fortalecimento do dólar, tendência iniciada no primeiro trimestre de 1988, implicará perda na competitividade das exportações brasileiras para a Europa e o Japão, mas no longo prazo a referida tendência não deverá confirmar-se, tendo em vista o ainda elevado déficit comercial norte-americano. De qualquer forma, a perspectiva da reclamada redução no déficit comercial dos Estados Unidos (e suas seqüelas protecionistas) indica que eventuais perdas de competitividade junto à Europa e ao Japão não seriam compensadas pelo mercado americano.

TABELA 5

Intercâmbio comercial brasileiro por área geográfica

(Em %)

	1978/79	1980 ^a	1982	1983	1984	1985	1986	1987
Total das exportações	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
América Latina	12,7	9,0	14,2	9,9	11,9	9,3	12,0	11,9
Mercado Comum Europeu ^b	29,5	27,0	29,2	28,9	25,3	26,9	26,3	26,5
Estados Unidos ^c	21,0	17,3	20,0	23,1	28,6	27,1	28,3	27,9
Japão	5,4	4,5	6,4	6,5	5,6	5,5	6,0	6,4
Exportadores de petróleo ^d	6,5	7,7	6,1	7,1	6,9	8,3	5,4	7,6
Comecon	6,1	6,3	5,9	6,6	5,0	4,0	3,9	5,1
Outros	18,8	28,2	18,2	17,9	17,6	18,9	17,5	14,5
Total das importações	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
América Latina	10,2	9,0	19,9	14,4	15,5	12,5	13,4	12,5
Mercado Comum Europeu ^b	18,3	15,3	13,2	12,6	12,7	14,7	22,6	22,3
Estados Unidos ^c	19,5	17,7	14,8	15,6	16,5	19,8	23,0	21,2
Japão	7,6	4,5	4,5	3,6	4,0	4,2	6,3	5,6
Exportadores de petróleo ^d	32,1	39,8	35,3	35,8	36,0	33,4	16,9	22,7
Comecon	1,3	1,1	2,4	3,3	3,0	2,5	2,8	2,6
Outros	11,0	12,6	12,9	14,7	12,3	12,9	15,0	13,1

FONTES: Bacen, *Relatórios anuais e Brasil - programa econômico*.

^a Refere-se ao período janeiro/novembro.

^b Inclui Portugal e Espanha desde 1986.

^c Inclui Porto Rico.

^d Argélia, Irã, Iraque, Kuwait, Líbia, Nigéria, Qatar e Arábia Saudita.

5 — Subsídios às exportações

Os subsídios, incentivos fiscais e creditícios às exportações registraram crescimento bastante elevado a partir de 1969, tendo como pico os anos de 1978 (para os incentivos fiscais), e 1979 (para os incentivos creditícios). Evidências nesse sentido podem ser encontradas em Maia (1987, Cap. 4) e Baumann e Moreira (1987). Os incentivos fiscais e creditícios representaram 34,5% do valor FOB das exportações de manufaturados em 1978, reduzindo-se a cerca de 10% no período 1985/87 (Tabela 6), o que se deveu, em parte, às pressões internacionais. A partir de 1979, o crédito-prêmio do ICM foi extinto, enquanto o crédito-prêmio do IPI foi progressivamente reduzido. No caso dos incentivos creditícios, a partir de 1978 ocorreram reduções das margens de subsídio e nos montantes de financiamento.

Considerados em seu conjunto os incentivos fiscais, as isenções e o gasto líquido do governo federal com o financiamento das exportações e a renúncia fiscal atingiram 59% do valor das manufaturas exportadas em 1978, reduzindo-se para cerca de 40% no período 1985/87 (Tabela 6).

Vale mencionar, ainda, outros instrumentos criados para serem utilizados conjuntamente em favor dos exportadores em 1987 e 1988, como a faculdade concedida aos exportadores de manter depósitos em dólar junto aos bancos autorizados a operar em câmbio (Resolução 1.208), em

TABELA 6

Isenções, incentivos e subsídios às exportações

(Em % das exportações de manufaturados)

Período	Isenções fiscais (A)	Incentivos fiscais (B)	Incentivos creditícios (C)	incentivos (D=B+C)	Total (E=A+D)	Índice de isenções e incentivos (1980 = 100)
1978	24,91	22,14	12,39	34,53	59,44	168,38
1979/82	27,48	12,05	14,78	26,83	54,31	149,40
1983	27,64	11,29	11,36	22,65	50,29	142,47
1984	27,94	10,47	3,79	14,26	42,20	119,55
1985	28,42	7,71	2,75	10,47	38,89	110,16
1986	30,46	6,75	2,90	9,65	40,11	113,63
1987	29,41	6,21	4,16	10,37	39,78	112,70

FONTE: Bontempo (1988b).

NOTA: as isenções fiscais referem-se a *drawback* e ICM; os incentivos fiscais à isenção do IR sobre o lucro nas exportações e crédito-prêmio de ICM e IPI. Os incentivos creditícios foram medidos pelo desembolso líquido do Bacen e governo federal com o financiamento às exportações, exceção feita ao ano de 1978, quando se utilizou a estimativa de Maia (1987).

vigor a partir de novembro de 1986, as facilidades introduzidas com o Decreto-lei 2.324, de 30/3/87, e com a Circular 1.163 do BACEN, de 24/4/87.

A faculdade concedida aos exportadores de manterem depósitos em dólares (Resolução 1.208) respondeu às pressões especulativas no final de 1986, quando eram fortes as expectativas em torno de uma maxi-desvalorização cambial. Em 1988, todavia, outra resolução do Bacen determinou a progressiva redução desses depósitos através de leilões de OTN cambiais, que passaram assim a substituir esses depósitos. Ao final de 1988, o governo volta a estudar mecanismos de reativar os referidos depósitos, tendo em vista as perturbações ocorridas no mercado com a introdução da correção cambial mais juros reais. O Decreto-lei 2.324 concedeu aos fabricantes de manufaturados isenções do Imposto de Importação (II) e do Imposto sobre Produtos Industrializados (IPI), incidentes na compra de mercadorias até o valor de 10% ao aumento de suas exportações no exercício. Cabe esclarecer que até o final de 1988 o Decreto-lei 2.324 ainda não havia sido regulamentado, não tendo, portanto, exercido efeito prático. A Circular 1.163 instituiu novas linhas de crédito às vendas externas com o objetivo de substituir as linhas de

TABELA 7

Índice de remuneração das exportações de manufaturados

(Base: 1980 = 100)

Período	Produtos manufaturados			Índice de remuneração dos manufaturados (IRM) (1980 = 100)
	ITCER (A)	IPE (B)	IIS (C)	
1976/78 ^a	82,73	79,84	100,18	101,28
1979/82	92,87	88,54	81,14	103,24
1983/85	128,69	77,60	54,98	107,17
1986	133,49	78,36	45,58	107,21
1987	125,66	83,19	44,83	105,80
1988	117,77	84,71		

^a Exclui produtividade.

^b O ITCER do período 1976/78 refere-se ao índice deflacionado pelo IPA-DI, e não pela média desse indicador e o IPC, como nos demais períodos. O IIS do período 1976/78 refere-se na verdade apenas ao ano de 1978.

OBS.: ITCER = índice de taxa de câmbio efetiva real (Tabela 4);

IPE = índice de preços das exportações;

IIS = índice de incentivos e subsídios (Tabela 6) ponderado pela participação no total de exportação de manufaturados; e

IRM = tem peso 1 para o ITCER e o IPE e peso proporcional à participação dos subsídios e manufaturados nas exportações desses produtos para o IIS.

crédito comercial de bancos estrangeiros que deixaram de operar nesse segmento em represália à "moratória" e de propiciar maior independência à política comercial do país.

Finalizando, pode-se dizer que, considerando as flutuações da taxa de câmbio efetiva real, dos preços dos produtos exportados e do nível de incentivos às exportações, houve no caso dos manufaturados uma relativa estabilidade na remuneração do exportador (Tabela 7), sendo que eventuais incrementos de produtividade teriam representado ganhos adicionais. De modo geral, do final da década de 70 até 1987 a redução do nível de incentivos foi compensada pela desvalorização cambial, enquanto a variação nos preços de exportação dos manufaturados se compensaram ao longo do período.

No caso das exportações de produtos agrícolas, ao contrário, observa-se um aumento na remuneração do exportador, determinado pelo realinhamento cambial do período 1979/85. Considerando-se as diversas isenções fiscais do setor agrícola, inclusive sobre o imposto de renda, é possível supor que os exportadores de *commodities* tenham realizado altos níveis de ganhos, especialmente quando o realinhamento cambial se agrega à elevação das cotações desses produtos, como ocorreu em 1986 e 1988. Vale mencionar ainda a situação privilegiada do setor em relação ao crédito oficial e privado e o incremento do nível de produtividade.

6 — Evolução recente do superávit comercial

A evolução do superávit comercial na década de 80 é explicada por diversos fatores, onde se destacam a redução da dependência do país em relação às importações de combustíveis e matérias-primas, a expansão do comércio internacional e as variações no nível de absorção doméstica, sendo os dois últimos fatores os mais importantes no período 1986/88.

A modificação estrutural do comércio e a queda nos preços do petróleo foram decisivas para viabilizar a redução no valor das importações de US\$ 23 bilhões em 1980 para US\$ 13 bilhões em 1985. Embora o volume das importações pudesse ter sido superior, caso o país tivesse registrado maiores taxas de crescimento no período 1981/83, mesmo durante a recuperação do crescimento econômico no triênio 1984/86 o aumento das importações foi pouco expressivo. As "recessões" do período 1981/83 e 1987/88, contribuíram de forma significativa para a obtenção dos superávits comerciais, principalmente por seus efeitos sobre as exportações. A redução do superávit comercial de US\$ 8,3 bilhões em 1986, em grande parte decorrente da redução das exportações, demonstra outra vez a importância do nível de atividade doméstico, uma vez que durante o Plano Cruzado as taxas de crescimento do consumo interno foram inusitadamente elevadas. Com a redução do consumo interno, no período 1987/88, o

superávit comercial voltou a se elevar, ajudado em parte por uma conjuntura internacional favorável.

No Plano Cruzado a pressão da demanda interna, consubstanciada no aparecimento de “ágios” sobre os preços controlados, teve como consequência a redução nas vendas ao exterior de produtos industrializados, as quais evoluem de US\$ 3 bilhões no mês de dezembro de 1985 para US\$ 1,2 bilhão em dezembro de 1986. Dessa forma, considerando a relativa estabilidade no nível de remuneração real das exportações, a explicação da redução do superávit é principalmente de ordem interna.

A recuperação do superávit comercial em 1987 (US\$ 11,2 bilhões), superior em 34,5% ao do ano anterior, pode ser vista como consequência da volta aos níveis de absorção doméstica mais reduzidos, embora ligeiramente superiores aos do período anterior ao Plano Cruzado, conforme indicam os dados disponíveis sobre renda salarial e consumo interno.

Os índices de taxa de câmbio efetiva em 1987, por outro lado, mostram-se praticamente neutros em relação ao período anterior (Tabela 4), o mesmo ocorrendo com os montantes estimados de subsídios às exportações (Tabela 6). Os preços dos manufaturados, todavia, apresentaram incremento de 10,2% e, aliado à manutenção do crescimento do comércio internacional em 1987, refletido em uma expansão de 5,7 e 10,1%, respectivamente, do volume e valor em dólar do comércio internacional, contribuíram também para a recuperação do saldo comercial. A forte expansão do comércio internacional está presente também em 1988, quando se espera um crescimento do volume do comércio internacional de 7,5%. Para os próximos anos, as estimativas do FMI são de desaceleração das taxas de crescimento do volume do comércio internacional, em função, dentre outros fatores, do “inevitável” ajuste fiscal nos Estados Unidos, com reflexos na redução do seu déficit comercial.

7 — Política cambial e a nova política industrial

A nova política industrial anunciada em maio de 1988 tem como objetivos explícitos a maior integração competitiva ao mercado internacional, a ser obtida através da “desregulamentação” das atividades econômicas. Mais especificamente, a exposição de motivos e o conjunto de decretos que instruíram a política industrial apresentada buscavam significativa redução do grau de proteção contra a concorrência estrangeira, uma revisão tarifária com eliminação de taxas e impostos incidentes sobre as importações e a substituição da proteção alfandegária por subsídios diretos à produção (que não impedem a concorrência internacional), os quais trariam como novidade os incentivos à importação de tecnologia (serviços, assistência técnica, *royalties*), uma vez que já existem incentivos ao desenvolvimento endógeno de tecnologia (importação de equipamentos).

De início cabe lembrar que a regulamentação efetiva do conjunto de decretos-leis e a sua utilização na prática é que poderão fornecer uma noção mais clara daquilo que realmente mudará na política industrial. Ademais, a consecução efetiva de uma política de modernização e crescimento industrial passa, antes de mais nada, pelo equacionamento da questão do encilhamento financeiro do Estado e pela viabilização do financiamento de longo prazo. Resta, porém, como ponto salutar no conjunto de medidas propostas, a substituição do sistema discricionário e complexo de isenções tarifárias e subsídios por um sistema mais objetivo e integrado.

A consistência da política industrial liberalizante seria dada pelo aumento da competitividade da indústria nacional, a qual desembocaria no aumento das exportações de produtos industrializados. Nesse sentido, são muito citados os exemplos dos países do Leste asiático. Quanto a este aspecto, duas considerações se fazem necessárias: em primeiro lugar, a promoção das exportações nesses países (Japão, Coréia e Formosa) não foi implementada com liberdade de mercado, mas com razoável grau de intervencionismo [Sachs (1987)] e, ademais, o papel das zonas de processamento de exportações foi reduzido e ineficaz [Feracioli *et alii* (1982)]; em segundo lugar, parte das exportações brasileiras de manufaturados concorre com produtos de outros países recentemente industrializados, muitos dos quais perseguem também o aumento de suas exportações. Na medida em que essas exportações aumentam, os preços desses produtos sofrem tendência semelhante à ocorrida com as *commodities*, uma vez que parte da concorrência que o país enfrenta no mercado internacional é com os demais exportadores em vias de desenvolvimento e não com a produção interna dos países compradores [Fainni *et alii* (1988)]. Mesmo no caso em que os produtos exportados pelo país concorram com os produtos fabricados nos próprios países importadores, a queda dos preços de exportação poderia ocorrer em função do protecionismo, anulando parte do esforço exportador [Marques e Batista Jr. (1986)].

O conjunto de isenções fiscais às importações permitiu que até 1987 apenas um terço dos impostos de importação e IPI incidentes sobre as importações fossem efetivamente recolhidos [Bontempo (1988b)]. O restante se enquadra nos inúmeros dispositivos de incentivos existentes. Nesse sentido, a redução de tarifas propostas pela “nova política industrial” não significará, necessariamente, redução do recolhimento no II e IPI, a não ser que a eliminação da discricionariedade implique a ampliação dos importadores potenciais. Por outro lado, a liberalização na atuação da Cacex pode também permitir o aumento das importações.

Finalmente, a liberalização do comércio exterior deve ser acompanhada por uma política cambial mais coerente com a livre manifestação das forças de mercado, para ser consistente e duradoura. O estágio de desenvolvimento do país, a tradição do “apadrinhamento estatal” à iniciativa privada e o contingenciamento de divisas determinado pelo peso do endividamento externo não dão sustentação a uma política dessa natureza. É, portanto, condição fundamental à modernização e ampliação do parque

industrial brasileiro, com ou sem incremento significativo das importações, o equacionamento da capacidade de financiamento do Estado e do problema da dívida externa [Barbosa (1987)].

Abstract

This paper analyses the relationship between the exchange rate policy and the performance of the trade balance during the decade of the 1980s. It concludes with some considerations on the new industrial policy.

Bibliografia

- ASSIS, José Carlos de. *Análise da crise brasileira: da internacionalização bancária com Castello à capitulação externa com Sarney*. Rio de Janeiro, Forense, 1988.
- BARBOSA, Paulo César Lage. *Dívida externa: uma proposta*. BACEN/DIREX, 1987, mimeo.
- BAUMANN, Renato, e MOREIRA, Heloiza Camargos. Os incentivos às exportações brasileiras de produtos manufaturados — 1969/85. *Pesquisa e Planejamento Econômico*, Rio de Janeiro, 17 (2):471-90, ago. 1987.
- BONTEMPO, Hélio César. Transferências externas e financiamento do governo federal e autoridades monetárias. *Pesquisa e Planejamento Econômico*, Rio de Janeiro 18 (1):101-30, abr. 1988a.
- . *Subsídios e incentivos: uma avaliação quantitativa preliminar*. Bacen/Depec/Dipec, 1988b, mimeo.
- CASTRO, Antonio Barros de. *A economia brasileira em marcha forçada*. Rio de Janeiro, Paz e Terra, 1985.
- FAINNI, Ricardo, CLAVIJO, Fernando, e SENHADJI-SEMLALI, Abdel. *International demand constraints to export growth in LDC's — the case of manufactures*. Banco Mundial, 1988.
- FERACIOLI, Paulo Sérgio, WELMOWICKI, Márcia, FERREIRA, Silvério Soares, e VILLELA, André Arruda. *Coreia do Sul: a importância de uma política industrial*. BNDES, 1982.
- KUME, Honório. *Uma contribuição ao debate sobre defasagem cambial*. Rio de Janeiro, Funcex, 1988 (Texto para Discussão Interna, 12).

- MAIA, José Nelson Bessa. *A promoção às exportações de manufaturados e o ciclo do produto: o caso do Brasil – 1967/83*. Brasília, UnB, 1987, mimeo.
- MAIAN, Luiz Sampaio. *O Brasil e o fluxo de investimentos internacionais*. Bacen/Depec/Dibap, 1988, mimeo.
- ——. *A taxa de câmbio real do cruzeiro/cruzado: nota para discussão*. Bacen/Depec/Dibap, mimeo, s.d.
- MARQUES, Maria Silvia Bastos, e BATISTA JR., Paulo Nogueira. *Protecționismo dos países industrializados e dívida externa latino-americana*. FGV/Ibre/Cemei, 1986.
- PINTO, Maurício Barata de Paula. *Exportações brasileiras de manufaturados: crescimento e mudança de estrutura*. São Paulo. IPE, 1983.
- SACHS, Jeffrey D. *Trade and exchange rate policies in growth-oriented adjustment programs*. Cambridge, National Bureau of Economic Research, 1987, mimeo (Working paper, 226).

(Originais recebidos em fevereiro de 1989.)