

CID DE OLIVA BOTELHO JÚNIOR

**INSTABILIDADE FINANCEIRA NA PRIMEIRA
DÉCADA REPUBLICANA**

Dissertação apresentada como requisito parcial à obtenção do grau de Mestre em Economia, curso de Mestrado em Economia, Instituto de Economia, Universidade de Campinas.

Orientador: Prof. Dr. José Ricardo Barbosa Gonçalves.

CAMPINAS

2002

TERMO DE APROVAÇÃO

CID DE OLIVA BOTELHO JÚNIOR

INSTABILIDADE FINANCEIRA NA PRIMEIRA DÉCADA REPUBLICANA

Dissertação aprovada como requisito parcial para obtenção do grau de Mestre no Curso de Mestrado em Economia, Instituto de Economia, Universidade de Campinas, pela seguinte banca examinadora:

Orientador: Prof. Dr. José Ricardo Barbosa Gonçalves
Instituto de Economia, UNICAMP

Prof. Dr. Rui Guilherme Granziera
Instituto de Economia, UNICAMP

Prof. Dr. Carlos Gabriel Guimarães
Faculdade de História, UFF

Campinas, 25 de fevereiro de 2002

Sumário

Lista de Tabelas	iv
Lista de Quadros	v
Resumo	vi
Introdução	01
Capítulo 1 - Antecedentes	06
1.1 – A crise de 1857	06
1.2 – A crise de 1864	11
1.3 – A crise de 1875	16
1.4 – Os últimos anos do Império	24
Capítulo 2 – Da Gestão Ouro Preto a Joaquim Murinho	29
2.1 – A Gestão Ouro Preto	29
2.2 – A Gestão Rui Barbosa	33
2.3 – O fim do encilhamento	42
2.4 – A reação conservadora	45
2.5 – A consolidação da reação conservadora	49
Capítulo 3 – O padrão ouro e os mecanismos de ajustes macroeconômicos	54
3.1 – O padrão ouro na história	54
3.2 – O equilíbrio macroeconômico sob o padrão ouro internacional: as primeiras teorias	57
3.3 – O equilíbrio macroeconômico sob o padrão ouro internacional: novas interpretações	60
3.4 - O equilíbrio macroeconômico sob o padrão ouro internacional: a periferia do sistema	64
3.5 - O equilíbrio macroeconômico sob o padrão ouro internacional: o caso Brasil	67
Capítulo 4 – Observações sobre a instabilidade financeira dos anos 90	73
4.1 – A interpretação tradicional	73
4.2 – A interpretação de Furtado	76
4.3 – Algumas observações adicionais	80
5 - Conclusão	90
Bibliografia	93

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico I – Comportamento do saldo da balança comercial nos anos 1850 - 1858	08
Gráfico II –Relação entre meio circulante e estimativa do produto e valor exportado nos anos 1855 - 1859	09
Gráfico III – Comportamento do saldo da balança comercial nos anos 1859 - 1865	12
Gráfico IV - Relação entre meio circulante e estimativa do produto e valor exportado nos anos 1859- 1855	15
Gráfico V - Resultado fiscal do governo em contos de réis entre 1863 e 1871	19
Gráfico VI - Meio circulante em contos de réis entre 1863 e 1871	19
Gráfico VII – Exportação e importação entre 1870 e 1875 em contos de réis	23
Gráfico VIII – Evolução da dívida externa brasileira: 1882 - 1889	25
Gráfico IX – Evolução do meio circulante: 1880 - 1889	27
Gráfico X – Comportamento do saldo comercial, do saldo de serviços e da conta corrente entre 1885 e 1889 (em 1.000 libras)	30
Gráfico XI – valor do Câmbio e variação percentual da taxa entre janeiro de 1889 e dezembro de 1890	37
Gráfico XII – Emissão dos bancos e do Tesouro Nacional entre 1888 e 1893 (em mil contos de réis)	38
Gráfico XIII - Conta capital entre 1888 e 1893 (em mil libras)	39
Gráfico XIV - Comportamento da dívida externa da União em contos (1889 – 1898)	43
Gráfico XV – Receitas e despesas fiscais entre 1890 e 1894 (em contos)	44
Gráfico XVI – Exportação e importação entre 1890 e 1894 (em contos)	45
Gráfico XVII – Índice de preço externo do café entre 1889 e 1897 (1889 = 100)	46
Gráfico XVIII – Estimativa da conta de transações correntes e da conta capital (1888 - 1900)	47
Gráfico XIX – Valor das exportações em libras (1896 – 1902)	51
Gráfico XX – Distribuição das reservas internacionais entre os quatro principais países (1913)	62
Gráfico XXI – termos de intercâmbio e conta capital no Brasil (1870 – 1900)	68
Gráfico XXII – Termos de intercâmbio e conta capital ampla no Brasil (1870 – 1900)	69

Gráfico XXIII – Importações brasileiras nos anos de 1885 e 1892 (em libras)	78
Gráfico XXIV – Comportamento das exportações e importações entre 1885 e 1896 (em 1.000 libras)	82
Gráfico XXV – Comportamento das principais rubricas da balança de serviço entre os anos de 1885 e 1896 (em 1.000 libras)	83
Gráfico XXVI – Comportamento das principais rubricas da conta capital entre os anos de 1885 e 1896 (em 1.000 libras)	84

LISTA DE QUADROS

Quadro I – Índice de preços de exportação (1870 – 75)	22
Quadro II - Preço externo da saca de café entre os anos 1888 e 1893 (1888 = 100)	41
Quadro III – Saldo comercial entre 1893 e 1897 (em contos)	48
Quadro IV – Pauta de exportação brasileira entre os anos de 1891 e 1900 (%)	70

RESUMO

Análise econômica dos anos 90 do século XIX. Compreensão da política monetária adotada durante o Império e da abrupta mudança verificada no primeiro Ministério do Governo Provisório. Avaliam-se as instabilidades financeiras características da primeira década republicana a partir das especificidades da economia brasileira referentes às restrições externas. Objetiva-se demonstrar que a resposta ao excesso de liquidez relacionada à política monetária expansionista de Rui Barbosa conforma-se a partir de uma determinada estrutura econômica que apresenta o país.

Introdução

O Brasil passou por um período de cinco anos de valorização cambial, de 1994 a 1998. Para manter o câmbio valorizado, o Governo manteve os juros reais em patamares elevados, o que restringia o consumo, evitando piorar a balança comercial, e atraía capital externo, ajudando a manter o balanço de pagamentos superavitário e a moeda sobrevalorizada.

A conjunção de câmbio valorizado e juros elevados - associada a uma abertura acelerada da economia, que vinha se desenhando desde o início da década - ocasionou impactos deletérios sobre a indústria nacional e, por conseguinte, sobre o nível de emprego. O crescimento econômico tornou-se pífio, muito aquém das necessidades e potencialidades do país. As contas públicas se deterioraram rapidamente devido às despesas financeiras e o passivo externo aumentava na medida em que o Governo vendia as estatais para investidores externos, alguns dos quais estatais em seus países de origem.

Apesar de ser uma estratégia inconsistente, o Banco Central manteve a sobrevalorização da moeda até que a terceira crise externa¹ por que passou o "Real" impediu a continuação da aventura cambial.

Desvalorizada a moeda, enganaram-se os que acreditavam na possibilidade de se reduzir a taxa de juro, fazendo com que a economia retomasse seu ritmo de crescimento histórico. Para se debelar a inflação, criou-se um déficit em transações correntes muito elevado que, a partir de 1999, não permitiu o crescimento da economia.

Se a inflação dói e o balanço de pagamentos mata - como já o disse o ex-Ministro Mário Henrique Simonsen - o Brasil preferiu morrer a sentir dor.

Atualmente, qualquer vislumbre de crescimento econômico compromete a balança comercial, colocando em dúvida a possibilidade de se fecharem as contas externas. O resultado é amargo: o país não pode crescer.

Mas esta situação não é nova. Já ocorreu outras vezes, e não foram poucas.

Partindo-se do pressuposto de que o conhecimento histórico permite uma melhor avaliação do presente e, portanto, permite que se evitem erros cometidos outrora, a

¹ A primeira crise iniciou-se em dezembro de 1994, no México. A segunda foi em julho de 1997, na Ásia. A terceira foi a crise Russa, em agosto de 1998.

compreensão da economia brasileira na última década do século XIX é imprescindível àqueles que procuram entender o porquê de o país apresentar tamanhas restrições externas.

Na segunda metade do século XIX, o Brasil era uma economia especializada na produção de bens primários, em que se sobressai a cultura do café. Era através das divisas angariadas com as exportação do café que se tornava possível a importação de diversos bens, em sua grande maioria manufaturados, os quais não eram produzidos aqui.

Diante da necessidade de vender produtos em outros mercados para satisfazer necessidades de consumo às vezes básicas, estava o país dependente de suas exportações. Quando estas não iam bem, era necessário frear o consumo. O trabalho assalariado e um incipiente mercado interno, ao permitir certa multiplicação da renda na economia, fazia com que a demanda por importados se mantivesse após a diminuição da entrada de divisas que o financiavam. Para não haver uma ruptura nas contas externas, poder-se-ia contar com o crédito externo nestes momentos, mas este mostrava-se fugidio justamente quando era necessário².

Sem crédito externo, a economia era obrigada a se retrair fortemente para evitar um estrangulamento maior no balanço de pagamentos. O crescimento da economia brasileira na segunda metade do século XIX, assim como no início do século XXI, era restringido pelas contas externas.

Percebe-se então que o balanço de pagamentos é o calcanhar de Aquiles da economia brasileira. Para os dias atuais, diante da conjuntura que se verifica, não há nada que indique alterações substanciais nesta dependência.

Quando o primeiro Governo Republicano adotou uma política monetária expansiva, pelas mãos de Rui Barbosa, esbarrou-se neste problema. Inclusive, a ausência do financiamento externo foi oficialmente justificada, ora por ter havido mudança essencial em uma das partes contratantes³, ora pela crise argentina, ora pelos distúrbios militares.

Como as exportações apresentaram um comportamento excepcional no período, devido ao comportamento positivo do mercado de café, foi possível protelar o ajuste. Quando este veio, assumiu proporções de experiências laboratoriais, no ortodoxo Governo de Campos Sales.

² É a antiga idéia de que os banqueiros emprestam o guarda-chuva apenas nos dias de sol.

³ Este, no caso de um empréstimo feito ao Império e que a República foi impedida de sacar.

O presente trabalho dissertará sobre este período, rico em experiências, em que se vislumbram políticas heterodoxas e ortodoxas em intensidade ímpar na história do país. Conjugam-se, em pouco mais de dez anos, a abolição da escravatura e a consolidação do trabalho assalariado, a mudança de regime político, uma "revolução" federalista, a Revolta da Armada, a insurreição de Canudos, a instabilidade financeira que marcou a primeira década republicana e a reação ortodoxa do Ministro da Economia de Campos Salles, Joaquim Murinho.

Três autores estudaram extensamente o período nos últimos vinte anos: FRANCO (1987), TANNURI (1981) e SCHULZ (1996). FRANCO (1987) abordou com rigor a política monetária na transição republicana. Seu trabalho é referência obrigatória e a principal pesquisa realizada sobre as reformas monetárias que se iniciaram em 1888.

TANNURI (1981) buscou compreender o processo especulativo que se agravou com as políticas de Rui Barbosa a partir das especificidades históricas, demonstrando que o endividamento do setor público andava em paralelo à decadência da cafeicultura fluminense. As políticas adotadas no Governo Provisório não se furtariam destas características.

Já a interpretação de SCHULZ (1996) não se difere, na essência, das encontradas nos textos monetaristas como os de CALÓGERAS (1960), SOUZA (1924) e ANDRADA (1923). No entanto, o autor contribuiu na medida em que procurou avaliar melhor os impactos das crises externas sobre a economia brasileira e a prevalência de determinantes políticos sobre algumas medidas de política econômica, mormente as referentes ao Ministro Rui Barbosa.

Longe da intenção de adicionar novas reflexões para a discussão como o fizeram os autores acima citados, este trabalho buscará interpretar o período a partir das dificuldades impostas pelas restrições externas, cuja intensidade possui relação inversa ao grau de diversificação produtiva de que a economia dispõe.

A respeito das principais informações estatísticas, os dados sobre balanço de pagamentos tem sua compilação mais recente em FRANCO (1991). SOUZA (1924) e CALÓGERAS (1960), a partir dos Relatórios do Ministério da Fazenda, apresentam as informações fiscais do governo e os dados sobre a taxa de câmbio e o meio circulante. As informações sobre dívida externa foram extraídas do trabalho clássico de BOUÇAS (1950).

GOLDSMITH (1986) fez a elaboração mais recente e confiável sobre a estimativa para o produto interno brasileiro. As informações do IBGE (1987), compiladas por Franco, foram utilizadas para consulta aos índices de preços de exportação e importação, aos termos de intercâmbio, ao total das exportações e importações e à taxa cambial.

O trabalho foi dividido em quatro capítulos, além desta apresentação e da conclusão. No primeiro capítulo faz-se uma revisão sobre os principais eventos econômico-financeiros que precederam a República. Especial ênfase foi dada às diversas crises que o período vivenciou. Desta forma, a seção 1.1 trata da crise de 1857, enquanto a seção 1.2 trata da crise de 64 e a seção 1.3 aborda a crise de 1875. O período que se estende de 1875 a 1888, caracterizado por uma política monetária restritiva, é abordado na seção 1.4.

O segundo capítulo trata dos anos 1890 propriamente ditos. O Gabinete de Ouro Preto, por razões conjunturais é abordado neste capítulo, na seção 2.1. Na seção 2.2 é apresentada a administração Rui Barbosa, enquanto o período entre a queda do Ministro e a ascensão de Rodrigues Alves está trabalhado na seção 2.3. O início da reação ortodoxa e sua implementação efetiva serão abordados, respectivamente, nas seções 2.4 e 2.5.

No terceiro capítulo será avaliada a importância do funcionamento do sistema monetário internacional na condução da política econômica interna. Inicialmente, na seção 3.1, o padrão-ouro será apresentado a partir de uma perspectiva histórica para, na seção 3.2, serem trabalhadas as interpretações clássicas. Como estas não apresentaram consistência à luz de pesquisas empíricas realizadas posteriormente, novas interpretações foram necessárias. Estas interpretações encontram-se na seção 3.3 e uma análise do funcionamento do sistema monetário internacional para a periferia foi realizada em 3.4. Por fim, a seção 3.5 é dedicada ao estudo do Brasil, verificando-se se são procedentes ao caso brasileiro as generalizações a respeito do *modus operandi* do sistema com a periferia.

No último capítulo, buscando-se compreender as instabilidades financeiras dos anos 1890, serão apresentadas a interpretação monetarista, na seção 4.1, com a interpretação de Celso Furtado, esta última na seção 4.2. A análise presente em Furtado está nitidamente inspirada na teoria keynesiana e apresenta grande avanço na compreensão do período. Finalizando, a seção 4.3 adiciona algumas observações sobre a interpretação de Furtado as quais, julga-se, subsidiarão o objetivo final do trabalho, qual seja, a interpretação da economia brasileira a partir das restrições externas que enfrenta. Estas restrições, por sua

vez, apenas podem ser entendidas na medida em que se analisa a própria constituição da economia brasileira, com seus determinantes sociais e políticos.

Capítulo 1 – Antecedentes

Este capítulo resgatará, de forma sucinta, as instabilidades monetário-financeiras do Império a partir da segunda metade do século XIX. Inicialmente será discutida a crise de 1857 (1.1), seguida pelas crises de 1864 (1.2) e 1875 (1.3). Por fim, um breve resumo da segunda metade da década de 1870 e dos anos 80 (1.4) será apresentado. Espera-se que este resgate histórico possibilite uma melhor compreensão da política econômica adotada pela República.

Por razões de proximidade conjuntural com a gestão Rui Barbosa, a gestão Ouro Preto será apresentada no capítulo seguinte. Assim, o capítulo estende-se até a reforma de 1888, após o fim legal do trabalho escravo.

1.1 – A crise de 1857

A primeira crise comercial de relevância no Império foi a do ano de 1857, que se estendeu até meados do ano seguinte. É interessante observar que o Código Comercial brasileiro fora promulgado em 1850. Até então, eram raras as quebras de contrato⁴. Na verdade, as relações comerciais e financeiras se intensificaram na segunda metade do século XIX. Com elas intensificaram-se também as especulações e as quebras.

Com o fim do tráfico negreiro em 1850, o capital empregado nesta função tornou-se livre para novos investimentos. Mesmo considerando-se que parte deste capital direcionou-se ao tráfico interprovincial e parte emigrou com a deportação dos traficantes portugueses, foi possível a realização de investimentos em produção e no mercado financeiro interno, o que contribuiu para um movimento de diversificação econômica vislumbrado no período⁵. O capital do tráfico negreiro, ora investimento realizado internamente, associado ao

⁴ SOARES (1865). O autor considera que a posterior facilidade creditícia tornaria arrojado o comportamento dos comerciantes, o que aumentaria o risco do tomador e do prestador.

⁵ LUZ (1960, p. 77). A autora ressalva que “os rumos deste investimento, no entanto, não se acham claramente traçados (...)”. Ademais, deve-se salientar que o progresso da agricultura de exportação permitiu que o capital empregado nesta função “procurasse” investimentos nas cidades durante o período de entressafra. Sobre os capitais liberados pela extinção do tráfico negreiro, ver ainda SOARES (1865) e LEVY (1977).

aumento do meio circulante de quase 100% entre 1850 e 1857⁶, resultou em um *boom* na Bolsa de Valores do Rio de Janeiro⁷.

No entanto, o estopim da crise que se estabeleceu sete anos após a promulgação do Código foi de caráter eminentemente exógeno, pois “desde o mês de novembro (de 1857) e até 14 de dezembro afluíam notícias precisas sôbre as dificuldades financeiras dos mercados do Velho Continente e dos Estados Unidos (...)”⁸.

Sendo mais exato, a crise comercial iniciara-se nos E.U.A. e atingira o Velho Continente. As relações destes mercados com o Brasil eram estreitas e os créditos de curto prazo que financiavam o comércio de importação não foram renovados⁹. Certamente, os saldos negativos da balança comercial contribuíram para a saída de divisas do país.

Como é possível observar no gráfico I, nos anos de 1857 e 1858 a balança comercial apresentou-se extremamente desfavorável ao Brasil. Nesta década, apenas o ano de 1851 apresentou um saldo negativo de magnitude similar. Não obstante, é necessário considerar que o *quantum* exportado manteve-se nos patamares dos anos anteriores e o preço das exportações apresentou sensível melhora nos dois anos em questão. Não sendo o preço das importações muito alto - se comparado, por exemplo, com o ano de 1850 -, os elevados déficits de 1857 e 1858 deveram-se ao aumento da quantidade importada. Em outras palavras, a melhora dos termos de intercâmbio não foi suficiente para absorver o aumento das importações¹⁰.

É interessante observar a interpretação monetarista da crise de 1857, presente na grande maioria dos textos não recentes que dissertam sobre o período.

⁶ SOUZA (1924, p. 130).

⁷ Sobre o aumento das transações na Bolsa de Valores do Rio de Janeiro para o período 1850-1857, ver LEVY (1977).

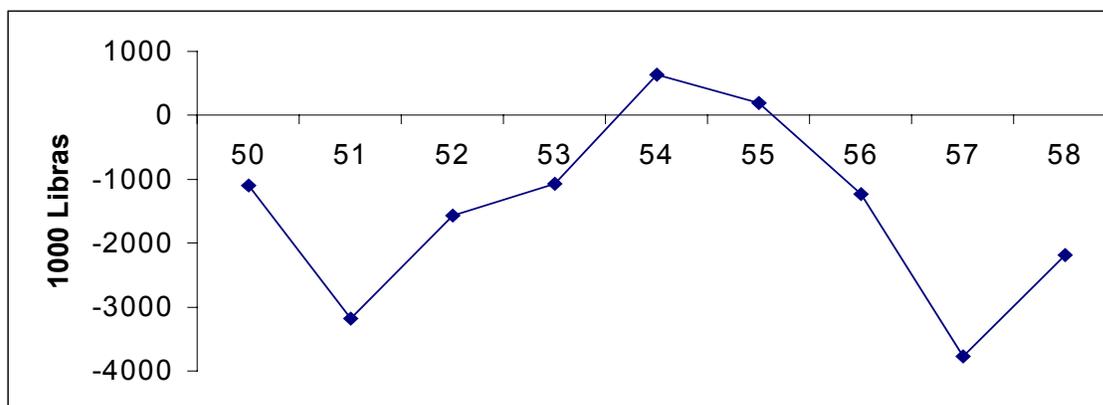
⁸ CALÓGERAS (1960, p. 109).

⁹ Entre o segundo semestre de 1857 e o primeiro semestre de 1858, a importação brasileira alcançou 14,5 milhões de libras. Tendo o crédito comercial um prazo médio de 4 meses, este montante de importação implicava, por aproximação, numa dívida comercial de aproximadamente 5 milhões de libras se houvesse renovação dos créditos no período, ou num saldo a liquidar desse mesmo montante no caso limite da não renovação plena dos créditos comerciais. A este respeito, ver Joseph Swergart, *Financing and Marketing Brazilian Export Agriculture: The Coffee Factors of Rio de Janeiro, 1850 – 1888*, University of Texas, tese de doutorado, 1980, citado em SCHULZ (1996).

¹⁰ SCHULZ (1996) afirma que a desagravação das importações a partir de 1850, com o fim do “item” escravos, teria sido um dos fatores que levariam ao *boom* na bolsa de valores. Acreditamos que o comportamento posterior da balança comercial desmente tal interpretação. Os dados referentes à quantidade exportada e importada e seus preços encontram-se em IBGE (1987).

Em julho de 1853, o monopólio de emissão fora retomado, com os direitos cedidos ao Banco do Brasil¹¹. Ao Imperador reservava-se o direito de nomear o presidente e o vice-presidente do banco, o que, em termos práticos, significava a possibilidade de controle da instituição por parte do Governo.

Graf. I: Comportamento do saldo da balança comercial nos anos 1850 - 1858¹²



Fonte: IBGE (1987, p. 522).

Nas palavras de CALÓGERAS (1960, p. 104):

É claro que o Banco do Brasil deveria proporcionar a emissão dos bilhetes necessários ao desenvolvimento e às novas exigências da circulação. Em vez de o fazer, deixou-se engodar pela perspectiva de lucros fáceis de obter pela multiplicação das cédulas.

As emissões totais aumentaram 83% entre o segundo semestre de 1853 e o primeiro semestre de 1858. Tendo diminuído as emissões do Tesouro, esta variação refletiu o aumento das emissões bancárias.

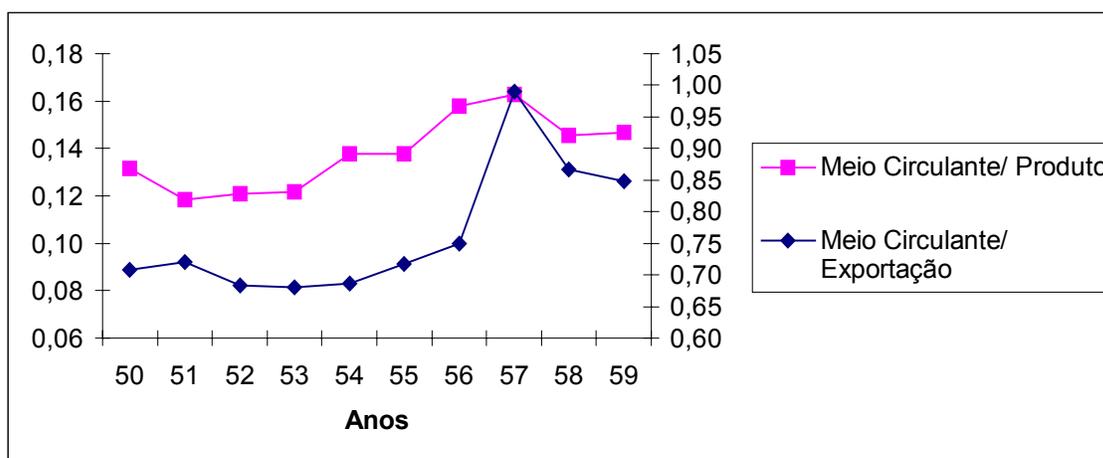
Mas caso se compare com outras variáveis econômicas, a variação do meio circulante não foi tão acentuada, como é possível observar no gráfico II. Neste, o meio

¹¹ PACHECO (1973).

¹² “Por decreto, de 8 de outubro de 1828, o ano financeiro passou a ser contado de 1° de julho a 30 de junho do ano seguinte – A coincidência do ano financeiro com o ano civil foi restabelecida a partir de 1888” [IBGE (1987, p. 571)]. Desta forma, no ano de 1850, por exemplo, leia-se segundo semestre de 1850 e primeiro semestre de 1851.

circulante é relacionado a uma estimativa do produto¹³ e ao valor das exportações. Verifica-se que sua variação relativa é inferior à absoluta, pois, entre os anos de 1853 e 1857, houve uma variação de 33% no caso da relação meio circulante / produto e de 45% no caso da relação meio circulante / exportações.

Graf. II – Relação entre meio circulante e estimativa do produto e valor exportado nos anos 1850 – 1859¹⁴



Fonte: Meio Circulante: SOUZA (1924, p. 130); Estimativa do Produto: GOLDSMITH (1984, p. 23); Exportação: IBGE (1987, p. 522).

SOUZA (1924, p. 124), com forte influência de Calógeras, afirma que “a pressão monetária não tardara em se fazer sentir e já em 1856 dava mostras do que viria a ser o ano entrante”. Neste sentido, a crise americana apenas veio a agravar os problemas do Banco do Brasil, que suspendeu pagamento das notas em 11 de novembro, dez dias após as primeiras notícias de crise.

Em suma, a análise monetarista apresenta o excesso de moeda como causa da crise, pois o Banco emitia a um múltiplo de seus fundos, não podendo honrar suas notas de forma imediata caso houvesse uma procura por troco. A conversão num curto espaço de tempo

¹³ Estimativa do produto a preços correntes. Refere-se à média de índices de salários pagos, exportações mais importações, gastos governamentais da união, e conceito de moeda M-2 mais 5% para depreciação. Diferentemente dos demais dados, o valor da estimativa do produto refere-se ao ano civil, o que torna o índice encontrado um valor aproximado.

¹⁴ Os valores da primeira coluna representam a relação entre o meio circulante e o produto, enquanto os valores da segunda coluna representam a relação entre o meio circulante e as exportações.

apenas seria viável caso a emissão fosse 100% lastreada. A crise externa fora, então, apenas um fator agravante.

Em verdade, a presença de Sousa Franco no Ministério da Fazenda em 1857 mudou em muito a direção da política econômica¹⁵. Adepto da “liberdade bancária”, criou cinco bancos com direito de emissão e autorizou um banco já existente¹⁶. Fazia-se necessário resolver o problema da circulação regional e as emissões não foram excessivas para tal. Conforme afirma SOARES (1865, p. 49), um autor contemporâneo aos fatos, “até 1859 não houve excesso de meio circulante”; em sua opinião, porque a soma das exportações e importações eram superiores ao dobro do meio circulante.

Conforme exposto, foi a notícia da crise americana de 1º de novembro que provocou uma corrida ao Banco do Brasil. Em 11 de novembro, com a suspensão do troco, a corrida direcionou-se às casas bancárias, provocando algumas falências.

Por trás deste “pânico”, a balança comercial apresentava-se fortemente deficitária e os créditos externos não se renovavam devido aos apertos de liquidez em Londres.

Dentro desta perspectiva, GRANZIERA (1979, p. 63) aborda o ponto central do problema:

É certo que a permanência das letras no mercado brasileiro, na ausência de crises na Inglaterra, constituía crédito aberto às safras futuras dos produtos brasileiros, mas estas poderiam ser excelentes e, mesmo assim, não conseguir reter esse crédito em época de crise. Isso justamente acontece nesse ano de 1857 (...) (quando) a liquidação de saldos negativos anteriores retira a prancha em que se assentava o crédito doméstico.

A ação do Governo na crise distanciou-se da ortodoxia comum ao período. Diminuiu as taxas de juros, socorreu casas bancárias e sustentou o câmbio por meio de operações financeiras em Londres intermediadas pelo Banco de Mauá – diante da recusa do Banco do Brasil que insistia numa política restritiva. Não por menos, SOARES (1965, p. 46) constatou que, apesar de graves prejuízos à economia européia, “raríssima foi a quebra que se deu, e esta catastrophe passou quasi que desapercibida nas praças do Brasil”.

¹⁵ PACHECO (1973).

¹⁶ O Banco Comercial e Agrícola, que emitiu até sua liquidação em 1962; o Banco do Rio Grande do Sul, que praticamente renunciou à sua faculdade; o Banco de Pernambuco, que emitiu até a cessação de seu direito em 1866; o Banco do Maranhão que emitiu até a cessação de seu direito em 1866; o Banco Rural e hipotecário, que emitiu até a cessação de seu direito em 1866; e o Banco da Bahia, que emitiu até a cessação de seu direito em 1866.

Em meados de 1858, com o início da venda da safra, a confiança se estabelecia novamente no mercado. As casas bancárias “sobreviventes” saíram fortalecidas, com ênfase na Casa Souto.

1.2 – A crise de 1864

Tendo os metalistas¹⁷ enxergado uma relação causal entre as “emissões excessivas” do Banco do Brasil e a crise de 1857, bastou que assumissem o poder para estabelecerem o que se poderia denominar, sob o ponto de vista econômico, uma contra-reforma.

Em abril de 1859, as emissões do Banco do Brasil foram reduzidas ao dobro de seus fundos, estando a instituição a emitir pelo triplo até então. Também neste mês um Decreto do dia 02 impôs restrições à formação de novas companhias. A esta época estava no Ministério da Fazenda Sales Torres Homem, um opositor do ex-ministro Souza Franco¹⁸. Em junho do mesmo ano, Torres Homem propôs um amplo projeto com medidas restritivas relacionadas basicamente à limitação das emissões, ao reembolso em ouro dos bilhetes num prazo de três anos e em exigências excessivas para a incorporação de novas companhias. A oposição ao projeto foi grande e resultou na renúncia do Ministro.

Seu sucessor, Silva Ferraz, muito próximo de suas idéias, obteve mais sucesso ao apresentar o mesmo projeto com algumas atenuações tópicas. Os principais pontos da política econômica adotada a partir das resoluções da Lei de 22 de agosto de 1860 são, de forma resumida, apresentados em GRANZIERA (1979, p. 85)¹⁹:

- 1 – restrição fiduciária e conversibilidade-ouro
- 2 – os entraves às companhias nacionais
- 3 – a concessão da cabotagem
- 4 – a política de alta taxa de câmbio
- 5 – o Governo cliente da nova rede bancária
- 6 – a garantia de remuneração aos capitais investidos.

¹⁷ No capítulo 4 será trabalhada a divergência entre metalistas e papelistas.

¹⁸ A este respeito, ver os debates apresentados em ANDRADA (1923) e PACHECO (1973).

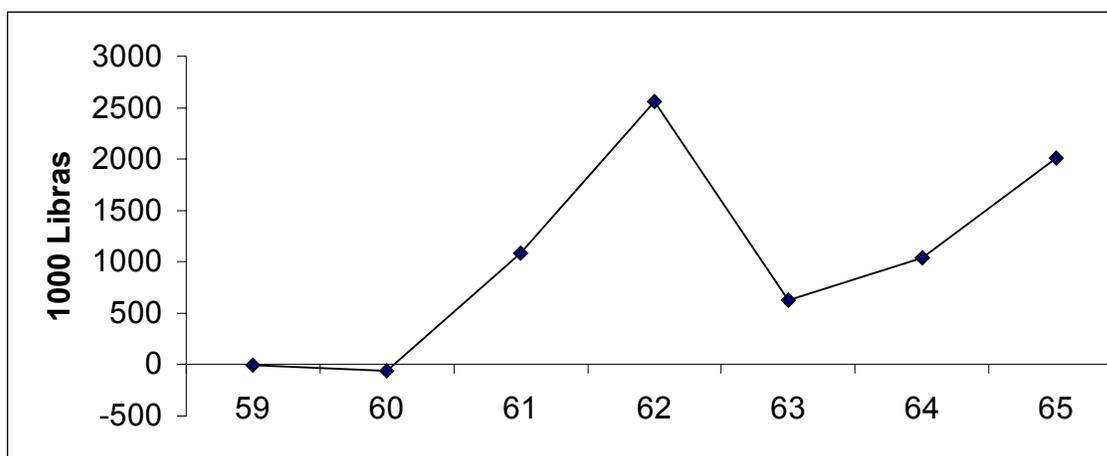
¹⁹ Uma abordagem favorável à lei pode ser encontrada em CALÓGERAS (1960).

A lei de 1860 liquidou forçosamente várias casas que se consolidariam com o tempo, pois diversas transações dependiam do longo prazo para se realizar sem prejuízo²⁰. Diminuíram-se bruscamente as iniciativas empresariais e aumentaram-se as falências. Estas, na opinião do Governo, referiam-se apenas aos empreendimentos de caráter especulativo.

Em termos práticos, a lei de 1860 trouxe diversos obstáculos à criação de novos empreendimentos. Na época, um economista francês a denominou de lei de entraves, termo que se tornou referência constante a acadêmicos que viriam estudar o assunto posteriormente²¹.

Estas foram as principais medidas de política econômica adotadas no período. Antes de analisarmos a crise de 64 propriamente dita, vejamos como se comportou a balança comercial brasileira. No gráfico III, é possível observar o saldo comercial para os anos de 1859 a 1865.

Graf. III: Comportamento do saldo da balança comercial nos anos 1859 - 1865



Fonte: IBGE (1987, p. 522-523)

Diferentemente dos anos anteriores, um saldo favorável ao Brasil tornou-se constante a partir do ano de 1861.

²⁰ SOARES (1865).

²¹ J. Garnier, autor de *Traité des Finances*, publicado dois anos após a Lei de 1860. O texto encontra-se indicado em CALÓGERAS (1960, p. 129).

É relevante considerar que o principal mercado consumidor do café brasileiro atravessava uma crise de grandes proporções. A economia norte-americana tentava romper o dualismo de sua economia, com o avanço do Norte moderno sobre o Sul arcaico. A guerra civil norte-americana se por um lado diminuiu o valor exportado do café brasileiro²², por outro impulsionou a exportação de algodão, pelo arrefecimento de sua produção nos próprios E.U.A., sendo esta praticada basicamente nos Estados do Sul. Também o açúcar apresentou comportamento favorável em volume, mais que compensando certa queda nos seus preços internacionais²³.

Assim, o incremento da exportação de açúcar e de algodão mais que compensou a pequena redução no valor exportado do café, proporcionando um saldo favorável na balança comercial. Este saldo se manteria por todo o século XIX, com uma única exceção no ano de 1885.

Visto de forma sucinta o comportamento da balança comercial na primeira metade da década de 1860, é possível abordar, de forma também breve, a crise financeira que atingiu o país no ano de 1864. Esta relaciona-se, em primeira instância, à falência de uma importante casa bancária. Após ser socorrida pelo Banco do Brasil em 1858, a Casa Souto contou nos anos seguintes com sua ajuda nos momentos de dificuldades financeiras – que tudo indica não terem sido poucos. Quando suspendeu o pagamento de seus bilhetes, no dia 09 de setembro de 1864, 66% do capital do Banco do Brasil estava emprestado a ela²⁴.

O pânico não tardou e a corrida estendeu-se a outras casas bancárias. Por reembolsarem seus bilhetes de pronto, não preservando assim os encaixes, foram obrigados a suspenderem seus pagamentos dia 13 de setembro por falta de fundos. A corrida pelo troco dos bilhetes logo direcionou-se para o Banco do Brasil. Neste momento o Governo interveio e decretou o curso forçado dos bilhetes do banco no dia 14.

Na opinião de SOARES (1865), a crise da Casa Souto estendeu-se a demais estabelecimentos em virtude destes não metodizarem a conversão de seus bilhetes. Caso os

²² Ressaltando-se, entretanto, que a produção de café diminuiu de forma considerável devido a problemas naturais na primeira metade da década de 60. Com certeza, esta causa é preponderante sobre o arrefecimento do consumo no principal mercado consumidor. Na segunda metade desta década, este problema já se encontrava relativamente solucionado.

²³ Os dados sobre volume e valor exportados de café foram colhidos por Sebastião Ferreira Soares - no seu livro *Elementos de Estatística* de 1865 - e apresentados em GRANZIERA (1979).

²⁴ SOARES (1865, p. 50-1). O autor não deixa de notar neste fato um sintoma de má administração da carteira do Banco, pela concentração do risco.

vales fossem pagos com lentidão, a situação se normalizaria antes de se esgotarem os encaixes.

Quais teriam sido as causas reais desta crise?

Há pouca divergência com relação à amplitude da mesma. Atingiu praças distantes²⁵. Afinal, a Casa Souto era a principal casa bancária do Império e sua derrocada arrastou várias outras casas por efeito contágio.

Diversos fatores se interrelacionam com maior ou menor peso para explicar a crise de 1864. A praga que atingiu os cafezais fluminenses - reduzindo assim sua produtividade já comprometida pela fertilidade decrescente do solo - provocou uma quebra de safra e, por conseguinte, da renda dos cafeicultores. Como estes eram clientes dos comissários, suas dificuldades rapidamente os alcançaram. Por sua vez, os comissários eram clientes das casas bancárias, sendo estas então também atingidas pelos problemas nos cafezais²⁶.

Os superávits criados em outras Províncias, relacionados às culturas do açúcar e do algodão, não representavam créditos na Corte, em virtude das assimetrias do sistema financeiro e da participação dos bancos ingleses no desenvolvimento destas culturas²⁷, pois apenas estes e o Banco do Brasil contavam com filiais nestas Províncias – mormente a do Maranhão que liderava a produção algodoeira nacional.

Entretanto, a concorrência dos bancos ingleses com as casas bancárias certamente não se resumia ao número e à localização de filiais. Aquelas instituições angariavam recursos proporcionalmente maiores que as casas bancárias; tinham maior poder financeiro de negociar no mercado de câmbio devido às possibilidades de saques junto às suas matrizes; e, por fim, eram “administradores” dos investimentos britânicos no país²⁸.

²⁵ Na bibliografia consultada, apenas SOARES (1865) afirma que a crise não chegou a nenhuma província do Império. CARREIRA (1980) fornece exemplos de províncias atingidas pela crise - como Bahia e Pernambuco - enquanto CALÓGERAS (1960) cita o exemplo dos papagaios das propriedades remotas que repetiam o que se pronunciava em torno deles: “O Souto quebrou”.

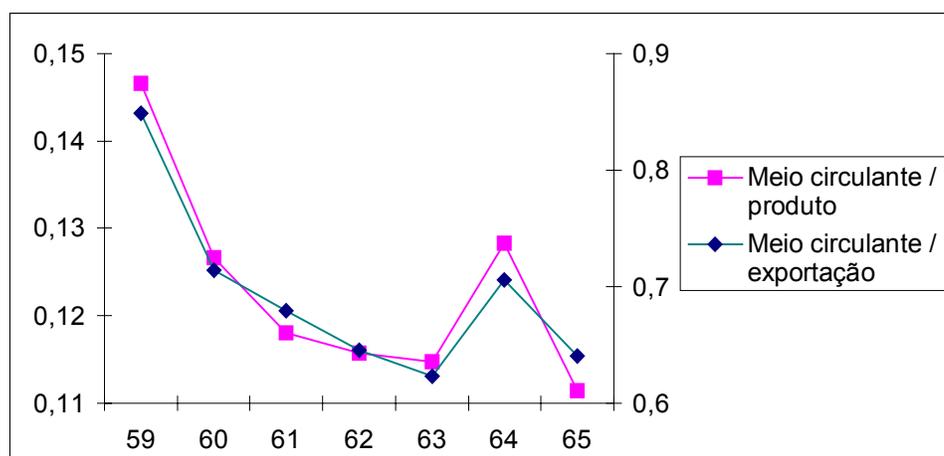
²⁶ Os comissários, além de emprestarem recursos aos fazendeiros, em alguns casos gerenciavam o empreendimento sem, no entanto, administrá-lo no dia-a-dia. De acordo com MELLO (1982, p. 68), “o capital mercantil continua a dominar a agora economia nacional, através da ação do comissário, que alcança seu auge em 1950, depois compartilhada pelos grandes 'bancos cafeeiros' que começam a se formar desde então (...)”.

²⁷ E “nada faria supor que (os bancos ingleses) entrassem no jogo de criação de títulos de crédito em função de safras futuras” GRANZIERA (1979, p. 88).

²⁸ LUZ (1960). Sobre a concorrência dos bancos ingleses com as casas bancárias ver também GRANZIERA (1979) e LEVY (1977).

A política monetária seguida pelo Império no período também trabalhou no sentido de “minar as forças” das casas bancárias. A “miragem” da conversibilidade levou o Governo a valorizar o mil-réis frente à libra esterlina²⁹. Em grande medida, este movimento foi conseguido através de uma política de emissão restritiva, como é possível observar no gráfico IV, que relaciona o meio circulante a uma estimativa do produto e ao valor exportado para os anos de 1859 – 65.

Graf. IV – Relação entre meio circulante e estimativa do produto e valor exportado nos anos 1859 - 1865³⁰



Fonte: Meio Circulante: SOUZA (1924, p. 130 e 163); Estimativa do Produto: GOLDSMITH (1984, p. 23); Exportação: IBGE (1987, p. 522-3).

Este fato não passou despercebido por outro autor contemporâneo aos fatos. CAVALCANTI (1889) ressalta a contração do meio circulante, e por conseguinte do crédito, como causa da crise de 1864. Entretanto, é importante compreender que a valorização da taxa de câmbio acentuava a queda da renda relacionada à quebra da safra do Vale do Paraíba. Admitindo-se uma elasticidade-preço baixa para o café³¹, no momento da conversão das divisas recebidas, menos mil-réis seriam obtidos pelos fazendeiros.

²⁹ A discussão sobre os motivos que levaram à adoção de uma política monetária restritiva será aprofundada ainda neste capítulo e, principalmente, no capítulo 4.

³⁰ Novamente, Os valores da primeira coluna representam a relação entre o meio circulante e o produto, enquanto os valores da segunda coluna representam a relação entre o meio circulante e as exportações.

³¹ Ou seja, tornando-se o produto mais barato em libras, sua demanda pouco se alteraria.

Há ainda um fator de alguma relevância, mas pouco considerado na historiografia. O ano de 1864 presenciou uma pequena “crise financeira mundial”. Capitais se deslocavam para países produtores de algodão cuja oferta substituía a norte-americana. Sendo menos produtivas estas novas plantações e sendo sua oferta inferior à demanda, é certo que maior quantidade de capital era utilizado na compra da tonelada do produto. Esta “pressão” esteve diretamente relacionada ao comportamento da taxa de desconto do Banco da Inglaterra, que alcançou 9%, para um valor de 4% em tempos normais³².

Por fim, não se pode desprezar o fato de que a concessão de empréstimos com garantias duvidosas e existência de fraudes diversas também contribuíram para abalar a saúde financeira das casas bancárias, desde o curto pânico de 1862 em situação de perigo.

O certo é que a recusa do Banco do Brasil em socorrer a Casa Souto apenas precipitou um movimento que há algum tempo se esboçava de fragilidade crescente destas casas³³. As explicações tradicionais desta fragilidade encontram-se nos “nocivos métodos comerciais” para CALÓGERAS (1960) ou na má condução da política monetária - seja por prezar a abundância do meio circulante através do “cancro” do curso forçado para SOUZA (1924), seja pela escassez do meio circulante para CAVALCANTI (1889).

Já LUZ (1960) e LEVY (1977) relacionam a fragilidade das casas bancárias à concorrência com os bancos ingleses. Dentro desta visão, GRANZIERA (1979, p. 93) enxerga a própria “consolidação do caráter exportador da economia nacional” no enfraquecimento destas instituições, visto que estariam mais voltadas para as “possibilidades urbanas de diversificação econômica, e *sustentadas em forças que garantiam a autonomia ao mercado interno*”. Isto posto, a crise teria “devorado” aqueles que se engajaram nesta alternativa.

1.3 – A Crise de 1875

A produção de café crescia a taxas elevadas no Brasil, salvo momentos específicos em que se verificavam intempéries e ataques de pragas. A partir do comportamento do preço externo do café, NETTO (1979) observa três ciclos para o mercado do café sem

³² A guerra entre a Dinamarca e a Prússia também contribuiu com o nervosismo na *City*. Sobre a hipótese da “crise financeira mundial” de 1864 e seu relativo impacto sobre o país ver SCHULZ (1996).

³³ Sobre a recusa do Banco como estopim da crise, ver CARREIRA (1980).

intervenção governamental. O primeiro ciclo compreende as décadas de 1850 e 60, o segundo compreende o período 1869 - 85 e o terceiro vai até o ano de 1906, marco da intervenção do Governo no mercado através do Convênio de Taubaté³⁴.

Em 1957 vislumbrava-se a retomada da economia européia, praga nos cafezais e dificuldades de expansão na produção fluminense relacionadas ao fim do tráfico de escravos, o qual tornou a mão-de-obra mais escassa. Estes eventos levaram a uma valorização do preço externo e também interno do café.

Com preços elevados, os investimentos na produção do café - cujo prazo de maturação é em torno de 4 anos - aumentaram sensivelmente. Em São Paulo, recursos antes utilizados na lavoura da cana-de-açúcar, direcionaram-se à produção de café e algodão³⁵. A cultura do café já se tornava relevante neste Estado, com ênfase no Oeste Paulista³⁶.

A partir de 1963 o preço do café começa a cair em resposta ao aumento da capacidade instalada - e não apenas a brasileira - e da crise norte-americana. Termina-se assim o primeiro ciclo.

O segundo ciclo tem início com uma nova valorização do preço externo do café a partir de 1969. O fim da Guerra de Secessão normalizou as importações norte-americanas e as economias européias começavam a se recuperar da pequena crise de 1966. Por outro lado, houve uma quebra na safra brasileira e da América Central no ano de 1968. Em 1870 a fase ascendente do ciclo se acentua devido à queda na produção brasileira ocasionada por uma geada nos cafezais paulistas.

Após 1873, o ciclo inicia timidamente sua reversão com a depressão européia. O comportamento baixista se consolida na primeira metade da década de 1880 com nova crise européia, em 1882, e uma crise no mercado norte-americano, em 1884.

A partir de 1886, no entanto, o terceiro ciclo inicia-se com o comportamento favorável do preço internacional do café. Esta análise, entretanto, encontra-se diluída no segundo capítulo.

³⁴ Sobre o Convênio de Taubaté, ver FURTADO (1972).

³⁵ A produção deste, como visto, encontrava uma demanda antes atendida pela produção sulista norte-americana.

³⁶ É interessante observar que, quando se diz oeste paulista, o centro geográfico de referência é o Vale do Paraíba paulista. Esta região, leste da Província, aos poucos vai perdendo importância econômica como produtora de café. Sobre o "roteiro do café" no Estado de São Paulo, ver MILLIET (1982).

Cabe observar que, frente à ascensão da cafeicultura paulista, verifica-se a decadência da produção fluminense³⁷. O esgotamento do solo associado às dificuldades de se alargar as fronteiras - devido, por exemplo, aos custos de transporte - fez com que a produtividade desta região montanhosa, altamente dependente da mão-de-obra escrava, caísse brutalmente³⁸. Importante notar a ausência de uma relação causal neste movimento. A decadência da região fluminense não encontra explicação no sucesso da cafeicultura do Oeste Paulista, mas sim nos fatores acima abordados.

Retornando à análise da política econômica, tem-se que, em 1864, além da crise financeira que provocou tantos problemas à praça do Rio, o país envolveu-se num rápido conflito com o Uruguai. Findo este, iniciou-se a Guerra do Paraguai, em que Argentina, Uruguai e Brasil se uniram numa "aliança" contra o Paraguai³⁹.

Esta guerra torna-se importante em nosso estudo na medida em que ditou os rumos da política econômica da segunda metade da década de 60. O conflito se estendeu além das expectativas mais pessimistas, tendo mobilizado grande número de soldados, demandando munições e víveres. Tudo isto resultou em gastos públicos vultosos que não poderiam ser cobertos com aumento da arrecadação e/ou diminuição de outras despesas do Estado. Restavam o financiamento com títulos e a emissão de papel-moeda, outrora tão condenada pelos condutores da política econômica.

No gráfico V é possível observar o comportamento do déficit fiscal no período 1863 – 1871.

Visto que as receitas públicas foram crescentes neste período, este déficit encontra explicação única no aumento mais que proporcional das despesas, aumento este diretamente relacionado ao conflito. Certa de 57% deste déficit foi financiado pela emissão

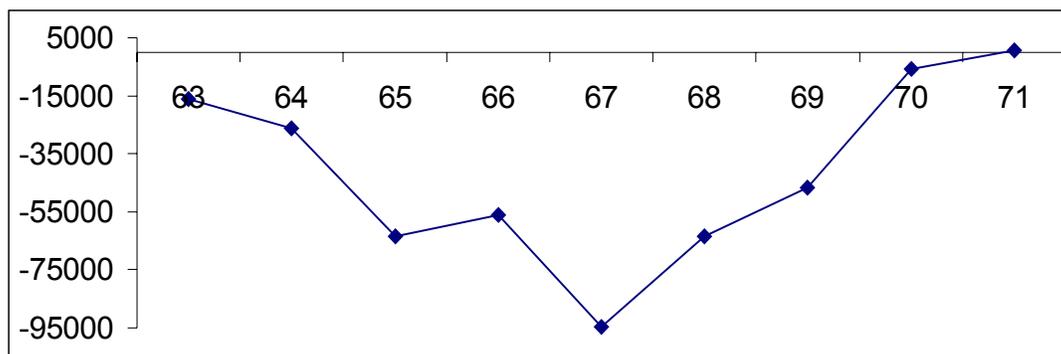
³⁷ E também do Vale do Paraíba paulista.

³⁸ Sobre o declínio da produção cafeeira do Vale do Paraíba e a ascensão da produção cafeeira no oeste paulista, ver CANO (1977).

³⁹ Os relatos (brasileiros) contemporâneos à Guerra indicam que o Império se defendia, com enormes feitos heróicos, de um país comandado por um ditador megalomaniaco. Posteriormente, uma historiografia de esquerda passou a ressaltar a importância do imperialismo inglês na determinação do conflito – visto que a opção por um desenvolvimento autônomo por parte do Paraguai deveria ser cerceada. Recentemente, analisa-se o conflito a partir das determinações *sui generis* dos países envolvidos no conflito, em busca de se afirmarem como Estados Nacionais e de se definir através da força militar a posição dominante no Continente. Uma apreciação didática sobre o assunto pode ser encontrada em FAUSTO (1988).

interna de apólices. O restante foi financiado pela emissão de papel-moeda, o que refletiu num sensível aumento do meio circulante no período, como demonstrado no gráfico VI⁴⁰.

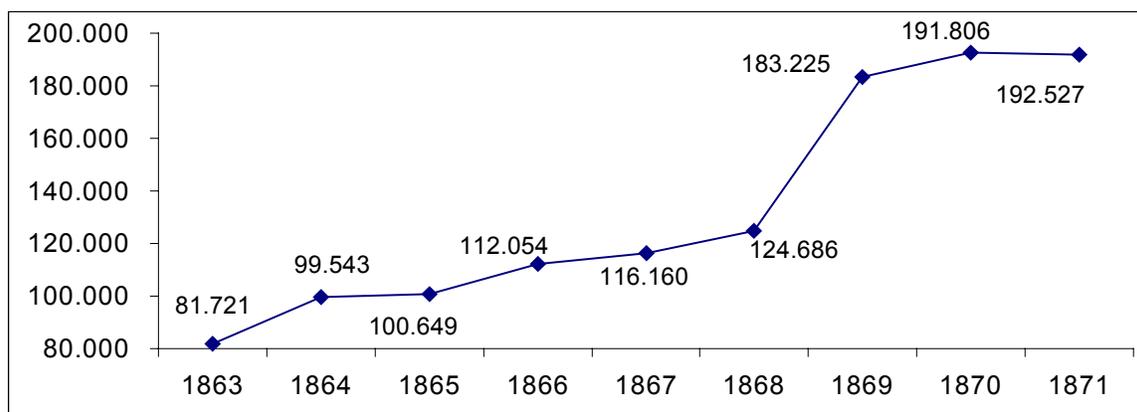
Graf. V: Resultado fiscal do Governo em contos de réis entre 1863 e 1871



Fonte: SOUZA (1924, p. 163-198).

Há um interessante relato a respeito da relação entre a Guerra do Paraguai e o posterior desenvolvimento financeiro da província de São Paulo e do Rio de Janeiro em GRANZIERA (1979). O autor enfatiza o papel da forma de financiamento do conflito e do emprego dos recursos de forma diferenciada nas “duas economias” como determinantes posteriores de seus desenvolvimentos específicos.

Graf. VI: Meio circulante em contos de réis entre 1863 e 1871



Fonte: SOUZA (1924, p. 163-198).

⁴⁰ Sobre as custas do conflito, bem como seu financiamento, ver CARREIRA (1980).

Enquanto o Rio de Janeiro absorvia as apólices do Governo, São Paulo era a província em que grande parte dos recursos eram destinados. Em suas palavras, "o papel-moeda em São Paulo e o título da dívida pública no Rio de Janeiro, ambos gerados pela Guerra do Paraguai, serão, daí em diante, as mais lídimas expressões financeiras de duas economias que começam a diferenciar" (p. 110).

O que ocorria era uma crescente cristalização do capital fluminense na forma de títulos públicos. Surgia daí uma classe de rentistas cujos interesses se relacionariam a uma política monetária restritiva. Os juros altos associados à baixa circulação monetária e à escassez de crédito aumentariam suas rendas, a despeito dos efeitos negativos que provocariam na economia. Já São Paulo recebia estes recursos do Governo para aquisição de bens com baixo valor agregado. Mas isto era o suficiente para impulsionar o crescimento da economia paulista visto o estágio de desenvolvimento em que se encontrava. Conforme constatou MELLO (1990), a partir da análise de inventários entre os anos 1845 e 1895, houve uma crescente participação de ativos relacionados aos grandes empreendimentos da época na composição da riqueza paulista⁴¹.

É importante observar que, após a crise de 64, houve uma polarização no sistema financeiro nacional. De um lado estava o Banco do Brasil, de outro os bancos ingleses. Os depósitos destes últimos cresceram a taxas elevadas, desde que se instalaram no país, em 1963⁴². Sendo responsáveis pela oferta de cambiais, terminavam por intermediar o Governo nas transações com os credores externos.

A relação entre o Governo e os bancos ingleses, que tanto beneficiava estes últimos, é destacada em GRANZIERA (1979). Enquanto o Governo comprava cambiais no mercado, forçando uma desvalorização da moeda, os bancos ingleses vendiam, aproveitando a alta cotação das cambiais. Quando o Governo precisava vender, o que forçava uma valorização da moeda nacional, eles entravam comprando barato as divisas. Em ambas as situações, os bancos ingleses, num típico comportamento especulativo, esperavam a baixa para comprar e a alta para vender, o que amplificava o "prejuízo" do

⁴¹ Entretanto, um ponto a destacar nesta pesquisa foi a não quantificação da participação dos Títulos da Dívida Pública (TDP) em separado na composição da riqueza. De acordo com a metodologia da autora, os TDP's estão compreendidos no item "ações".

⁴² Inicialmente por administrarem as contas das companhias inglesas e, posteriormente, por terem como clientes seus funcionários. GRANZIERA (1979)

Governo. Ao se consolidarem no mercado brasileiro, tornaram-se importantes detentores da liquidez do sistema⁴³.

Contribuía para isto o afastamento dos bancos nacionais das operações financeiras básicas. A absorção cada vez maior dos títulos oficiais por estes bancos tornou-se uma alternativa natural destas instituições dadas a participação crescente dos bancos ingleses no mercado de cambiais referentes ao comércio exterior e as parcas alternativas de inversões na produção cafeeira do Vale do Paraíba.

Em paralelo, após a Guerra do Paraguai, o Governo manteve uma política monetária notadamente restritiva, que perdurou até os últimos anos do Império. A falta de liquidez era crítica.

À escassez do meio circulante, somava-se o problema das pressões sazonais. A produção de primários como o café, a cana-de-açúcar e o algodão – os principais produtos de exportação brasileiros – não era homogênea no espaço e no tempo. A colheita de determinado produto em determinada região exigia remessas de dinheiro que, por sua vez, “empobreciam” as praças onde eram exportados⁴⁴. Nas palavras de CALÓGERAS (1960, p. 161):

O Rio, principalmente, capital econômica e também política, assistia, à época das colheitas do Norte, a drenagem do seu numerário para as praças dessa região e sofria as conseqüências disso: elevação da taxa de descontos, tabelas de juros muito altos, dificuldade de realizar negócios pela falta de numerário, penúria de moeda.

É neste contexto de “crise de numerário” que se pode entender a crise de 1875, quando sucumbe o Banco Mauá. Neste momento, o encaixe médio dos bancos cariocas representava apenas 7% do total dos depósitos, o que os tornava vulneráveis na presença de um contexto adverso⁴⁵.

Situemos, entretanto, o cenário internacional.

⁴³ Conforme demonstrado no item 1.2.

⁴⁴ Sem embargo, a pressão sazonal deve ser relativizada na medida em que o café representava 45,5% das exportações brasileiras na década de 60, enquanto o açúcar e o algodão representavam, juntos, 30,5%. Na década seguinte, os números são, respectivamente, 57% e 21%. Sobre o valor percentual dos produtos de exportação, ver ARRUDA (1980, p. 629).

⁴⁵ Os depósitos totais eram de 68.000 contos enquanto os encaixes não chegavam a 5.000. CALÓGERAS (1960, p. 163).

Não obstante o início da década de 70 tenha sido um período relativamente próspero, em 1873 a economia mundial entrou em crise. Desta vez, o estopim fora um *crash* na Bolsa de Valores de Viena seguido por uma elevação da taxa de descontos do Banco da Inglaterra. SCHULZ (1996) associa a crise de 1875 a este movimento da economia mundial, cujos efeitos chegaram retardadamente no Brasil, fazendo com que o preço do café caísse.

Ora, a despeito da queda nos preços do café a partir de 1875, o comportamento dos preços de outros produtos de exportação teriam compensado em certa medida esta queda, ao menos para o ano de 1875, como confirmam os dados apresentados no quadro I referentes ao índice de preços das exportações como um todo.

Quadro I: Índice de preços de exportação (1870-75)

Anos	Preços
1870	115,6
1871	108,4
1872	110,5
1873	151,3
1874	160,4
1875	143,2

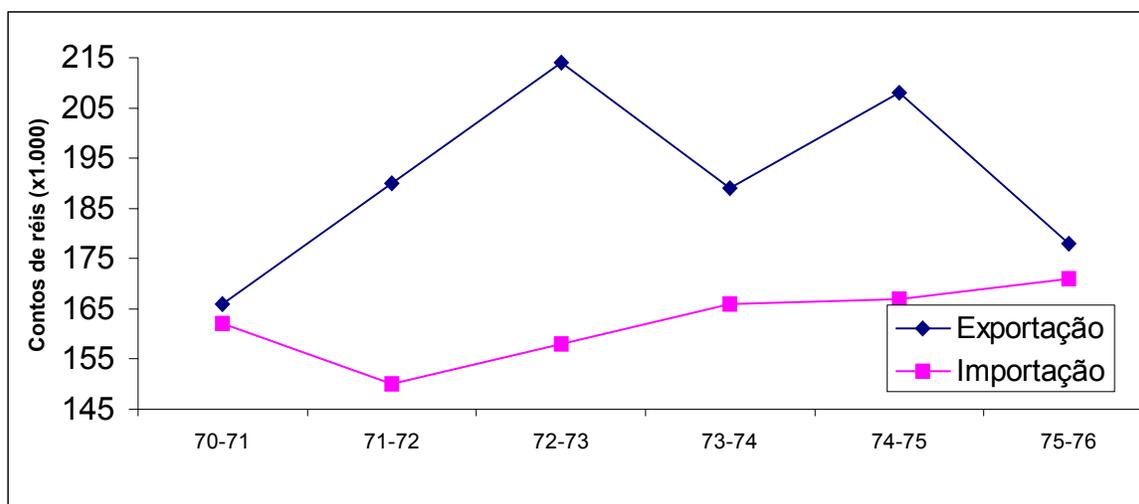
Fonte: IBGE (1987: p. 551)

Concentrando-se no valor exportado, também não há evidências de problemas na balança comercial na intensidade necessária para que se provocasse uma crise financeira. O gráfico VII apresenta o comportamento das exportações e importações entre os anos de 1870 e 1875.

O período que compreende o segundo semestre de 1874 e o primeiro semestre de 1875 apresenta o segundo maior valor exportado pelo Brasil em sua história. Os dados mensais não se encontram disponíveis mas, analisando-se o "ano fiscal" como um todo, não se vislumbra a possibilidade de uma crise financeira em maio de 1875 relacionada ao comportamento das exportações. O período seguinte - segundo semestre de 1875 e primeiro

semestre de 1976 - apresentará uma queda de apenas 14% no valor exportado frente ao bom desempenho do ano anterior, o que também não representa, isoladamente, um potencial desestabilizador.

Graf. VII: Exportação e importação entre 1870 e 1875 em contos de réis



Fonte: IBGE (1987, p. 551)

Ademais, para se aceitar esta hipótese “exogenista” no que concerne às causas da crise de 1875, dever-se-ia ter esclarecida a defasagem de dois anos entre uma crise e outra. Por que a defasagem teria sido tão menor vinte anos atrás, na crise de 1857? Também seria necessário explorar mais os mecanismos de transmissão que, a partir do comportamento do preço do café e da variação da taxa de descontos⁴⁶, impactassem sobre as variáveis financeiras do país. Não é possível desprezar os efeitos do arrefecimento da economia mundial sobre a economia brasileira, mas deve-se considerá-la apenas como um agravante da “crise de numerário”. Esta, por sua vez, resultante, em última instância, da adoção deliberada de uma determinada política pelo Governo.

“A partir do mês de março, manifestara-se a crise em seu estado latente”. Para desafogar as instituições financeiras da crise que se estabelecera, o Governo apresentou na Câmara dos Deputados um projeto que se tornou lei. A lei de 29 de maio de 1875 permitia

⁴⁶ A qual, diga-se, não foi tão representativa.

a emissão de até 50.000 contos em notas do Tesouro e apenas foi utilizada no ano de sua votação; no entanto, a emissão não chegou a 10.000 contos⁴⁷.

A opção pelos bilhetes em detrimento do papel-moeda, visto que este último não rende juros ao portador, reflete o objetivo do Governo em aumentar a liquidez bancária, “e não o de colaborar para a diminuição da taxa de juros na praça”. Isto posto, resolveu-se a situação permitindo-se a melhora dos encaixes, porém mantendo-se as taxas de juros elevadas⁴⁸.

1.4 – Os últimos anos do Império

Passada a crise, a política monetária de caráter restritivo manteve-se praticamente inalterada até a década seguinte. Houve ligeiro aumento do meio circulante quando da grande seca que assolou a província do Ceará, na segunda metade dos anos setenta⁴⁹.

FURTADO (1972, p. 170) resume bem o quadro monetário-financeiro dos anos oitenta:

A política monetária do governo imperial nos anos oitenta, traumatizada pela miragem da “convertibilidade”, por um lado conduzia a um grande aumento da dívida externa e por outro mantivera o sistema econômico em regime de permanente escassez de meios de pagamentos.

A busca pela convertibilidade estava relacionada a alguns fatores que se fazem necessário mencionar. Sem desprezar o componente doutrinário do padrão-ouro⁵⁰, o câmbio valorizado correspondia a interesses específicos. Com o crescente endividamento externo do setor público brasileiro, um câmbio desvalorizado aumentaria sobremaneira os encargos da dívida através da rubrica diferença de câmbio.

Desta forma, estando o Estado comprometido com o pagamento de sua dívida e os credores externos preocupados em recebê-la, seria natural que ambos repudiassem um câmbio aviltado.

⁴⁷ CALÓGERAS (1960, p. 163 e 169).

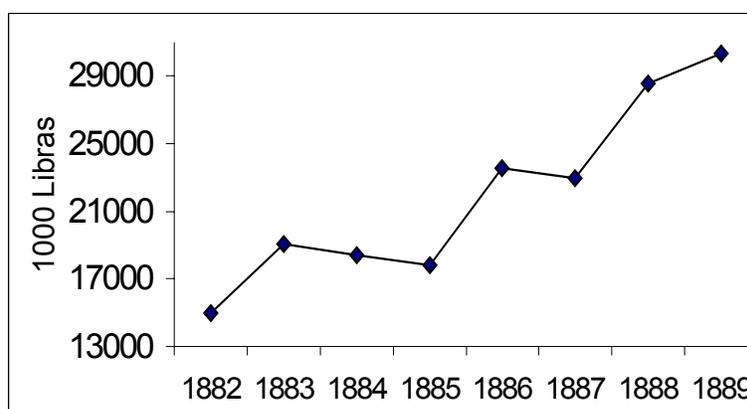
⁴⁸ GRANZIERA (1979).

⁴⁹ A seca de 1877 foi das piores já vivenciada no país, com um grande número de mortos. O romance “A Fome”, de Rodolfo Teófilo, traz um relato não econômico da tragédia.

⁵⁰ FURTADO (1972).

Enquanto o câmbio deve ser mantido valorizado para facilitar o pagamento dos encargos da dívida, é necessário adquirir divisas através de endividamento para mantê-lo neste patamar. Em outras palavras, se tomarmos este movimento em sua forma pura, não é difícil visualizar que se trata de um círculo vicioso cujo resultado final é o endividamento cada vez maior do Estado. Na década de 1880, a dívida externa foi duplicada, passando de aproximadamente 15 milhões de libras para 30 milhões de libras, como pode ser observado no gráfico VIII.

Graf. VIII – Evolução da dívida externa brasileira: 1882 – 1889



Fonte: BOUÇAS (1950, p. 139)

A conversibilidade também era conveniente às grandes empresas, que auferiam vantagens com a política de valorização do meio circulante. No caso das ferrovias, por exemplo, a maior parte dos produtos que permitiam seu funcionamento eram importados. Outrossim, numa conjuntura de desvalorização cambial, os assalariados deste setor tenderiam a barganhar melhores salários de forma a compensar o aumento do custo de vida. Esta lógica também poderia ser aplicada a outras empresas de serviço público⁵¹.

Por fim, para as empresas estrangeiras com filial no país, o câmbio valorizado permitiria uma remessa de lucros em libras superior à que se verificaria com a desvalorização da moeda. A importância da "maximização das remessas" pode ser

⁵¹ SAES (1986). O autor, a partir de consultas a jornais do período, identifica também, para o Estado de São Paulo, os grupos com interesses no câmbio desvalorizado (principalmente a lavoura) ou na emissão monetária de forma a tornar a política creditícia menos rígida (principalmente o comércio) sem que isto implicasse necessariamente em queda cambial.

confirmada na medida em que, em épocas posteriores, estas empresas foram atraídas para o país com a possibilidade de efetuarem as remessas de lucros a uma taxa de câmbio valorizada. Isto acontecia independente do comportamento da taxa estipulada pelo mercado ou pelo Governo para a economia como um todo, pois havia uma taxa específica acordada para estas empresas remeterem seus lucros.

Se por um lado a “miragem da conversibilidade” resultava em maior endividamento externo, por outro resultava na escassez do meio circulante⁵². Como pode ser observado no gráfico IX, esta variável decresce sensivelmente no período⁵³. Considerando-se que a estimativa do produto apresentou uma variação positiva de 18,5% no período⁵⁴, pode-se imaginar o quanto a política monetária prezou a escassez dos meios de pagamento nos anos oitenta⁵⁵.

A década de 80 foi, sem margem a dúvidas, o período em que a política monetária apresentou-se mais restritiva durante a segunda metade do século XIX.

Com a crescente difusão do trabalho assalariado, esta inelasticidade do meio circulante tornava-se mais aguda. A despesa com mão-de-obra era a parcela mais relevante do custeio das fazendas e se apresentava muito baixa no regime escravista, além de não exigir dispêndio em numerário para ser satisfeita. Com a mão-de-obra assalariada surgia a necessidade de dinheiro para o pagamento dos salários.

⁵² LUZ (1960, p. 90) estende tal análise para a primeira metade da década de 60. Sobre a crise de 64, afirma que “(...) a orientação da política financeira do governo estava voltada apenas para satisfazer às exigências dos seus credores no exterior, diminuindo para este fim a oferta de crédito interno”.

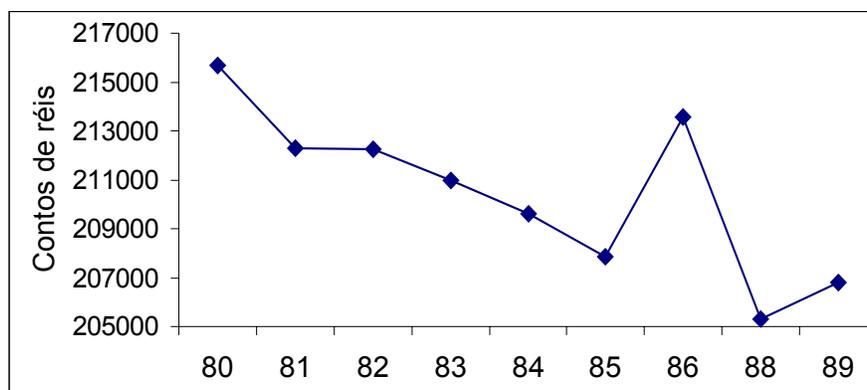
⁵³ Os dados do meio circulante referem-se às emissões do Tesouro e do Banco do Brasil. Sobre as deficiências em se utilizar apenas estas emissões como uma aproximação dos meios de pagamento, ver FRANCO (1987). Para o autor, pode-se comprovar que a política monetária fora restritiva pela forma de financiamento do déficit fiscal – sempre preterindo-se a emissão de papel-moeda em prol do endividamento público, mormente o externo, não obstante a existência de sucedâneo interno.

⁵⁴ Refere-se à variação nominal do produto. Os dados encontram-se em GOLDSMITH (1984, p. 23).

⁵⁵ Em verdade, relacionar a variação do meio circulante à rigidez da política monetária apenas estaria correta com a premissa *coeteris paribus* pois, em tese, tanto a velocidade de circulação da moeda quanto o multiplicador bancário podem variar de forma a ajustar os meios de pagamentos às necessidades da circulação. No entanto, seria pouco adequado considerar uma variação na velocidade de circulação da moeda para o período na magnitude necessária ao ajuste, a despeito de certo progresso nas comunicações. Tampouco seria adequado tratar da questão do multiplicador bancário para o período, quando sua primeira evidência - ao menos para o Estado de São Paulo - remonta à última década do século. Com relação a esta última afirmação, ver SAES (1986).

Diante deste contexto, ainda que se suponha um sistema de compensação entre trabalhador e fazendeiro através da conta da “venda”, a necessidade de numerário era sensivelmente superior ao que fora sob o regime escravista⁵⁶.

Graf. IX: Evolução do meio circulante : 1880 - 1889⁵⁷



Fonte: SOUZA (1924, p. 198 e 227)

É a partir deste contexto que se pode compreender a lei de 18 de julho de 1885. Como relata o insuspeito CALÓGERAS (1960, p.173), "em 1884, o ministro das Finanças (...) propôs o retorno à mesma política adotada pelo Parlamento Conservador (referindo-se à Lei de maio de 1875) a fim de atender aos inconvenientes da falta de flexibilidade do papel-moeda”.

Em maio de 1885, os bancos novamente encontravam-se com problemas de encaixes, como ocorrera em 1875. “É justo observar, todavia, que os embaraços jamais se elevaram à acuidade da crise de 1875”⁵⁸.

⁵⁶ NETTO (1979). Sobre a compra e venda da força de trabalho pelos fazendeiros, ver SALLUM JR. (1982), que apresenta a evolução das relações de trabalho nas fazendas de café do oeste paulista. Sua ênfase é no regime de colonato em que, geralmente, remunerava-se os colonos com um rendimento fixo acrescido de uma parcela variável correspondente à produtividade e a permissão de cultivar em suas terras para subsistência. A não partilha da produção de subsistência e o não pagamento de aluguel surgiram como “inovações” que permitiam ao colono pagar sua dívida de forma mais rápida que nos contratos pretéritos – marcados por conflitos entre colonos e fazendeiros.

⁵⁷ A partir de 1888 o ano financeiro voltou a coincidir com o ano civil. Desta forma, o ponto referente ao ano de 1886 refere-se ao segundo semestre de 1886 e ao ano de 1887. Isto explica um suposto aumento do meio circulante em 1886.

⁵⁸ CALÓGERAS (1960, p. 172 e 174).

A lei de 18 de julho de 1885 permitia um aumento potencial de 20% sobre o meio circulante. Na prática, a medida foi tímida e não trouxe o alento necessário ao problema da escassez do meio circulante⁵⁹.

Com a abolição da escravatura em 13 de maio de 1888, os problemas da circulação agravaram-se ainda mais devido à consolidação do regime de mão-de-obra assalariada. Neste contexto surge a Lei de 24 de novembro de 1888⁶⁰.

A lei não era consistente, de forma imprecisa buscava-se aumentar a oferta de moeda e mantê-la ao par, autorizando emissão lastreada em títulos e emissão lastreada em metal. De acordo com os contemporâneos à lei, a primeira seria uma preparação para a segunda - a moeda metálica conversível. Acreditavam ser impossível adotar a moeda conversível na conjuntura que se apresentava, de forma que a emissão sobre títulos era vista como a segunda melhor opção – ou a primeira considerando-se sua factibilidade.

O Governo Imperial, entretanto, relutou em aplicar a Lei do 1888. Esta apenas obteve certo destaque no Gabinete de Ouro Preto, objeto de estudo do próximo capítulo.

⁵⁹ Nota-se porém, que o problema não foi apenas sua "timidez", mas seu próprio desuso.

⁶⁰ As disposições gerais da lei de votada pelo Parlamento encontram-se em CALÓGERAS (1960). Um relato mais minucioso dos trâmites da mesma é apresentado por FRANCO (1987).

Capítulo 2 - Da Gestão Ouro Preto a Murinho

Este capítulo trata dos principais episódios econômicos referentes ao período que se estende do último Gabinete Imperial ao Governo Campos Salles, ou seja, do momento em que se esboçam as primeiras tentativas concretas de se resolver o problema da escassez do meio circulante ao período em que se tentou, de forma ortodoxa, solucionar os problemas derivados dos excessos anteriores.

A proposta do capítulo será embasar historicamente o período para, no capítulo seguinte, ser dimensionada a importância do setor externo nos erros e acertos da política econômica nacional.

Inicialmente será apresentada a gestão Ouro Preto (2.1), seguida pela gestão de Rui Barbosa (2.2) e do período que marca o fim do encilhamento (2.3). Na seção 2.4 será trabalhado o período em que se inicia a reação ortodoxa, com Rodrigues Alves. Por fim, em 2.5, discutiremos a reação ortodoxa aplicada em seus limites, com o Ministro Joaquim Murinho.

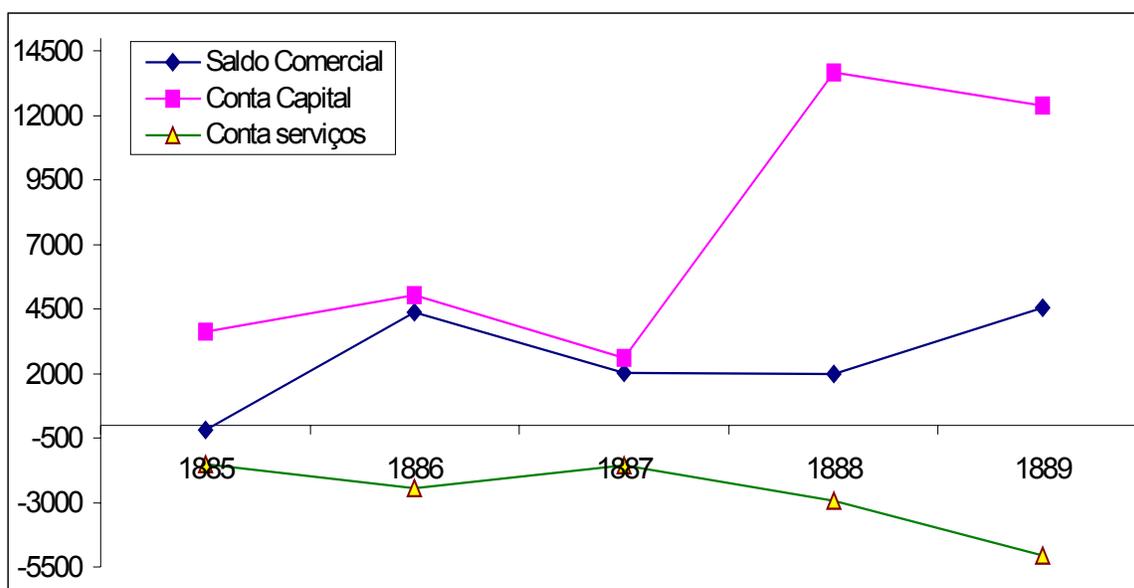
2.1 - A Gestão Ouro Preto

O último Gabinete do Império foi ocupado por um proeminente financista: o Visconde de Ouro Preto. Duas questões se colocavam ao novo Gabinete: equacionar o problema da escassez do meio circulante que se tornava mais agudo com a disseminação do trabalho assalariado e angariar dividendos políticos para fazer frente ao movimento republicano.

No que se refere ao primeiro ponto, é preciso notar que a emissão lastreada em títulos da dívida pública, autorizada pela Lei de 1888, não chegou a acontecer sob o Império. Apesar de o câmbio apresentar-se ao par, a emissão conversível apenas mostrou-se viável para os bancos quando a cláusula que estabelecia um teto de 20.000 contos por banco emissor foi revogada. Em julho de 1889, foi apresentado um dispositivo à Lei de 1888 permitindo a emissão sem teto definido, desde que não ultrapassasse o triplo do fundo metálico do Banco, conforme previsto na lei original.

A situação externa apresentava-se favorável em 1889. Por um lado, as exportações comportavam-se positivamente desde 1886, o que permitia sucessivos saldos comerciais a despeito de certo aumento nas importações. Por outro, a conta capital estava muito favorável ao Brasil naquele ano devido a um afluxo de divisas para o país em grande parte relacionado à aquisição de empresas nacionais por parte de não residentes. Como é possível observar no gráfico X, os saldos favoráveis na balança comercial e na conta capital mais que compensavam o saldo negativo da balança de serviços, no momento muito influenciado pelo pagamento de juros⁶¹.

Graf. X: Comportamento do saldo comercial, do saldo de serviços e da conta capital entre 1885 e 1889 (em 1000 libras)



Fonte: FRANCO (1991, p. 58)

Esta conjuntura favorável levou o Gabinete a propor a emissão conversível contra o triplo do depósito em ouro por três bancos autorizados. Note-se que as emissões deixariam de ser conversíveis em "situações especiais", como crises financeiras, crises políticas,

⁶¹ Sobre as aquisições de empresas nacionais pelo capital externo, ver TANNURI (1981). O autor menciona também um empréstimo externo no ano de 1889. É possível que este empréstimo refira-se ao que efetivamente não ocorreu devido à mudança de regime, como será visto no item 2.2. Interessante observar que a literatura especializada em dívida externa registra apenas o empréstimo de conversão para este ano. Sobre esta última, ver BOUÇAS (1950) e CAVALCANTI (1923).

guerras e revolução. A especificação vaga das "situações especiais" dava margem à inconversibilidade sempre que o Governo considerasse adequado, como no caso de haver risco para os bancos. Apesar da cláusula de inconversibilidade não incorporar a depreciação cambial de forma isolada, sem ela certamente não haveria interesse dos bancos em emitir devido à possibilidade relativamente elevada de terem de efetuar o troco a uma taxa desfavorável - abaixo de 27d. - e, por conseguinte, incorrerem em prejuízo.

O bancos autorizados foram: Banco Nacional do Brasil (RJ), Banco de São Paulo (SP) e o Banco do Comércio (RJ). Seus estatutos foram aprovados, respectivamente, em 28 de setembro e 05 e 09 de novembro com emissão autorizada de 270.000, 3.000 e 12.000 contos.

A quantidade de moeda em circulação era pouco inferior a 200.000 contos. Na hipótese de os bancos emitirem até o limite de suas possibilidades, haveria um incremento no meio circulante da ordem de 42%, o que condiziria com o objetivo do Gabinete em solucionar o problema da escassez do meio circulante⁶².

A supremacia do Banco Nacional do Brasil (BNB) - uma fusão do Banco Nacional com o Banco Intercontinental - não se circunscrevia ao montante do capital realizado (90.000 contos) e ao montante de emissão autorizada, pois o mesmo representaria uma espécie de Banco Central incipiente, com atuação no mercado de câmbio e como prestador de última instância para o sistema bancário⁶³.

Em outubro, o Governo estabeleceu um contrato de resgate de papel-moeda com o BNB. O resgate total terminaria em 1894 e o banco receberia títulos de Governo em troca.

A opção pelo segundo tipo de emissão expresso na Lei de 1.888 demonstrou-se precipitada, pois a paridade cambial era influenciada por fatores transitórios e não se confirmaria com o tempo. De acordo com Rui Barbosa, importante crítico do Regime, o comportamento do câmbio relacionava-se, fundamentalmente, com os empréstimos externos:

A alta do câmbio deixou, pois, de marcar, entre nós, prosperidade, para assinalar apenas a pressão crescente dos nossos gravames. Uma sucessão de

⁶² Se o meio circulante era da ordem de 200 mil contos, a emissão de 285 mil contos pelos bancos, com o recolhimento da emissão do Governo, representaria um incremento de 85 mil contos, ou 42%, na circulação.

⁶³ Sobre o BNB, e a importante participação societária do *Banque de Paris e de Pays Bas*, ver FRANCO (1987).

dívidas nacionais e particulares equilibra miraculosamente essa elevação, à medida que cresce a despesa estéril, e se agigantam cada vez mais os encargos do Estado (...).⁶⁴

Verificando-se o comportamento da dívida externa na década de 1880⁶⁵, confirma-se o quadro acima descrito. Mas deve-se acrescentar o papel positivo das exportações no período; ressalta-se, entretanto, que trata-se de uma *performance* instável, como os anos seguintes demonstrarão.

No que se refere à preocupação com o movimento republicano, a alternativa escolhida para mitigá-lo - além de outras de cunho político como a indicação de oficiais para os Ministérios Militares⁶⁶ - foi uma política de financiamento oficialmente voltada para a lavoura. A idéia, há muito discutida, era compensar os cafeicultores pela perda de parte de seu capital - representada pelos escravos - quando da Abolição. A esta época, o poder legislativo era dominado pelos cafeicultores fluminenses que, pela baixa produtividade de suas fazendas, encontravam-se em sérias dificuldades financeiras, como exposto anteriormente. Demonstra-se aqui que o poder político pode resistir determinado tempo após o fim do poder econômico que o gerou.

Os auxílios à lavoura, como foram chamados, podem ser assim resumidos: o Tesouro emprestaria uma determinada quantia aos bancos sem cobrar juros e estes últimos teriam a obrigação de emprestar o dobro desta quantia a uma taxa de juros de 6% ao ano⁶⁷. A política era bastante favorável aos bancos escolhidos. Isto fez com que novos bancos fossem criados com a finalidade de obter tais "favores"⁶⁸.

No lugar de uma política de crédito que visasse a compensar os fazendeiros pela perda dos escravos, observou-se uma política seletiva de crédito. A lavoura mais necessitada não obteve financiamento. Pode-se dizer ainda que os recursos praticamente não chegaram aos cafezais fluminenses, em franca decadência. Direcionaram-se

⁶⁴ AGUIAR (1973, p. 322).

⁶⁵ No gráfico VIII, do capítulo anterior, demonstra-se que a dívida externa aumentou, em libras, aproximadamente 100% entre os anos de 1882 e 1889.

⁶⁶ Deve-se observar que o lado positivo desta política para o Império foi em grande parte neutralizado com o reaparelhamento da Guarda Nacional, o que causou profundo mal-estar junto aos círculos militares.

⁶⁷ O total a ser emprestado seria 84,5 mil contos, que o Tesouro obteve através de lançamento de apólices no mercado interno. Importante mencionar que as apólices pagariam juros em ouro.

⁶⁸ Foram bastante altos os ágios obtidos na subscrição de suas ações. Isto refletia, por um lado, a expectativa de grandes lucros relacionados às benesses da política imperial e, por outro, um processo especulativo que já se formava.

basicamente para empreendimentos comerciais e industriais, permitindo-lhes o aumento de capital⁶⁹.

A ruptura política poucos meses após o advento do último Gabinete monárquico impede que os resultados práticos das medidas de Ouro Preto sejam analisados a partir de seus efeitos. Entretanto é consensual que o processo especulativo que atormentaria a Gestão seguinte iniciou-se ainda sob o Império. Nas palavras do próprio Ministro da Economia, cargo que Ouro Preto reservara para si, tem-se a confirmação insuspeita: "não contestaremos que a especulação, ou antes agiotagem (...) começou a desenvolver-se na praça do Rio de Janeiro, ainda sob o Império (...)"⁷⁰.

Naquele momento, o processo especulativo - advindo do *boom* de atividade que se verificava desde 1886 - fomentava-se nos bancos de emissão e naqueles que obtiveram recursos para "auxiliar a lavoura".

2.2 - A Gestão Rui Barbosa

O advento da República trouxe Rui Barbosa à pasta da Fazenda em novembro de 1889. Não era pequeno o compromisso do então Ministro. Fora o principal crítico da política de Ouro Preto e agora era o principal artífice da política econômica do Governo Provisório.

Tão logo a República foi proclamada, um empréstimo externo de 5 milhões de libras realizado anteriormente fora cancelado unilateralmente, numa prova de "má vontade" por parte dos banqueiros ingleses com relação ao novo Regime que se impunha. Segundo a notificação oficial, o contrato fora cancelado pela mudança em uma das partes contratantes⁷¹.

⁶⁹ TANNURI (1981). Esta afirmação, muito comum na imprensa da época, é contestada por OURO PRETO (1986).

⁷⁰ OURO PRETO (1986, p. 55).

⁷¹ "O derradeiro Ministro do Império conseguiu, na Europa, a abertura de um crédito de cinco milhões de esterlinos. Logo nos primeiros dias da República, foi notificado ao Governo Provisório, que pretendia sacar contra esse crédito, ser nulo o contrato feito, com a mudança essencial sobrevinda a uma das partes contratantes". CALÓGERAS (1960, p. 202).

Neste mesmo ano, Rui Barbosa condicionou a manutenção dos contratos de emissão do Gabinete anterior à utilização da faculdade de emitir em 3 meses. O ambiente de incerteza e a desvalorização do conto de réis fizeram com que as emissões em bases metálicas se tornassem inviáveis. Isto posto, os contratos de emissão foram extintos posteriormente por caducidade. A emissão conversível não era possível a taxas abaixo da paridade.

É importante notar que o esquema das emissões conversíveis de Ouro Preto tinha por condição *sine qua non* a manutenção da taxa de câmbio ao par. Esta tornava-se a meta de política econômica do Ministério, que seria auxiliado pelo BNB, por sua vez auxiliado societariamente pelo *Banque de Paris et de Pays Bas*. O esquema não funcionou quando da mudança do Regime, a despeito de não terem sido poucos os esforços de Rui Barbosa no sentido de evitar uma queda da taxa de câmbio. É certo que não teria funcionado mesmo com a continuidade da Monarquia, de forma que a República no máximo precipitou o fim de uma estratégia inconsistente.

Ainda em 1889 houve um princípio de corrida bancária, sem maiores conseqüências para o sistema como um todo. Com a falência do sistema de emissão conversível, a escassez de meio circulante voltou a preocupar no final do ano.

Para Rui Barbosa, a emissão metálica era inviável devido à inconstância do valor do mil-réis frente ao ouro. Desta forma, restava a primeira opção da Lei de 1888: a emissão com lastro em títulos da dívida pública. Esta opção foi apresentada no dia 17 de janeiro de 1890.

De acordo com a engenharia financeira idealizada por Rui Barbosa, a política a ser seguida resolveria o problema da circulação e desagruaria o Estado do serviço da dívida interna, como se pode observar:

Para adaptar a êsse desideratum o mecanismo que vamos instituir, os bancos, que o servirem, aceitarão, desde o comêço das suas operações, diminuição considerável no juro das apólices que lhes compuserem o fundo social, diminuição que avultará de ano em ano, até se extinguir ao cabo de seis o prêmio dêsses títulos em benefício do Estado. Ainda mais: da massa dos lucros brutos retrairá cada ano o estabelecimento uma quota nunca inferior a 10%, para, com a acumulação dos juros semestrais de 6%, constituir um fundo representativo do

capital em apólices, que, no termo do prazo de existência dos bancos, se considerará eliminado.⁷²

De acordo com TANNURI (1981), além dos objetivos oficiais, havia outro subjacente ao plano: criar demanda para os títulos públicos e tornar viável sua negociação. Dado o intenso processo especulativo que se verificava, a demanda por estes títulos estava muito baixa, pois fora deslocada para os de renda variável. Na medida em que os agentes econômicos compravam estes títulos, acreditando em sua valorização, eles subiam de preço, confirmando as expectativas⁷³.

Em janeiro de 1890, foi instituída a emissão lastreada em títulos da dívida. As emissões estavam inicialmente monopolizadas em três regiões: banco emissor do Norte com sede na Bahia, banco emissor do Sul com sede em Porto Alegre e banco emissor do Centro com sede no Rio de Janeiro⁷⁴. Era-lhes permitido emitir 150.000, 100.000 e 200.000 contos, respectivamente. A circulação de suas notas seria restrita às regiões em que atuariam. Como havia em circulação aproximadamente 200 mil contos, sendo todas as emissões realizadas, o meio circulante mais que duplicaria.

As emissões foram estendidas nos meses seguintes por pressões diversas. Ainda em janeiro foi criada mais uma região bancária - São Paulo - e em março outras duas regiões⁷⁵. No total, mais nove bancos obtiveram a concessão para emitirem contra apólices e metal à razão de 1:1 e 2:1, respectivamente. Após setembro, todos poderiam emitir com base em metal – o que seria lucrativo enquanto o câmbio se posicionasse acima de 14d.⁷⁶

Em 17 de janeiro as emissões totalizavam 205.000 contos. Em setembro já haviam aumentado 40%.

O processo especulativo cujas raízes se encontram no extinto Império começou a se tornar crônico. Em outubro, o Governo demonstrou preocupar-se com o fato. Algumas

⁷² AGUIAR (1973, p. 327). Ver também RIO (1946).

⁷³ Passados mais de cem anos, as autoridades monetárias ainda não descobriram uma forma adequada de se combater um processo de inflação de ativos sem que sejam provocados impactos negativos sobre a economia real.

⁷⁴ Banco dos Estados Unidos do Brasil (BEUB), presidido pelo Conselheiro Francisco de Paula Mayrink, terá importante atuação até o momento de sua fusão com o BNB.

⁷⁵ Especificamente para criação da nova área em São Paulo, a pressão de Campos Sales foi crucial.

⁷⁶ A conversibilidade destas notas apenas seria possível quando o câmbio alcançasse 27d. Quando o câmbio chegou a 14d., foi permitido emitir à razão de 3:1.

medidas foram tomadas, como o aumento dos depósitos mínimos para a constituição de novas empresas. Pouco efeito tiveram, porém.

Em tempos de *booms* especulativos, o perigo cresce sobremaneira sobre as carteiras dos bancos. Os títulos inflacionados, cujos valores possuíam uma tênue relação com a possibilidade real de lucros - e, portanto, com seu valor real - impregnavam as carteiras das instituições financeiras. Quando a bolha estourasse, certamente os passivos bancários teriam uma contrapartida aquém do necessário pelo lado dos ativos.

Para proporcionar uma maior solidez ao sistema bancário, Rui Barbosa, pouco antes de sair do Governo, em 17 de dezembro de 1890, realizou a união de dois grandes bancos: o Banco Nacional do Brasil e o Banco dos Estados Unidos do Brasil. O Banco da República dos Estados Unidos do Brasil (doravante BREUB) seria uma espécie de grande banco central⁷⁷, que visava à liquidação dos excessos do encilhamento, à regulação do volume de crédito e ao controle do câmbio. O BREUB teria o monopólio de emissão - absorvendo as concessões dos demais bancos - e seria o principal agente financeiro do Governo.

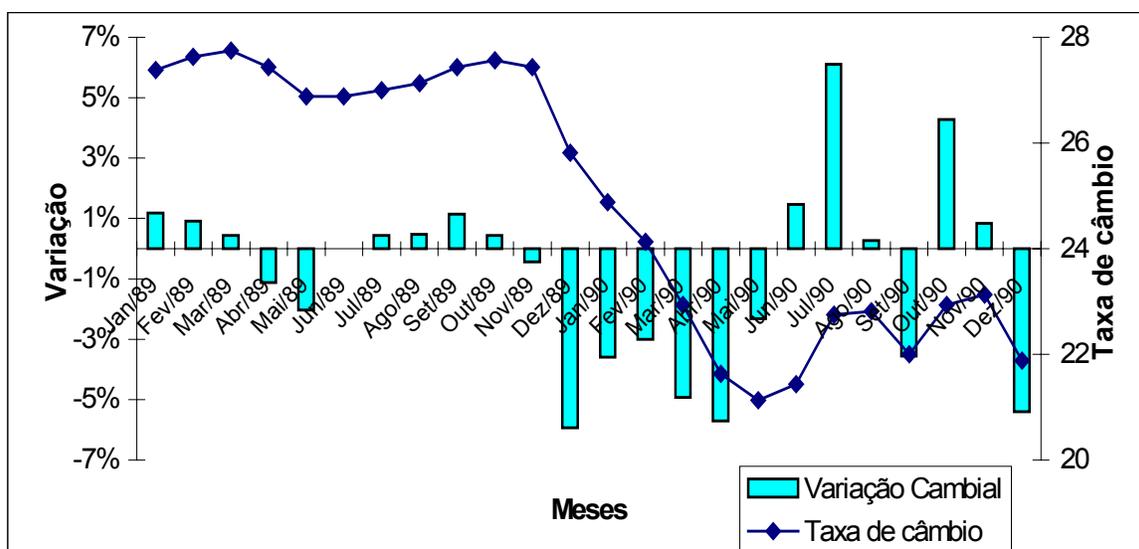
Embora a queda da taxa cambial ainda não apresentasse sintomas de crise, Barbosa instituíra parte do imposto aduaneiro em ouro. Este imposto, que posteriormente passou a ser percebido totalmente em ouro até ser anulada sua “cláusula ouro”, era a “arma” que restava ao Governo para trabalhar a questão dos encargos externos. Com a queda do câmbio, a rubrica diferenças de câmbio passava a ter participação crescente junto às despesas totais do Tesouro. O recebimento dos impostos aduaneiros em ouro, não permitindo desconto real em seu valor, seria a contrapartida destas despesas.

Entretanto, com o aumento do poder político do Partido Republicano Paulista (PRP), ao qual o Ministro não se aproximara, e sua crescente distância com relação ao Marechal, Rui Barbosa fragilizou-se politicamente e sua renúncia em janeiro de 1891 não causou espanto.

A taxa cambial comportou-se adversamente durante os primeiros 14 meses de República. O gráfico XI demonstra os valores mensais do câmbio no período e sua variação frente ao mês anterior.

⁷⁷ FRANCO (1987).

Graf. XI: Valor do câmbio e variação percentual da taxa entre janeiro de 1889 e dezembro de 1990



FONTE: A partir dos dados apresentados em IBGE (1987, p. 546-47)

Observa-se um comportamento relativamente estável do câmbio entre o início do ano de 1889 e a Proclamação da República. A partir daí, ocorre uma queda do patamar de 27 dinheiros para 22 dinheiros - uma desvalorização inferior a 20%.

À Barbosa sucederam Araripe e Lucena. A tarefa destinada ao BREUB, de liquidar os excessos do encilhamento, não se concretizou em 1891. Pelo contrário, o processo especulativo alcunhado de “encilhamento”⁷⁸ ampliou-se. Na verdade, frente ao contexto esboçado, os gestores da política econômica adotaram políticas temerárias no decorrer de 1891. CALÓGERAS (1960, p. 233), no entanto, relativiza a importância de suas políticas na crise que se gestava:

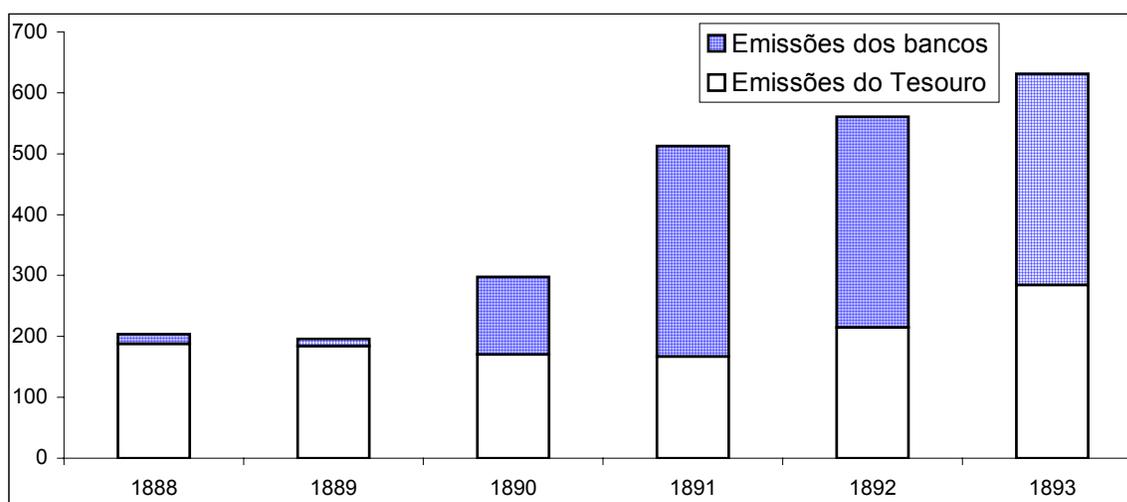
É certo que os planos determinados em 1890 foram modificados em sua execução pelos Ministros que sucederam a Rui Barbosa, e as alterações nêles introduzidas constituíram positivamente um desastre. Mesmo sem elas, a crise já declarada e em plena evolução teria chegado ao seu clímax; mas, pior ou menos grave, ela teria sido diversa do que foi sem a intervenção do Conselheiro Tristão de Alencar Araripe e do Barão de Lucena, Ministros da Fazenda de 1891.

⁷⁸ O termo tem como significado literal algo como "preparação para corrida de cavalos".

Os desequilíbrios monetário e financeiro dos quatorze primeiros meses republicanos não apresentaram conseqüências importantes antes do ano 1891. Neste ano, o câmbio, que vinha apresentando quedas moderadas, depreciou-se de forma abrupta para 12d⁷⁹. Nesta época o papel moeda emitido ultrapassava os 500.000 contos, o que significava um aumento superior a 144% sobre a base de janeiro de 1890.

No gráfico XII demonstra-se o sensível incremento de papel moeda a partir do ano de 1890.

**Graf. XII: Emissões dos bancos e do Tesouro Nacional
entre 1888 e 1893 (em mil contos de réis)**



Fonte: CALÓGERAS (1960, p.281)

Nota-se que o aumento do meio circulante relaciona-se basicamente às emissões dos bancos, pois estiveram as emissões do Tesouro praticamente estáveis nestes seis anos.

Uma análise simplista da desvalorização cambial leva a relacioná-la ao aumento do meio circulante, como será visto no capítulo 4. Diversos autores contemporâneos aos fatos defenderam a hipótese de o aumento da quantidade de moeda ter desvalorizado o câmbio⁸⁰.

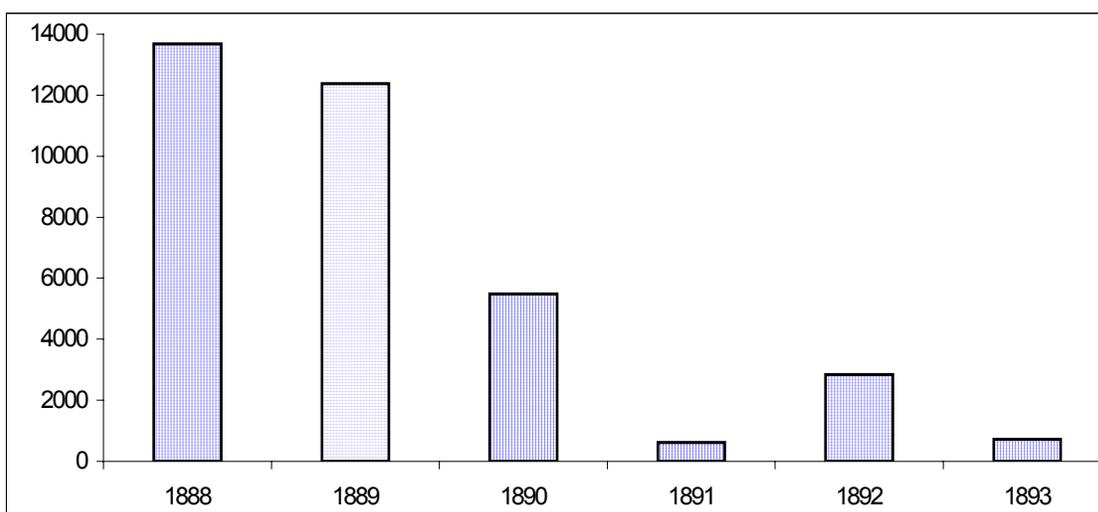
⁷⁹ E neste patamar ficou, com algumas variações, até abril de 1893.

⁸⁰ CALÓGERAS (1960), que escreveu sua obra em 1910, é provavelmente um dos mais enfáticos neste aspecto.

Entretanto, esta causalidade pode ser questionada na medida em que a moeda nacional começa a se desvalorizar meses antes do aumento do meio circulante⁸¹.

Na verdade, outros fatores devem ser considerados. Caso se verifique o comportamento da conta capital no mesmo período, pode-se também estabelecer uma relação com o comportamento do câmbio. O gráfico XIII apresenta os dados da conta capital para os anos de 1888 a 1893.

Graf. XIII: Conta capital entre 1888 e 1893 (em mil libras)



Fonte: FRANCO (1991, p. 58 - 59)

Esta conta apresenta um comportamento nitidamente adverso a partir do advento da República. Alguns eventos pontuais, de suma importância, podem ajudar a explicar a ausência destes capitais.

Inicialmente, como já descrito, a República conta com a anulação de um empréstimo realizado ao país no Regime que a precedeu. Houve também a intenção do Ministro Rui Barbosa em não contar em demasia com empréstimos externos, inclusive porque estes foram um dos principais pontos de sua crítica ao Império. Seria por demais incoerente a utilização desta alternativa pelo Ministro.

⁸¹ O que poderia ser afirmado é que as expectativas com o aumento na quantidade de moeda levariam os agentes econômicos a fugir da moeda nacional diante da possibilidade de sua desvalorização futura. Tal comportamento aceleraria a própria desvalorização da moeda. Entretanto, não dispomos de elementos suficientes para verificar a adesão desta hipótese à realidade e sua importância frente aos demais fatores.

Outrossim, em 1890, a Argentina enfrenta uma revolução política que causaria forte instabilidade naquele país. Associando-se a isto uma sensível queda na safra de trigo, os títulos argentinos despencaram no mercado internacional fazendo disparar o prêmio de risco do país.

A crise argentina não alcança o Brasil por efeito contágio direto, mas pelo fato de o Banco Barings, um dos mais importantes bancos britânicos, ter sido intensamente afetado, visto que era o maior credor do Governo argentino.

Nesse ínterim, o Banco da Inglaterra e o Banco da Alemanha aumentaram a taxa de redesconto para combater um surto especulativo que se formava. O alto custo do dinheiro associado à possibilidade de uma importante instituição financeira não honrar seus compromissos eram ingredientes suficientes para a gestação de uma crise financeira. No entanto, em outubro de 1890, com a ajuda de outros países, o Banco da Inglaterra socorreu o Barings evitando seu colapso e o aumento do pânico nos mercados mundiais⁸².

Não há dúvidas de que o problema argentino acabou atingindo o Brasil. Em abril de 1891, em resposta ao pedido de recursos do Ministro Araripe para reverter o colapso cambial, os banqueiros Rothschild afirmaram que "o desafortunado estado de coisas que recentemente se tem observado na República Argentina teve um efeito deplorável sobre todos os papéis e sobre todas as questões financeiras relacionadas aos estados sul-americanos"⁸³.

Em junho, os banqueiros reiteraram a impossibilidade de socorrer o país com vistas a evitar uma maior depreciação do mil-réis:

(...) pelo que tudo indica não parece haver nenhuma perspectiva de melhores cotações ou negócios mais ativos (com títulos brasileiros) por algum tempo. A confiança do público está ainda muito abalada com os eventos dos últimos oito ou 10 meses e, além disso, sabe-se que muitas grandes casas têm a totalidade de seu capital preso a papéis argentinos e outros investimentos igualmente invendáveis.⁸⁴

⁸² BERNSTEIN (2001). A "solidariedade" entre os países centrais e seu papel em manter a ordem econômica do padrão-ouro será trabalhada com mais atenção no próximo capítulo. Sobre o caso do Banco Barings, ressalta-se que em 1995, pouco mais de meio século após o problema argentino, o banco vem a sucumbir devido a operações em derivativos mal sucedidas em Hong Kong. Desta vez o Barings não contou com o socorro do Banco da Inglaterra.

⁸³ FRANCO (1991, p. 91-92).

⁸⁴ FRANCO (1991, p. 92).

Além da conta capital, é comum relacionar o comportamento da taxa cambial ao preço do café. O texto de WILEMAN (1896) é pioneiro neste sentido. FURTADO (1972) apóia-se em grande medida neste trabalho. O quadro II apresenta o preço externo do café entre 1888 e 1893 em número-índice.

**Quadro II: Preço externo da saca de café
entre os anos 1888 e 1893 (1888 = 100)**

Ano	Índice (1888 = 100)
1888	100
1889	123
1890	139
1891	111
1892	107
1893	126

Fonte: A partir de dados apresentados em NETTO (1979, p. 18 e 22).

Embora o preço externo suba em 1890, há duas quedas sucessivas em 1891 e 1892. Entretanto, a intensidade destas quedas - 20 e 3,5%, respectivamente - torna insustentável sua relação com o comportamento do câmbio. Ademais, o preço se recupera em 1893, justo quando o mil-réis tem novo ciclo de desvalorização⁸⁵.

Se a análise se estender para os termos de intercâmbio como um todo, os resultados também serão inconclusivos, até porque a participação do preço do café nestes é muito elevada. Para a década de 90, o café representou 65% da pauta de exportação brasileira⁸⁶.

Na literatura especializada há diversos estudos econométricos buscando, estatisticamente, encontrar os determinantes da desvalorização cambial. Os estudos de FISHLOW (1987) e FRANCO (1986) não concluem serem as variações no meio circulante e as variações na conta capital os determinantes principais do comportamento da moeda brasileira.

⁸⁵ Para o período do encilhamento, FURTADO (1972) associa a expansão do crédito à deterioração do balanço de pagamentos, com o aumento da atividade econômica pressionando a balança comercial. Este ponto será discutido no capítulo 4.

⁸⁶ O segundo produto de maior peso foi a borracha, com 15%, seguido do açúcar, com 6% de participação. ARRUDA (1980, p. 629)

A fragilidade dos modelos econométricos, para estabelecerem os determinantes da desvalorização cambial, talvez esteja relacionada ao fato de que há muitas influências difíceis de serem captadas pelos modelos, como é o caso da manipulação da taxa de câmbio por agentes financeiros e das expectativas políticas que apresentaram-se extremamente voláteis na conturbada primeira década republicana.

2.3 - O fim do encilhamento

Em 1892, estando à Presidência o Marechal Floriano Peixoto, a pujança artificial da bolsa de valores começava a dar sinais de esgotamento. Não foi pequeno o impacto da falência de uma importante companhia, tendo a mesma deixado um passivo superior a 300 mil contos. No entanto, apenas no ano seguinte o processo especulativo se encerraria.

Rodrigues Alves, o primeiro Ministro da Fazenda deste governo, tentou resgatar a estabilidade da economia com a perspectiva deflacionista que anos mais tarde seria efetivamente implementada. Sem apoio no Congresso, inclusive para retomar a tarifa ouro, pediu demissão em agosto de 92.

Seu sucessor, Serzedelo Correa, não compartilhava da opção conservadora.

Buscou-se novamente criar um novo banco que liquidasse os "excessos do encilhamento". O Banco da República do Brasil (BRB) representava a união do BREUB com o Banco do Brasil. A participação do Governo na sua administração seria direta, inclusive pela nomeação do presidente.

Com uma postura industrialista, Serzedelo estrutura os chamados "auxílios à indústria". Eram bônus destinados às indústrias com vistas a mantê-las "viáveis". Em verdade, estes bônus pouco diferiam do papel moeda em circulação, tendo por resultado prático um aumento do meio circulante em pleno processo especulativo.

A especulação terminou por contaminar a carteira do BRB, desvirtuando-o do destino para o qual fora criado.

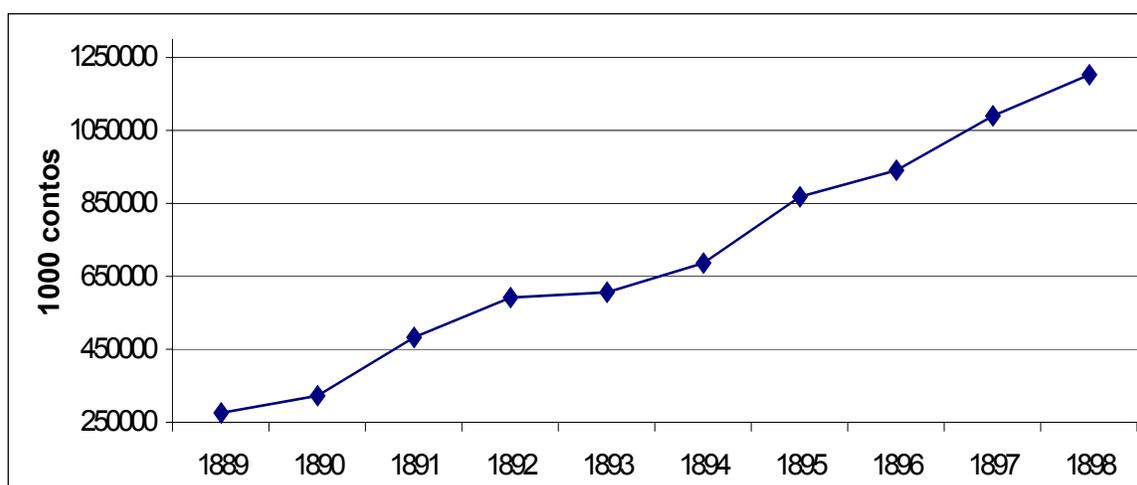
A Revolta da Armada em setembro de 1893 pode ser considerada uma boa referência para se estabelecer o fim do processo especulativo. Esta crise militar, com razoáveis impactos físicos, associava-se aos problemas financeiros advindos dos excessos

que vinham se verificando e fez despencar o preço dos títulos e a cotação da moeda nacional.

O impacto desta crise no sistema bancário foi grande. Os ativos agora "podres" que compunham as carteiras dos bancos fragilizaram o sistema como um todo. Esta fragilidade aumentaria três anos mais tarde, quando a faculdade emissora dos bancos seria eliminada, e na administração Campos Sales, devido à política monetária contracionista que seria implementada.

A esta série de eventos negativos associava-se o problema orçamentário do Governo. Este relacionava-se diretamente à própria desvalorização cambial que elevava sensivelmente a dívida externa em contos, tornando crescente a participação de seus encargos nas despesas totais do tesouro. No gráfico XIV é possível observar o comportamento da dívida externa em contos para o período de 1889 a 1898.

**GRÁFICO XIV: Comportamento da dívida externa da União
em contos (1889 – 1898)**



Fonte: Dívida externa: BOUÇAS (1950, p. 138 e 201); Câmbio: SOUZA (1924, p. 245 e 305).

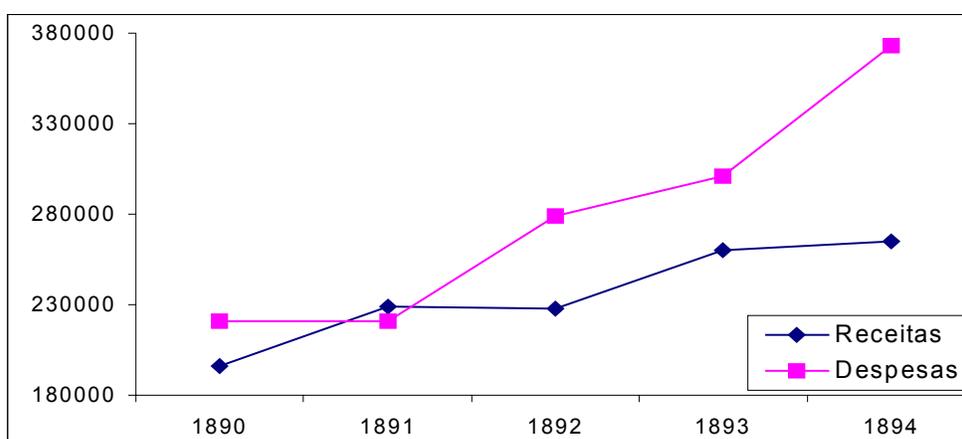
O comportamento fortemente ascendente da dívida em moeda nacional levou a uma variação positiva nesta variável da ordem de 336%, enquanto em libras verifica-se um aumento inferior a 20%.

Os déficits fiscais, comuns durante o Império, não o deixaram de ser durante a República. Com exceção para o ano de 1991, as despesas do Governo, pressionadas,

excediam as receitas impedindo equilíbrios fiscais e alimentando negativamente as expectativas há muito pessimistas⁸⁷.

O gráfico XV ilustra o comportamento das receitas e das despesas fiscais entre os anos de 1890 e 1894 - os cinco primeiros anos da República. É interessante notar o tamanho do déficit para o ano de 1894, quando a despesa de 373 mil contos supera em 40% a receita de 265 mil contos.

Graf. XV: Receitas e despesas fiscais entre 1890 e 1894 (em contos)



Fonte: IBGE (1987, p. 570).

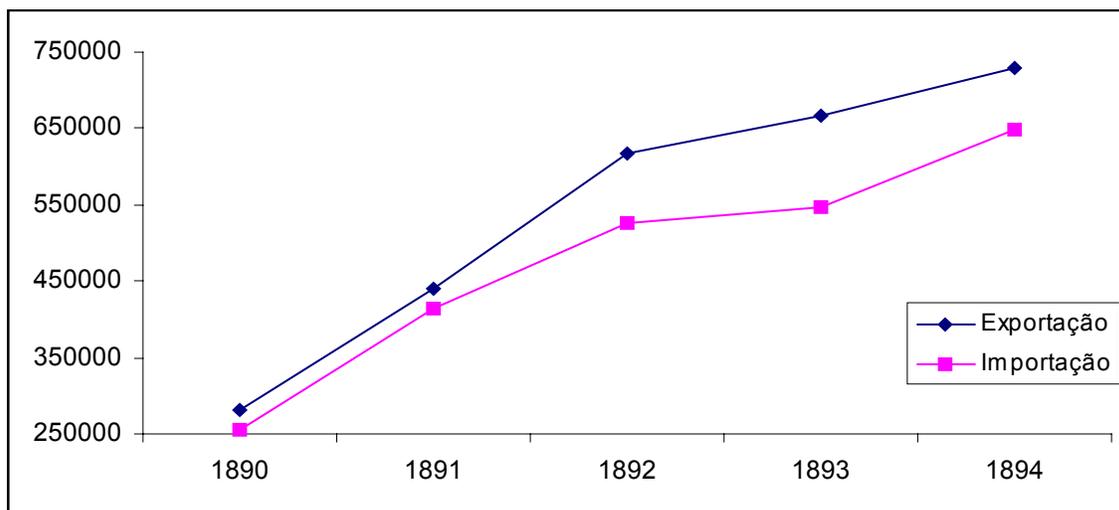
Se por um lado as contas do Governo apresentavam resultados muito ruins, o comportamento favorável que a balança comercial vinha apresentando permitia que os problemas fossem contornados ou postergados para o momento seguinte. Isto era possível por ser o balanço de pagamentos o ponto nevrálgico da economia brasileira, sendo as demais contas internas controláveis sob certos aspectos caso as externas não estejam estranguladas.

O gráfico XVI relaciona o valor exportado e o valor importado pela economia brasileira em libras entre os anos de 1890 e 1894. Observa-se que o saldo, diferença entre a linha da exportação e a linha da importação, aumenta consideravelmente a partir de 1892, a despeito do comportamento crescente da importação. Isto se explica, basicamente, pelo

⁸⁷ O “pacto federativo” e as conspirações militares também tiveram papel importante nos sucessivos déficits orçamentários do Tesouro. Sobre a questão fiscal na República, e também no Império, ver COSTA (1998).

aumento no volume exportado, visto que os termos de intercâmbio mantiveram-se relativamente estáveis nestes anos.

Graf. XVI: Exportação e importação entre 1890 e 1894 (em contos)



Fonte: IBGE (1987, p. 523)

2.4 - A reação conservadora

Prudente de Moraes assumiu a Presidência em fins de 1894 e recolocou Rodrigues Alves na Fazenda.

A partir deste período o preço do café no mercado internacional começou a cair. Não obstante a crise norte-americana de 1892 - 93⁸⁸, esta queda nas cotações do café pode ser relacionada diretamente ao excesso da oferta frente à demanda externa. Esta maior oferta, por sua vez, encontra explicação no período de preços elevados do produto conjugado com as facilidades creditícias que marcaram o primeiro ano da República.

De acordo com NETTO (1979, p. 20):

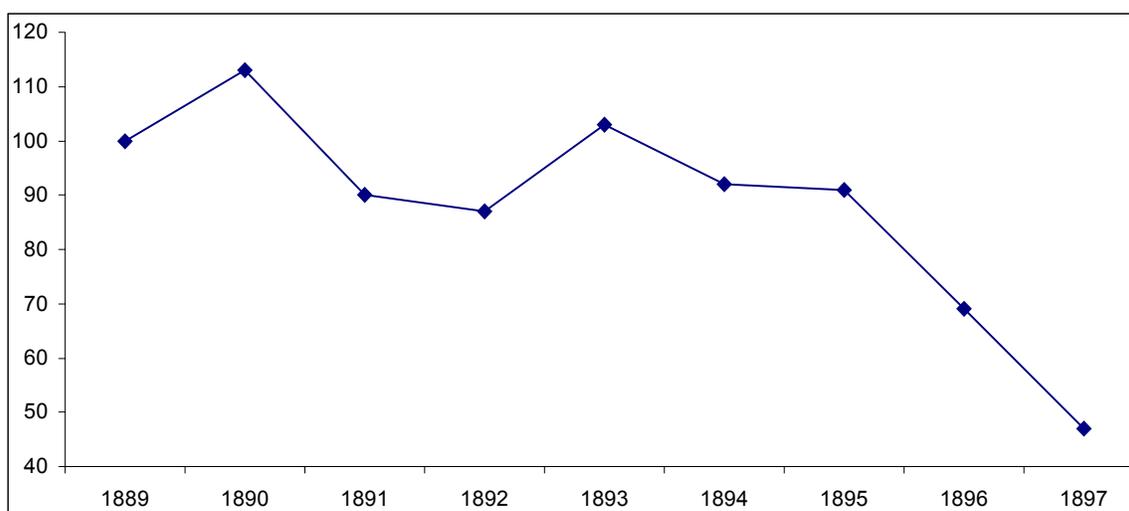
Entre 1890 e 1894, os preços do café haviam se mantido, a despeito do aumento da oferta; mas, com a instalação da crise na economia norte-americana e

⁸⁸ Na verdade trata-se da crise do Barings, que atinge com certo atraso os E.U.A. provocando um pequeno *crash* na Bolsa de Valores de Nova Iorque. Esta "defasagem" pode ser explicada, em grande medida, pelo comportamento positivo da exportação de cereais, o que retardara o contágio. Por sua vez, as exportações norte-americanas foram beneficiadas por uma quebra na safra européia de 1891.

aumentos ainda mais substanciais da produção pelo amadurecimento dos cafeeiros plantados sob o estímulo da alta, eles começaram a cair. (...) Pela primeira vez, de maneira persistente, assiste o Brasil a um espetáculo ainda desconhecido: as exportações não conseguem se ampliar suficientemente (a curto prazo), para compensar a baixa dos preços.

Entre os anos de 1893 e 1897 o preço externo do café caiu mais de 50%. No gráfico XVII é possível perceber que os anos de 1896 e 1897 vivenciaram preços extremamente aviltados para o produto.

Graf. XVII: Índice do preço externo do café entre 1889 e 1897 (1889 = 100)



Fonte: NETTO (1979, p. 22)

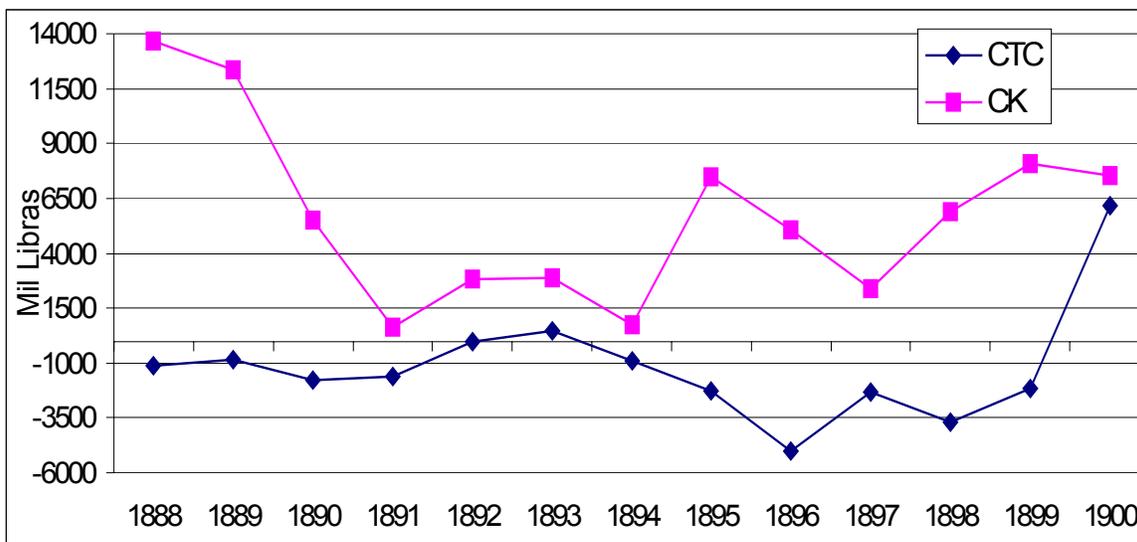
Por outro lado, a situação política interna era por demais incerta, o que tornava o mercado financeiro refratário à realização empréstimos, sejam de curto ou de longo prazo. Enquanto a deterioração dos termos de intercâmbio prejudicava a balança comercial comprometendo a conta de transações correntes - visto a tradicional rigidez da balança de serviços -, o não influxo de capitais impedia uma compensação pela conta capital.

Através do gráfico XVIII é possível observar o comportamento deficitário da conta de transações correntes entre os anos de 1894 e 1899. Verifica-se também a queda na entrada de recursos externos, contabilizada pela conta capital, a partir do ano de 1890.

Após muita negociação, conseguiu-se um empréstimo externo da ordem de 2 milhões de libras em janeiro de 1895. Apenas em julho foi obtido um grande empréstimo:

7,5 milhões de libras, o que explica o comportamento discrepante da conta capital neste ano. Não obstante tenha sido o maior empréstimo até então realizado pelo país, trouxe alívio apenas temporário às contas externas⁸⁹.

GRÁFICO XVIII – Estimativa da conta de transações correntes e da conta capital (1888 –1900)



Fonte: FRANCO (1991, p. 26-27)

Em 1896, em grande parte derivado do superávit excepcionalmente baixo da balança comercial, a conta de transações correntes apresentou um déficit recorde. Esta conta, a despeito dos bons resultados comerciais, era constantemente deficitária⁹⁰ devido, principalmente, à conta de juros relativa aos serviços dos compromissos externos⁹¹. Os saldos comerciais entre os anos de 1893 e 1897 encontram-se no quadro III. Em negrito, ressalta-se o resultado do ano de 1896.

⁸⁹ Se considerarmos o valor líquido do empréstimo, que foi de 6 milhões de libras, podemos situá-lo como um dos três maiores empréstimos já realizados pelo país, pois os empréstimos dos anos 1886 e 1888 também tiveram valor líquido igual a 6 milhões de libras. Obviamente, esta diferença no valor bruto refere-se ao tipo em que foi feito o empréstimo, ou seja, ao desconto utilizado como prêmio de risco, que foi consideravelmente maior em 1895. BOUÇAS (1950, p. 156-158)

⁹⁰ À exceção do ano de 1893, devido a um superávit de grande monta na conta comercial, e do ano de 1900, devido ao *funding* e ao ciclo da borracha que serão discutidos no final deste capítulo.

⁹¹ Em 1896, os pagamentos com juros atingiram, em libras, 3,02 milhões, o mais alto valor da história brasileira até então. FRANCO (1991, p. 59)

A conta capital do balanço de pagamentos, altamente influenciada por empréstimos públicos, vinha se comportando de maneira adversa desde o advento da República⁹². Considerando-se a conta erros e omissões, geralmente predominada por movimentos de capitais de curto prazo, o comportamento das contas externas apresentava-se ainda mais sério. Em média esta rubrica apresentou-se negativa em 3,7 milhões de libras, sendo altamente negativa no primeiro ano da república.

**Quadro III: Saldo comercial entre
1893 e 1897 (em contos)**

Ano	Saldo em contos
1893	120.000
1894	80.000
1895	81.000
1896	12.000
1897	92.000

Fonte: IBGE (1987, p. 523)

No que se refere ao sistema financeiro interno, este se encontrava combalido devido à fragilização de seus ativos. Com o fim traumático do processo especulativo, a queda vertiginosa dos preços dos títulos, como é comum ocorrer no final da tradicional seqüência *boom*-crise, as carteiras dos bancos se deterioraram. As provisões convencionais das instituições financeiras são, por razões de eficiência econômica, insuficientes para fazer jus às quedas no valor dos ativos nos momentos de crise devido à magnitude em que ocorrem.

Esta situação de todo negativa manteve-se por mais dois anos. Em suma, pode-se dizer que a situação econômica do país no período que antecede o Governo Campos Salles tinha por principais características um sistema financeiro frágil, uma relação de troca desfavorável produzindo efeitos negativos nas contas externas, além de uma taxa de câmbio desvalorizada que pressionava as despesas do Governo e produzia vultosos déficits fiscais.

Os empréstimos externos de longo prazo, que poderiam dar novo fôlego à economia num momento de penúria cambial, tornaram-se escassos. Entretanto, vale ressaltar que:

⁹² Após os problemas do Banco Barings com a moratória argentina, este comportamento se “solidificou”.

Por êste tempo se efetuaram duas pequenas operações de crédito no estrangeiro no interregno governamental de Manoel Vitorino. Uma , em 1896, quando o govêrno contraiu com o Banco Francês, o empréstimo de £ 1.000.000, pelo prazo de um ano (...); outra, em 1897, de £ 2.000.000, realizada em Londres (...).⁹³

No entanto, os empréstimos de curto prazo, que permitiram certo alívio temporário, não foram suficientes para compensar a queda na cotação do café em termos dos impactos sobre o balanço de pagamentos.

2.5 – A consolidação da reação conservadora

Com forte manipulação especulativa que permitia a bancos bem posicionados auferirem ganhos elevados de arbitragem, o câmbio encontrava-se na casa dos 6 *pences* por mil-réis quando o governo acertou com os credores o *Funding Loan*⁹⁴. Campos Salles, já eleito presidente mas ainda não empossado, negociou pessoalmente o acordo que vigorou a partir de meados de 1898. A dívida teria, a partir de então, um perfil mais alongado e os banqueiros teriam um fiscal dentro da alfândega, cujas rendas estariam hipotecadas em seu favor.

A contrapartida exigida para a reformulação da dívida foi a adoção de políticas fiscal e monetária ortodoxas que encontravam em Joaquim Murinho, o novo Ministro da Fazenda, um grande defensor. O novo ministro enxergava a crise brasileira como econômica e financeira. A primeira referia-se à queda do preço do café, por sua vez relacionada ao aumento da oferta. A crise financeira referia-se à queda do câmbio devido à política de emissão excessiva dos Governos anteriores⁹⁵.

Em sua opinião, a falsa abundância de capitais criara “indústrias artificiais” que, devido ao alto custo de produção, necessitavam de tarifas protecionistas que terminavam por penalizar o consumidor.

Através de uma política contracionista, Murinho possibilitou a “eliminação dos mais fracos”; a saber, a indústria incipiente e as lavouras menos produtivas, visto que as

⁹³ BOUÇAS (1950, p. 160).

⁹⁴ Sob aspectos quantitativos do acordo, ver BOUÇAS (1950).

⁹⁵ LUZ (1980).

fazendas de café também tinham crescido em número devido à "abundância de capitais". Estava ciente sobre o que fazia e assim o disse ao Presidente em seu Relatório da Fazenda⁹⁶. Por pragmatismo ou pressão política, reconheceu o perigo da queda repentina do meio circulante, com risco de travar os negócios, e a fez gradual e lenta.

Sua política econômica e fiscal deparava-se com três problemas: alta sensibilidade do mercado de ouro (especulação), queda da arrecadação do imposto de importação devido ao programa recessivo e queda dos impostos aduaneiros pela desagravação dos impostos de importação.

Quanto à especulação, o retorno à taxa em ouro das importações aliviava em grande parte as pressões; para a queda da arrecadação das rendas alfandegárias, cortou gastos públicos; e para valer a liberalização comercial, aumentou o imposto sobre o consumo.

Muitas empresas em situação financeira frágil faliram no novo contexto de aperto monetário. Estas falências tiveram importante impacto sobre o Banco da República. Outrora criado para ser uma espécie de banco central, o banco não resistiu à conjuntura deflacionista e tornou-se insolvente quando de uma corrida a seus caixas logo após a saída de seu Presidente, em desavença explícita com o Ministério da Fazenda.

Murtinho não socorreu o Banco da República, mas honrou os compromissos do banco evitando assim que a crise bancária que se instalara apresentasse proporções ainda maiores.

Dentro da visão ortodoxa compartilhada pelo Ministro da Fazenda, a crise bancária de 1900 nada mais foi que a liquidação de excessos financeiros, saneamento da praça.

No entanto, se o câmbio não se valorizasse, seria por demais custoso, senão impossível, honrar os compromissos externos. Com a melhora nas contas externas, o câmbio que chegou a valer 6d. estabilizou em torno de 11^{1/2}d., distante então da cotação estabelecida em 1846 e ultrapassada no início de 1889, de 27d..

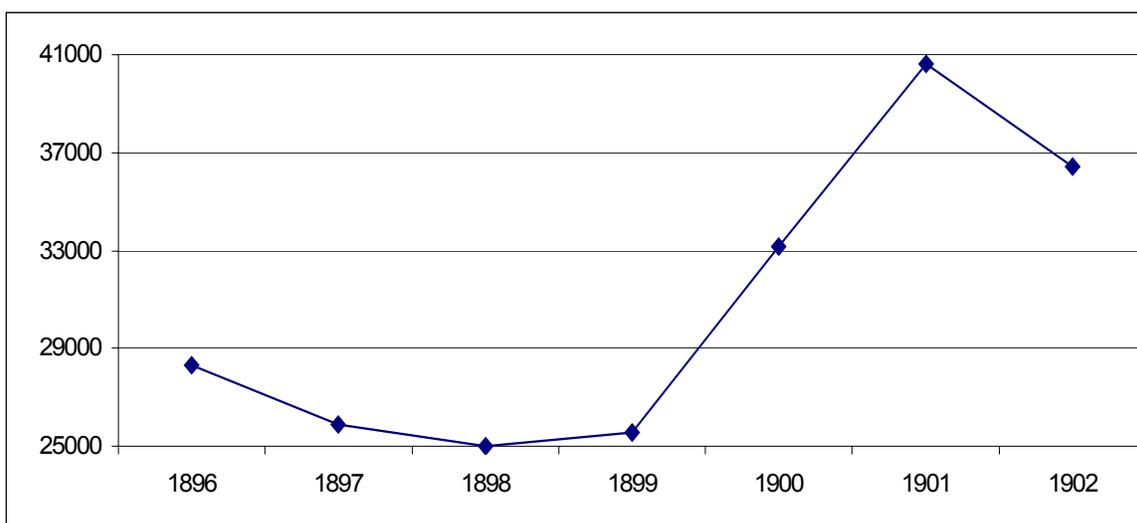
A melhora nas contas externas deveu-se ao retorno dos influxos de capitais e, principalmente, ao comportamento da balança comercial que apresentava em 1900 um saldo 26 vezes superior ao de 1896, o ano de pior resultado do período. Este saldo

⁹⁶ Este e demais documentos afins encontram-se publicados em LUZ (1980).

comercial, por sua vez, é explicado pela exportação da borracha, que encontra um auge na virada do século, e por certa queda no valor das importações.

No gráfico XIX é possível observar o comportamento das exportações brasileiras no período verificando-se seu notável desempenho a partir do ano de 1900 frente à média exportada nos quatro anos anteriores.

GRÁFICO XIX – Valor das exportações em 1000 libras (1896 – 1902)



Fonte: IBGE (1987, p. 523-524).

Em suma, a política monetária e fiscal que sucedeu ao *Funding* pode ser resumida em deflação e corte de gastos, respectivamente. A política deflacionista do Ministro Murinho levou a uma sensível contração do meio circulante. Com uma postura “darwinista”, levou à falência diversos empreendimentos por serem “menos aptos”⁹⁷. Murinho lutou pela constituição da vocação agrícola do país e faz admiradores até os dias de hoje.

Contudo, foi o alívio na conta de transações correntes e uma conta capital menos adversa que permitiu a este Governo a postergação do equacionamento da dívida externa do país para Governos futuros.

⁹⁷ Principalmente os empreendimentos industriais, mas também os agrícolas mais atrasados.

Restam algumas considerações sobre o que Murtinho considera “indústria artificial”. Parte da historiografia recente vem considerando o período do encilhamento sob uma ótica desenvolvimentista. Um surto industrial relacionado em grande medida às facilidades creditícias teria ocorrido no início da República⁹⁸.

Segundo VERSIANI (1980)⁹⁹, combinaram-se diversos fatores neste período. À forte expansão dos meios de pagamentos expandindo o crédito na economia, associaram-se os aumentos do preço das divisas, que protegeram o produtor interno da concorrência dos importados e possibilitou um incipiente processo de substituição de importações. Estes últimos efeitos foram ajudados pelos direitos alfandegários relativamente elevados¹⁰⁰, permitindo-se uma prosperidade da produção nacional sem precedentes.

Como houve defasagem entre a emissão de moeda e sua desvalorização acentuada, criou-se uma situação excepcionalmente favorável. O financiamento era farto, a demanda aumentava e as importações de insumos e máquinas ainda se apresentavam baratas.

Muitas das iniciativas oriundas deste período não se consolidariam quando da adoção de uma política monetária diversa daquela que as fez emergir. O aumento da oferta agregada potencial pode levar a economia a uma situação de crise caso as políticas adotadas posteriormente sejam de diminuição da demanda agregada. A capacidade ociosa daí resultante terá reflexos negativos diretos sobre a saúde financeira das empresas que apostaram no aumento da capacidade instalada. Entretanto, de acordo com TANNURI (1981, p. 85),

(...) em meio a essas circunstâncias, sobreviverá, principalmente, a grande empresa, que soube aproveitar o Encilhamento, quando ainda o câmbio era alto para importar equipamentos; este fato agora lhe permite sustentar margens de lucro positivas.

Conclui-se que, da expansão creditícia do início da década de 1890, nem tudo foi perdido. Alguns setores, principalmente a grande indústria fluminense, saíram-se fortalecidos o suficiente para atravessar os reveses da virada do século. Dada a conjuntura

⁹⁸ Dos trabalhos recentes, o de GOLDSMITH (1997) não aceita tal hipótese.

⁹⁹ De certa forma, o trabalho clássico de Stanley Stein, de 1957, é precursor deste revisionismo. Ver também FISHLOW (1978).

¹⁰⁰ Para o autor as tarifas alfandegárias não tinham apenas finalidade fiscal. A elevação ocorrida em fins dos anos 80, por exemplo, reflete a importância de um incipiente setor industrial que precisava se defender da valorização crescente da moeda.

contracionista, em que apenas os "mais fortes" sobrevivem, tal resistência leva a questionar a suposta vocação agrícola do país.

Capítulo 3 - O padrão ouro e os mecanismos de ajustes macroeconômico

No capítulo anterior foram analisados os principais eventos econômicos por que passou a economia brasileira na década de 1890. Verificou-se uma crescente deterioração financeira nas contas públicas e externas a partir de primeiro ano republicano, o que culminou na necessidade de se recorrer ao *funding* em 1898 e de se adotar políticas fiscais e monetárias contencionistas - estas últimas, diretamente relacionadas ao próprio *funding*.

Afirmou-se que o país tinha certo sucesso em resolver seus problemas ou protelá-los enquanto houve uma situação favorável no balanço de pagamentos. A partir do momento em que este último começa a se deteriorar - devido a uma forte deterioração nos termos de troca e a entradas pouco expressivas de capitais externos - a crise se instaura de forma definitiva, obrigando o Governo a tomar medidas drásticas que revertessem a situação que se criara.

Diante da importância do balanço de pagamentos para a economia brasileira, este capítulo dissertará sobre o sistema monetário internacional, buscando compreender em que medida os mecanismos de ajustes macroeconômicos sob o padrão ouro afetaram o país.

No item 3.1 o sistema monetário padrão ouro será situado historicamente. Em seguida serão abordadas as interpretações clássicas sobre o sistema (3.2) e as novas interpretações (3.3). No item 3.4 será analisado o comportamento dos países periféricos e, por fim, será discutido o caso brasileiro (3.5).

3.1 - O padrão ouro na história

Denomina-se padrão ouro internacional o regime monetário internacional que prevaleceu até 1914¹⁰¹. A Inglaterra adotou o padrão ouro legalmente após o término das

¹⁰¹ Houve diversas tentativas de se retornar ao padrão ouro no entre-guerras. Não obstante, mostraram-se efêmeras e desastrosas - como a experiência inglesa comandada pelo então Ministro Winston Churchill. A nova adoção do padrão ouro na Inglaterra durante a década de 20 sob a mesma paridade do período pré-guerra fez com que a libra se tornasse sobrevalorizada devido ao fato de ter havido forte inflação durante e após a Primeira Guerra Mundial naquele país. A sobrevalorização da libra levou o país a ter sérios problemas no balanço de pagamentos culminando com o pedido do Ministro Churchill para que os E.U.A. diminuíssem sua taxa de desconto. De acordo com alguns autores, como GALBRAITH (1972), esta medida tomada pelo FED foi como lenha na fogueira da especulação na Bolsa de Valores de Nova York. A partir daquele momento seria praticamente impossível reverter o *boom* especulativo sem provocar consequências graves junto à economia real.

Guerras Napoleônicas, em 1819. Entretanto, o regime tornou-se internacional com a progressiva adesão dos principais países a partir de 1870, aproximadamente.

De acordo com CECCO (1974, p. 1),

o Padrão Ouro Internacional existe quando o ouro é o numerário efetivo na maioria dos países, e/ou quando o outro meio de pagamento utilizado como numerário pode ser prontamente reembolsável em ouro a pedido do portador¹⁰².

O autor relaciona os motivos de adesão ao padrão ouro com o arcabouço teórico do liberalismo econômico que prevaleceu no século XIX. As teorias de Adam Smith e David Ricardo, se não compreendiam a realidade econômica das nações como um todo, tinham o mérito de serem adequadas ao desenvolvimento britânico num determinado momento de sua história¹⁰³.

Comparando-se o padrão ouro internacional a outros regimes que o sucederam, pode-se dizer que suas características básicas são a livre mobilidade de capitais e taxas de câmbio fixas – o que, em tese, restringiria sobremaneira a autonomia da política monetária nacional.

A Inglaterra foi o centro deste sistema monetário. Por um lado, este papel deveu-se à sua posição de destaque no comércio exterior¹⁰⁴; por outro, relacionava-se à importância crescente das instituições financeiras britânicas, "regidas" pelo Banco da Inglaterra, nas relações financeiras internacionais.

A supremacia do Banco da Inglaterra é claramente indicada em PLESSIS (1993, p. 157):

¹⁰² Tradução nossa.

¹⁰³ Os teóricos contemporâneos àqueles autores dificilmente se desvincilhavam do pensamento econômico convencional. Uma exceção foi List, cuja teoria adequava-se a países não industrializados que precisavam se desenvolver economicamente de forma rápida, num momento em que surgiram as industrializações atrasadas. Sobre este último ponto, ver OLIVEIRA (1985).

¹⁰⁴ Embora com desempenho relativo decrescente a partir de fins do sec. XIX, quando começa a enfrentar a concorrência dos produtos americanos, alemães e, em menor grau, franceses. Como demonstrado adiante, este "declínio" não se configuraria, num primeiro momento, em um problema para os exportadores britânicos devido às reservas de mercado representadas por seus domínios coloniais. Um caso clássico desta relação imperialista é o da Índia. Os consideráveis superávits comerciais deste país com o resto do mundo tinham a contrapartida de um déficit com a Inglaterra, que praticamente monopolizava as exportações de manufaturas para a Índia. Portanto, era necessário a utilização de mecanismos extra-econômicos, normalmente jurídicos, para preservar a reserva de mercado tão importante ao equilíbrio do balanço de pagamentos britânicos.

O Banco da Inglaterra possui uma posição dominante no funcionamento do sistema monetário internacional padrão-ouro (ou *Gold Standard*). O Conselho dos seus diretores se reúne todas as quintas-feiras às onze e trinta, e o Conselho do Banco da França faz o mesmo a fim de ser informado o mais depressa possível das suas decisões. Como decide freqüentemente modificar a sua taxa de desconto (ou *bank rate*), a direção do Banco da Inglaterra influencia o preço do dinheiro em todas as praças financeiras do mundo e também o movimento dos capitais de curto prazo entre essas mesmas praças.

Isto não significa, porém, que esta posição dominante não fora, em algum momento, questionada:

O Banco da França tentou durante os primeiros anos do Segundo Império resistir à predominância do Banco da Inglaterra. Uma dura "guerra dos bancos" opôs os dois estabelecimentos e levou o Banco da França a subir a sua taxa de desconto até 10. Mas foi obrigado a ceder. No fim do século XIX, o Banco da França prefere constituir fortes reservas de ouro, que vai colocar, em parte, à disposição do Banco da Inglaterra em tempos de crise (p. 157).

O Banco da Inglaterra foi a "cúpula de todo o sistema bancário", regendo as relações financeiras operadas através na *City of London*, o centro financeiro inglês. Ainda com as palavras de PLESSIS (1993: p. 154 - 5):

(A City) reúne engrenagens múltiplas de um sistema bancário muito mais denso e especializado do que na Europa continental. Distinguem-se ali principalmente os *merchant banks*, que, ao aceitar as cartas de câmbio emitidas sobre si próprias, fornecem o crédito internacional, as *discount houses*, que descontam estes papéis, e os bancos comerciais propriamente ditos ou bancos de depósitos. (...) Há também na City bancos coloniais, e sobretudo bancos estrangeiros que sentiram a necessidade de ter uma agência no coração das finanças internacionais, para obter sua parte nas operações financeiras que se fazem quase todas em Londres.

A importância atribuída às promissórias a serem pagas por Londres corrobora o papel de destaque da City nas finanças internacionais:

Esses papéis que um negociante inglês emite quando promete pagar três meses depois o seu carregamento de café brasileiro ou algodão egípcio, assinando uma letra de câmbio a ser paga por um estabelecimento da City, podem circular de mão em mão e de praça em praça, e servir para comprar chá na China ou seda em Lyon. Eles são, mais do que ouro, o meio de

financiamento essencial do comércio internacional, e mostram que a City é, sem concorrentes, o verdadeiro centro financeiro do mundo. (p. 161)

A libra esterlina tinha papel preponderante como meio de troca e reserva de valor internacional. A moeda inglesa era “veículo de transação” tanto nas transações em conta corrente como na conta capital nos diversos países que compunham o sistema, fossem centrais ou periféricos¹⁰⁵.

. Desta forma, pode-se dizer que o padrão ouro internacional foi praticamente um padrão monetário britânico. Não por outro motivo o sistema chegou a ser chamado posteriormente de padrão ouro de troca, ou padrão libra, pois era, em certa medida, baseado numa moeda específica, cujo valor relacionava-se mais à fideducia que ao lastro¹⁰⁶.

3.2 - O equilíbrio macroeconômico sob o padrão ouro internacional: as primeiras teorias

O primeiro modelo econômico que trata dos ajustes macroeconômicos sob o padrão ouro foi apresentado no século XVIII, no ano de 1752, por David Hume¹⁰⁷. Sua visão simples e clássica de equilíbrio nas relações comerciais entre países considerava que as compras externas eram sempre pagas em ouro. Quando um país estivesse importando, em valores, mais que exportava, estaria incorrendo em déficit comercial. Isto provocaria saída de ouro visto que, enfatiza-se, todas as transações comerciais externas eram liquidadas em ouro.

Como as relações comerciais dentro de um país eram liquidadas também com moedas de ouro - e esta é uma hipótese de seu modelo - a saída de ouro provocava uma retração nos meios de pagamentos deste país. Considerando-se flexíveis os preços das mercadorias e os salários dos trabalhadores, esta retração dos meios de pagamentos implica queda no valor das mercadorias¹⁰⁸.

Como o câmbio era fixo, o processo deflacionário que se iniciaria como decorrência do déficit comercial tornaria os produtos do país deficitário mais competitivos

¹⁰⁵ Um exemplo da importância da moeda inglesa encontra-se na dívida externa brasileira. Esta, como a de outros países devedores, era geralmente uma dívida em libras durante o sec. XIX. Ver BOUÇAS (1956).

¹⁰⁶ CECCO (1974).

¹⁰⁷ HUME (1985).

¹⁰⁸ Note-se que esta suposição descarta a possibilidade de queda ou aumento no nível de atividade econômica e no nível de emprego no caso de queda ou aumento, respectivamente, no meio circulante.

internacionalmente, o que faria com que suas exportações aumentassem e sua balança comercial retornasse à situação em que se encontrava antes do desequilíbrio.

Um movimento inverso aconteceria no país superavitário. Um maior afluxo de ouro para este país expandiria seus meios de pagamentos, iniciando-se um processo inflacionário. Com o aumento generalizado dos preços, os produtos deste país tornar-se-iam menos competitivos internacionalmente.

Esta nova relação de preços diminuiria as exportações do país superavitário, aumentando suas importações; por outro lado, diminuiria as importações do país deficitário, aumentando suas exportações.

Como o equilíbrio era alcançado por pressões inflacionárias ou deflacionárias associadas, respectivamente, às entradas ou saídas de ouro, o sistema de Hume é conhecido por "Modelo de Fluxo de Moedas Metálicas".

Todo modelo caracteriza-se pela abstração. Esta última, se excessiva, pode distanciá-lo excessivamente da realidade e torná-lo pouco útil. O modelo de Hume considerava pouco relevante o papel dos bancos e apresentava-se por demais restrito ao não incluir os fluxos de capitais não comerciais. Aliás, eram comuns balanços de pagamentos com fluxos de capitais para empréstimo, ou pagamento destes, superiores aos fluxos comerciais. Por fim, constata-se que as remessas de ouro dos países deficitários para os superavitários eram, normalmente, inferiores ao montante do déficit comercial que apresentavam.

A realidade estava muito além do modelo e este não era suficiente para explicá-la. Criada após a 1ª Guerra Mundial, a Comissão Cunliffe¹⁰⁹, atenta a esta limitação, expande o sistema de Hume ao incluir as variáveis que o tornariam, supunha-se, um instrumento útil para o entendimento do regime monetário internacional padrão ouro.

Ao incorporar a instituição papel moeda, a Comissão explica que o exportador de um determinado país A, ao exportar para o país B, receberá em moeda deste país. O exportador trocará estas moedas por ouro no "Banco Central" do país B¹¹⁰. Chegando com o ouro no país A, ele o trocará por papel moeda no "Banco Central" do país A. Desta forma, o papel moeda é inserido no modelo sem alterar a essência do mesmo.

¹⁰⁹ CUNLIFFE COMMITTEE (1985).

¹¹⁰ Considera-se, aqui, o papel moeda como plenamente conversível.

Entretanto, o "Banco Central" do país deficitário pode se antecipar ao ajuste provocado pela saída de ouro. Através da manipulação da taxa de redesconto, é possível diminuir o meio circulante e fazer o ajuste deflacionário antes que a saída de ouro o faça.

O redesconto representa a taxa cobrada pelo "Banco Central" para redescontar os títulos dos tomadores de recursos dos bancos comerciais. Ao trocar o título por moeda, os bancos comerciais podem emprestar novamente os recursos, antes inertes como títulos de dívida. Se a taxa é elevada, menor será a procura por redesconto e menores serão os novos empréstimos. Estando em patamares baixos, a procura pelo redesconto aumenta e aumentam, por conseguinte, os empréstimos.

Para o século XIX era precipitado falar em operações de mercado aberto, em que a compra e venda de títulos do Governo aumentaria e diminuiria, respectivamente, o meio circulante. O depósito compulsório, como forma de controlar a liquidez na economia, também não era um mecanismo de política monetária passível de ser utilizado no período.

Em suma, o "Banco Central" de um país deficitário elevaria sua taxa de redesconto, provocando restrição de crédito, que implicaria um processo deflacionário. Este último permitiria ao país se ajustar, antecipando-se assim às saídas de ouro. KEYNES (1932) denominou este processo de as "regras do jogo".

Uma pesquisa empírica realizada em 1944 por Ragnar Nurkse verificou que os países não aderiram às "regras do jogo" no entre-guerras¹¹¹. Estas regras foram "violadas" através das políticas de neutralização¹¹² comuns após a 1ª Guerra Mundial. Isto teria contribuído decisivamente para o insucesso das posteriores tentativas de reenquadramento das economias nacionais ao padrão-ouro¹¹³.

O incentivo em seguir as "regras do jogo" eram superiores nos países deficitários. Caso os "Bancos Centrais" dos países superavitários não tomassem medidas para diminuir o movimento de ouro em seu favor, visto que os incentivos em fazê-lo eram menores por parte deles, o ônus do ajuste recairia totalmente sobre o país deficitário. Assim, seria

¹¹¹ NURKSE (1985).

¹¹² Por exemplo, um Banco Central de um país superavitário aumenta a taxa de redesconto - no lugar de diminuí-la - provocando deflação. Tal política neutralizaria a deflação do país deficitário, obrigando este último a uma política contracionista muito forte para compensar os ganhos de competitividade agora maiores do país superavitário.

¹¹³ Havia também as resistências crescentes às políticas deflacionistas, relacionadas principalmente a uma maior mobilização sindical que viria a impedir quedas no salário nominal.

necessária uma política contracionista muito forte para a absorção de recursos limitados e, sazonalmente, mais preciosos a estes países que aos superavitários.

Em 1959, Arthur Bloomfield estende as técnicas de medição de Nurkse para o período anterior à Primeira Guerra Mundial. O estudo conclui que as políticas de neutralização foram comuns no século XIX e início do século XX:

A prova da neutralização, medida pela fórmula de Nurkse, estava presente em 60% das observações totais, no período 1880-1913, coincidindo exatamente com os resultados de Nurkse para o período 1922-1938.¹¹⁴

Os resultados do trabalho de Bloomfield apresentaram um sério obstáculo para a aceitação das teorias tradicionais que tratam do equilíbrio macroeconômico vigente no período do padrão ouro. Eram necessárias novas interpretações.

3.3 - O equilíbrio macroeconômico sob o padrão ouro internacional: novas interpretações

Como verificado, a taxa de juros não se movia influenciada apenas pelo comportamento do balanço de pagamentos, ou seja, no intuito de se respeitarem as "regras do jogo".

De acordo com EICHENGREEN (1996), outros fatores explicavam o comportamento da taxa de redesconto. Primeiro, alguns "Bancos Centrais" eram privados e um aumento na taxa poderia implicar menor procura dos clientes por estes bancos. Seriam procuradas instituições que cobrassem taxas menores, prejudicando-se assim a rentabilidade dos "Bancos Centrais". Apenas na hipótese destes dominarem parcela razoável do mercado, como foi o caso do Banco da Inglaterra no período anterior a 1970, esta fuga de clientes não seria um problema grave.

Segundo, havia a possibilidade de repercussões políticas negativas oriundas do descontentamento com um aumento na taxa de juros. Este ponto deve ser relativizado devido à ausência de vínculo claro entre as *sound policies* e o aumento do desemprego na perspectiva dos trabalhadores e dos incipientes partidos trabalhistas.

¹¹⁴ TRIFFIN (1972, p. 28).

Por fim, um aumento no custo do dinheiro aumentaria o serviço da dívida do Governo. Isto fazia com que este último evitasse ao máximo aumentar o juros. Mesmo considerando-se que alguns "Bancos Centrais" eram privados, deve-se esclarecer que os governos tinham assento em sua diretoria, com poderes para interferir quando se fizesse necessário.

Se as taxas de juros não eram responsáveis pelos ajustes no balanço de pagamentos, por que houve poucos desequilíbrios no período? Ainda segundo EICHENGREEN (1996), a questão chave para se compreender a estabilidade macroeconômica sob o Padrão Ouro encontra-se na prioridade que os governos davam à conversibilidade. Esta influenciava positivamente as expectativas dos agentes, o que evitava apostas contrárias à manutenção da taxa cambial, permitindo-se que esta última fosse obtida com baixos custos sobre o nível de atividade econômica.

Enquanto no século XX havia pressões para que se abandonassem as *sound policies* em prol da atividade econômica e do nível de emprego, no século XIX praticamente não houve estas pressões. Como exposto acima, os trabalhadores, e mesmo os políticos, não faziam vínculo entre aumento de juros e queda no emprego¹¹⁵. Por outro lado, os preços e os salários eram mais flexíveis fazendo com que uma contração do meio circulante tivesse maiores efeitos sobre os preços e salários que sobre o nível de atividade¹¹⁶.

Se havia o compromisso com a estabilidade, os investidores sempre apostariam a favor da moeda. Suponha-se que a moeda do país A comece a se desvalorizar. Os agentes - com a expectativa de que o país A faria o possível para evitar a desvalorização de sua moeda, mesmo que precisasse aumentar a taxa de juros - iriam investir nesta moeda, pois, sabiam, teriam um ganho cambial tão logo ela voltasse a se valorizar. Desta forma, o afluxo de ouro para o país A revalorizaria sua moeda sem que houvesse a necessidade de aumentos nas taxas de juros.

¹¹⁵ E caso fizessem, não tinham direito a voto.

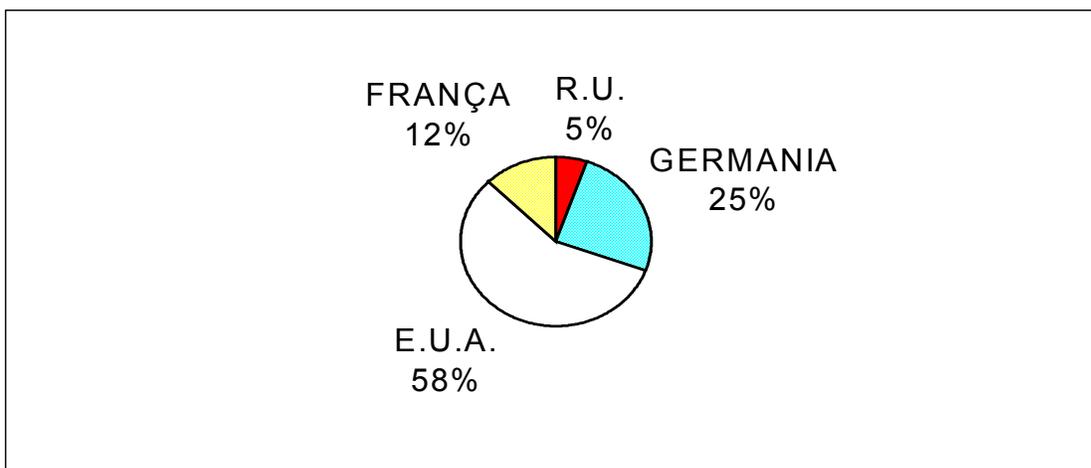
¹¹⁶ Aqui tem-se uma certa divergência com TRIFFIN (1972, p 27). "(...) Os ajustamentos descendentes dos salários raramente atingiram uma amplitude bem grande, mesmo no século XIX, entre os países que mantinham a estabilidade das taxas de câmbio, podendo-se duvidar se seriam muito mais aceitáveis naquela época - econômica, política e socialmente - do que são hoje em dia". E complementa: "(...) onde quer que se permitisse que ocorresse uma inflação substancial, a concorrência do custo internacional era restabelecida por meio da desvalorização, e não por meio de ajustamentos descendentes dos preços e salários". Como será verificado à frente, esta última afirmação não contradiz o argumento de EICHENGREEN (1996).

Os fluxos de capitais observados no período eram de natureza mais estabilizadora que instabilizadora. No início deste capítulo, afirmou-se que, em tese, a livre mobilidade de capitais e taxas de câmbio fixas restringiriam sobremaneira a autonomia da política monetária nacional. Tal fato não se verificava devido à natureza *sui generis* dos fluxos de capitais no século XIX e início do século XX. Por sua vez, seu caráter estabilizador residia na credibilidade dos países junto aos investidores como defensores de suas moedas¹¹⁷.

Portanto, a crença dos agentes na manutenção da conversibilidade por parte dos "Bancos Centrais" permitia que se violassem as "regras do jogo" sem que isto implicasse desvalorizações das moedas nacionais.

As reservas internacionais eram um componente importante desta "credibilidade". No entanto, caso se verifique o nível de reservas do Banco da Inglaterra - frente, por exemplo, à França, Alemanha ou Estados Unidos - observar-se-á que eram mantidas em um patamar muito baixo. O Gráfico XX ilustra este baixo nível das reservas britânicas para o ano de 1913¹¹⁸.

**Gráfico XX – Distribuição das reservas internacionais
entre os 4 principais países (1913)**



FONTE: FRANCO (1991, p. 19)

¹¹⁷ EICHENGREEN (1996).

¹¹⁸ A soma das reservas internacionais da Inglaterra, França, Alemanha e Estados Unidos representa 50% do estoque mundial de Reservas Internacionais.

Entretanto, isto não representou um problema à Inglaterra pois o Estado britânico era um porto seguro para a reserva de diversos países, dentre os quais inclui-se o Brasil. Além disto, e principalmente, as colônias inglesas tinham suas reservas administradas pela “metrópole”, o que permitia ao Banco da Inglaterra uma segurança adicional¹¹⁹.

Não obstante menos importante, outro ponto que para EICHENGREEN (1996) explica a estabilidade macroeconômica sob o padrão ouro era a "solidariedade internacional". Foi característica comum no período o paralelismo das taxas de juros. Quando um determinado "Banco Central" aumentava os juros, outro "Banco Central" também o fazia no intuito de não perder reservas¹²⁰.

Normalmente as taxas de juros de um "Banco Central" aumentavam quando sua economia estava muito aquecida e eram diminuídas quando estava com baixo crescimento ou em recessão. O movimento era "liderado" pelo Banco da Inglaterra, ao qual Keynes denominou "maestro de uma orquestra internacional"¹²¹.

Entretanto, o paralelismo seria deletério em tempos de crise. Se um país deficitário, perdendo reservas, fosse seguido pelos demais países ao aumentar a taxa de juros, os efeitos benéficos deste aumento para o equilíbrio de suas contas externas seriam neutralizados. Então seria necessária uma certa "solidariedade internacional" que evitasse políticas de neutralização em momentos delicados.

Constata-se também que "Bancos Centrais" de países superavitários costumavam emprestar reservas aos países deficitários nos momentos de crise. Embora não fosse o comportamento padrão, a "solidariedade internacional" funcionava bem para países que passavam por turbulências econômico-financeiras.

Por fim, resta considerar que o papel-moeda raras vezes possuía lastro de 100% em ouro. Em verdade, as reservas representavam uma fração do total emitido; sendo em alguns países uma fração muito baixa.

¹¹⁹ O total de reservas internacionais da Índia, por exemplo, representava quase o dobro das reservas propriamente britânicas em 1913 (FRANCO, 1991).

¹²⁰ TRIFFIN (1972, p. 26) chama a atenção também para o paralelismo no comércio exterior. "Durante os oitenta anos que se estendem de 1880 a 1960, todos os aumentos ou decréscimos nas exportações da Europa Ocidental foram assinalados como aumentos ou decréscimos paralelos, para os onze principais países em comércio no mundo, em 91% dos casos, e como aumentos ou decréscimos simultâneos das exportações e importações de cada país, tomando separadamente, em 88% dos casos".

¹²¹ KEYNES (1930, vol. II, p. 307).

O sistema de reservas fracionárias teve seu mérito ao possibilitar que se injetasse liquidez numa economia em crescimento e com baixas reservas em ouro¹²². Por outro lado, criava a possibilidade de crises em instituições que, mesmo solventes, sofressem uma corrida por conversão de suas emissões.

No caso dos "Bancos Centrais", uma rápida queda nas reservas deveria ser contida com a suspensão temporária do troco de suas emissões. As demais instituições deveriam, a partir de então, contar com a ajuda do prestador de última instância e, em casos extremos, suspender também, temporariamente, a conversibilidade. Tão logo a crise de confiança passasse, restabelecia-se a conversão das notas.

Verifica-se empiricamente que o padrão ouro internacional proporcionou certa estabilidade de preços nos países centrais. No entanto, isto não significa que tenha obtido sucesso com outras variáveis macroeconômicas. De acordo com Richard Cooper, a taxa de desemprego média entre 1890 e 1913 nos E.U.A. foi de 6,8%, enquanto o mesmo índice foi de 5,7% entre 1946 e 1992¹²³. Se trabalharmos com a taxa entre o ano de 1946 e o ano de 2000, este último valor seria ainda menor devido ao sucesso da economia americana com relação à geração de emprego durante a década de 90 do século XX¹²⁴.

3.4 - O equilíbrio macroeconômico sob o padrão ouro internacional: a periferia do sistema

O êxito do padrão ouro em manter a estabilidade nos países centrais não pode ser estendido à periferia. Diversos países asiáticos e da América Latina apresentaram sensíveis instabilidades cambiais, sendo os períodos de estabilidade mais exceção que regra.

Um dos fatores que explicam esta assimetria encontra-se na ausência da "solidariedade internacional". Diferentemente de um país central, os países periféricos que por ventura estivessem em crise não ameaçariam o sistema financeiro dos países centrais. A possibilidade de uma crise sistêmica originar-se em país periférico era diminuta.

Desta forma, o termo "solidariedade internacional" pode ser lido como "pragmatismo internacional"; sob este ponto de vista não havia sentido ajudar um país

¹²² Baixas para os casos em que o lastro representasse 100% da emissão.

¹²³ KRUGMAN & OBSTFELD (1999). Apesar de não ter sido explicitado, acreditamos que o autor tenha utilizado a mesma metodologia de aferição de nível de emprego nos dois períodos comparados.

¹²⁴ Sucesso este interrompido a partir de março de 2000, quando ocorre um progressivo aperto na política monetária levando a economia norte-americana a um novo ciclo recessivo no ano seguinte.

periférico em dificuldades, enquanto todos os esforços seriam dispendidos para ajudar a países centrais em situação externa delicada. As crises nesta última classe de países podem alastrar-se¹²⁵.

Outro problema enfrentado pelos países periféricos era a especialização no comércio exterior. O Ceilão, por exemplo, era especializado na cultura de café, sendo um dos principais concorrentes do Brasil neste mercado. Caso as cotações desta *commodity* despencassem no mercado externo, isto provocaria uma brutal deterioração nos termos de intercâmbio¹²⁶.

Portanto, a baixa diversificação das exportações associada às características climáticas, sazonais e perecíveis dos produtos exportados pelos países periféricos formavam um potencial de desequilíbrio muito grande em seus balanços de pagamentos. O problema tornava-se mais grave à medida em que o mercado interno fosse abastecido mais por importações que por produção nacional. Formava-se uma rigidez na pauta de importação que, em momentos de queda da receita de exportação, causava sérios constrangimentos ao balanço de pagamentos.

Um terceiro fator a ser apontado refere-se ao fato de que uma conta capital negativa na Grã-Bretanha tem relação com aumento das suas exportações¹²⁷. Quando os investidores ingleses, ou mesmo o Governo, emprestavam recursos a países periféricos ou a residentes destes países, isto era contabilizado negativamente na conta capital. Sem embargo, observa-se que esta entrada de capitais levava os países receptores a aumentarem as compras externas, notadamente da Inglaterra. Um caso clássico é o investimento britânico nos E.U.A. gerando demanda no setor de bens de capital inglês pela importação de ferrovias e máquinas a vapor pelos norte-americanos.

Já para os países periféricos, saída de recursos na conta capital não implicava aumento das exportações. Quando ocorria queda nas receitas de exportação, o que era

¹²⁵ EICHENGREEN (1996).

¹²⁶ Anos mais tarde a literatura cepalina demonstrará que os países exportadores de bens primários sofrerão recorrentemente com as contas externas devido ao fato de ser a elasticidade-renda da demanda de produtos primários muito baixa. Desta forma, o aumento da renda nos países desenvolvidos pouco efeito teria sobre o aumento do consumo de bens primários, visto que mais facilmente saciáveis. Por outro lado, a elasticidade-renda da demanda por bens industrializados apresentava-se mais elevada, portanto o aumento da renda em países subdesenvolvidos aumentaria consideravelmente a demanda por produtos industrializados que eram, basicamente, importados. Verifica-se, então, que a especialização em produtos agrícolas representaria um estorvo constante à balança comercial dos países subdesenvolvidos.

¹²⁷ TRIFFIN (1972).

muito freqüente, estes países tinham dificuldades em honrar seus compromissos externos. Com isto, as expectativas dos investidores se deterioravam e a entrada de capitais diminuía sobremaneira. Isto significava menos crédito para a exportação e a necessidade de vendê-la rapidamente devido ao aumento do custo financeiro dos estoques, o que piorava os termos de troca.

Portanto, para os países da periferia, a conta capital relacionava-se perversamente com a balança comercial - via termos de intercâmbio - levando-os a constantes crises de balanço de pagamentos com impactos diretos sobre o comportamento da taxa cambial.

Ressalta-se que, além de as variações nos fluxos de capitais incidirem de forma diferenciada entre os países exportadores e importadores de capital, estes últimos tinham pouca ou nenhuma capacidade de controlá-los. Conforme exposto em TRIFFIN (1972, p. 32-33),

A configuração cíclica dos movimentos internacionais de capital, porém, teve um impacto muito diferente nos países exportadores e importadores de capital. (...) Os países mutuários (...) tinham muito menos capacidade de controlar o índice de suas importações de capital, que tendiam, em geral, a crescer nos bons tempos e a estancar nos maus tempos.

EICHENGREEN (1996) aponta também para a ausência de interesse sócio-político em se manter estável a taxa cambial atuando negativamente sobre as expectativas dos investidores. Um exemplo é o Brasil, em que os cafeicultores, grupo que detinha o poder político, muitas vezes eram beneficiados com a desvalorização do mil-réis. *Grosso modo*, como eram exportadores, um valor mais aviltado da moeda nacional permitia que aumentassem seu poder de compra interno ao trocarem as divisas recebidas pela moeda nacional.

O exemplo fornecido pelo autor não é de todo correto caso seja considerada a "miragem da conversibilidade" que era seguida por grande parte dos financistas do Império, mormente nas duas últimas décadas do Regime¹²⁸. No entanto, é provável que o raciocínio prevaleça para grande parte dos países periféricos.

¹²⁸ A coerência lógica do argumento permitiu, no entanto, que o exemplo fosse mantido.

3.5 - Equilíbrio Macroeconômico sob o Padrão Ouro Internacional: o caso do Brasil

O comportamento do padrão ouro para com a periferia foi acima delineado de forma bem geral. Faz-se necessário testar empiricamente e avaliar as relações apontadas para o caso brasileiro.

O mecanismo clássico de assimetria do padrão ouro trata da relação "perversa" - para a periferia - entre o comportamento dos termos de intercâmbio e os movimentos de capitais. Um aumento na taxa de desconto na Inglaterra tenderia a atuar duplamente sobre este mecanismo. Uma taxa de juros mais elevada diminuiria o crédito tanto no mercado inglês como no internacional. As exportações de capitais para os países da periferia se reduziriam e o custo de estocagem dos produtos primários nestes países ficaria muito elevado.

Com a “queima de estoque”, diretamente relacionada ao alto custo financeiro da estocagem, os preços das *commodities* primárias tenderiam a cair, deteriorando os termos de intercâmbio. A piora nos termos de troca aumentaria o déficit em conta corrente dos países da periferia, enquanto uma queda na exportação de capitais por parte da Inglaterra diminuiria o superávit na conta capital daqueles países¹²⁹. Pelo lado da Inglaterra, o efeito inverso permitiria uma dupla bonança. A inconsistência desta hipótese pode ser verificada através do Gráfico XXI, que analisa o caso específico do Brasil até a virada do século.

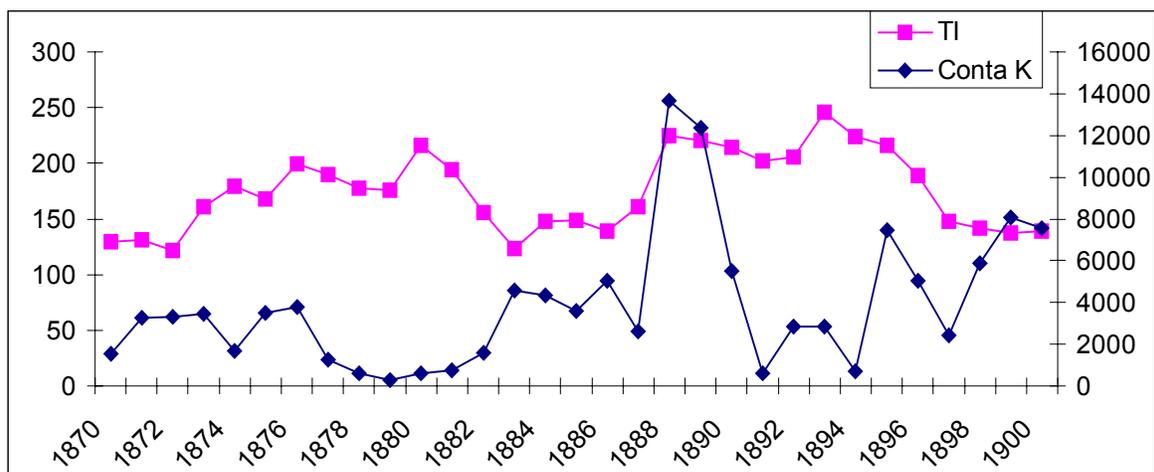
Como é possível observar, a “relação perversa” entre termos de intercâmbio e conta capital não é clara para o Brasil. Entre 1870 e 1881 os termos de troca estiveram crescentemente favoráveis ao país enquanto a conta capital manteve-se estável num primeiro momento e piorou entre 1877 e 1880. Para estes anos a relação proposta não procede para o caso brasileiro.

A partir do ano de 1881, a conta capital apresenta superávits crescentes até 1889. Os termos de intercâmbio deterioraram-se num primeiro momento, mantêm-se estáveis num segundo momento e, então, melhoram nos dois últimos anos em questão: 1888 e 1889. Pode-se dizer que a hipótese, por enquanto, apenas se confirma para estes dois últimos anos

¹²⁹ Pressupondo-se que os países periféricos possuem a conta de transações correntes deficitária e a conta capital superavitária – o que em grande medida faz jus à realidade.

- de forma positiva para o Brasil, pois ambos melhoraram conjuntamente - o que é pouco significativo.

Gráfico XXI – Termos de intercâmbio e conta capital no Brasil (1870 – 1900)¹³⁰



FONTE: Termos de intercâmbio: IBGE (1987); e conta capital: FRANCO (1988)

A partir de 1889, o saldo da conta capital volta a decrescer até 1898; com exceção de 1896, quando um empréstimo externo público elevou esta rubrica. Neste período os termos de troca mantêm-se em nível elevado até 1896, quando começam uma trajetória de queda até o ano de 1900, coincidindo com uma recuperação “acordada” da conta capital a partir do ano de 1898, momento em que é realizado o primeiro *funding* brasileiro.

Como pode ser observado, é frágil o argumento da relação perversa entre os termos de intercâmbio e o movimento de capitais para o Brasil, ao menos entre as últimas três décadas do século XIX.

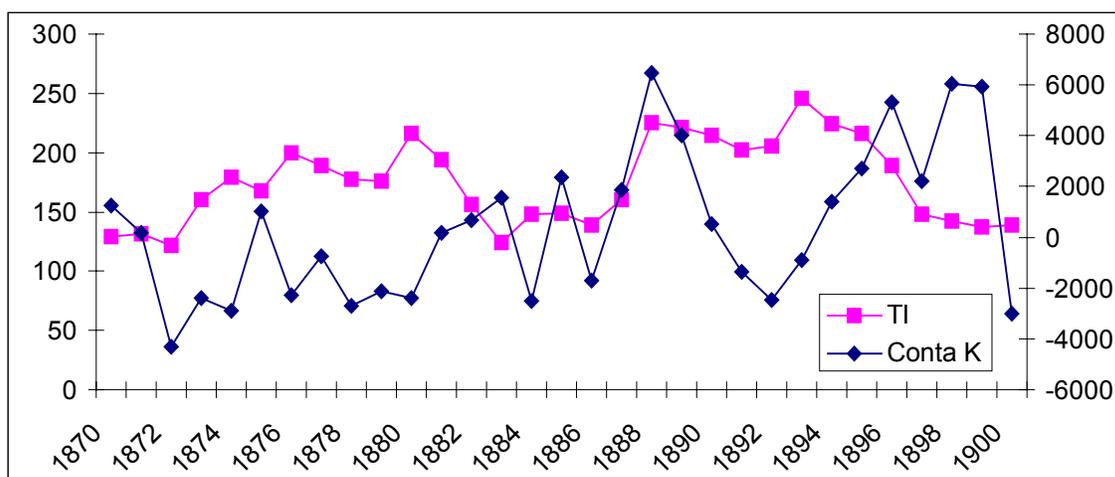
Há duas considerações a fazer, porém. As estatísticas externas brasileiras para o período são reconhecidamente falhas, o que pode provocar distorções comprometedoras. Também, a conta capital era muito influenciada pelas empréstimos externos públicos, de forma que, não precisasse o governo de empréstimo num determinado ano, essa conta necessariamente se apresentaria medíocre. O inverso, em condições normais, poderia ser afirmado.

¹³⁰ Os termos de intercâmbio estão representados na primeira coluna, enquanto a conta capital está representada na segunda coluna.

Buscando-se uma melhor relação entre a conta capital e os termos de intercâmbio e considerando-se as deficiências estatísticas relacionadas às contas externas brasileiras, é possível adicionar à conta capital a rubrica erros e omissões, freqüentemente dominada por movimentos de capitais de curto prazo. De forma arbitrária, esta nova conta será chamada de conta de capital ampla.

O Gráfico XXII ilustra a relação entre os termos de intercâmbio e a conta capital ampla entre os anos de 1870 e 1900, conforme analisado no Gráfico XXI.

Gráfico XXII – Termos de intercâmbio e conta capital ampla no Brasil (1870 – 1900)¹³¹



FONTE: Termos de intercâmbio: IBGE (1987); e conta capital + erros e omissões: FRANCO (1988).

Também aqui não é possível verificar uma correlação positiva entre os termos de troca e o movimento de capitais no Brasil. Apenas entre os anos 1889 e 1900 a relação se aproxima da hipótese acima estabelecida. No entanto, à forte deterioração da conta capital associa-se uma perda nos termos de intercâmbio bem tímida e facilmente explicável visto a explosão do preço do café entre os anos de 1886 e 1889.

Deve-se considerar, entretanto, que há diversos problemas na utilização da rubrica erros e omissões pois, apesar de predominantemente influenciada pelos movimentos de

¹³¹ Os termos de intercâmbio estão representados na primeira coluna, enquanto a conta capital ampla está representada na segunda coluna.

capitais de curto prazo, contém outras transações não identificáveis à luz das pesquisas já realizadas.

Na economia brasileira é necessário destacar o papel do café como principal produto de exportação do país, como é possível observar no Quadro IV. Nesse sentido uma variação no preço do café equivaleria a uma variação de magnitude parecida nos termos de intercâmbio.

Quadro IV - Pauta de exportação brasileira entre os anos de 1891 a 1900 (%)

Produto	Café	Cacau	Açúcar	Mate	Fumo	Algodão	Borracha	Couro	Outros
Participação	64,5%	1,5%	6%	1,3%	2,2%	2,7%	15%	2,4%	4,4%

FONTE: ARRUDA (1980, p. 629)

Como já exposto no segundo capítulo, o preço externo do café se manteve entre 1890 e 1894, apesar do aumento na oferta. Após 1894, a crise americana e o aumento continuado da oferta do produto fizeram com que o preço externo do café caísse acentuadamente. A queda de 1896 e 1897 encontrava explicação também na própria desvalorização cambial - que acentuou a queda dos preços.

Como pode ser observado, o comportamento dos termos de troca brasileiros relacionam-se a motivos outros que não propriamente o movimento de capitais relacionado às variações nas taxas de desconto inglesas, ao menos pelos mecanismos tradicionalmente considerados.

No que se refere à ausência de uma "solidariedade internacional" dos países centrais com os periféricos, a experiência brasileira parece não desmentir a afirmação. Mesmo não sendo o ponto crucial para explicar a instabilidade do balanço de pagamentos no Brasil, verifica-se que a relação financeira do país é realizada basicamente com os banqueiros privados, mesmo em momentos de acentuada fragilidade financeira externa.

Naturalmente, não é de se esperar um comportamento benevolente ou altruísta por parte da banca privada. Entretanto, pior é não poder contar com uma visão global por parte dos credores privados nos momentos de dificuldades, pois seu objetivo restringe-se à maximização dos retornos, a despeito de muitas vezes comprometerem a saúde financeira de seus devedores, o que os impediria, em princípio, de continuar lucrando no futuro.

Outrossim, as diversas dificuldades por que passou o Brasil na segunda metade do século XIX em nada abalaram o mundo financeiro. As nações hegemônicas estavam imunes às intempéries financeiras da periferia. Neste contexto, a Argentina surge como exceção quando o Barings foi praticamente levado à bancarrota devido a operações mal-sucedidas em seu território no início do último decênio do século.

A hipótese da ausência de interesses, ou grupos de pressão, para que o câmbio se mantivesse estável tem pouca sustentação para o caso brasileiro. Verifica-se, por exemplo, um nítido interesse dos financistas do Império em manter uma taxa de câmbio valorizada através de uma política monetária apertada nas duas últimas décadas deste regime. Houve vozes dissonantes a esta política, mas não angariaram apoio político necessário para modificá-la¹³².

Não se pode desprezar, também, o componente doutrinário corroborando a insustentabilidade da hipótese:

Essa inibição mental para captar a realidade de um ponto de vista crítico-científico é particularmente óbvia no que diz respeito aos problema monetários. A razão disto deriva de que na Europa não se fez, durante o século XIX, nenhum esforço sério para elaborar uma teoria monetária fora do esquema do padrão-metálico. O político brasileiro, com a formação de economista, estava preso por uma série de preconceitos doutrinários em matéria monetária, que eram as regras do padrão-ouro¹³³.

Como visto no primeiro capítulo, a busca pela conversibilidade relacionava-se, além da questão doutrinária, a interesses específicos como: o do Estado comprometido com o pagamento da externa; o das grandes empresas que demandavam insumos importados; e o das empresas estrangeiras que remetiam periodicamente lucros às suas matrizes.

Por fim, resta a consideração de que a especialização em produtos primários tornava os países periféricos financeiramente frágeis devido à volatilidade das cotações destas *commodities*. Aqui reside um ponto importante para explicar a instabilidade característica da economia da brasileira no século XIX, como será visto no próximo capítulo.

Entretanto, fosse o padrão ouro um sistema monetário mais homogêneo, com seus mecanismos produzindo os mesmos efeitos em países centrais e periféricos, ainda assim a

¹³² Este ponto será trabalhado no capítulo seguinte.

¹³³ FURTADO (1972, p. 160).

questão da especialização em produtos primários não seria resolvida, pois o não interesse na diversificação produtiva relacionava-se a outras questões que às possíveis assimetrias do sistema monetário

Capítulo 4 - Observações sobre a instabilidade financeira dos anos 90

No segundo capítulo foi realizada uma descrição a respeito dos principais eventos econômicos da última década do século XIX. Este período foi marcado, dentre outros acontecimentos, pela abolição da escravatura e emergência do trabalho assalariado; pela mudança do regime político de monarquia para República; por uma "revolução" federalista no Rio Grande do Sul; pela Revolta da Armada; pela insurreição de Canudos; e pela instabilidade financeira, cujos determinantes serão objeto de estudo deste capítulo.

No terceiro capítulo, constatou-se que as assimetrias do sistema monetário-financeiro internacional não teriam sido os principais determinantes das instabilidades que se verificaram. Portanto, é mister compreender os anos 90 a partir das características econômicas, sociais e políticas do país.

Inicialmente (4.1) será verificada a interpretação tradicional que vincula os problemas econômico-financeiros da década de 1890 direta e unicamente aos excessos do encilhamento. Na seção 4.2 será apresentada sucintamente a interpretação de Celso Furtado sobre o período. Por fim, na seção 4.3, tentar-se-á adicionar alguns elementos na interpretação de Furtado com vistas a proporcionar um maior entendimento dos fatores que levaram a economia brasileira a responder da forma como respondeu à política creditícia de Rui Barbosa.

4.1 - A interpretação tradicional

Por interpretação tradicional entende-se a interpretação monetarista presente nos textos escritos no século XIX e, principalmente, no início do século XX por autores cujas idéias tinham estreita relação com o ponto de vista dos metalistas. Defensores da moeda conversível, lastreada em ouro ou em uma divisa forte, como a libra, os metalistas também eram a favor da instituição do monopólio de emissão. O entendimento da economia por esta corrente tem muitos pontos similares àqueles que prevaleciam na visão da *currency school* inglesa.

No lado oposto estavam os papelistas, próximos da *banking school*¹³⁴. De uma maneira geral, estes advogavam a pluralidade de emissão e a utilização de moeda não conversível. Não obstante a pluralidade de emissão fosse praticamente um consenso, o mesmo não pode ser dito a respeito da instituição da moeda fiduciária. Souza Franco, por exemplo, um eminente papelista, era a favor da conversibilidade. Os papelistas "verdadeiros" seriam favoráveis à moeda sem lastro, enquanto os papelistas "ordinários", tendo Souza Franco como um dos principais exemplos, seriam favoráveis à moeda lastreada. Dentre os primeiros, entre os quais se destaca o Barão de Mauá¹³⁵, verifica-se forte oposição à aplicação das regras do padrão-ouro na economia brasileira¹³⁶.

Dentre os textos cujas interpretações aproximam-se das idéias metalistas, destacam-se ANDRADA (1923), CALÓGERAS (1960) e SOUZA (1924). Suas posições foram explicitadas nos dois primeiros capítulos na medida em que foram relatados os principais episódios da história financeira do país na segunda metade do século XIX. De forma resumida, pretende-se aqui revisar e contextualizar, para a década de 1890, a interpretação econômica que esta "corrente" oferece.

A esta linha de pensamento não passou despercebido o fato de que o meio circulante fora, durante o Império, algumas vezes escasso. Entretanto, estes autores consideram a instabilidade financeira que se inicia a partir do ano de 1890 como consequência da expansão monetária desenfreada que acontece sob os auspícios de Rui Barbosa.

Já foi visto que a abolição da escravatura agravaria por demais o problema da escassez do meio circulante do país, o qual já era premente. A partir dos dados de SOUZA (1924, p. 198 e 227), verifica-se que em 1880 havia pouco mais de 215 mil contos emitidos, enquanto, em 1888, havia apenas 200 mil contos em circulação. A consolidação da mão-de-obra assalariada nas fazendas provocaria um deslocamento para a direita na curva de demanda por moeda, ou seja, aumentaria uma demanda que já não estava sendo atendida pela oferta.

¹³⁴ Um resumo didático do debate entre a *banking school* e a *currency school* pode ser encontrado em COSTA (1999).

¹³⁵ Há uma extensa bibliografia a respeito de Irineu Evangelista de Souza, o Barão de Mauá. Sobre seu papel como empresário e banqueiro no Império ver GUIMARÃES (1997) e o texto clássico de BESOUSHET (1978).

¹³⁶ Sobre a diferenciação entre papelistas "verdadeiros" e "ordinários", ver VILLELA (1999).

Diante deste quadro foi elaborada a Reforma de 1888, já comentada no primeiro capítulo. O temporário afluxo de divisas que precedeu a derrocada do Império criou a ilusão da possibilidade de o país dispor de moeda conversível na medida de suas necessidades. Tão logo a ilusão foi desfeita, restou ao Governo a opção pela moeda conversível em títulos da dívida pública. Estes últimos, abundantes e já sem demanda suficiente devido à concorrência com os títulos de renda variável em pleno processo de *boom* especulativo.

No entanto, o Ministro Rui Barbosa exagerou no afrouxamento da política monetária que, naquela época, dada a precariedade dos instrumentos monetários, resumia-se, em grande medida, na emissão de moeda. Não há dúvidas de que a expansão monetária foi intensa. Em setembro de 1890 o meio circulante havia aumentado 40% frente aos 205.000 contos de janeiro. No ano seguinte o papel moeda emitido era 144% superior a este valor.

O "cancro do curso forçado"¹³⁷ expandia-se na mesma velocidade em que novas companhias eram incorporadas. Coube a Rui Barbosa e aos ministros que o seguiram alimentar um processo especulativo sem igual na história brasileira. Diante de tais impropriedades no trato das finanças, a moeda nacional tornava-se crescentemente desacreditada e a confiança na sua insustentabilidade explicitava-se na sua desvalorização, intensa e rápida.

O país necessitava de um Governo que pusesse um fim aos excessos do encilhamento. Não obstante as tentativas de Rodrigues Alves, foi Murinho, no Governo Campos Sales, que representou, ainda dentro da óptica dos autores que sustentam a interpretação tradicional, um ponto final no período de má gestão financeira por que passou a economia brasileira.

A relação direta entre emissão de moeda e desvalorização cambial é o ponto mais ressaltado pela corrente monetarista. Em última instância, o período de instabilidade financeira que caracterizou o país na década de 1890 relaciona-se ao impulso dado pelo Ministro Rui Barbosa e também por seus sucessores, através de uma política monetária mais expansiva, ao processo especulativo que se formara ainda sob o Império. O início do

¹³⁷ Expressão muito utilizada por SOUZA (1924) para a moeda fiduciária, de curso forçado. Nota-se, no entanto, que as emissões de Rui Barbosa eram lastreadas em títulos da dívida pública, como discutido no capítulo 2.

processo, por sua vez, fomentara-se no aumento da atividade econômica da segunda metade dos anos 1880 e, posteriormente, na malversação dos auxílios às lavouras de Ouro Preto.

Sem desprezar vozes dissonantes que houve neste período, como as posições defendidas por Amaro Cavalcanti e Luiz Vieira Souto¹³⁸, a visão monetarista prevaleceu até os anos 1930, quando a teoria keynesiana começa a subsidiar novas interpretações. Em Furtado (1972) encontra-se o resultado mais puro desta "nova corrente".

4.2 - A interpretação de Furtado

Para Celso Furtado a mudança no regime de trabalho ocorrida em 1888 foi o evento de maior importância para a economia brasileira no século XIX. Em seu texto clássico¹³⁹, ao discorrer sobre a segunda metade do século XIX, o autor, como muitos de seus predecessores, reconhece a compressão do meio circulante característica dos últimos anos do Império. Isto era um problema que se agravaria com a abolição dos escravos, pois ao disseminar definitivamente o trabalho assalariado, criar-se-iam demandas adicionais por moeda. Como resposta às crescentes necessidades de numerário, Rui Barbosa expandiu os meios de pagamentos, mas esta expansão demonstrou-se excessiva.

Foi característica dos anos iniciais do Regime Republicano a excessiva folga creditícia relacionada à expansão do papel moeda. Com a expansão do crédito e taxas de juros reais mais baixas¹⁴⁰, havia um incentivo ao consumo e ao investimento privados. Embora estes últimos tivessem caráter descompressor sobre as pressões da demanda no médio e longo prazo, agiam intensificando-a no curto prazo. Assistia-se, então, a um forte aumento no nível de atividade econômica.

Numa economia fechada, os efeitos de uma maior demanda sobre a economia dependerão da capacidade ociosa das empresas. De uma forma simplificada, caso as instalações produtivas desta economia não estejam operando em sua plena capacidade, esta maior demanda implica maior produção através do emprego de recursos produtivos antes ociosos.

¹³⁸ Ver CAVALCANTI (1889) e SOUTO (1925).

¹³⁹ FURTADO (1972).

¹⁴⁰ As taxas nominais de juros também eram baixas em 1890, pois a inflação não era alta.

Por outro lado, uma economia operando sem capacidade ociosa, sem desemprego de recursos produtivos, responde com inflação a um aumento na demanda. Isto porque a oferta agregada potencial é fixa no curto prazo, pois seu deslocamento para cima depende de investimentos que não se maturam num espaço curto de tempo¹⁴¹. Em alguns casos - como no setor de infra-estrutura - os investimentos podem demorar mais de cinco anos para se concretizarem e adicionarem sua produção à oferta agregada da economia.

Uma economia aberta opera com mais flexibilidade neste aspecto. Um aumento da demanda numa situação de desemprego de recursos produtivos provocaria nesta economia efeitos similares aos causados numa economia fechada, pois em ambos os casos haveria aumento de produção, com a utilização de recursos produtivos anteriormente desempregados.

Quando não há capacidade ociosa, porém, uma maior demanda gera impactos na balança comercial, pois as importações aumentariam para complementar a oferta interna, a qual, repita-se, não pode se alterar no curto prazo. Desta forma, não havendo impedimentos às importações, o aumento da demanda não provocaria inflação¹⁴².

A economia brasileira passava por um período de aproximadamente cinco anos de expansão da atividade econômica quando ocorre a descompressão creditícia de Rui Barbosa. Pode-se supor que havia poucos recursos ociosos nesta economia que pudessem ser empregados na produção voltada para o mercado interno. Neste sentido, deduz-se que haveria certa pressão sobre a balança comercial via aumento das importações. No entanto o problema é mais grave.

Como se tratava de uma economia com um grau diversificação produtiva muito baixo, um aumento na demanda interna implicava necessariamente importações maiores, que seriam pagas com a exportação de primários, com ênfase no café. Independente de haver ou não recursos produtivos desempregados no país, a falta de uma estrutura produtiva diversificada - que pressupõe técnica e capital para aglutinar produtivamente estes recursos

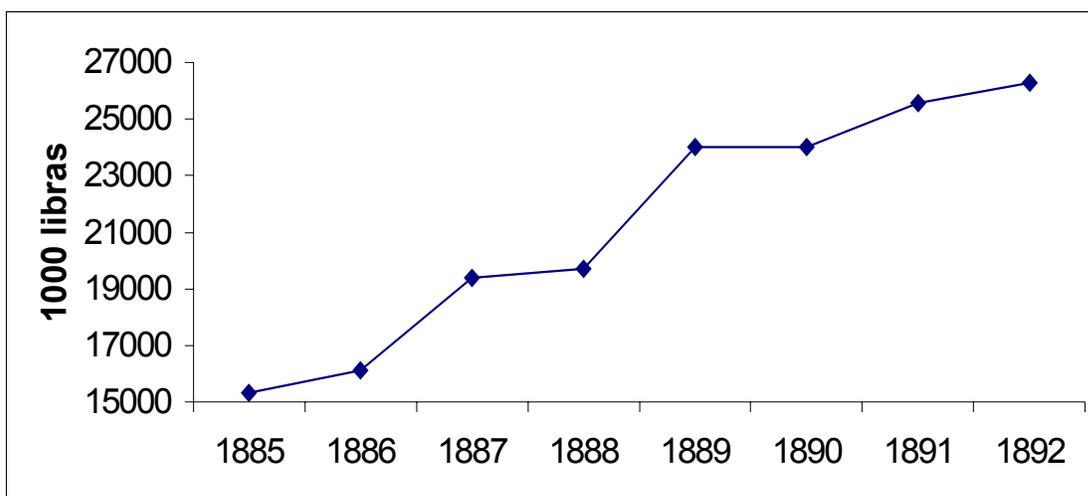
¹⁴¹ Sob condições normais, a oferta agregada potencial é fixa para baixo também, pois é improvável a destruição de máquinas e a morte atípica de trabalhadores. Estes eventos seriam possíveis em casos de guerra, catástrofes naturais ou pela disseminação de doenças infecciosas fatais.

¹⁴² Esta simplificação não incorpora, por exemplo, o fato de haver bens não transacionáveis - *non tradeables* - na economia. Na prática, a importação é um freio perfeito apenas para os preços do setor de bens transacionáveis - *tradeables*. Para os setores de produção não transacionável, como infra-estrutura e serviços, os efeitos são apenas indiretos.

ociosos - fazia com que um maior nível na atividade econômica sempre gerasse pressões diretas na balança comercial via aumento das importações.

O gráfico XXIII demonstra, em valores, o comportamento ascendente das importações para os anos finais do Império e para os dois primeiros anos do Regime Republicano.

Gráf. XXIII: Importações brasileiras nos anos de 1885 e 1892 (em libras)¹⁴³



Fonte: IBGE (1987, p. 523)

Como é possível observar, as importações cresceram ininterruptamente no período analisado. Em 1885 importava-se 15,3 milhões de libras, enquanto em 1892 importava-se 26,3 milhões de libras, uma variação superior a 72% num período de 7 anos. Confirma-se o impacto que um maior nível de atividade econômica possui sobre as importações numa economia como a brasileira.

¹⁴³ Como as informações do gráfico abrangeram o período em que houve a mudança do ano fiscal, foi feita uma aproximação para o ano de 1887, pois apenas há disponível o valor para o segundo semestre de 1887. Os valores do primeiro semestre de 1887 encontram-se em 1886, que retrata, na verdade, o segundo semestre de 1886 e o primeiro semestre de 1887. Este valor foi multiplicado por dois para que o gráfico demonstrasse o comportamento crescente das importações sem uma interrupção artificial. No entanto, ressalta-se que foi realizado um exercício tosco, pois pressupõe-se que as importações realizadas no ano são distribuídas igualmente em ambos semestres, o que não é, necessariamente, condizente com a realidade.

Com o aumento das importações, *coeteris paribus*, criar-se-ia uma pressão sobre o balanço de pagamentos, pois o saldo da balança comercial decairia. Na hipótese de este aumento das importações ser acompanhado por um aumento das exportações, não haveria maiores problemas. Porém, tão logo houvesse uma menor entrada de divisa pelas exportações, as importações deveriam ser diminuídas, o que era possível via medidas recessivas. Este processo, muitas vezes, é mais deletério que o tradicional ciclo *stop-and-go*. Associado, no caso, às restrições externas, pode-se verificar não a interrupção do crescimento econômico, mas a sua própria retração, numa situação cíclica similar a um *go-and-back*.

Entretanto, a renda gerada pelas exportações multiplicava-se na economia, pois havia um incipiente mercado interno. Na verdade, na medida em que avançava a instituição da mão-de-obra assalariada, aumentava-se a remuneração de fatores. A partir de então, a renda das exportações não se restringia ao latifundiário, sendo parte direcionada aos trabalhadores que demandariam bens importados e bens das incipientes manufaturas nacionais. Essa injeção de recursos monetários via renda da exportação ia se multiplicando na economia.

Este multiplicador é conhecido, na teoria econômica, por multiplicador keynesiano e será tão maior quando menor a propensão a poupar que os agentes possuem para uma renda adicional recebida. Para o caso dos assalariados, entende-se que a propensão marginal a poupar é muito baixa, o que faz com que a renda que recebem seja multiplicada por um fator superior ao que seria a renda dos fazendeiros, com uma propensão marginal a poupar maior.

Quando as exportações eram comprimidas, os efeitos da renda das exportações anteriores, gerando demanda por produtos importados, ainda continuavam sobre a economia, havendo uma "tendência ao desequilíbrio externo". Este desequilíbrio poderia ser evitado caso a conta capital trabalhasse a favor do país neste momento. Mas era justamente nestas situações que os recursos externos tornavam-se escassos, acentuando-se o desequilíbrio que se formava.

Especificamente para os anos de 1890 e 1891, a piora no saldo comercial confirma a interpretação de Furtado para as instabilidades financeiras relacionadas à expansão de crédito.

Se de uma maneira geral Furtado relaciona a taxa cambial ao comportamento do preço do café, seguindo o trabalho de WILEMAN (1896), como visto no segundo capítulo, para os anos 1890 o autor é inequívoco em relacionar a depreciação do câmbio à expansão creditícia:

A transição de uma prolongada etapa de crédito excessivamente difícil para outra de extrema facilidade deu lugar a uma febril atividade econômica como jamais se conhecera no país. A brusca expansão da renda monetária acarretou enorme pressão sobre a balança de pagamentos. A taxa média de câmbio desceu de 26d., em 1890, para 14 em 1893, e continuou declinando nos anos seguintes, até o fim do decênio, quando alcançou 8,2d.¹⁴⁴

A explicação de Furtado - logicamente consistente e com boa adesão à realidade - é, no entanto, de certa forma, resumida, não abarcando algumas especificidades que, para este trabalho, fazem-se necessárias.

4.3 - Algumas observações adicionais

O esquema interpretativo de Furtado pode ser resumido da seguinte forma: a expansão do crédito (i) implica um maior nível de atividade (ii), o que vai pressionar o balanço de pagamentos (iii) com impactos diretos sobre o câmbio (iv). Este raciocínio, enfatiza-se, é logicamente consistente. Porém, algumas considerações fazem-se necessárias aqui¹⁴⁵.

A passagem do item (i) para o item (ii), o aumento do crédito aquecendo a economia, não requer discussão. Esta relação apenas não se confirmaria em situações extremas que levassem a uma queda autônoma em um ou mais itens da demanda agregada, quais sejam, o consumo e o investimento privados, o gasto público e as exportações líquidas.

Outro ponto é a passagem do item (ii) para o item (iii) - o aquecimento da economia piorando a balança comercial e deteriorando o balanço de pagamentos. Tem-se no caso brasileiro que um maior nível de atividade necessariamente aumenta as importações, piorando a balança comercial, com impactos negativos sobre o balanço de pagamentos.

¹⁴⁴ FURTADO (1972, p. 171 - 172)

¹⁴⁵ Estas observações foram apresentadas, preliminarmente, em BOTELHO JR. (1999).

Esta afirmação traz, implícita, a idéia de que as exportações não se alteram ou diminuem-se, de que a conta capital e a balança de serviços ou mantêm-se sem alterações ou pioram, acentuando o problema externo, e de que a produção interna não responde ao aumento da demanda.

No primeiro caso, constata-se que, caso as exportações aumentem em concomitância ao aumento do nível de atividade econômica, não haveria maiores restrições ao aquecimento da economia. Mas seria salutar a um país associar seu crescimento ao crescimento das suas exportações¹⁴⁶? Trata-se de uma estratégia arriscada e, para o caso brasileiro, inviável. Depender do aumento das exportações seria depender do crescimento de outros países. Este seria o risco a ser enfrentado pela economia: ter seu crescimento econômico diretamente relacionado ao crescimento das economias importadoras.

Mas para um sistema econômico com as características do brasileiro, não é a dependência em si o problema principal. Com a pauta de exportações baseada nos produtos primários, e tendo estes produtos uma elasticidade-renda inferior à dos produtos industrializados, mesmo que as economias importadoras crescessem, as importações destes produtos não cresceriam na mesma intensidade. Por outro lado, quando a renda brasileira crescesse, a demanda pela importação de manufaturados aumentaria em intensidade superior ao aumento da renda, pois a elasticidade-renda destes produtos é muito elevada, mormente para países subdesenvolvidos.

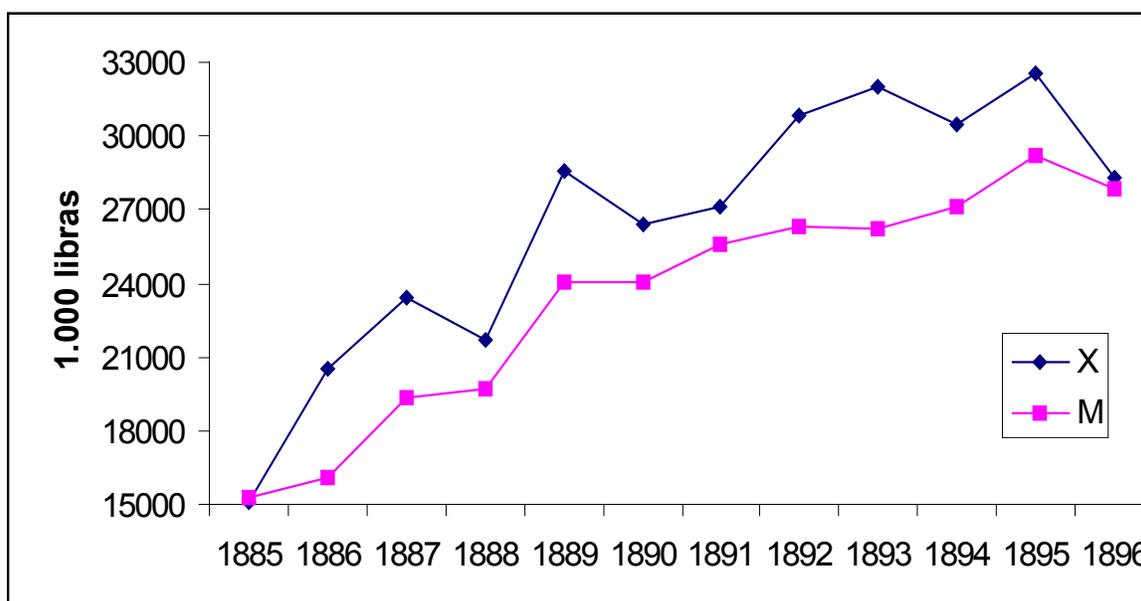
Como resultado de produzir produtos com baixa elasticidade-renda e importar produtos com elevada elasticidade-renda, o país enfrentaria uma constante tendência a problemas na balança comercial.

Apesar da inconsistência desta estratégia no longo prazo, deve-se observar novamente o comportamento das exportações e importações nos anos 1890 para verificar até que ponto estas variáveis explicam as instabilidades financeiras do período. O gráfico XXIV apresenta os valores exportados e importados entre os anos de 1885 e 1896.

Nota-se que as exportações apresentaram um comportamento ascendente, o que permitiu um saldo comercial regular nestes anos. A exceção é constatada para os anos 1888, em que não houve problemas cambiais, para o biênio 1890 e 1891, o que confirmaria a hipótese de Furtado, e para o ano de 1896.

¹⁴⁶ Este ponto foi corretamente observado por OLIVEIRA (1999).

Graf. XXIV: Comportamento das exportações e importações entre 1885 e 1896 (em 1.000 libras)¹⁴⁷



Fonte: IBGE (1987: p. 523)

Entretanto o saldo comercial amplia-se no triênio 1892 - 94 a despeito das importações maiores, como é possível verificar a partir do aumento da área entre a linha superior - exportações - e a linha inferior - importações. Portanto, a balança comercial não causou constrangimentos ao balanço de pagamentos neste período, não confirmando a interpretação de Furtado.

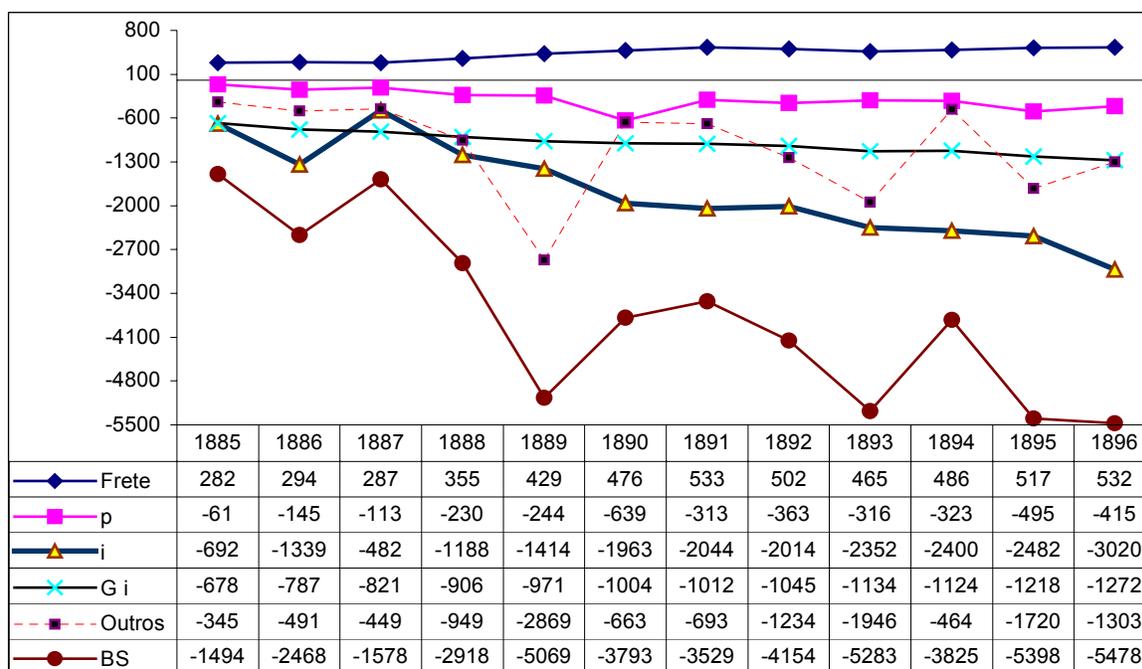
É necessário, então, retornar à análise dos dados da balança de serviços e da conta capital¹⁴⁸, pois a interpretação de Furtado traz implícita a idéia de que se mantiveram constantes ou pioraram. O gráfico XXV apresenta as principais rubricas da balança de serviços para os anos de 1885 e 1896.

¹⁴⁷ Tal como no gráfico XXVIII, os valores do ano de 1887 sofreram uma aproximação em virtude da modificação do ano fiscal em que se basearam as estatísticas.

¹⁴⁸ Ressalta-se, novamente, a precariedade das estatísticas brasileiras, o que, em certa medida, compromete sua as análises feitas a partir deles.

Observa-se que a rubrica navegação (frete) comporta-se favoravelmente, mas é de magnitude desprezível. As rubricas remessas de lucros (p) e garantias de juros (G i) comportam-se adversamente, mas não na intensidade da rubrica pagamento de juros (i), a qual explica, em grande parte, o aumento do déficit da balança de serviços (BS). Entretanto, este aumento do déficit não ocorre de maneira contínua ao longo dos anos devido ao comportamento das outras rubricas, muito inconstantes no período.

Graf. XXV: Comportamento das principais rubricas da balança de serviço entre os anos de 1885 e 1896 (em 1.000 libras)¹⁴⁹



Fonte: FRANCO (1991, p. 58 e 59)

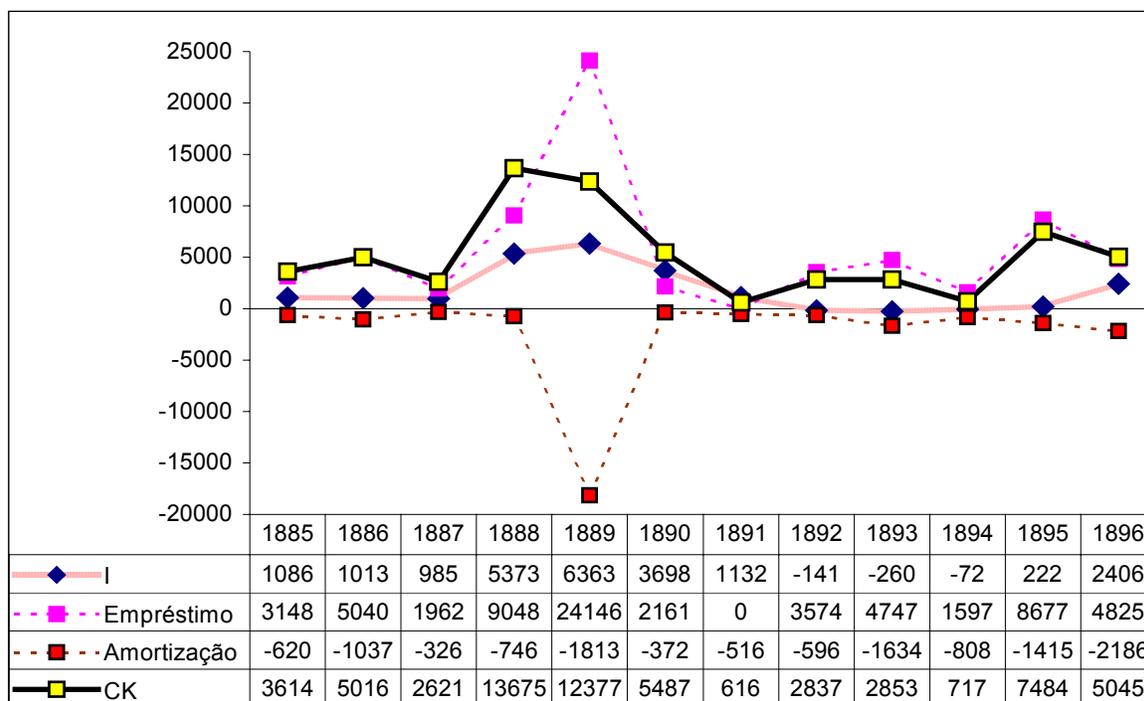
Percebe-se então um aumento sensível no déficit da balança de serviços em grande medida impulsionado pelo crescente pagamento de juros da dívida externa pública e privada¹⁵⁰. Somando à conta da balança de serviços a balança comercial, tem-se a conta de transações correntes, crescentemente deficitária entre os anos de 1893 e 1896, conforme demonstrado no gráfico XVIII do segundo capítulo.

¹⁴⁹ No ano de 1887, leia-se segundo semestre de 1887, em virtude da modificação do ano fiscal.

¹⁵⁰ Embora predominantemente pública.

Quanto à conta capital, o gráfico XXVI apresenta as principais rubricas em separado.

Graf. XXVI: Comportamento das principais rubricas da conta capital entre os anos de 1885 e 1896 (em 1.000 libras)¹⁵¹



Fonte: FRANCO (1991, p. 58 e 59)

A rubrica investimento direto (I) cresce significativamente até 1889 e tem um comportamento descendente a partir deste ano, tornando-se inclusive negativa no triênio 1892 - 94. As amortizações têm um comportamento relativamente estável ao longo do período, com exceção para o ano de 1889. Os dados discrepantes das rubricas amortização e empréstimo em 1889 referem-se a um empréstimo de consolidação que houve neste ano, sendo apenas uma expressão contábil de uma operação financeira que, segundo os contemporâneos, desagruaria o serviço da dívida externa¹⁵².

¹⁵¹ No ano de 1887, leia-se segundo semestre de 1887, em virtude da modificação do ano fiscal.

¹⁵² BOUÇAS (1950).

Como esperado, o comportamento da conta capital (CK) vai ser explicado, em grande parte, pela rubrica empréstimos. A entrada de recursos na forma de empréstimo é crescente, como já abordado no segundo capítulo, até o ano de 1889, caindo sensivelmente a partir de então sendo, inclusive, nula no ano de 1891.

Verificou-se, até o momento, que as exportações seguiram, em certa medida, o aumento verificado nas importações. Foi constatado também uma piora na balança de serviços derivada de um maior serviço da dívida externa e o comportamento adverso da conta capital no período. Foi a conta capital, associada à rigidez da balança de serviços, que impactou negativamente o balanço de pagamentos a partir de 1890. Este último foi negativo nos anos de 1891 e 1894 e quase não fechou nos anos de 1893, 1896 e 1897. Portanto, se o balanço de pagamentos explica o comportamento do câmbio, o que é bem plausível, ao menos para o médio e longo prazo¹⁵³, não foi a balança comercial a vilã para os anos 1890, mas sim a conta capital e a balança de serviços. Quando a balança comercial se deteriora em 1896, apenas precipita-se a insustentabilidade das contas externas brasileiras.

A partir destas considerações, não seria incorreto afirmar que - dado o comportamento adverso da conta capital numa situação de expansão do crédito, por motivos já vistos no segundo capítulo - a balança comercial deveria apresentar um comportamento favorável superior ao que apresentava até a alteração da política monetária, a fim de se evitar constrangimentos no balanço de pagamentos. Neste caso o saldo comercial aumentaria, diminuindo o déficit em transações correntes e prescindindo os recursos de financiamento ou investimento.

Antes de se trabalhar a última afirmação de Furtado de que uma maior pressão sobre o balanço de pagamentos causaria impactos imediatos sobre o câmbio, deve-se discutir o fato de um maior nível de atividade aumentar as importações, piorando o balanço de pagamentos. A relação direta entre crescimento econômico e aumento das importações vigora em qualquer economia, mas é tão mais intensa quanto menor for a diversificação desta. Tem-se implícita a idéia de que a estrutura produtiva não responde a um aumento da demanda. Para o caso brasileiro, não se trata de alguns setores da economia possuírem ou não capacidade instalada ociosa. Trata-se, na verdade, da própria existência destes setores.

¹⁵³ Pois no curto prazo a manipulação e os movimentos especulativos predominam.

Com a colonização que aqui se fez, voltada para exploração, a diversificação produtiva não encontrou viabilidade econômica e política nos primeiros séculos¹⁵⁴. Quando uma incipiente diversificação iniciou-se na economia escravista mineira, esta foi impedida pela metrópole, a qual não permitiu a existência de diversos setores manufatureiros na Colônia. Dos setores têxteis ao ofício de ourives, passando pela indústria de ferro, os impedimentos portugueses podaram um inicial processo de diversificação produtiva por que passava a economia brasileira¹⁵⁵.

Durante a primeira metade do século XIX a situação não foi essencialmente diferente neste sentido. Não obstante a vinda da corte portuguesa para o Brasil e a posterior independência política, a economia encontrava-se concentrada na exportação de produtos primários até a primeira metade deste século.

Seria salutar indagar por que num momento como a segunda metade do século XIX, em que diversas economias se industrializaram¹⁵⁶, o Brasil não alterou sua estrutura produtiva?

A política monetária do Império foi, basicamente, uma política conservadora. Este conservadorismo, embora abandonado em alguns momentos por claro pragmatismo, tornou o crédito muito escasso, principalmente nas duas últimas décadas do Império. Por que teriam os Gabinetes monárquicos agido desta forma?

Como abordado no primeiro capítulo, Furtado aponta a fé na doutrina do padrão-ouro, resultando na "miragem" da conversibilidade, o motivo pelo qual o Governo brasileiro manteve uma política monetária restritiva. Outrossim, a partir da visão convencional prevalecente, manter o câmbio ao par era garantia de uma economia estável e da estabilidade da própria riqueza.

Para o Estado brasileiro, além do possível componente doutrinário ou da suposta crença na relação entre estabilidade cambial e estabilidade da riqueza, uma folga no crédito,

¹⁵⁴ A respeito dos determinantes fundamentais do processo de colonização, ver PRADO JR. (1969).

¹⁵⁵ PRADO JR (1977). FURTADO (1972) discorda da importância da lei de 1785, pois não houvera, na Colônia, condições técnicas suficientes para a elaboração de manufaturas. Estas condições técnicas mínimas não se apresentavam aqui devido a problemas estruturais da constituição da economia colonial, como a mão-de-obra escrava e o latifúndio.

¹⁵⁶ Conforme citado no terceiro capítulo, em OLIVEIRA (1985) encontra-se uma rica análise sobre a primeira e a segunda onda de industrializações atrasadas.

podendo causar desvalorização do mil-réis, tornaria mais pesado o pagamento do serviço da dívida, desagradando aos investidores externos e deteriorando as contas fiscais¹⁵⁷.

Não obstante, se o crédito era uma condição necessária, não era uma condição suficiente. Na hipótese de uma folga creditícia que impulsionasse um incipiente processo de diversificação, necessariamente a intensificação da atividade econômica teria por limite as restrições externas que logo apareceriam.

Ainda que esta diversificação fosse substitutiva de importações, sabe-se que este tipo de industrialização ao mesmo tempo em que é induzida pelo estrangulamento externo, induz novos estrangulamentos, pois cria demanda por insumos e bens de capitais normalmente fabricados no exterior. Por sua vez, a substituição de importações nestes setores é o ponto nevrálgico do processo, tendo demandado, no caso brasileiro, uma forte presença do Estado na segunda metade do século XX. Além de tornar mais rígida a pauta de importações, ao aumentar a renda interna, a um dado coeficiente de importação, está-se pressionando ainda mais a balança comercial¹⁵⁸.

As iniciativas que surgiam naturalmente na economia cafeeira enfrentavam - além dos obstáculos relacionados às barreiras tecnológicas¹⁵⁹ e à ausência de escala de produção devido ao relativamente pequeno mercado interno - a ausência de crédito. E não poderia ser diferente, pois a expansão creditícia, como visto, necessariamente teria fôlego curto.

Verifica-se aqui que as respostas à indagação que se faz devem ser encontradas além da interpretação econômica - escopo deste trabalho. O raciocínio econômico esgota-se antes de alcançar uma explicação satisfatória para o problema da economia brasileira na segunda metade do século XIX.

¹⁵⁷ Indaga-se porém se não havia pressões, seja por parte dos fazendeiros ou dos incipientes industriais, como Mauá, por uma expansão do crédito. De acordo com VILLELA (1999), esta pressão existiu, mas a elite política atuava com relativa autonomia de interesses. Por exemplo, diante de circunstâncias como a possibilidade de uma desvalorização do mil-réis tornar mais pesados os compromissos externos, ter-se-iam desenvolvidos os interesses do Estado, os quais se sobrepujariam aos interesses de diversos setores da economia, o que seria, em certa medida, ajudado pelas dificuldades de comunicação no Império, como no caso da elite do Nordeste, cuja pressão sobre o comportamento da política monetária era difícil de se fazer. Estes interesses do Estado, em grande parte autônomos, cristalizaram-se na figura do Visconde de Itaboraí. Foi ele quem melhor os representou, abafando divergências que surgiam na própria classe política.

¹⁵⁸ TAVARES (1978).

¹⁵⁹ Apesar de serem barreiras ainda "ultrapassáveis", devido ao desenvolvimento tecnológico do período. Nesta época, foi possível a diversas economias o *catching-up*, ou seja, o alcance da tecnologia produtiva de fronteira dominada pelas indústrias inglesas. Ao final do século XIX, inclusive, algumas indústrias já ultrapassavam a inglesa em preço e qualidade, como o caso alemão e norte-americano.

Constata-se que, devido ao histórico colonial do país, em muito diferente do processo de colonização do norte dos E.U.A.¹⁶⁰, não foi possível à economia brasileira o desenvolvimento de uma estrutura produtiva diversificada. Observa-se que não houve a visão, por parte da elite política, de impulsionar o processo de industrialização no país, como o fez, por exemplo, o governo japonês.

Na segunda metade do século XIX os próprios Estados Nacionais incentivavam e participavam do processo de industrialização, criavam bancos e, via tributação, promoviam a transferência de renda do setor exportador para o setor manufatureiro. Nesta empreitada contavam, entretanto, com uma elite engajada na alternativa industrialista¹⁶¹.

Para entender o porquê de o Brasil não haver alterado sua estrutura produtiva, deve-se antes indagar o porquê de a elite política não haver apostado nesta alternativa, o porquê de a elite que aqui se instalou ser representante dos setores arcaicos - voltados à exportação de bens primários - em detrimento dos setores modernos - os quais atenderiam ao mercado interno. Esta questão, porém, encontra-se além da proposta do presente trabalho.

Diante deste quadro, inevitavelmente, um aquecimento econômico pressionaria a balança comercial via importações. Para os anos 1890, no entanto, o aumento das destas não explica as instabilidades financeiras que se verificaram, como foi extensamente demonstrado.

Por fim, retomando a interpretação de Furtado, resta a consideração de que uma pressão sobre o balanço de pagamentos (iii) causaria impactos imediatos sobre o câmbio (iv). A consideração procede, mas uma observação deve ser feita. Um balanço de pagamentos deficitário é um problema na medida em que não se opera sob um sistema monetário internacional adequado, o que era a realidade da época e que perdura até os dias atuais.

¹⁶⁰ Diferentemente do sul do país, a colonização do norte foi realizada por europeus que fugiam de conflitos políticos e religiosos e chegavam à Colônia com a intenção de reconstruir suas vidas. Tratava-se de uma colonização de povoamento, baseada na pequena propriedade e no espírito individualista. Já a colonização do sul do país aproxima-se da realizada no Brasil, com objetivos de explorar, baseada na grande propriedade, na monocultura e na escravidão. Até a Guerra de Secessão, os resultados econômicos desta região não diferiram, em essência, dos alcançados no Brasil

¹⁶¹ Vale ressaltar que a opção industrialista não seria de todo consensual na virada do século XX, como é possível observar no debate entre o desenvolvimentista Roberto Simonsen e o monetarista Eugênio Gudin. Mais, assistiu-se em fins do século XX a um debate dentro e fora do Governo brasileiro sobre estabilidade *versus* crescimento econômico. Neste último período, a opção pela estabilidade em detrimento do crescimento econômico não diferiu, radicalmente, da opção que a elite política brasileira fez na segunda metade do século XIX.

Sob um sistema monetário mais eqüitativo, como o proposto por Keynes em Bretton Woods, certamente o problema de um balanço de pagamentos deficitário não demanda medidas extremas que coloquem em risco o crescimento econômico ou causem problemas graves no câmbio. Neste sentido, não se pode desprezar as assimetrias do padrão-ouro, principalmente no que se refere à ausência da "solidariedade internacional" para os países periféricos. Esta assimetria, contudo, não é essencialmente diferente da que se verifica atualmente (2002) sob o sistema monetário internacional¹⁶².

A partir desta consideração, da não divisão do ônus do ajuste e da ausência da solidariedade internacional, é possível aceitar os impactos de um balanço de pagamentos deficitário sobre a taxa cambial.

¹⁶² A despeito da criação do FMI, também em Bretton Woods, a incidência do ônus do ajuste apenas sobre os países deficitários termina por fazer com que este seja recessivo, pois não cabe prescindir analiticamente de um fato real que é a inflexibilidade de preços e salários na economia.

5 - Conclusão

O objetivo final deste trabalho é entender as instabilidades financeiras por que passou a economia brasileira nos anos 90 do século XIX.

No primeiro capítulo foram revistos os principais episódios monetários e financeiros do Império. Tendo por objetivo subsidiar o estudo dos anos 90, verificou-se a impossibilidade de se manter a restrição monetária nos níveis em que se encontrava no período imediatamente anterior à Proclamação da República. A falta de numerários causava diversos óbices às relações econômicas; o problema tendia a se agravar devido ao aumento na demanda por moeda esperado com a consolidação da mão-de-obra assalariada.

A partir deste contexto é possível entender a Reforma de Rui Barbosa. Ao afrouxar o crédito, fê-lo em excesso. É certo também que a atmosfera especulativa que se iniciara no Império em muito contribuiu para o fracasso da proposta. Como consequência das medidas equivocadas de Rui Barbosa, assistiu-se ao fortalecimento do processo especulativo, que viria a se consolidar no ano de sua demissão.

Verificou-se que a entrada de recursos externos cessaram no período. Era clara a insatisfação dos credores com os rumos que a economia vinha tomando. O resultado da expansão imoderada de crédito associada à ausência de capitais externos foi a desvalorização cambial.

Enquanto a balança comercial apresentava um resultado positivo, devido ao comportamento excepcional das exportações, "fechando" o balanço de pagamentos, foi possível contornar as diversas instabilidades internas, sejam fiscais, monetárias e até mesmo militares. Com a queda nas exportações em 1896, não houve como continuar prorrogando o ajuste, que veio forte, auxiliado por um *funding*.

No terceiro capítulo buscou-se analisar a importância das assimetrias do padrão ouro para o comportamento da economia brasileira. Constatou-se que os mecanismos clássicos que se referem a uma piora nos termos de intercâmbio conjugada com a deterioração da conta capital não procedem para o Brasil. No entanto, a falta da "solidariedade internacional", presente entre os países centrais, ajuda a explicar não a instabilidade financeira em si, mas sua intensidade.

Para compreender a instabilidade verificada no período era necessário olhar para o próprio país. A interpretação monetarista, no entanto, pouco ajudou neste sentido. A relação entre expansão do crédito e deterioração do balanço de pagamentos, presente na obra de Celso Furtado, possuía consistência lógica mas não aderiu completamente à realidade. Para os anos 90, não foi o aumento da importação derivada da expansão do crédito que estrangulou o balanço de pagamentos, pois as exportações acompanharam este aumento, mantendo o saldo comercial médio na primeira metade da década.

Enquanto a balança de serviços apresentava-se crescentemente negativa, a conta capital praticamente deixou de financiar o balanço de pagamentos. Houve resistência externa à mudança de regime político. Esta resistência aumentou devido às políticas expansionistas de Rui Barbosa, posicionando-se contrariamente às receitas dos investidores externos, os quais sempre prescrevem apertos de liquidez.

Nesse ínterim, a crise do Barings com a moratória argentina consolida a ausência de capitais externos no país.

Verificou-se então que o *boom* de atividade econômica foi contido não apenas pelos seus excessos, mas também pelo corte no crédito externo. Novamente foi obrigada a economia brasileira a frear o crescimento econômico pelas restrições externas.

Concluiu-se que os constrangimentos causados pelas contas externas no Brasil são acentuados devido à própria estrutura da economia. A expansão creditícia, por falta de diversificação produtiva, sempre pressiona as importações. Apenas na hipótese de um aumento considerável nas exportações ou de uma conta capital benevolente, o que não era condizente com a realidade, poderia a economia brasileira crescer.

Constatou-se também ser impróprio considerar que o baixo grau de diversificação da economia, o qual encontra raízes profundas no próprio processo de colonização, estava diretamente relacionado à própria política monetária do Império, que manteve, com exceções, a economia com aperto de liquidez até a Proclamação da República.

Para o Estado brasileiro, aumento de crédito e desvalorização da moeda apenas trariam problemas, na medida em que o custo da dívida externa aumentaria em contos. O Governo arrecadava em contos de réis e pagava o serviço da dívida em libra. Se a libra se valorizasse, os juros aumentariam em moeda nacional. Os investidores externos,

preocupados com a solvência de seu grande devedor, também posicionavam-se contrários à desvalorização.

Entretanto, dada a estrutura da economia brasileira, o crédito não era condição suficiente para a diversificação produtiva. Sua expansão, permitindo uma maior diversificação da economia, necessariamente comprometeria a balança comercial, pois as empresas responsáveis por esta diversificação demandariam insumos e bens de capital produzidos no exterior, acentuando-se o estrangulamento externo. Ademais, o aumento da renda interna que se verificaria ao longo do processo geraria, a um dado coeficiente de importações, maiores demandas por esta última.

Portanto, uma estrutura de oferta especializada em produtos primários de exportação engendra fragilidades externas obstaculizadoras do crescimento econômico. Este torna-se dependente do aumento das exportações, ou seja, do crescimento econômico dos países centrais. Esta alternativa, porém, é inconsistente no longo prazo devido às diferentes elasticidades-renda entre os produtos primários que o país produzia e os industrializados que importava.

O entendimento desta estrutura, no entanto, escapa à teoria econômica. Faz-se necessário entender o próprio arcaísmo da elite política brasileira. A partir daí seria possível entender o porquê de a estrutura econômica do país ser tão pouco condizente com um projeto de desenvolvimento.

Bibliografia

- ANDRADA, Antônio C. R. de. *Bancos de emissão no Brasil*. Rio de Janeiro: Leite Ribeiro, 1923.
- ARRUDA, José J. *O Brasil no comércio colonial*. São Paulo: Editora Ática, 1980.
- AGUIAR, Pinto de. *Rui e a economia brasileira*. Rio de Janeiro: Fundação Casa de Rui Barbosa, 1973
- BERNSTEIN, Peter L. *O poder do ouro: a história de uma obsessão*. Rio de Janeiro: Campus, 2001.
- BESOUSHET, Lídia. *Mauá e seu tempo*. Rio de Janeiro: Nova Fronteira, 1978.
- BOTELHO JR., Cid de O. "A economia brasileira na segunda metade do sec. XIX: algumas considerações". In: ANAIS ANPEC, p. 2146 e 2147, 1999.
- BOUÇAS, Valentim. *História da dívida externa*. Rio de Janeiro: Edições Financeiras S. A., 1950.
- CALÓGERAS, João Pandiá. *A política monetária no Brasil*. São Paulo: Companhia Editora Nacional, 1960 (publicado originalmente em 1910).
- CANO, Wilson. *Raízes da concentração industrial em São Paulo*. Rio de Janeiro: Difel, 1977.
- CARREIRA, Liberato de Castro. *História financeira e orçamentária do Império do Brasil*. Brasília: Senado Federal, Fundação Casa de Rui Barbosa / MEC, 1980.
- CAVALCANTI, Amaro. *Resenha financeira do ex-Império do Brasil*. Rio de Janeiro: Imprensa Nacional, 1889.
- CAVALCANTI, Jacob. *Histórico da dívida externa federal*. Rio de Janeiro: Imprensa Nacional, 1923
- CECCO, Marcelo de. *Money and empire, the international gold standard, 1890 – 1914*. Oxford: Basil Blackwell, 1974.
- COSTA, Fernando N. da. *Economia monetária e financeira: uma abordagem pluralista*. São Paulo: Makron Books, 1999.
- COSTA, Wilma P. da. "A questão fiscal na transformação republicana - continuidade e descontinuidade". In: Economia e Sociedade, Campinas, n. 10, jun. 1998.
- CUNLIFFE COMMITTEE, "Cunliffe committee on currency and foreign exchanges after the war". In: EICHENGREEN, Barry (org.). *The gold standard in theory and history*. London: Methuen, 1985.
- EICHENGREEN, Barry. *Globalizing Capital: a history of the international monetary system*. Princeton: Princeton University Press, 1996.
- FAUSTO, Bóris. *História do Brasil*. São Paulo: Edusp, 1988.
- FISHLOW, Albert. "Lições da década de 1890 para a de 1980". In: Pesquisa e Planejamento Econômico, n. 17 (3), 1987.
- _____. "Origens e conseqüências da substituição de importações no Brasil". In: VERSIANI, Flávio R. & BARROS, José R. M. de (orgs.). *Formação Econômica do Brasil: a experiência da industrialização*. São Paulo: Saraiva / ANPEC, 1978.

FRANCO, Gustavo H. B.. “Taxa de câmbio e oferta de moeda 1880 - 1897: uma análise econométrica”. In: Revista Brasileira de Economia, n. 40 (1), 1986.

_____. *Reforma monetária e instabilidade durante a transição republicana*. Rio de Janeiro: BNDES, 1987.

_____. “O balanço de pagamentos no Brasil, 1870-1900: novas estimativas”. Texto para discussão n. 201, PUC-RJ, 1988.

_____. *A década republicana: o Brasil e a economia internacional – 1888/1900*. Rio de Janeiro: Série PNPE – IPEA, 1991.

FORD, Alec G.. “The working of gold standard before 1914”. In: EICHENGREEN, Barry (ed.). *The gold standard in theory and history*. London: Methuen. 1985.

FURTADO, Celso. *Formação econômica do Brasil*. São Paulo: Companhia Editora Nacional, 1972.

GALBRAITH, John K. *O colapso da Bolsa, 1929*. Rio de Janeiro: Expressão e Cultura, 1972.

GRANZIERA, Rui G. *A Guerra do Paraguai e o capitalismo no Brasil: moeda e vida urbana na economia brasileira*. São Paulo: Hucitec / Unicamp, 1979.

GOLDSMITH, Raymond W. *Brasil 1850 - 1984: Desenvolvimento financeiro sob um século de inflação*. São Paulo: Ed. Harper & Row do Brasil, 1986.

GUIMARÃES, Carlos G. *Bancos, economia e poder no Segundo Reinado: o caso da sociedade bancária MAUÁ, MACGREGOR & COMPANHIA (1854-1866)*. São Paulo, Tese de Doutorado: FFLCH - USP, 1997.

HUME, David.. “On the balance of trade”. In: EICHENGREEN, Barry. *The gold standard in theory and history*. London: Methuen. 1985. (Publicado inicialmente em 1752).

IBGE. *Estatísticas históricas do Brasil*. Rio de Janeiro: IBGE. Vol. 3, 1987.

KEYNES, John Maynard. *Essays in Persuasion*. London: Macmillan, 1932.

_____. *The Treatise on Money*. London: Macmillan, 1930.

KRUGMAN, Paul & OBSTFELD, Maurice. *Economia Internacional: teoria e política*. São Paulo: Makron Books, 4ª edição, 1999.

LEVY, Maria B. *História da Bolsa de Valores do Rio de Janeiro*. Rio de Janeiro: IBMEC, 1977.

LUZ, Nícia Vilela. *A luta pela industrialização do Brasil*. São Paulo: Alfa Ômega, 1960.

_____. *Idéias econômicas de Joaquim Murtinho: cronologia, introdução, notas bibliográficas e textos selecionados*. Brasília: Senado Federal; Rio de Janeiro: Casa de Rui Barbosa, 1980.

MELLO, João M. C. de. *O capitalismo tardio: contribuição à revisão crítica da formação e do desenvolvimento da economia brasileira*. São Paulo: Editora Brasiliense, 1982.

MELLO, Zélia M. C. de. *Metamorfoses da riqueza: São Paulo, 1845 - 1895*. São Paulo: Hucitec, 1990.

MILLIET, Sérgio. *Roteiro do café e outros ensaios: contribuição para o estudo da história econômica e social do Brasil*. São Paulo: Hucitec, 1982.

- NETTO, Antônio Delfim. *O problema do café no Brasil*. Rio de Janeiro: Ed. Fundação Getúlio Vargas, 1979.
- OLIVEIRA, Carlos Alonso Barbosa de. *O processo de industrialização: do capitalismo originário ao atrasado*. Campinas, Tese de Doutorado: IE - UNICAMP, 1985.
- _____. "A década infame". Entrevista à *Revista Carta Capital*, p. 35 - 36, mar. 1999.
- OURO PRETO, Visconde de. "Finanças". In: OURO PRETO, Visconde de *et alii. A década republicana*. Brasília: Ed. Universidade de Brasília, 1986 (publicado originalmente em 1899).
- PACHECO, Cláudio. *História do Banco do Brasil*. Banco do Brasil, vol. 3, 1973.
- PLESSIS, Alain. "The City". In: CHARLOT, Mônica & MARX, Roland (org.) *Londres, 1851 -1901: a era vitoriana ou o triunfo das desigualdades*. Rio de Janeiro: Jorge Zahar Ed., 1993.
- PRADO JR., Caio. *Formação do Brasil contemporâneo: colônia*. 9ª ed.. São Paulo: Brasiliense, 1969.
- _____. *História Econômica do Brasil*. 20ª ed.. São Paulo: Brasiliense, 1977.
- RIO, João Pires do. *A moeda brasileira e seu perene caráter fiduciário*. Rio de Janeiro: Livraria José Olympio Editora, 1946.
- SAES, Flávio A. M. *Crédito e bancos no desenvolvimento da economia paulista: 1850 - 1930*. São Paulo: Instituto de Pesquisas Econômicas - USP, 1986.
- SALLUM JR., Basílio. *Capitalismo e cafeicultura, oeste paulista: 1888 - 1930*. São Paulo: Duas Cidades, 1982.
- SCHULZ, John. *A crise financeira da abolição*. São Paulo: EDUSP, 1996.
- SOARES, Sebastião F. *Esboço ou primeiros traços da crise commercial da cidade do Rio de Janeiro em 10 de setembro de 1864*. Rio de Janeiro: Laemmert, 1865.
- SOUTO, Luiz R. V. *O papel moeda e o câmbio*. Paris: Imprimerie de Vaugirard, 1925.
- SOUZA, Carlos Inglês de. *A anarchia monetaria e suas consequencias*. São Paulo: Companhia Graphico-Editora Monteiro Lobato, 1924.
- TANNURI, Luiz A. *O encilhamento*. São Paulo: Hucitec / Funcamp, 1981.
- TAVARES, Maria da C. *Da substituição de importações ao capitalismo financeiro: ensaios sobre economia brasileira*. Rio de Janeiro: Zahar Editores, 1978.
- TRIFFIN, Robert. *O sistema monetário internacional*. Rio de Janeiro: Ed. Expressão e Cultura, 1972.
- VERSIANI, Flávio Rabello. "Industrialização e economia de exportação: a experiência brasileira antes de 1914". In: *Revista Brasileira de Economia*, n. 34 (1), jan - mar 1980.
- VILLELA, André A. *The political economy of money and banking in Imperial Brasil: 1850-1870*. London, Tese de doutorado: London School of Economics and Political Science, 1999.
- WILEMAN, John P. *Brazilian exchange: the study of na inconvertible currency*. Buenos Aires: Gal. Brothers, 1896.