

As Conseqüências Econômicas da Ortodoxia Monetária, Cambial e Fiscal no Brasil entre 1889-1945 *

Carlos Manuel Pelaez **

1. Prefácio. 2. Introdução. 3. O Encilhamento no início da República 1889-1898. 4. A política de deflação durante uma contração dos negócios. 5. O primeiro fundo de estabilização e o abandono da ortodoxia durante a I Guerra Mundial. 6. A volta à ortodoxia. 7. A política de deflação durante a Grande Depressão. 8. Conclusão.

1. Prefácio

Esta monografia acompanha um trabalho meu mais amplo sobre o café, *Uma análise econômica do programa brasileiro de sustentação do café de 1906-45: teoria, política, e quantificação*. A idéia que originou essa monografia ocorreu-me no outono de 1964, durante um dos encontros de um seminário do Professor Rondo Cameron, na Universidade de Wisconsin, no qual Regina Ribeiro analisou a evolução do sistema monetário do Brasil, em termos de sua inacionalidade. Foi inacional, pois atrasou a industrialização e o crescimento do País. Tentei mostrar como as instituições monetárias foram moldadas de forma a atender aos interesses de classe dos plantadores de café brasileiros. Esta foi uma das grandes injustiças raciais do passado do Brasil. Agradeço a Regina e ao Professor Cameron pelo assunto estimulante. É o início de uma pesquisa para uma monografia mais abrangedora, *Uma história monetária do Brasil 1822-1970*.

* Original escrito no Rio de Janeiro, agosto de 1970.

** Vanderbilt University, Nashville.

Aos meus amigos e colegas da Fundação Getúlio Vargas, Drs. Sérgio Ramos da Silva e Wilson Suzigan devo várias críticas construtivas e orientação para a pesquisa. A assistência financeira, para êste ensaio, foi-me dada pelo Professor Annibal Villela. Minha monografia teria sido impossível se não tivesse sido feita uma séria reconstituição de industrialização no Brasil, nas bases as mais formais, abalizadas e quantitativas, pelo Professor Villela. O documento mais importante do economista é, naturalmente, o fornecimento de dados. A extensão da industrialização no Brasil e os vários *booms* (períodos de prosperidade) antes de 1945 não eram conhecidos antes do estudo do Professor Villela, *Fatores no crescimento econômico do Brasil, 1889-1945*, que abre um nôvo campo de pesquisa para os economistas brasileiros. Quaisquer méritos que essa monografia tenha se devem aos meus colegas do Instituto Brasileiro de Economia; as falhas são tôdas minhas.

Tirei grande proveito de conversas com o Dr. José Maria Gouvêa Vieira, especialmente sôbre a reforma de Murtinho. Santiago Fernandes foi excelente amigo e fonte, na realidade a fonte mais original, quanto à má gestão de Murtinho em termos de política monetária.

A George e Mary Pease, e Edlow e Carmen Parker, muitos agradecimentos por seus amáveis incentivos.

2. Introdução

Os economistas, comumente, preocupam-se com o baixo grau de industrialização e com a relativa pobreza do Brasil. A maior parte dos trabalhos empíricos sôbre os problemas econômicos do Brasil focaliza, naturalmente, o período do pós-guerra. Mas por que o Brasil não progredira até 1945?

Durante o século passado, uma das mudanças mais importantes na economia mundial foi o rápido crescimento e desenvolvimento das assim chamadas regiões de colonização recente.¹ Essas áreas de colonização re-

¹ O termo assim como um dos primeiros trabalhos sôbre o comércio e desenvolvimento foram introduzidos por Folke Hilgerdt no seu clássico *Industrialização e comércio exterior*. Muitas das suas idéias foram subseqüentemente desenvolvidas em uma das primeiras teorias modernas de desenvolvimento por Ragnar Nurkse. Veja-se *Problemas de formação de capital em países sub-desenvolvidos* e Equilíbrio e crescimento na economia mundial: *Ensaio Econômico*, de Ragnar Nurkse, editado por G. Narberler. O Professor Jacob Viner também foi um dos pioneiros no relacionamento entre comércio e desenvolvimento. Algumas das primeiras idéias de Viner e de Nurkse foram inicialmente introduzidas durante conferências no Instituto Brasileiro de Economia e Fundação Getúlio Vargas (IBRE-FGV) e, subseqüentemente, foram publicadas na *Revista Brasileira de Economia*. O Instituto Brasileiro de Economia, sob a direção do Prof. Gudin, colocou-se à frente das pesquisas sôbre desenvolvimento econômico em todo o mundo. Ao contrário da opinião dominante no Brasil, desde o início do século o exercício profissional dos economistas tem sido ativo. Em minha Uma nota sôbre três trabalhos clássicos para o desenvolvimento da ciência econômica no Brasil, recentemente publicada nesta Revista, e em meu

cente eram regiões onde começou a produção de produtos primários, principalmente de gêneros alimentícios, em amplas e férteis planícies e que, subseqüentemente, tornaram-se industrializadas e adiantadas. Os Estados Unidos, o Canadá, a Austrália, a Nova Zelândia, a África do Sul e, em menor escala, a Argentina e algumas áreas do Sul do Brasil, pertencem a essa categoria. Sir Dennis Robertson referiu-se a êsse modelo, como um modelo em que o comércio é um *motor de crescimento*.² A divisão internacional do trabalho entre os países industrializados e os então países em desenvolvimento (áreas de colonização recente) permitiu o influxo de capital e de trabalho qualificado, com os quais se alcançou o progresso. Um dos problemas mais críticos da história, nesse campo, é o de se saber por que o Brasil e a Argentina não conseguiram desenvolver-se juntamente com as outras áreas de colonização recente. Afinal, ambos os países receberam um grande influxo de trabalho e capital europeus, e tornaram-se grandes exportadores de produtos primários. Por que, então o Brasil ainda permanecia subdesenvolvido em 1945?

Na época em que a mão-de-obra européia afluía para o Brasil já havia vários fatores de industrialização. A análise econômica de fatos passados mostrou que a utilização de capital e de novas técnicas acompanhou o crescimento e o desenvolvimento em quase todos os países adiantados. As exceções, tais como a Nova Zelândia, são raras e podem ser deixadas de lado. O Brasil tem os recursos e o potencial de uma nação industrial, fato amplamente provado pela fase de expansão industrial do pós-guerra. Assim, em última análise, o insucesso do Brasil, em matéria de crescimento e desenvolvimento antes de 1945, foi um insucesso na industrialização. Uma explicação da existência do atraso no Brasil, em 1945, deve, portanto, explicar as causas do atraso da indústria.

Esta é a primeira de duas monografias que tentam explicar o atraso da indústria brasileira. Êsse atraso pode ser explicado em termos de dois fatores interdependentes, relacionados com a política governamental. Esta afirmativa é feita com a seriedade que se faz necessária para culparem-se as gerações passadas. Contudo, muito se pode lucrar da análise completa dos erros do passado.

Professor Simonsen no passado recente e futuro do Brasil: políticas de crescimento equilibrado a ser publicado próximamente em *Dados* pode ser analisada a contribuição dos economistas pioneiros no Brasil: Luiz Raphael de Vieira Souto, Jorge Kingston e Eugenio Gudin. Um estudo mais completo sobre o Desenvolvimento da ciência econômica no Brasil encontra-se em preparo. Todos êsses trabalhos constituirão parte de um livro — *Uma história monetária do Brasil 1822-1970* — de minha autoria e Wilson Suzigan, com financiamento de colaboração do Conselho de Pesquisa nas Ciências Sociais (Social Science Research Council).

² O futuro do comércio internacional. In: *Readings in the theory of international trade*.

Fator I, a mais importante política econômica que contribuiu para retardar a industrialização brasileira foi a proteção do setor café, em relação às demais atividades. A outra monografia, que acompanha este estudo, pretende demonstrar que a manutenção de um preço mínimo para o café por um período de 30 anos, distorceu as lucratividades relativas na economia brasileira, destruiu a vantagem comparativa do Brasil na produção do café e, com isso, impediu a utilização ótima dos recursos e a diversificação da economia com a industrialização e a evolução dos serviços.³

Fator II, políticas monetária, cambial e fiscal e bases institucionais contrárias à industrialização. O sistema monetário e bancário de um país deve ser orientado para a promoção da indústria, ou, do contrário a industrialização pode sofrer sério atraso. Esta, ao menos, foi a experiência de desenvolvimento da maioria das economias de mercado, como provam as evoluções históricas da Inglaterra, Escócia, França, Bélgica, Alemanha, Rússia, Japão e, mais complexamente a dos Estados Unidos.⁴ Se fosse aplicado ao Brasil o modelo de Joseph Schumpeter, a transmissão de tecnologia desempenharia o papel de inovação, visto que não havia tecnologia interna. O sistema monetário e bancário deveria ter fornecido liquidez para o estabelecimento de novas indústrias no Brasil com base em tecnologia estrangeira. Não sendo essa liquidez adiantada, ou sendo ela restringida, então a industrialização não podia ser atingida.

O desenvolvimento industrial foi retardado no Brasil, em grande parte, devido à inadequação de suas políticas monetária, bancária, cambial e fiscal. Essa inadequação foi causada pelo apoio avassalador dado às políticas de uma escola de pensamento, aqui definida como a escola da ortodoxia monetária.⁵ Seu filósofo mais importante foi Joaquim Murinho,

³ UMA análise econômica do programa brasileiro de sustentação do café 1906-45; teoria, política e mensuração, parte do projeto da Fundação Getúlio Vargas para estudo da história econômica do Brasil, dirigido pelo Dr. Annibal Villela, a ser publicado nesta revista no número 4/1971.

⁴ CAMERON, R. E. *O sistema bancário nos estágios iniciais da industrialização*.

⁵ O apoio dado a Murinho durante o período aqui estudado foi esmagador: RIBEIRO DE ANDRADA, Antonio Carlos. *Finanças e financistas de 1822-1922*. Rio, Imprensa Nacional, 1922. p. 24-6; TEIXEIRA VIEIRA, Dorival. *Evolução do sistema monetário brasileiro*. São Paulo, Faculdade de Ciências Econômicas e Administrativas, 1962. p. 203; ORTIÇÃO, Ramalho. *A moeda circulante no Brasil*. Rio, Tip. Jornal do Commercio, 1914. p. 115-39; GUANABARA, Alcindo. *A presidência Campos Salles: políticas e jinaças*. Rio, Laemmert, 1902; CALÓGERAS, J. Pandiá. *A política monetária do Brasil*. São Paulo, Companhia Editora Nacional, 1960; VIANA, Victor. *O Banco do Brasil: sua formação, seu engrandecimento, sua missão nacional*. Rio, tip. Jornal do Commercio, 1926; INGLEZ DE SOUZA, Carlos. *A anarquia monetária e suas consequências*. São Paulo, Monteiro Lobato, 1924. p. 308-30; INGLEZ DE SOUZA, Carlos. *Restauração da moeda no Brasil*. São Paulo, tip. Casa Garraux, 1926; AMARAL, Ângelo de. & OURO PRÊTO, Visconde de. *Finanças e riqueza pública*. (por volta de 1901); RIBEIRO DE ANDRADA, Antonio Carlos. *Bancos de emissão no Brasil*. Rio, Livraria Leite Ribeiro, 1923; COSTA, Affonso. *A caixa de conversão e taxa cambial*.

um homeopata que se tornou Ministro da Fazenda do Brasil entre 1898 e 1902. O mito Murinho sobreviveu à profissionalização da economia no Brasil e, até hoje, muitos economistas acreditam que sua reforma criou os incentivos para o crescimento econômico.⁶ Na realidade, uma triagem das fontes apenas evidenciou duas em que Murinho é criticado.⁷ Já é mais do que tempo de reconhecer as várias deficiências de uma das análises menos científicas dos problemas econômicos do Brasil.

A ortodoxia econômica é aqui definida como a implementação de três políticas que são desejáveis sob quaisquer condições econômicas: equilíbrio orçamentário, *austeridade* monetária, e *altas* taxas de câmbio. O remédio para uma contração dos negócios é restringir a oferta monetária, equilibrar o orçamento, e valorizar a taxa de câmbio. A moeda deveria ser facilmente conversível em ouro. O bem-estar econômico de um país depende em grande parte de grandes excedentes comerciais, pronta amortização das dívidas externas, moeda conversível e taxas de câmbio valorizadas.

A ortodoxia é incoerente com quase todas as metas de política econômica nacional. Primeiro, choca-se seriamente com a meta da estabilização econômica, em todas as teorias modernas. Em segundo lugar, a ortodoxia é conflitante com a meta de uma alta taxa de crescimento econômico por retardar a industrialização. O financiamento da transmissão de tecnologia é impossível quando há monopólio de emissão. A valorização cambial, feita artificialmente, diminui a posição competitiva da indústria. É verdade que os bens de capital podem ser importados a preços relativamente mais

Rio, Imprensa Nacional, 1910; RIBEIRO, Benedicto & GUIMARÃES, Mário Mazzei. *História dos bancos e do desenvolvimento financeiro do Brasil*. Rio, Pro Service, 1967. p. 131, que defende que Murinho era um teórico da quantidade de moeda, apesar de ser óbvio que Murinho não sabia e, provavelmente, não podia aprender o que era a teoria quantitativa da moeda, *Retrospecto Comercial do Jornal do Commercio*, num período de vários anos; FALCÃO, Waldemar. *O empirismo monetário no Brasil*. São Paulo, Companhia Editora Nacional, 1931; SOUZA COSTA, Artur. *Orçamento e contas públicas de 1935 a 1939*. Rio, Imprensa Nacional, 1940. p. 145; BAPTISTA, Homero. *Relatório 1920*. Ministério da Fazenda, p. 8; BULHÕES, Leopoldo de, *Relatório 1905*. Ministério da Fazenda. Esta lista poderia ser, facilmente, encomprada de maneira absurda. Quase todos os Ministros da Fazenda, entre 1898 e 1945, seguiram os princípios da ortodoxia.

⁶ Até mesmo Werner Baer e Celso Furtado elogiaram o trabalho de Murinho: "Furtado menciona Joaquim Murinho, ministro da fazenda nos anos 1898-1902, que pela primeira vez adotou um programa coordenado de política econômica, baseado em sistemática análise da situação econômica." Ver FURTADO. *Formação econômica do Brasil*, p. 195. IRWIN, R. D. *Industrialização e desenvolvimento do Brasil*. Homewood, 1965. p. 30, nota 20.

⁷ VIEIRA SOUTO, L. R. *O último relatório da Fazenda*. Rio, L. Malafaia Junior, 1902, um trabalho brilhante e pioneiro no desenvolvimento da ciência econômica no Brasil, recentemente redescoberto por Santiago Fernandes. *Ouro: a relíquia Barbosa*. Rio, 1967. Um grande número de economistas contemporâneos, porém, deu-se conta da má gestão de Murinho.

baixos quando se valorizam as taxas de câmbio. Mas a legislação brasileira incorporou, desde cedo, a isenção de taxas de importação para máquinas industriais e outras matérias-primas. O fator importante durante longo período foram os preços relativos dos bens finais, visto que as tarifas alfandegárias não eram *ad valorem*. Em terceiro lugar, a ortodoxia também entra em conflito com a meta de alocação ótima dos recursos. A sustentação de um preço mínimo para o café, enquanto são implementadas políticas monetárias ortodoxas, impede a diversificação da atividade econômica e assim leva a uma concentração de recursos em uma atividade exportadora de café não promissora. Em quarto lugar, choca-se a ortodoxia com a política social, pois perpetua uma distribuição injusta da renda que é, provavelmente, prejudicial ao crescimento, pelo fato de estar o comando dos recursos concentrado no setor da sociedade com o espírito menos voltado para a indústria.

O Ministro Murtinho enfatizou que os brasileiros eram inferiores em raça e força aos norte-americanos. Por isso, o desenvolvimento industrial não era possível no Brasil. Suas opiniões são bastante questionáveis. Na realidade, pode-se argumentar que a consequência econômica do Ministério Murtinho foi o atraso do desenvolvimento industrial realmente possível, que se realizou no pós-guerra. A história tem sido realmente boa demais com as políticas desesperadas e confusas do período 1898-1902.

2.1. Postscriptum — as consequências históricas de Rodrigues Alves

O Dr. Dênio Nogueira, redator-chefe desta Revista, demonstrou extraordinária paciência em oferecer um certo número de críticas eruditas e inteligentes a esta monografia. O propósito deste *postscriptum* é acusar minha dívida para com o Dr. Nogueira, apresentar suas críticas e remover os erros, concordando com êle.

O Dr. Nogueira ressaltou que esta monografia é injusta com a reputação histórica de Rodrigues Alves, Bulhões e Murtinho. Na época em que êles viveram, a macroeconomia moderna não era conhecida e a *ortodoxia* era comumente seguida mesmo nos países mais industrializados. Conquanto eu concorde com o Dr. Nogueira que êste é um problema importante para esta monografia, êle encontrará correção automática com a publicação, no próximo número, da monografia sobre o café. O historiador econômico tenta selecionar as verdadeiras realizações das administrações passadas. Ainda que Murtinho, Bulhões e Rodrigues Alves possam não ter acertado em suas políticas de estabilização e instituições monetárias, êles foram absolutamente corretos em seus extraordinários

esforços no sentido de evitar o comêço dos programas de suporte do café. Além disso, é um fato histórico, suficientemente conhecido, que Rodrigues Alves selecionou um dos mais excelentes grupos de administradores em tôda a história do Brasil — Leopoldo Bulhões, Oswaldo Cruz, Barão do Rio Branco e muitos outros. A merecida reputação histórica da Administração Rodrigues Alves e seus grandes feitos para a civilização e progresso do Brasil não devem ser obscurecidos por outras conclusões desta monografia. Leopoldo de Bulhões foi um dos primeiros e mais completos historiadores monetários do Brasil, e esta monografia baseou-se em sua erudita contribuição.

Um outro problema inter-relacionado, também apontado pelo Dr. Nogueira, é a importância relativa dos fatores que explicam o atraso da industrialização. É óbvio que o suporte ao café foi um fator mais importante, naquele atraso, que a monetária ortodoxia. Mas a introdução a essa monografia era confusa a êsse respeito. Aqui, também, êsse problema será eliminado com a publicação da monografia sôbre o café, que, a propósito, foi escrita antes desta.

O terceiro ponto importante do Dr. Nogueira é a crítica excessiva do programa de estabilização. A inflação da década de 1890 tinha de ser controlada ou, ao menos, reduzida a um ritmo aceitável. A desvalorização cambial havia distorcido artificialmente a verdadeira lucratividade do setor cafeeiro. Do ponto de vista social, a inflação também produzira muitos resultados indesejáveis. A necessidade de um programa de estabilização era inegável e esta monografia não pretende afirmar o contrário. Contudo, as menores evidências disponíveis para êsse período sugerem que o programa de estabilização foi levado ao ponto da deflação e desemprego. A curto prazo, a conseqüência mais importante foi a ameaça de virtual ruína de parcelas substanciais do setor cafeeiro. Êsse efeito do programa de estabilização levou à reunião dos interesses criados no setor cafeeiro, que forçou Rodrigues Alves, ao nível estadual, a conviver com a política cafeeira a que êle apropriadamente se opunha: o suporte do café.

3. O Encilhamento no início de República — 1889-1898

3.1. A Lei Bancária de 1888

Quase no fim do Império, a organização econômica do Brasil foi distorcida de maneira crítica pela abolição da escravatura em 1888. A economia dependia completamente da agricultura. O ramo principal do setor agrícola era o café, seguido de outras culturas comerciais. Até certo ponto, as plantações dependiam da escravatura para sua mão-de-obra. Conseqüen-

temente, a abolição da escravatura implicou em que os fazendeiros tivessem que obter volumosos fundos de liquidez para financiar a produção agrícola. Segundo Teixeira Vieira, essa situação financeira precária da agricultura foi o fator mais importante da reforma monetária, durante os últimos anos do Império.⁸ Mas, não há dúvida que a abolição da escravatura não foi o único fator de reforma. No final do Império, São Paulo já produzia dois terços da produção de café do Brasil, amplamente com base no trabalho imigrante europeu. A abolição não veio como um choque súbito. Foi precedida por libertação espontânea e substituída pela imigração européia.⁹ Tão importante (ou talvez mais importante) quanto a abolição da escravatura era a inadequação da oferta da moeda. O monopólio de emissão era exercido pelo Tesouro, e havia evidente insuficiência, nos meios de pagamentos, causada por política monetária austera e rígida.¹⁰

Em 7 de junho de 1888, o Partido Liberal, chefiado pelo Visconde de Ouro Preto, assumiu o poder no Brasil.¹¹ Foi um acontecimento crucial. Desde o meio do ano de 1887, os Viscondes de Cruzeiro e de Ouro Preto haviam introduzido reformas monetárias radicais no Senado.¹² A proposta principal era a autorização de bancos de emissão. Outra parte da reforma consistia na contratação de um empréstimo público de 100 mil contos-ouro que seriam destinados a assistência financeira à agricultura.

O projeto de Lei Cruzeiro-Ouro Preto foi aprovado pelo Senado sem alterações. Transformou-se na Lei Bancária de 1888, arcabouço institucional sobre o qual se *construiu* uma das mais notáveis inflações da história do Brasil. As disposições mais importantes da Lei eram as seguintes.¹³ Em primeiro lugar, bancos poderiam emitir notas conversíveis em moeda imperial. Esses bancos tinham que garantir as emissões com o depósito de títulos da dívida pública. As emissões não poderiam exceder a quantia depositada em títulos. As emissões do Tesouro seriam recolhidas ante a emissão desses títulos. Os bancos então substituiriam os títulos do

⁸ TEIXEIRA VIEIRA. op. cit. p. 176-7.

⁹ DELFIM NETO, Antonio. *O problema do café no Brasil*. São Paulo, Faculdade de Ciências Econômicas e Administrativas, 1959, p. 22.

¹⁰ RIBEIRO DE ANDRADA, Antonio Carlos. *Bancos de emissão no Brasil*. p. 171-2.

¹¹ RIBEIRO DE ANDRADA, Antonio Carlos. *Finanças e financistas de 1822-1922*. p. 19.

¹² RIBEIRO DE ANDRADA, Antonio Carlos. *Bancos de emissão no Brasil*. p. 171.

¹³ DECRETO n.º 3 403, de 24 de novembro de 1888, "Permite às companhias anônimas, que se propuserem a fazer operações bancárias, emitir, mediante certas condições, bilhetes ao portador e à vista, conversíveis em moeda corrente, e dá outras providências", *Documentos parlamentares, meio circulante*. 1842. v. 3 p. 389-92; *Legislação sobre papel-moeda*. Rio, Imprensa Nacional, 1923, p. 46-9; VIANA, Victor. *O Banco do Brasil*, p. 530-37; TEIXEIRA VIEIRA. op. cit., p. 178-9.

Governo por ouro. Assim, de início, as notas de banco seriam conversíveis em títulos governamentais; num estágio intermediário, as notas seriam conversíveis, parte em ouro, parte em títulos; e quando tôdas as notas do Tesouro fôsem finalmente recolhidas, as notas de banco seriam plenamente conversíveis em ouro.¹⁴ O resultado final contemplado era, pois, um sistema bancário com 100% de reservas.

A emissão máxima permitida aos bancos foi de 200 mil contos. Dêsse total, 100 mil contos seriam emitidos pelos bancos localizados na cidade do Rio de Janeiro. As notas de banco eram garantidos direitos de moeda corrente para a maioria dos fins. Apesar de que as notas de banco eram plenamente conversíveis em títulos governamentais, os bancos tinham que manter reservas em metal correspondentes a 20% da emissão. Um dos primeiros bancos a tirar proveito da nova legislação foi o Banco do Brasil. Até mesmo antes da publicação da nova Lei o Banco já alterara seus regulamentos, para nêles incluir a emissão de notas.¹⁵ O Governo, ràpidamente, promulgou a regulamentação da Lei, em 5 de janeiro de 1889.¹⁶

3.2. A reforma de Barbosa: origens do Encilhamento

3.2.1. O plano econômico de Rui Barbosa

Em 15 de novembro de 1889, foi proclamada a República no Brasil. Nos últimos anos do Império, Rui Barbosa tornara-se um crítico ardente da administração do Partido Liberal do Visconde de Ouro Preto.¹⁷ Assim, quando Barbosa foi nomeado Ministro da Fazenda, sua primeira medida foi a de abalar a Lei Bancária de 1888, uma das mais importantes medidas da administração anterior. O Ministro Barbosa exigiu dos bancos que emitissem as notas já autorizadas num prazo de menos de três meses, esperando, provàvelmente, que os bancos não seriam capazes de seguir a nova legislação.

No início de 1890, Barbosa já tinha formulado um plano econômico articulado. Contemplava-se em tal plano uma vasta reorganização da economia brasileira. Havia dois importantes problemas no tocante à política econômica nacional. Primeiro, o Governo devia fornecer *recursos* às *classes produtoras*, de forma a auxiliar o crescimento econômico. Em segundo

¹⁴ TEIXEIRA VIEIRA. op. cit., p. 179.

¹⁵ DECRETO 10 077, de 17 de novembro de 1888, citado na íntegra em VIANA, Victor. op. cit., p. 537-8.

¹⁶ DECRETO 10 144, de 5 de janeiro de 1889, citado na íntegra em RIBEIRO DE ANDRADA. op. cit. p. 206.

¹⁷ Ibid., p. 215.

lugar, o Governo devia achar meios para eliminar o serviço da dívida externa.¹⁸ Esses dois problemas tinham-se tornado críticos durante as administrações sucessivas do Império.¹⁹

Barbosa propôs várias medidas para a solução dos problemas econômicos nacionais: redução dos déficits governamentais, levantamento de taxas de importação em *ouro*, reforma das leis de sociedades anônimas, e reforma do sistema bancário. Para a reforma do sistema bancário, após reflexão, Barbosa conservou a Lei Bancária do Visconde de Ouro Preto. A República permitiria o estabelecimento de bancos de emissão. Não obstante ser um metalista, Barbosa achava que o metalismo (i. e. a convertibilidade integral de papel em ouro) era incompatível com o problema do balanço de pagamentos do Brasil.²⁰ Os bancos de emissão substituiriam o Tesouro na emissão de notas. Visto que se requeria dos bancos o depósito de títulos do Governo como reserva para a emissão, o novo sistema bancário libertaria o Governo do serviço da dívida interna. Tal fato se daria de duas maneiras. Em primeiro lugar, o Governo reduziria anualmente os juros dos títulos mantidos como reservas para a emissão de notas de banco. Em segundo lugar, os bancos teriam que separar uma quantia anual de pelo menos 10% de seus lucros, que substituiriam parte dos títulos do Governo como reservas bancárias. Assim, a dívida pública seria reduzida anualmente até sua eliminação total, pelo lucro do sistema bancário. Outra meta importante da reforma monetária era o fornecimento de recursos de liquidez, sob a forma de notas de banco, necessários ao crescimento econômico do País. Conseqüentemente, a reforma monetária era o instrumento mais importante para a implementação do plano de Barbosa. Resolveria simultaneamente ambos os problemas da política econômica, com o mínimo de gasto e de fricção. Era, em muitos aspectos, uma utilização engenhosa do arcabouço institucional herdado do Império.

3.2.2. A implementação do plano de Barbosa

O impacto real das medidas de Barbosa sobre a inflação do Brasil entre 1890 e 1898 é fato importante na história econômica do País. A tabela I mostra as medidas legislativas do Ministro Barbosa. As de fato relevantes são a primeira e a última. A Lei de 17 de janeiro de 1890 englobava as

¹⁸ Do Relatório Ruy Barbosa (1890). *Documentos parlamentares, meio circulante*. v. 1, p. 543-4.

¹⁹ *Ibid.*, p. 539-69; OURO PRETO. op. cit., p. 5.

²⁰ Veja-se uma estimativa feita por Barbosa do déficit no balanço de pagamentos no fim do Império em *Do relatório Ruy Barbosa* (1890). p. 540.

TABELA 1

A legislação monetária de Rui Barbosa

Número do decreto ou da lei	Data de aprovação	Disposições mais importantes
¹ 165	17-1-1890	a) Autoriza bancos de emissão de notas baseadas em títulos do Governo ou ouro. b) Divide o Brasil em regiões bancárias com uma emissão nacional total de notas no montante de 450 mil contos. c) Limita as emissões de notas à quantidade de títulos, ouro ou moedas.
² 190	29-1-1890	a) Autoriza o estabelecimento do Banco dos Estados Unidos do Brasil.
³ 794	31-1-1890	a) Fixa o total de emissão de notas para o Brasil no máximo de 200 mil contos. b) Autoriza mais uma região bancária composta de São Paulo e Goiás.
⁴ 251-A	7-3-1890	a) Fixa a emissão total de notas de cada banco do Norte, individualmente, em 20 mil contos.
⁵ 253	8-3-1890	a) Autoriza o Banco do Brasil e o Banco Nacional do Brasil a emitir notas até o montante de duas vezes os 25 mil contos em ouro depositados por cada um desses bancos no Tesouro.
⁶ 255	10-3-1890	a) O Banco do Brasil e o Banco Nacional do Brasil recebem a incumbência de recolher as notas do Tesouro.
⁷ 700-A	29-3-1890	a) O Banco dos Estados Unidos do Brasil é autorizado a emitir notas em valor duas vezes superior aos 25 mil contos depositados no Tesouro.
⁸ 782-A	25-9-1890	a) Autoriza aumentos na emissão de notas por bancos em São Paulo, na Bahia e em Pernambuco.
⁹ 1154	7-12-1890	a) Autoriza a fusão do Banco dos Estados Unidos do Brasil com o Banco Nacional do Brasil que passam a formar o novo Banco da República dos Estados Unidos do Brasil. b) O novo Banco é autorizado a emitir notas em valor três vezes superior ao de seu depósito em ouro. c) Fixa um máximo de dois anos para os bancos emitirem as suas cotas de notas. d) O novo Banco torna-se o agente bancário do Governo tanto no País como no exterior.

Fontes: ¹ VIANA, Victor. *O Banco do Brasil*. p. 590-97; *Documentos parlamentares, meio circulante*. v. 1, p. 3-7.

² DOCUMENTOS parlamentares, meio circulante, v. 1.

³ Ibid.

⁴ Ibid.

⁵ Ibid., p. 11-12. LEGISLAÇÃO sobre papel-moeda, p. 49.

⁶ VIANA, Victor. *O Banco do Brasil*. p. 599-600; *Legislação ...*, p. 53 e seg.; *Documentos parlamentares*: v. 1.

⁷ Ibid., p. 17.

⁸ Ibid. p. 12-13; VIANA, p. 601-2.

⁹ *Legislação ...*, p. 80; *Documentos ...*, p. 18-20.

características principais do plano inicial de Barbosa.²¹ Dividia o país em três regiões de emissão. O total permitido para a emissão de notas de banco foi fixado em 450 mil contos. Essas notas tornavam-se moeda corrente. O campo das operações bancárias foi ampliado passando a incluir: depósitos e empréstimos, câmbio de moedas estrangeiras, todos os tipos de empréstimos à agricultura a curto e longo prazos, empréstimos à indústria a longo prazo, operações com bens imóveis e, de maneira geral, todos os tipos de operações comerciais e industriais. Os bancos poderiam depositar tanto títulos do Governo como ouro, como lastro para as suas emissões de notas. De acordo com o plano de Barbosa, os títulos do Governo dariam juros anuais decrescentes nos sete primeiros anos e depois desse prazo mais nenhum. Os bancos, também, separariam anualmente 10% do seu lucro para a substituição dos títulos do Governo. O valor dos títulos seria reduzido em consonância.

A Lei de 7 de dezembro de 1890 alterou substancialmente a formulação original. A primeira medida em janeiro foi garantir a pluralidade de emissão. A legislação de dezembro assegurou o crescente monopólio de emissão a um banco, o Banco da República dos Estados Unidos do Brasil.²² Foi uma fraca tentativa no sentido de estabelecer um único banco de emissão e associá-lo às operações do Governo. Nesse momento, também, contemplava-se o recolhimento gradativo das outras notas de banco.

3.2.3. O Ministro Barbosa, a especulação e o desenvolvimento

Durante aproximadamente 66 anos de Império, até maio de 1888, o capital global de todas as companhias estabelecidas no Brasil se elevava a 410 879 contos. Entre 13 de maio de 1888 e 15 de novembro de 1889, ou seja, durante o período do Partido Liberal e do Visconde de Ouro Preto, o capital das companhias alcançou 402 mil contos. Durante a administração de Barbosa, entre 15 de novembro de 1889 e 20 de outubro de 1890, o capital total das companhias estabelecidas no Brasil atingiu 1 169 386 contos.²³ Naturalmente uma importante limitação dessas cifras é a utilização do custo histórico de capital que não tem significado econômico real. Assim mesmo, os dados mostram grosseiramente a mania das sociedades anônimas durante a administração de Barbosa. Entre maio de 1888 e

²¹ RIBEIRO DE ANDRADA. *op. cit.*, p. 224.

²² OURO PRÊTO. *op. cit.*, p. 140; TEIXEIRA VIEIRA. *op. cit.*, p. 181.

²³ Ver os dados em *Documentos parlamentares, meio circulante*. v. 1, p. 600-9.

outubro de 1890, o capital das companhias estabelecidas no País aumentou aproximadamente 377%. No mesmo período o meio circulante cresceu 138%, alcançando 506 992 contos.²⁴ Com base nesses dados, o Ministro Barbosa concluiu que se justificavam as emissões de notas, as quais, provavelmente, eram inferiores ao volume necessário ao crescimento econômico. Por outro lado, segundo Barbosa, a adoção do trabalho livre na agricultura requeria maiores fundos de liquidez.

A maioria das firmas fundadas na administração de Barbosa, porém, apresentava metas impossíveis e fantásticas. O período de 1889 e 1891 passou a ser conhecido no Brasil como o *Encilhamento*. A palavra tem sua origem nas barracas do Jóquei Clube onde os cavalos eram encilhados. Nessas barracas havia atividade febril, apesar de elegante e na moda, tanto de apostas como de troca de palpites de apostas.²⁵ Mas, como êsses palpites, muitas das companhias se transformaram em desapontamento. Dos 57 bancos que existiam no Brasil nessa época, apenas o Banco do Brasil ainda *existe*. Foi fundado durante o Império, passando por várias transformações.²⁶

Em retrospecto, Barbosa tinha provavelmente razão ao afirmar que o trabalho livre requeria aumentos na oferta de moeda. Mas estava, sem dúvida, enganado, até certo ponto, ao justificar a emissão de notas em termos da especulação incontrolada das sociedades por ação, entre 1889 e 1891.²⁷ É aparente, porém, que as emissões por si só não causaram a especulação. As mudanças nas instituições não foram realmente drásticas, e é certo que Barbosa herdou a mudança institucional incorporada à Lei de 1888. Depois de Barbosa decretar, em 1889, que os bancos deveriam emitir em três meses a quantidade máxima de notas que lhes era permitida, a maioria dêles as emitiu rapidamente. A mudança nas leis de incorporação decretada por Barbosa provavelmente facilitou maior especulação. E então o fluxo de notas depois de 1890, resultante da legislação monetária, completou a corrida especulativa. Mas é inegável que um fator psicológico, também, teve grande importância. O advento da República foi considerado no Brasil como o início de um período de rápido crescimento econômico e de confiança no destino nacional. Parecia que a mudança legal das instituições ia resolver os problemas do crescimento econômico. Grandes desígnios foram profetizados para o Brasil.

²⁴ DOCUMENTOS parlamentares, meio circulante. v. 1, p. 610.

²⁵ TEIXEIRA VIEIRA. op. cit. p. 176.

²⁶ RIBEIRO & GUIMARÃES. op. cit. p. 117.

²⁷ RODRIGUES, J. C. *Alguns artigos sobre finanças*. Rio, Typ. do Jornal do Commercio, 1899. p. 63.

Tem havido muitas críticas a Rui Barbosa por causa das diversas atividades permitidas aos bancos pela Lei bancária de 17 de janeiro.²⁸ Do ponto de vista da prática bancária ortodoxa, o comprometimento com empréstimos a longo prazo não é desejável para um banco comercial. Mas esta visão estreita não é em nada coerente com o problema do desenvolvimento econômico. Fazia grande falta ao Brasil aquilo que o Visconde de Mauá já tinha tentado implantar em períodos anteriores: um banco de desenvolvimento. Nessa época não havia bancos de investimento no Brasil. Era praticamente impossível conseguir crédito para a organização de empresas. O plano bancário de Barbosa contemplava o estabelecimento de instituições, como o *Crédit Mobilier Européen*, que se comprovou terem tido impacto crucial no desenvolvimento econômico.²⁹ Assim, Rui Barbosa não estava inteiramente errado ao tentar estabelecer bancos de investimento no Brasil. É mais adequado criticar o abuso e a falta de regulamentação cuidadosa da legislação do que a carteira dos bancos. Afinal, mais do que legislação bancária, a Lei de 17 de janeiro foi uma Lei de Sociedades Anônimas. O que se visava era, não o estabelecimento de bancos comerciais, mas sim, de preferência, grandes sociedades bancárias por ações, com privilégios de emissão e submetidas à legislação das sociedades anônimas. A idéia para o Brasil não era nem original. Mas mudanças institucionais eram necessárias para o desenvolvimento da indústria e de atividades econômicas outras que culturas comerciais. Sob esse aspecto a administração de Barbosa foi mal compreendida.

3.3. O liberalismo do Barão de Lucena

No dia 20 de janeiro de 1891, depois do primeiro voto sobre a Constituição, os Ministros do Governo Provisório renunciaram. O Chefe de Estado, Marechal Deodoro da Fonseca, nomeou Tristão de Alencar Araripe para a pasta da Fazenda.³⁰ Este foi fortemente criticado pela sua política cautelosa e por sua incapacidade em prosseguir as políticas liberais de Barbosa. Em fevereiro de 1891, houve vários escândalos relativos a transações com ações no Rio de Janeiro. Especuladores profissionais, com ações de empresas fantásticas, cometeram muitos abusos em detrimento do público. No dia 14 de fevereiro, Araripe decretou rígidos controles na comercialização de ações. Os negociantes de ações, em resposta, recusaram-se a continuar as transações durante o restante do mês. Assim, a especulação foi diminuída

²⁸ TEIXEIRA VIEIRA. op. cit. p. 180.

²⁹ CAMERON, Rondo E. *A França e o desenvolvimento econômico da Europa*. Princeton, Princeton University Press, 1961.

³⁰ RETROSPECTO Comercial do Jornal do Commercio, 1891. p. 3.

em parte. Porém o Governo substituiu Araripe no Ministério da Fazenda pelo Barão de Lucena, em 4 de julho de 1890.³¹

A primeira medida do Barão de Lucena foi assinar um contrato com o Banco da República dos Estados Unidos do Brasil, no sentido do recolhimento das notas do Tesouro. Esse contrato foi muito criticado na Câmara dos Deputados, e desenvolveu-se uma rivalidade em assuntos econômicos entre o Congresso e o Executivo. O Barão de Lucena enfatizou a natureza especulativa da prosperidade econômica.³² Mas reclamava que o Brasil não tinha estoque ótimo de moeda. Em primeiro lugar, havia grande quantidade de notas em depósitos a prazo. Em segundo lugar, o setor agrícola necessitava fundos de liquidez substanciais.³³ Lucena formulou novo plano monetário. Primeiro, devia-se conceder ao Banco da República dos Estados Unidos do Brasil o privilégio exclusivo de emissão, objetivo a que a legislação de Barbosa de 7 de dezembro de 1890 já visava.

Em segundo lugar, o Banco deveria contratar com os outros bancos a transferência do ouro e dos títulos depositados, assim como do privilégio de emissão. Em terceiro lugar, um aumento no total de papel-moeda em circulação no Brasil para 600 mil contos. Em quarto, o *arrendamento* a interesses privados da Estrada de Ferro Central do Brasil. Houve oposição no Congresso a esse plano. O Marechal Fonseca dissolveu o Congresso no dia 3 de novembro. No dia 9, saiu decreto permitindo o arrendamento da Estrada de Ferro do Governo.³⁴ A imprensa dizia que o Barão de Lucena tentava simplesmente beneficiar amigos próprios através de suas reformas. No dia 23 de novembro, o Marechal Floriano Peixoto substituiu Fonseca e todos os seis membros de seu gabinete renunciaram.

3.4. O início da ortodoxia

O Marechal Peixoto tinha apoio no Senado. O Senador Campos Salles apoiava, enérgicamente, a ortodoxia monetária como remédio para os problemas econômicos do País.³⁵ Mais tarde, na mesma década, Campos

³¹ Quanto às medidas tomadas por Araripe In: Relatório do Sr. Araripe (1891), *Documentos parlamentares, meio circulante*. v. 1, p. 613-19.

³² Notou que era tão grande o número de companhias estabelecidas no Brasil que havia escassez de nomes para novas companhias. Aparentemente até mesmo se vendiam nomes para novas companhias. Ver LUCENA, Barão de. Exposição de motivos. In: Mensagem de Manoel Deodoro da Fonseca ao Presidente do Senado, 1891. *Documentos parlamentares, meio circulante*. v. 1, p. 623; OUKO PRÊTO, op. cit. p. 134.

³³ LUCENA, Barão de. op. cit., p. 19.

³⁴ RETROSPECTO Comercial do Jornal do Commercio 1891, p. 5.

³⁵ RIBEIRO DE ANDRADA. op. cit., p. 287.

Salles tornou-se Presidente do Brasil e começou drástico programa deflacionário. Para agradecer ao Senado, Peixoto escolheu para o Ministério da Fazenda, Francisco de Paula Rodrigues Alves. Rodrigues Alves era reconhecidamente a favor da cessação da emissão, do recolhimento de notas e de estrita restrição ao volume de moeda. Nessa época, o volume de moeda já alcançava 513 727 contos.

Segundo Rodrigues Alves, o País se encontrava no meio de uma contração dos negócios.³⁶ Durante o período do fim de 1891 ao início de 1892, tinham falido os empreendimentos mais aventureiros. Processos criminais foram o epílogo de muitas dessas aventuras.³⁷ Desenvolveu-se rapidamente o pânico no mercado de ações. Este foi acompanhado de séria contração do crédito.³⁸ Sem dúvida, os documentos da época retratam uma situação de recessão. Para Rodrigues Alves a recessão tinha sido causada pela quantidade de moeda em circulação e, também, pela sua má qualidade (inaceitabilidade). Medidas para terminar a recessão requeriam a redução da quantidade de moeda e a melhoria de sua qualidade.

Rodrigues Alves propôs um plano monetário para solucionar a contração dos negócios. O poder de emissão se concentraria na esfera do Governo Federal. Era má a regulamentação das notas. Quase todo tipo de papel podia circular. Em alguns casos as notas não eram legíveis. Assim, o monopólio da emissão garantiria a aceitabilidade e qualidade das notas. O Governo Federal devia impor um teto para a quantidade de moeda em circulação. Sua restrição, também, era desejável e poderia conseguir-se através do recolhimento de notas de banco.³⁹ Assinou-se contrato com o Banco da Bahia para que este recolhesse as suas notas. Esse plano monetário foi muito defendido pela imprensa, e a ortodoxia de Rodrigues Alves foi amplamente aceita no Brasil.⁴⁰ A despeito da crescente popularidade de suas idéias, Rodrigues Alves renunciou em agosto.⁴¹ Em retrospecto, é óbvio que algumas das medidas de Rodrigues Alves não alcançariam os objetivos da política fixados. Dificilmente a recessão pode ser corrigida através de austeridade fiscal e contração monetária. O monopólio de emissão era dificilmente coerente com o desenvolvimento econômico e a diversificação da atividade econômica através da industrialização.

³⁶ Relatório Rodrigues Alves (1892). *Documentos parlamentares, meio circulante*. v. 3, p. 393.

³⁷ RIBEIRO DE ANDRADA. op. cit., p. 252.

³⁸ Os diretores de banco reclamaram de Rodrigues Alves de que havia séria escassez de moeda. *Retrospecto Comercial do Jornal do Commercio 1892*, p. 6.

³⁹ RELATÓRIO Rodrigues Alves (1892). p. 400.

⁴⁰ RETROSPECTO Comercial do Jornal do Commercio 1892, p. 4-6.

⁴¹ RIBEIRO DE ANDRADA. op. cit. p. 301.

Rodrigues Alves foi substituído no Ministério da Fazenda por Serzedello Correa, um *acomodador*. Rodrigues Alves e a escola ortodoxa enfatizavam a reforma monetária: correção do direito de os bancos emitirem notas e o recolhimento de notas. Outra solução competitiva para a falta de estabilidade monetária era a reforma bancária. Na opinião de Correa, a reforma monetária agravaria seriamente a situação econômica do Brasil. A maioria dos bancos se encontrava em precária situação financeira. Era êsse especialmente o caso do Banco do Brasil.⁴² Se a reforma monetária de Rodrigues Alves fôsse implementada, a crise econômica se complicaria com um sério pânico bancário. Uma solução era reorganizar o sistema bancário de forma a evitar o pânico e maior especulação subsequente.

A reforma de Correa estava contida na Lei Bancária de 17 de dezembro de 1892.⁴³ As principais reformas foram as seguintes. Primeiro, a fusão do Banco da República dos Estados Unidos do Brasil com o Banco do Brasil. Em segundo lugar, as reservas metálicas dos bancos de emissão foram substituídas por títulos com valor expresso em paridades-ouro. Em terceiro lugar, o Banco da República foi autorizado a emitir 100 mil contos em títulos. Êsses títulos eram para ser usados na assistência às indústrias brasileiras. Os títulos pagavam um juro de 4% e tinham prazo de maturação bianual durante um período de vinte anos. Em quarto lugar o Banco da República do Brasil fazia o serviço da dívida interna do Governo federal. Êsse banco também seria encarregado da tarefa de recolher as notas do Tesouro. Em quinto lugar, um total de 100 mil contos em notas do Tesouro seria recolhido dentro do período de um ano. Essa reforma, naturalmente, não correspondeu às propostas da escola ortodoxa. O sistema herdado da administração de Barbosa encontrava-se, ainda, relativamente inalterado. Afinal, o próprio Barbosa fôra forte defensor do monopólio de emissão e iniciara as primeiras medidas para a concentração dêsse monopólio numa instituição semi-autônoma chegada ao Governo federal.

Correa foi sucedido no Ministério da Fazenda por Felisbello Freire. Durante o ano de 1893 o nôvo Ministro não alterou de forma significativa as políticas anteriores da administração Peixoto. A única ação importante do Governo foi a consolidação da Lei Bancária que se verificou

⁴² RELATÓRIO Serzedello Correa (1893). *Documentos parlamentares, meio circulante*. 1893-1895. v. 4, p. 482.

⁴³ DECRETO n.º 1167, de 17 de dezembro de 1892, *Documentos parlamentares, meio circulante*. 1893-95. v. 4, p. 477-79; VIANA, Victor. op. cit., p. 634-39; *Legislação sobre papel-moeda*. p. 93-5; RIBEIRO DE ANDRADA. op. cit., p. 316-21.

em 23 de setembro.⁴⁴ Freire estava convencido de que havia excesso de moeda no Brasil. Mas a legislação de setembro simplesmente ratificara a fusão que resultou no Banco da República do Brasil. Foi incluída, porém, disposição mais estrita quanto ao monopólio de emissão. Os bancos de emissão deveriam dar um jeito de fazer uma rápida transferência da emissão e das reservas para o Banco da República do Brasil. Concedeu-se a esse último um prazo de 12 meses para absorção das notas. Nesse lapso de tempo, o Banco deveria prover o Brasil com uma emissão de notas uniforme.

3.5. A ortodoxia do Ministro Rodrigues Alves

Rodrigues Alves voltou para o Ministério da Fazenda em 1894. Durante essa segunda administração elaborou os rudimentos da *teoria* da ortodoxia. Segundo Rodrigues Alves, havia uma relação entre o volume de moeda e a taxa de câmbio. Taxas de câmbio depreciadas tinham impacto negativo na atividade econômica. Também afetavam adversamente o ingresso de capitais. Os banqueiros europeus, por outro lado, suspeitavam dos países onde a oferta da moeda subia drasticamente. A política governamental devia reduzir os déficits do Governo, causa primária dos aumentos na oferta de moeda. O controle da oferta monetária resultaria em valorização da taxa de câmbio. O capital estrangeiro entraria no Brasil e se alcançaria a prosperidade.⁴⁵

A administração de Rodrigues Alves, porém, não atingiu muitas das metas da ortodoxia. Contraíu-se um empréstimo externo na Inglaterra da ordem de 6 milhões de libras esterlinas, a maior parte do qual foi usado no pagamento de obrigações das administrações anteriores do Governo. O Governo federal, conseqüentemente, absteve-se de intervir no mercado de câmbio. Relatos contemporâneos indicam que os especuladores abandonaram o mercado de câmbio e que se alcançou relativa estabilidade.⁴⁶

A principal medida monetária de Rodrigues Alves foi a contratação de um empréstimo interno no montante de 100 mil contos, obtido pela emissão de títulos governamentais. Parte do empréstimo foi usada para cobrir a dívida interna do Brasil, especialmente para com o Banco da

⁴⁴ RETROSPECTO Comercial do Jornal do Commercio 1893. p. 7-8; VIANA, Victor. *O Banco do Brasil*. p. 639-43; *Legislação sobre papel-moeda*. p. 100-3; Relatório Felisbello Freire (1894). *Documentos parlamentares, meio circulante*. v. 4. p. 492-501.

⁴⁵ RELATÓRIO Rodrigues Alves (1896). *Documentos parlamentares, meio circulante*. 1895-96. v. 5, p. 401. Outras fontes de referência são: RETROSPECTO Comercial do Jornal do Commercio 1895, p. 3-6; VIANA, Victor. op. cit., *Ação regeneradora de Rodrigues Alves*. p. 644-52; *Legislação sobre papel-moeda*. p. 105-09 RELATÓRIO Rodrigues Alves (1895). *Documentos parlamentares, meio circulante*, v. 4, p. 502-19; *Manifesto 1898*, p. 67-76; OURO PRÊTO. op. cit. p. 93-99; RIBEIRO DE ANDRADA. op. cit. p. 326.

⁴⁶ RETROSPECTO Comercial do Jornal do Commercio 1895, p. 21-2.

República do Brasil. O restante, como estava previsto na legislação destinou-se ao recolhimento das notas do Tesouro. As notas recolhidas foram aquelas emitidas pelo Marechal Peixoto, em 1893.

3.6. A ortodoxia mais rígida de Bernardino de Campos

Uma ortodoxia mais rígida caracterizou a administração de Bernardino de Campos no Ministério da Fazenda, do fim de 1896 ao início de 1898. Também foi o primeiro exemplo da aplicação de políticas monetárias ortodoxas durante um período de grave contração dos negócios. A atividade econômica mais importante do Brasil, o café, estava sofrendo forte declínio de preços.⁴⁷ Essa crise no setor cafeeiro não podia deixar de ter importante impacto sobre o resto da economia. Não havia setor algum de atividade econômica suficientemente importante para contrabalançar a queda de renda resultante do declínio dos preços do café. A ortodoxia monetária, em tais condições, entrava em conflito com a meta de estabilização econômica, meta mais importante dentre as que se propunha Bernardino de Campos.

Campos acreditava que o Império tinha administrado mal as finanças do Brasil. Em 1889, as dívidas interna e externa do Brasil somadas se elevavam a 1 713 132 contos, enquanto o volume de moeda atingia 211 011 contos. Grandes deficits governamentais em sucessivas administrações tinham causado emissões, forçando discrepância substancial com a definição da moeda, em termos de ouro, feita em 1846. O Brasil devia progredir seguindo o exemplo dos Estados Unidos: atrair imigrantes e capital. O Ministro seguiu uma máxima de Leon Soy: "O capital requer confiança nos negócios".⁴⁸ A confiança nos negócios só podia ser promovida através da ortodoxia monetária. As metas da política econômica nacional deviam ser: o equilíbrio orçamentário, a redução da oferta de moeda, o monopólio de emissão pelo Estado, a plena conversibilidade do papel em ouro à paridade de 1846, e a valorização da taxa de câmbio, para se ficar conforme a definição do papel em termos de ouro.

Tôdas essas metas foram institucionalizadas na legislação de Campos, de dezembro de 1896.⁴⁹ O Congresso forneceu o mecanismo legal para a

⁴⁷ Ver o meu trabalho *Uma análise econômica do programa brasileiro de sustentação do café 1906-45: teoria, política e mensuração*. cap. 1.

⁴⁸ RELATÓRIO Bernardino de Campos (1848). *Documentos parlamentares, meio circulante*. 1897-1903. v. 6, p. 375.

⁴⁹ Ver RELATÓRIO Bernardino de Campos (1848). *Documentos parlamentares, meio circulante*. v. 5, p. 425-32; *Ibid.*, p. 423-4; RETROSPECTO Comercial do Jornal do Commercio 1896. p. 5-7; INGLEZ DE SOUZA, Carlos. op. cit., p. 294-304; VIANA, Victor. op. cit., p. 656-71; LEGISLAÇÃO sobre papel-moeda. p. 111-20.

reforma monetária, através de uma lei no dia nove dêsse mês. A Lei incluía três importantes providências. Primeiro, o Tesouro assumiria a responsabilidade exclusiva pelas notas de banco em circulação. Em segundo lugar, tanto as notas de banco como os títulos do Banco da República do Brasil deveriam ser substituídos por notas do Tesouro. Em terceiro lugar, far-se-ia o recolhimento gradual do papel-moeda em circulação. O Governo assinaria um contrato com o Banco para o recolhimento das notas. No dia 16, um decreto do Executivo e do Ministério da Fazenda acabou com os privilégios de emissão dos bancos brasileiros. Os títulos bancários também foram retirados de circulação. A medida prática mais abrangedora foi o Decreto do dia 28. Em primeiro lugar, o Brasil voltaria à paridade-ouro de 1846. Diversos recursos foram separados com o fim específico do recolhimento de notas pelo Governo, incluindo superávits prováveis no orçamento. Em segundo lugar, um esquema para o recolhimento anual das notas foi estipulado para durar até que o papel-moeda fôsse plenamente conversível em ouro. Em terceiro, o Governo estabeleceu um fundo em ouro que eventualmente levaria à plena conversibilidade. Em quarto lugar, uma providência estipulava que as notas recolhidas seriam incineradas. Uma comissão não governamental chefiada pelo Presidente do Banco da República do Brasil foi organizada para assistir o Governo na implantação da legislação. Um contrato formal foi assinado com o banco.

O que Campos tinha em mente era uma definitiva organização do Brasil no regime do padrão-ouro. A definição da unidade monetária, em termos de uma quantidade física fixa de ouro, enquadraria o Brasil mais seriamente no padrão-ouro, sistema monetário que prevalecia na época.⁵⁰ RuyBarbosa dissera, anteriormente na mesma década, que o padrão-ouro não era possível para o Brasil, a não ser que se modificasse substancialmente a meta do desenvolvimento econômico. As medidas de Barbosa, apesar de serem em parte conflitantes com as filosofias que expressavam, eram mais adequadas ao Brasil do que as de Campos. O País necessitava de instituições de crédito e de um crescente volume de moeda para que se diversificasse a atividade econômica e viesse o progresso. A destruição das notas, a redução do volume de moeda através de sua ligação com uma quantidade fixa de ouro, assim como o equilíbrio orçamentário, entraram seriamente em conflito com a estabilização da economia num período de recessão econômica. A valorização da taxa de câmbio simplesmente causaria a falência do setor cafeeiro, devido à queda dos preços do café.

⁵⁰ Ver o capítulo 2, que segue, para uma análise geométrica do padrão-ouro e a confusão dos políticos brasileiros.

Assim, a reforma monetária de Campos era conflitante com qualquer objetivo concebível da política econômica nacional.

3.7. A teoria da deflação: Joaquim Murinho no Ministério dos Transportes

Embora todos os elementos para a deflação estivessem contidos na legislação de Bernardino de Campos, o acontecimento mais importante desse período foi a ascensão de Joaquim Murinho — um dos políticos mais importantes na história econômica do Brasil — a uma situação de preeminência nacional. Na introdução de um relatório do Ministério dos Transportes, Murinho fez um forte apêlo ao Presidente no sentido de uma reforma monetária. Esse documento tornou-se o repositório da sabedoria convencional sobre a organização da economia brasileira, durante mais de 40 anos.⁵¹

Segundo Murinho, a indústria brasileira crescera mais do que proporcionalmente aos recursos disponíveis. A emissão de uma *massa colossal* de papel-moeda inconvertível provocara o desenvolvimento de grande número de indústrias ineficientes. Papel-moeda inconvertível causava necessariamente especulação. Muitas das opiniões de Murinho sobre formação de capital são totalmente incompatíveis, tanto com o bom senso como com a teoria econômica. Argumentava que:⁵²

Uma grande quantidade de capital circulante se transformava em máquinas e construções e, em consequência, era temporariamente, ou talvez mesmo permanentemente, destruída.

Isso equivale a dizer que a formação de capital não era benéfica ao progresso do País. E até mesmo essa idéia, de que a formação de capital destruída *capital líquido*, era incompatível com a proposição de Murinho para a redução da oferta de moeda.

Em matéria de política comercial, Murinho era totalmente contra subsídios e proteção à indústria. Grandes fortunas se poderiam criar com a industrialização. Os verdadeiros interesses da Nação entrariam em conflito com essas fortunas potenciais resultantes do protecionismo. Ter-se-ia que abrir mão da democracia no Brasil.⁵³ De qualquer forma, para Murinho não era possível para o Brasil um desenvolvimento industrial semelhante ao dos Estados Unidos. Os brasileiros eram *inferiores* em raça e em força aos norte-americanos, e assim não eram capazes de realizar a industrialização! Insistia em que o protecionismo provavelmente não fôra o

⁵¹ MURINHO, Joaquim. Introdução ao relatório da viação. *Documentos parlamentares, meio circulante*. v. 6, p. 406-23.

⁵² *Ibid.*, p. 406.

⁵³ *Ibid.*, p. 407.

fator primário do desenvolvimento americano. O fator principal, juntamente com a raça, fôra a construção de estradas de ferro.⁵⁴

Quanto ao câmbio, Murtinho era a favor da valorização. Sua máxima era: produzir barato o que importamos caro e importar barato aquilo que produzimos caro.⁵⁵ Se a taxa de câmbio fôsse nivelada à paridade do ouro, as indústrias ineficientes desapareceriam e assim o Brasil poderia consumir bens importados a preços mais baixos. Também defendia que a depreciação cambial não beneficiava os fazendeiros de café. O bem-estar na realidade não aumentava, pois os fazendeiros tinham que pagar preços mais elevados pelas importações. A renda real era, conseqüentemente, mais baixa. Tendo em vista o forte movimento no sentido da intervenção no mercado do café, a renda real dos fazendeiros seria provavelmente afetada pelo declínio dos preços internacionais e a valorização cambial.

No fim de seu manifesto, Murtinho advertia o Presidente e a Nação contra a ascensão do socialismo e do despotismo econômico. Definiu despotismo econômico como circulação forçada de notas de banco, industrialização ineficiente forçada e redistribuição forçada da renda. Esse despotismo tinha que acabar se se quisesse preservar a democracia. Depois desse manifesto, Murtinho tornou-se o economista em voga no Brasil. Ele era o homeopata pessoal de Campos Salles. Quando Campos Salles foi eleito Presidente, escolheu Murtinho para o Ministério da Fazenda, com o objetivo de curar a economia doente. A deflação de Murtinho constituiu-se em um dos mais drásticos erros de administração na história econômica do Brasil. Isso será o assunto do próximo capítulo.

3.8. As conseqüências econômicas do Encilhamento

O gráfico 1 e a tabela 2 mostram os únicos indicadores disponíveis para uma avaliação do Encilhamento. O gráfico 1 mostra o rápido aumento do volume de moeda de 1889 a 1891, também acompanhado pela depreciação cambial. Foi, também, êsse o período de febril constituição de sociedades, seguido de falência das companhias. A estabilização tanto da taxa de câmbio como do volume de moeda foi conseguida em 1894, provavelmente por Rodrigues Alves. Entre 1896 e 1898, porém, houve certa depreciação cambial.

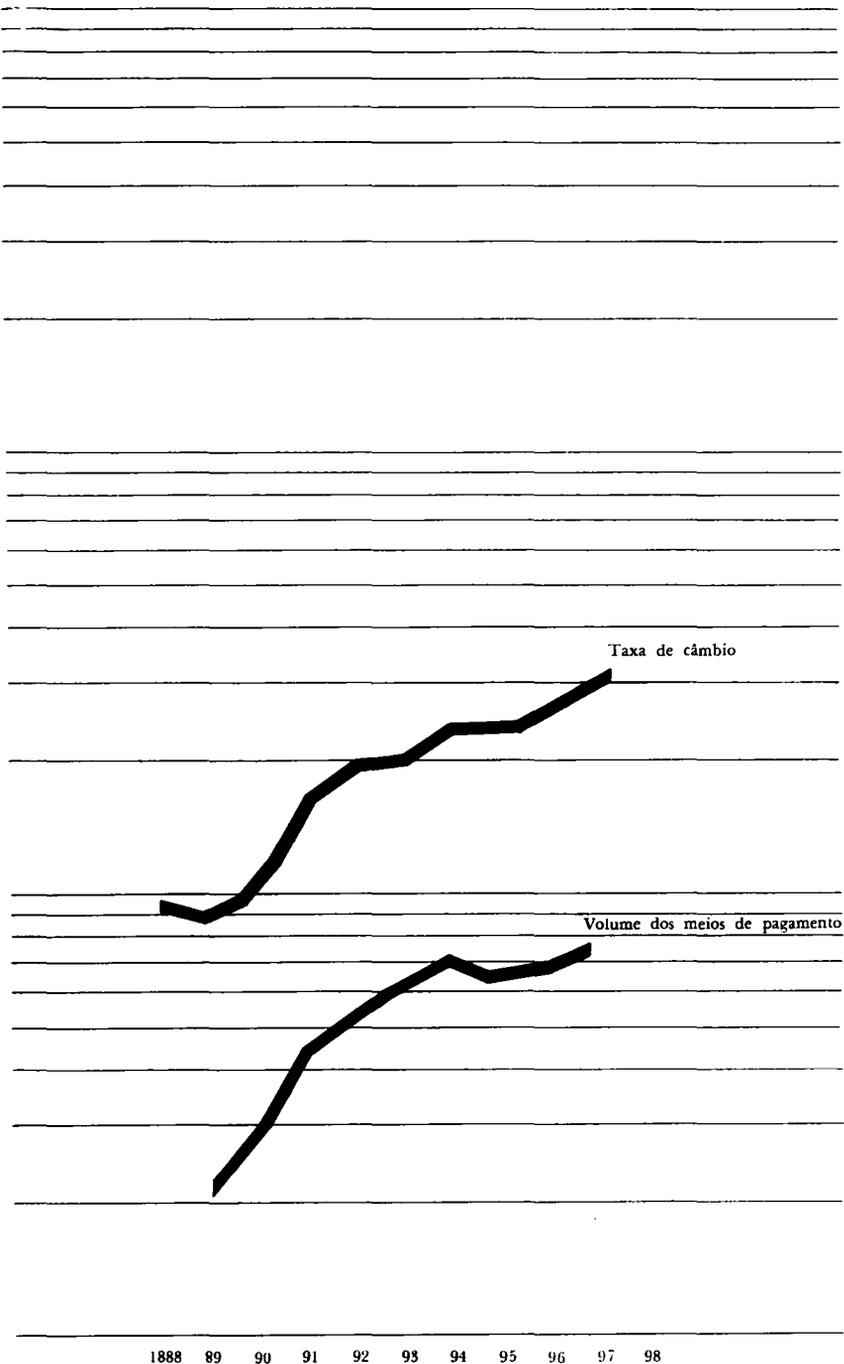
É verdade que o volume de moeda aumentou com rapidez excessiva no início do Encilhamento. Mas êsse acréscimo é amplamente exagerado se não se levar em consideração o período anterior. Em primeiro lugar, a

⁵⁴ Ibid., p. 407.

⁵⁵ Ibid., p. 406.

GRÁFICO 1

Brasil, Volume de Moeda e Taxa de Câmbio — 1888-1898



Fonte: *Análise Econômica do programa brasileiro de sustentação do café*, Apêndice, Tabela M.

TABELA 2

Brasil, saldos ou deficits do orçamento federal — 1888-1897
(contos de réis)

Ano	Saldos (+) ou deficits (—) do orçamento
1888	Não disponível
1889	— 25 325
1890	— 25 393
1891	+ 8 353
1892	— 51 673
1893	— 40 780
1894	—107 694
1895	37 012
1896	— 22 708
1897	— 75 925

austeridade monetária predominava na última fase do Império, especialmente durante a reforma monetária de Salles Torres Homem na década de 1860. É, conseqüentemente, possível que a oferta de moeda fôsse insuficiente para o crescimento do País. Os aumentos no volume de moeda entre 1889 e 1891 podem simplesmente ter compensado um longo período de estabilização. Em segundo lugar, o País estava passando da escravatura para o trabalho livre, e certamente um volume maior de meios de pagamento era necessário. O plano de Barbosa seria, provavelmente, adequado para um período de prosperidade industrial e rápido crescimento, se dêle não se tivesse abusado. Afinal, uma vez que as grandes aventuras de negócios fracassaram em 1891-92, não havia necessidade de se reduzir o volume de moeda. Os bancos de emissão poderiam suprir os meios de pagamento para o estabelecimento da indústria. A depreciação cambial aumentaria o preço das importações e, também, permitiria o estabelecimento de indústrias competitivas com as importações, se fôsse concedida isenção de direitos de importação aos equipamentos. A inflação, para a qual não há mensuração disponível além de uma aproximação feita através da taxa de câmbio, poderia ter introduzido algumas distorções na atividade econômica. Mas tais distorções seriam simples se comparadas com as práticas *deflacionárias* da escala da ortodoxia monetária. É duvidoso que fôsse necessária maior austeridade a partir de 1893.

Por estranho que possa parecer, geralmente se louva Murinho e a escola da ortodoxia monetária pelo estímulo que dispensaram à industrialização. Numa perspectiva história, o que a ortodoxia monetária conseguiu foi precisamente a frustração e o atraso da industrialização. A restrição do crédito pela redução da oferta de moeda é, na realidade, a frustração da industrialização e do desenvolvimento. E a despeito dos preconceitos raciais de Murinho, do exame dos documentos da época se infere que o Brasil tinha os recursos necessários à industrialização. Mas esses recursos, para serem usados frutiferamente, necessitavam de uma infra-estrutura monetária. O fato de que já havia algumas indústrias no País demonstra amplamente as possibilidades econômicas do desenvolvimento industrial. O monopólio de emissão, as notas conversíveis e a valorização cambial impediram que o estabelecimento da indústria no Brasil se processasse mais cedo.

4. A política de deflação durante um período de contração dos negócios

4.1. As conseqüências econômicas do Ministério Murinho

4.1.1. A análise do Ministro Murinho

O Ministro da Fazenda considerava que havia uma crise econômica generalizada no Brasil resultante do encilhamento. Esse problema econômico geral foi por ele dividido em uma crise financeira e uma outra, puramente econômica. A crise financeira era um excesso de emissão de notas em relação ao que era necessário à consecução dos negócios. A crise econômica devia-se ao excesso de produção de café causado por uma distorção dos preços internacionais, resultante da depreciação cambial. O mecanismo, através do qual esses dois problemas interagem, foi simplificado como segue: o excesso de produção de café fôra causado por aumento de seu preço internamente como resultado da depreciação cambial. A queda dos preços do café, externamente, causava deterioração nas relações de troca, e, conseqüentemente, tinha impacto negativo sobre a renda nacional.⁵⁶

⁵⁶ MINISTÉRIO DA FAZENDA. *Introdução ao relatório do Ministro Joaquim Murinho*. Rio, Imprensa Nacional, 1899. p. v.

Note-se que essa não é uma exposição liberal da análise de Murinho, mas pelo o que ele escreveu fica claro de que ele estava ciente desse mecanismo. Uma crítica devastadora a Murinho foi feita por VIEIRA SOUTO, L. R. *O último relatório da Fazenda*. Para uma discussão geral desse período, favorável a Campos Salles e a Murinho, ver GUANABARA, Alcindo. *A presidência Campos Salles, política e finanças*. Para crítica veemente de Murinho, ver FERNANDES, Santiago. *Ouro: a relíquia Barbosa*.

Com base nessa análise, Murtinho considerava quatro problemas importantes da política econômica. Em primeiro lugar, o problema da existência de produtores ineficientes no mercado do café: ⁵⁷

“Assim senhor presidente (Campos Sales), a produção das indústrias artificiais não representa um resultado econômico; os seus lucros exprimem apenas impostos sobre as outras produções; os capitães nellas empregados não são factores, mas antes agentes parasitarios da riqueza pública . . .

A lavoura do café deve ser considerada em relação ao consumo actual como composta de duas partes, uma constituida pela cultura em terrenos e climas superiores por agricultores intelligentes e em boas condições economicas, outra representada pela cultura em terrenos e climas inferiores por agricultores rotineiros e em mas condições economicas.”

Assim, o problema a resolver, em termos de política econômica nacional, era o da existência desses produtores ineficientes. Em segundo lugar, a proteção tarifária e as emissões de moeda resultavam num setor industrial interno artificial. Segundo Murtinho: ⁵⁸

“Estudado o mecanismo pelo qual as emissões desvalorizaram a nossa circulação, não é difícil comprehender-se como por um mecanismo semelhante desvalorizaram a nossa produção.

A pseudo-abundancia de capitães por ellas produzidas promoveu a criação de um sem numero de indústrias e desenvolveu de modo extraordinário a actividade agricola.

Como todo desenvolvimento precipitado, ella fez sem ordem, sem calma necessaria ao estudo, sem estudo indispensavel e previsão.

Dahi o estabelecimento de indústrias artificiais e a organização agricola para produção exaggerada do café os dois factores da desvalorização da nossa produção . . .

O custo de produção nessas indústrias, sendo muito alto em relação aos que nos veem do exterior, eleva, por meio de taxas ultra-proteccionistas nas tarifas de alfandega, o preço dos productos estrangeiros, creando assim um mercado falso, em que os productos internos vencem na concorrência os productos do exterior.

⁵⁷ MINISTÉRIO DA FAZENDA. op. cit., p. XV.

⁵⁸ MINISTÉRIO DA FAZENDA. op. cit., p. XIV.

Todo consumidor é, pois, lesado, e a diferença entre o que elle paga pelos objectos nesse regimen e o que pagaria em um regimen livre representa um imposto que lhe é arrancado para manutenção daquellas industrias.”

O problema em termos de política econômica, agora, era conseguir-se a industrialização com base em produtores internos eficientes.

Em terceiro lugar, o Encilhamento distorcera substancialmente as finanças públicas e nada, a não ser uma drástica reforma fiscal e dos impostos, poderia restaurar um progresso ordenado na economia. O problema crucial da política nacional era o impacto inflacionário dos grandes deficits anuais financiados por empréstimos externos.⁵⁹ Em quarto lugar, as emissões de notas em desproporção com a atividade econômica requeriam uma reorganização do mercado monetário do País. Talvez seja esse o ponto em que a análise de Murtinho era menos correta. Sua tentativa de encontrar um estoque ótimo de moeda não resistiria a um exame nos moldes da teoria monetária moderna. A sua teoria, uma análise simplista do padrão-ouro, condensava-se em uma equação que êle dizia ser derivada da “oferta e da procura de câmbio”:⁶⁰

$$\frac{\text{exportação em ouro}}{\text{volume de moeda interno}} = \frac{1}{\text{taxa de câmbio}}$$

O que Murtinho tinha em mente era uma razão do volume de moeda para metais preciosos, dos quais a taxa de câmbio dependia. Embora considerasse, vagamente, uma relação entre a moeda e a atividade econômica, Murtinho era um *metalista* ardente. Havia uma relação entre renda nacional e o volume de moeda, e aumentos atuais na oferta de moeda, provavelmente, constituiriam a política econômica ótima. Tal ligação entre o volume de moeda e a exploração de um metal não era uma análise correta. Era na realidade um caso de *insanidade* monetária e um obstáculo sério ao crescimento econômico. Sob muitos aspectos, Murtinho era apenas um mercantilista confuso. Êle, simplesmente, tentava transformar algumas idiosincrasias e desvios políticos em uma teoria econômica para o desenvolvimento brasileiro.

Onde Murtinho difere substancialmente de outros políticos brasileiros é na ênfase que dá à distinção entre o efeito do curto e do longo prazo da política econômica geral. Estava perfeitamente ciente do sacrifício do homem de estado no curto prazo resultante de um programa de

⁵⁹ Ibid., p. XXXVII e XXXVIII.

⁶⁰ Ibid., p. XXX. Taxa de câmbio é o preço em mil-réis da libra esterlina.

estabilização tal como o que êle visava. Mas não era sua intenção impedir que considerações demagógicas obscuras cessassem os fatores realmente econômicos — do seu questionável ponto de vista — ao sair a reforma econômica. Na sua exposição da reforma, êle conclui:

“Para combater essas causas e destruir os seus efeitos perniciosos dois são os caminhos: o caminho estreito e tortuoso da politica de expedientes e a estrada recta e larga da politica de principios que acabo de apresentar.

O primeiro é fácil de percorrer; os beneficios que nelle encontramos são de efeitos imediatos, embora transitorios: emprestimos à lavoura, a alta artificial do cambio a custa do thesouro, a propaganda em favor do consumo de café por agentes officiaes, o commercio desse producto realizado directamente pelo proprio governo e outras formulas reductoras arrancam applausos calorosos e muitos daquelles que, sentindo mais directamente os efeitos terriveis da crise, pensam e raciocinam sob forte pressão de seus proprios males.

A estrada da política de principios é aspera e rude; os resultados longiquos mas seguros que ella nos offerece, só podem ser percebidos por aquelles que teem a calma, a clarividencia e a serenidade de espirito no estudo dessas questões.

A politica de expedientes é a politica de máscara, com que se procura occultar ao paiz os seus proprios males; é a politica do narcotico, que insensibilisa a nação para as suas próprias dores, tirando-lhe a consciência da necessidade de uma reacção energica e viril contra os agentes que ameaçam destrui-la.

A outra é a politica da franqueza e a lealdade, que não esconde as verdades duras e amargas que o paiz precisa conhecer; a politica que, tendo fé na vitalidade da republica, não tem receio de provocar de sua parte uma reacção salutar.”⁶¹

Essas idéias são provavelmente únicas na história econômica do Brasil. Pode-se sentir em Murtinho a percepção de que a contínua má alocação de recursos, no curto prazo, leva, no final a uma crise sem retôrno e, provavelmente, a um govêrno autoritário e ao subdesenvolvimento. Essas políticas de curto prazo, demagógicas e visando conseguir prestigio, foram muito comuns no passado econômico do Brasil. Na realidade correm com o espirito da época; são popularizadas pelos não-economistas e pelo público. Mas os problemas econômicos seguem uma solução econômica

⁶¹ Ibid., p. XLIII-XLIV.

e não política. E uma contínua má alocação de recursos, em períodos sucessivos de curto prazo, não pode levar a uma eficiência econômica dinâmica, que vem a ser no final a alocação ótima de recursos de longo prazo. O problema de Murtinho era a fraqueza de sua teoria econômica, especialmente no que diz respeito à moeda e ao câmbio.

4.1.2. As medidas econômicas do Ministro Murtinho

O programa econômico de Murtinho estava concentrado na solução de três distorções na economia brasileira causadas pelo Encilhamento.⁶² Em primeiro lugar, tomaram-se medidas para corrigir o excesso de produção no mercado do café, provavelmente o fato mais premente do momento. A solução de Murtinho consistia em darwinismo econômico:⁶³

“Convicto de que a intervenção oficial só poderia aumentar os nossos males, o Governo deitou que a produção de café se reduzisse por seleção natural, determinando-se assim a liquidação e a eliminação dos que não tinham condições de vida, ficando ellas nas mãos dos mais fortes e dos mais bem organizados para a lucta.”

Assim, a política do café simplesmente não era uma política. Seria permitido ao mercado continuar livre; a queda dos preços internacionais sob taxas de câmbio estáveis forçaria a saída do mercado dos produtores ineficientes. Os preços então flutuariam de acordo com as condições do mercado. O Presidente Campos Salles, também, obteve redução das taxas de importação sobre o café na Inglaterra e na França, assinando tratados comerciais e buscando medidas para aumentar as exportações para esses países. Por outro lado, uma taxa de 2 contos sobre as fazendas que tivessem plantações de café novas foi instituída em São Paulo, em dezembro de 1901.⁶⁴ Essas políticas naturalmente eram um convite à rebelião ou ao menos à organização dos produtores em um grupo de pressão. Afinal os interesses constituídos influenciam o curso dos acontecimentos em interação com as idéias.

Em segundo lugar, tomar-se-iam medidas para corrigir a depreciação cambial. Os dois instrumentos de política foram uma *taxa sobre o ouro* e

⁶² MURTINHO, Joaquim. *Relatório apresentado ao Presidente da República dos Estados Unidos do Brasil pelo Ministro do Estado dos Negócios da Fazenda Joaquim Murtinho, no Anno 1900*. Rio, Imprensa Nacional, 1900. p. iii-iv.

⁶³ *Ibid.*, p. iv.

⁶⁴ ANDRADE, Theophilo de. O Convênio de 1941. *Revista do Departamento Nacional do Café*. p. 276, abr. 1941.

um empréstimo de consolidação da dívida. A *tarifa-ouro* era na realidade uma forma de contróle cambial: 10% do valor das taxas de importação seriam pagos, em espécie, a partir de 1899, com aumento de 5% em 1900 e, a partir desse ano, acréscimos anuais até que a taxa de câmbio se estabilizasse. Os proventos da taxação seriam usados para pagamento da dívida externa, que se originara em grande parte nos deficits de governos passados. O que Murinho tencionava evitar eram compras esporádicas do Tesouro ao longo do ano, que tinham causado no passado grande desequilíbrio no mercado de câmbio, e também evitar emissões de moeda para compra de divisas.

O empréstimo de consolidação contraído pelo Presidente Campos Salles foi talvez a medida de maior alcance da administração Murinho. Com toda justiça, deve-se enfatizar que Murinho não foi o autor original dessa medida. O plano foi elaborado pelo Sr. Tostal, um dos diretores do London and River Plate Bank.⁶⁵ O contrato foi assinado pelo Presidente eleito, Campos Salles, durante visita a Londres antes de assumir a presidência do Brasil. Assim Murinho já estava comprometido com a medida que tinha forte apoio dos banqueiros de Londres.

O contrato do empréstimo de consolidação da dívida externa (*Funding Loan*) foi assinado em Londres em 15 de junho de 1898 entre o governo brasileiro e N. M. Rothschild & Sons. Pelo acôrdo, o Govêrno do Brasil emitiria títulos (Títulos de Consolidação dos Estados Unidos do Brasil a 5% de juros) não excedendo 10 milhões de libras esterlinas, subscritas por Rothschild e tendo como garantia a hipoteca dos direitos alfandegários do Brasil. O pagamento do principal sôbre as dívidas externas do Brasil foi suspenso durante 13 anos. A Casa Rothschild emitiria periôdicamente os títulos a prazo para os portadores de cupons. Os títulos seriam recolhidos ao longo de um período de 63 anos. O Brasil depositaria periôdicamente num fundo de amortização quantias específicas, que seriam utilizadas para o recolhimento dos títulos. Em resumo, o que o Brasil fez foi consolidar os juros de vários empréstimos externos em um fundo, e entrar em acôrdo com a Casa Rothschild para o pagamento desses juros. O mecanismo do pagamento era como segue:⁶⁶

No dia primeiro de janeiro de 1899 e, subseqüentemente, *pari passu* com a emissão dos títulos de consolidação, o Govêrno depositará no Rio de Janeiro à guarda do London and River Plate Bank Limited, do London

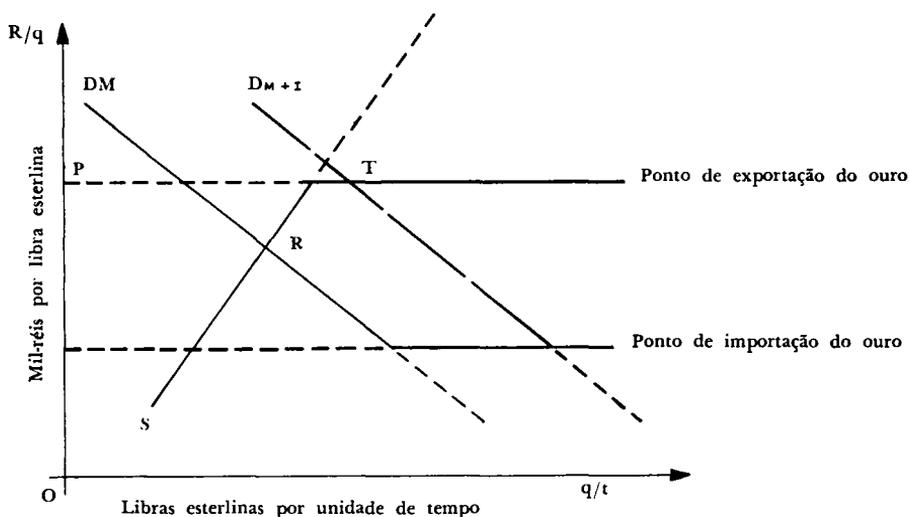
⁶⁵ Ver RETROSPECTO Comercial do Jornal do Commercio 1898. p. 5.

⁶⁶ LEGISLAÇÃO sôbre papel-moeda. p. 117-8.

and Brazilian Bank e do Brasilianische Bank fur Deutschland, o equivalente dos títulos citados em papel-moeda corrente à taxa de câmbio de 18 pence; e o papel-moeda, equivalente aos títulos emitidos entre 1.º de julho e 31 de dezembro de 1898, será depositado da mesma forma durante um período de três anos, a partir de 1.º de janeiro de 1899.

O papel-moeda depositado ou será retirado da circulação ou destruído, ou, se e quando a taxa de câmbio fôr favorável, será aplicado na compra de letras sôbre Londres em favor de N. M. Rothschild & Sons, para ser colocado a crédito de um fundo voltado para o futuro pagamento em ouro, dos juros sôbre os empréstimos e as garantias de estradas de ferro.

DIAGRAMA 1
Exportação de capital no regime do padrão-ouro
Libras esterlinas por unidade de tempo



A análise do *Funding Loan* é semelhante à da exportação de capital vigorando o padrão-ouro. O diagrama 1 mostra a determinação da taxa de câmbio vigorando o padrão-ouro. É a procura e a oferta de divisas que determina a taxa de câmbio, como o Prof. Vieira Souto lembrou a Murтинha, na imprensa, e não uma simples equação. Vamos supor que o mil-réis fôsse expresso em termos de um dado conteúdo de ouro. Num mercado livre de câmbio, a taxa de câmbio seria determinada em *A*, onde a demanda de divisas estrangeiras (resultante da demanda por importações) intercepte a oferta de divisas (resultante da procura de di-

visas no estrangeiro, ou seja, da oferta de exportações). No ponto de importação de ouro a demanda por divisas estrangeiras tornou-se perfeitamente elástica. De forma semelhante, no ponto de exportação de ouro a oferta de divisas torna-se perfeitamente elástica. Assim, a taxa de câmbio pode oscilar entre os pontos de exportação e de importação de ouro. Suponha-se agora que ocorra uma saída de capital, no caso a criação do fundo em Londres. A demanda de divisas se desloca para cima e para a direita passando a ser $Dn+I$ paralela a Dn . A taxa de câmbio passa a ser OT , determinada pela interseção de $Dn+I$ e S , que é perfeitamente elástica no ponto de exportação de ouro. Nesse ponto os exportadores convertem em ouro os proventos de venda de divisas estrangeiras.⁶⁷ A moeda é, conseqüentemente, eliminada da circulação. Isso é equivalente à incineração ou ao depósito de papel-moeda previstos no contrato do empréstimo. Ocorre uma contração da renda monetária, que causa deslocamento para baixo da curva de procura e um deslocamento para cima da curva de oferta. Se o deslocamento inicial não fôr suficiente, subseqüentes contrações da renda monetária causariam novos deslocamentos das curvas até que a taxa de câmbio se fixasse novamente abaixo do ponto de exportação de ouro. O que é importante é a deflação requerida por tal mecanismo. Pode entrar em conflito com as políticas internas de estabilização econômica. É o caso da administração de Murinho, pois o empréstimo foi contraído durante um período de extraordinária crise econômica. O superavit na balança comercial em moeda do país aumentou de aproximadamente 50 mil para 412 mil contos em 1901, principalmente devido à queda das importações de 792 mil contos, em 1898, para 448 mil em 1901. As exportações de capital requeriam precisamente um excedente comercial, que foi conseguido através da redução nas importações. Sem dúvida a deflação resultante do programa de Murinho foi substancial. Tendo em vista a já grave crise econômica, é surpreendente que Campos Salles e Murinho não tenham sido tirados de seus postos. As críticas contemporâneas largamente difundidas revelam as conseqüências sociais e econômicas das políticas deflacionárias durante um período de contração dos negócios.

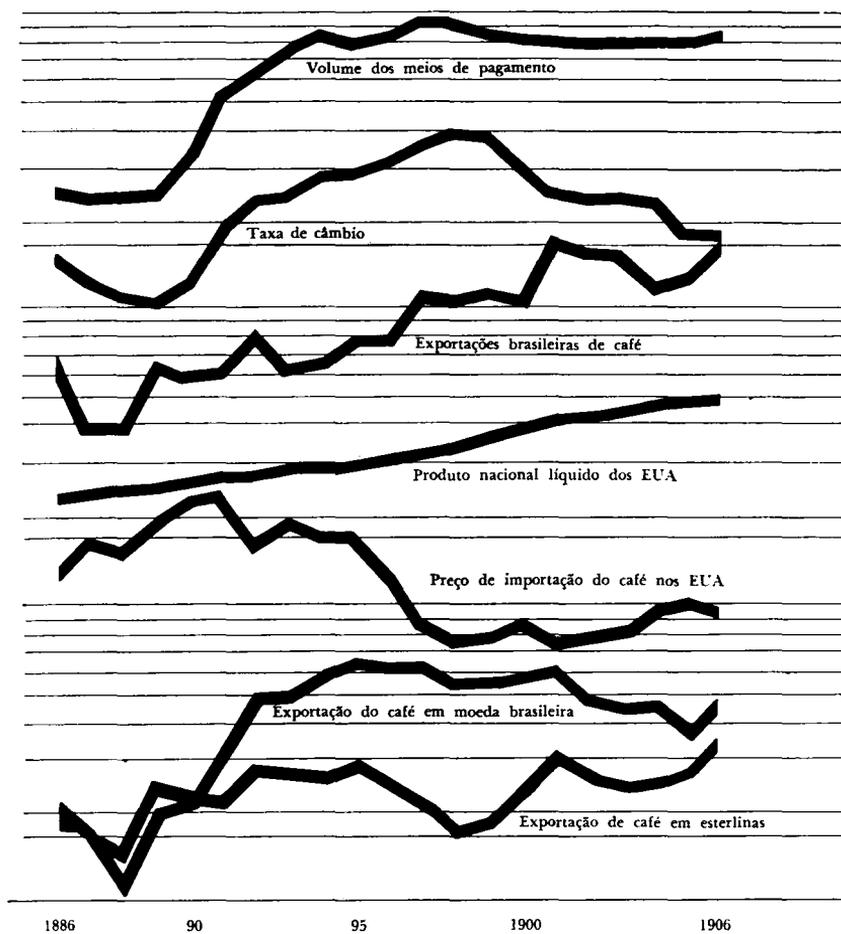
4.1.3. Resultados do programa de estabilização de Murinho

Um resultado imediato da reforma de Murinho foi o pânico bancário em 1900. Grande número de instituições financeiras do Rio de Janeiro

⁶⁷ VER MACHLUP, FRITZ. The theory of foreign exchanges. In: *Readings in the Theory of International Trade*. p. 133-4.

GRÁFICO 2

Fatores que influíram no terceiro ciclo de preços do café — 1886-1906



foi à falência, e o próprio Banco do Brasil se viu seriamente ameaçado.⁶⁸ Num dado momento a pressão foi suficientemente forte para forçar o Banco do Brasil a suspender temporariamente os pagamentos. Outros bancos seguiram esse exemplo e o pânico se espalhou. Uma crise financeira geral desenvolveu-se em setembro de 1900. O Congresso então sancionou legislação em apoio ao Banco do Brasil. Assim, foi depositado um milhão de libras esterlinas no Banco do Brasil para evitar a sua falência. As outras instituições bancárias no Rio, que tinham suspendido os pagamentos, também foram beneficiadas pela legislação em outubro do mesmo ano, e a crise foi finalmente controlada.⁶⁹

O gráfico 2 mostra o impressionante sucesso de Murinho na consecução das reformas visadas por ele. O volume dos meios de pagamento estabilizou-se depois de 1889 e o preço da libra esterlina, em mil-réis, declinou substancialmente. Isso não quer dizer que a política de Murinho era ideal para o Brasil nessa época. É verdade que é escassa a informação sobre esse período, e uma análise correta requeriria dados sofisticados sobre o movimento dos preços, renda real, produção etc. As políticas, tais como as da administração de Murinho, devem, também, ser julgadas à luz das contrações nos negócios, e tal informação não é disponível para o Brasil. Provavelmente nunca o será. Mas o gráfico 2 mostra o comportamento irracional do volume dos meios de pagamento no Brasil: um planalto, seguido de violento aumento e, então, *novo planalto*. Nesse período o volume de meios de pagamento estava firmemente controlado pela política do Governo, e da mesma forma esses movimentos violentos contínuos não poderiam contribuir para o crescimento econômico a longo prazo. Porém isso foi um êtro repetido em várias administrações, inclusive a de Murinho. Por outro lado, a limitada informação disponível permite a conclusão experimental de que Murinho provocou grave deflação durante um período de contração dos negócios, como o indica a profunda crise na atividade econômica mais importante do país, que era o café.

A consequência mais relevante do programa de estabilização de Murinho, para a alocação de recursos, está evidente no gráfico 2. A sensível queda no preço internacional do café, depois de 1895, foi contrabalancada até 1898 por uma depreciação cambial relativamente acentuada apesar de insuficiente. Mas tal compensação deixou de existir depois de 1899; pelo contrário, houve valorização cambial mais rápida do que

⁶⁸ CALÓGERAS. op. cit., p. 346. Umias 17 instituições de crédito faliram.

⁶⁹ Ibid., p. 350.

a alta do preço do café. Sempre que havia alguma recuperação do preço do café depois de 1901, a valorização cambial subsequente anulava essa recuperação. A meta de Murtinho de colocar produtores para fora do mercado estava funcionando com todo o impacto. Os produtores eficientes viram seus lucros diminuir de modo substancial e os produtores ineficientes foram levados à falência. A conseqüência do programa de estabilização foi a formação de um movimento nacional contra a intervenção no mercado do café. O política de Murtinho na realidade denotou a sua convicção mais forte: um mercado do café livre.⁷⁰

4.2. As conseqüências econômicas do Ministério Bulhões

4.2.1. A análise econômica do Ministro Bulhões

Raro acontecimento na história brasileira, as políticas econômicas de Murtinho foram continuadas pelo seu sucessor, Leopoldo de Bulhões, nomeado para a pasta da Fazenda pelo Presidente Francisco de Paula Rodrigues Alves. A análise da crise brasileira feita por Bulhões era semelhante, ainda que não tão drástica, à de Murtinho. Afinal, fôra Rodrigues Alves quem implementara políticas de ortodoxia quando Ministro da Fazenda na década anterior. Segundo Bulhões, as emissões do período do Encilhamento tinham resultado em substancial inflação. A inflação levava a uma inadequada alocação de recursos através da distorção dos preços relativos e das rentabilidades. Por outro lado, o período inflacionário da última década do século XIX resultava numa incerteza para investimentos, tanto do capital nacional quanto do estrangeiro. O único caminho que restava para o Brasil era o da redução das emissões.⁷¹

Bulhões, também, acreditava firmemente no programa de Murtinho, na maioria dos detalhes:⁷²

“Si as condições geraes do paiz são boas, si as circunstancias economico-financeiras são animadoras, a conclusão a tirar é que, apesar da insuficiencia dos elementos do balanço, a depreciação do papel-moeda, cuja prova e medida estão na taxa cambial, só pode ser attribuida ao excesso do meio circulante, que embaraça a importação de capitaes estrangeiros em maior escala e a fixação da moeda metallica na circulação.”

⁷⁰ Ver meu trabalho *Uma análise ...* cap. I.

⁷¹ MINISTÉRIO DA FAZENDA, Relatório Leopoldo de Bulhões (1905). *Documentos parlamentares, meio circulante*. p. 37-8. A bibliografia desse Ministro é de autoria de Augusto de Bulhões. *Leopoldo de Bulhões*. Rio, Ed. Financeiras.

⁷² *Ibid.*, p. 59.

A sustentação da taxa de câmbio favorecia o desenvolvimento de um setor industrial interno e um eficiente setor de exportação. A depreciação deliberada da taxa de câmbio, de forma a proteger o setor exportador, aumentava substancialmente os custos das necessidades de capital do setor industrial nascente. Havia muitos brasileiro nessa época que não acreditavam na redistribuição da renda, em favor do setor cafeeiro, como o caminho para o progresso de longo prazo.

4.2.2. As medidas do Ministro Bulhões

O programa econômico de Bulhões era semelhante ao de Murtinho. Em primeiro lugar, a tarifa-ouro foi mantida com a esperança da estabilização do mercado cambial. Em segundo lugar, estabilizou-se o volume da moeda. Em terceiro, empréstimos foram contraídos no estrangeiro para continuar o progresso do país no clima de certeza que a estabilização permitia. Rodrigues Alves escolheu funcionários competentes para a cidade do Rio de Janeiro, que progrediu muito durante a sua administração. A ambição do Presidente era a consolidação das reformas de Campos Salles e um novo período de expansão econômica.⁷³ Como se vê no gráfico 2, as políticas alcançaram as metas previstas: estabilização do volume de moeda, valorização da taxa de câmbio, diminuição dos déficits orçamentários e redução da rentabilidade do plantio do café para eliminar do negócio os produtores ineficientes.

4.2.3. O quarto Banco do Brasil

Durante o pânico bancário de 1900, o Banco da República do Brasil recebeu assistência do Governo para evitar a sua falência e as repercussões drásticas que dela resultariam sobre toda a estrutura econômica do Brasil.⁷⁴ Assim, o Governo se tornou credor do Banco, e a associação entre as duas instituições foi aumentada com os anos. Mais tarde tal associação se tornou mais forte pela reforma bancária de Leopoldo Bulhões, em 1905.⁷⁵ No dia 30 de dezembro foram apurados novos estatutos para o Banco do Brasil.⁷⁶

⁷³ *Ibid.*, p. 34; VIANA. *op. cit.*, p. 706-765.

⁷⁴ CALÓGERAS. *A crise dos bancos em 1900. op. cit. cap. 20.*

⁷⁵ Consulte-se o RELATÓRIO Leopoldo de Bulhões (1905). *Documentos parlamentares, meio circulante*. 1905. v. 7, p. 505 e seg. para uma análise dos bancos anteriores.

⁷⁶ DECRETO n.º 1455 de 30 de dezembro de 1905, *Approva os estatutos do Banco do Brasil, Legislação sobre papel-moeda*. p. 130; VIANA, Victor. *op. cit.* p. 723; CALÓGERAS. *op. cit. A Reorganização do Banco da República. O Banco do Brasil, cap. 23.* p. 384 e seg.

Os novos estatutos⁷⁷ mudavam o nome do Banco da República do Brasil para Banco do Brasil, a quarta instituição no Brasil com tal nome. O Governo aumentou os ativos do banco em 2500 contos para atingir o total de 22 500 contos. Ficou estabelecido que o Banco teria a sua direção no Rio de Janeiro, mas poderia estabelecer agências em qualquer ponto do país. O capital do Banco foi fixado em 70 mil contos, substancialmente abaixo dos 190 mil contos do Banco da República do Brasil. Foi dividido em 350 mil ações de 200 mil-réis cada. Os possuidores de ações do Banco da República do Brasil receberam 112 500 ações. Outras 112 500 ações foram subscritas pelo Tesouro federal. As 125 mil restantes foram oferecidas ao público.

Numerosas operações foram permitidas ao Banco. Em primeiro lugar, podia aceitar depósitos do Tesouro e adiantar fundos para êste, mas não além do limite máximo impôsto pela lei orçamentária anual. Em segundo lugar, o Banco podia aceitar depósitos comerciais normais. Em terceiro, era-lhe permitido descontar títulos comerciais. Em quarto, o Banco se lançaria em ampla variedade de operações com os vários níveis de Governo, federal, estadual e municipal. Em quinto, ao Banco foram permitidas operações de subscrição de títulos governamentais e privados. Em sexto, o banco estabeleceria uma carteira para os negócios em moeda estrangeira (ou seja, uma carteira de câmbio). Em sétimo, para poder ter lucros o banco poderia conceder empréstimos com prazo não superior a seis meses e tendo como garantia ouro, títulos do Governo, mercadorias, diamantes, ações ou debêntures de empresas privadas.

Uma das mudanças mais importantes que o Banco sofreu foi com relação à administração. Esta ficou a cargo de um presidente e quatro diretores. O presidente e o diretor da carteira de câmbio eram nomeados pelo Presidente do Brasil. Tratava-se de providência no sentido de controlar as medidas de estabilização cambial. E no que se refere à carteira, foi importante para conseguir divisas para as obras públicas da administração Rodrigues Alves.⁷⁸ Essas providências administrativas, conseqüentemente, asseguravam que os assuntos relativos à moeda e ao câmbio seriam controlados pelo Governo, tornando-se o Banco do Brasil um importante instrumento da política econômica. Nos períodos subseqüentes, a presidência do Banco do Brasil tornou-se o segundo cargo econômico mais importante do Brasil, logo após o de Ministro da Fazenda. Em muitos casos os ministros da Fazenda foram escolhidos por terem sido

⁷⁷ Os estatutos são integralmente reproduzidos em VIANA. op. cit., p. 724-41. Viana reproduz integralmente os documentos mais importantes.

⁷⁸ RELATÓRIO Leopoldo de Bulhões (1906), *Documentos* ... v. 7, p. 537-8.

anteriormente presidentes do Banco do Brasil. Um ramo administrativo secundário do Banco era o conselho fiscal. Seus membros eram eleitos pelos acionistas, juntamente com três dos diretores do Banco. O conselho examinava os balanços do Banco e fazia um relatório diretamente na assembléia dos acionistas.

Essa reforma bancária teve grande importância. Forneceu ao Governo uma instituição bancária através da qual ele podia efetuar as políticas monetária e cambial, assim como tomar providências quanto à administração cotidiana do orçamento. O Banco do Brasil estava longe de ser um banco central, pois não era prestamista em última instância e não possuía um fundo de redesconto. Leopoldo de Bulhões aumentou posteriormente a importância do Banco ao garantir-lhe o privilégio de emissão de notas conversíveis em ouro.⁷⁹

5. O primeiro fundo de estabilização cambial e o abandono da ortodoxia durante a I Guerra Mundial

5.1. O fundo de estabilização cambial (Caixa de Conversão)

5.1.1. A mecânica do fundo

Uma das providências do Convênio de Taubaté foi a criação de um fundo de estabilização cambial (Caixa de Conversão). Não havia razões econômicas reais para a inclusão do fundo no plano de valorização. Esta inclusão foi determinada por interesses de classe. A valorização do café causaria uma entrada de divisas. Essa entrada de divisas provocaria uma valorização da taxa cambial. Assim, os cafeicultores temiam que as elevações nos preços internacionais, resultantes da retirada do café do mercado, fossem contrabalançadas em moeda nacional pela valorização da taxa de câmbio por sua vez oriunda do aumento da entrada de divisas ocasionada pelos empréstimos estrangeiros e as majorações esperadas no preço do café.⁸⁰ Uma segunda razão importante era o prestígio nacional dado ao programa de valorização pela inclusão de uma política popular em todo o País, e estabilização cambial. Do ponto de vista do sucesso das metas de valorização, o fundo de estabilização não era indispensável. E do ponto de vista mais importante da eficiência e da distribuição da renda, no contexto da economia e da sociedade brasileira, o fundo de estabilização cambial poderia vir a causar, subseqüentemente, má alocação

⁷⁹ DECRETO n.º 6 160 de 13 de outubro de 1906, "Concede autorização ao Banco do Brasil para emitir notas conversíveis à vista", artigo 8, *Documentos parlamentares, meio circulante*. v. 7, p. 550.

⁸⁰ Esses pontos são bem sublinhados por DELFIM NETTO. *op. cit.*, p. 62-3.

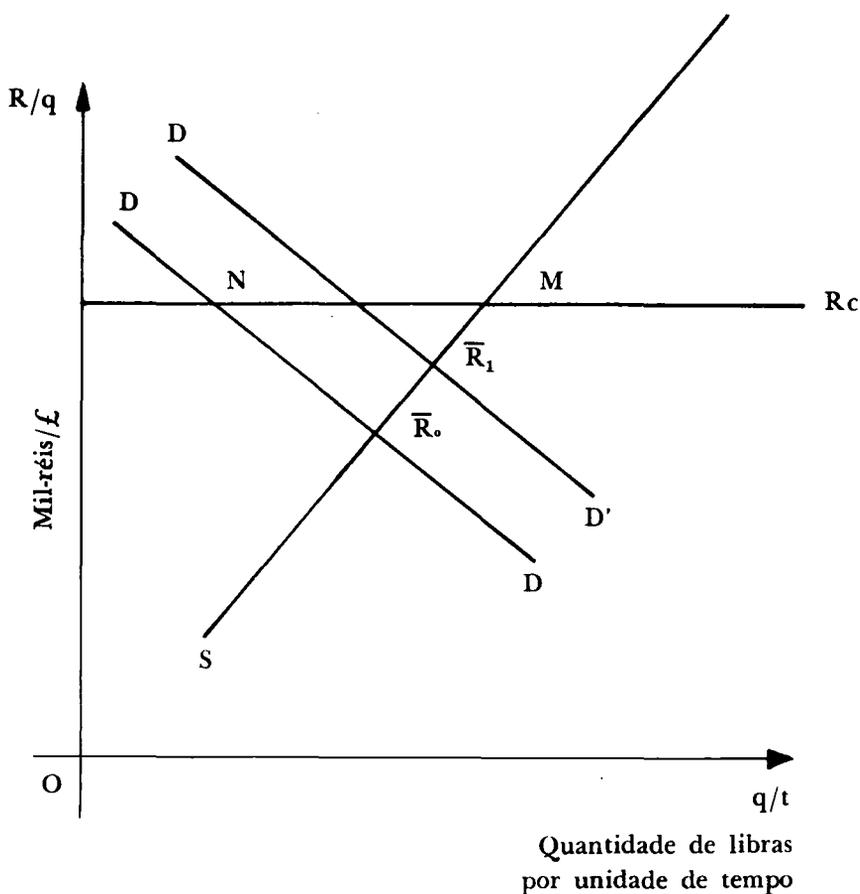
de recursos e uma injustiça através de redistribuição da renda em benefício do setor cafeeiro. Outro caso de proteção da riqueza da oligarquia dos cafeicultores em detrimento da industrialização e do progresso.

Uma importante razão para o estabelecimento do fundo foi, também, o apoio a êle dado pela escola da ortodoxia monetária. Os filósofos ortodoxos acreditavam que a taxa de câmbio devia permanecer a *baixos* níveis, ou seja, valorizada. Afinal essa era a filosofia de Murtinho, importar barato o que era produzido internamente a preços mais altos. Murtinho ao fazer tal afirmação não levou em consideração a teoria das vantagens comparativas. Mais provavelmente, sua principal preocupação era conseguir taxas de câmbio artificialmente baixas por si só. A depreciação cambial impedia o desenvolvimento e a manutenção das estradas de ferro — fator de crescimento na filosofia de Murtinho.⁸¹ O capital estrangeiro e a imigração também eram importantes fatores de crescimento e por isso o Brasil deveria manter baixas taxas de câmbio. Acreditava-se na época que taxas de câmbio instáveis desestimulavam as entradas de capital. Por outro lado, a depreciação da taxa de câmbio estimulava os comerciantes a fazerem estoques. Quanto à industrialização, muito raramente entrava nos debates da época. A valorização da taxa de câmbio ou uma taxa de câmbio artificialmente baixa reduzia a posição competitiva das manufaturas de produtos concorrentes com as importações. Em retrospecto, depreende-se que o Brasil deveria ter seguido uma política de taxas de câmbio livremente flexíveis. Isso absolutamente não quer dizer que tal política deveria ser seguida hoje em dia, quando a organização econômica do País e as metas sociais e econômicas são completamente diferentes. Taxas de câmbio livremente flexíveis teriam permitido que os movimentos de preços, nos mercados internacionais, tivessem impacto total no setor cafeeiro. Ter-se-iam obtido assim fluxos de recursos para a produção do café mais perto dos ótimos. Dentro de tal política, teria sido mais fácil desenvolver a indústria internamente, dado que o país já instituíra uma política protecionista.

A escola da ortodoxia e os cafeicultores divergiam em muitos assuntos. Mas ambos os grupos estavam de acôrdo com a estabilização cambial. Finalmente, foi votado como lei, no fim de 1906, um fundo de estabilização com modificações em relação àquele pleiteado em Taubaté. O autor da lei de estabilização na Câmara dos Deputados, David Campista tornou-se Ministro da Fazenda de Affonso Penna, que sucedeu a Rodrigues Alves na presidência do Brasil. A legislação determinava o es-

⁸¹ CALÓGERAS, op. cit. p. 436.

B — Análise Geométrica do Fundo Brasileiro de Estabilização Cambial
(Caixa de Conversão)



diversificação econômica, da alocação de recursos e do crescimento, era a conversão desses recibos em moeda estrangeira em capital para o estabelecimento de indústrias com vantagem comparativa. Isso era desejável tanto do ponto de vista de redução das flutuações econômicas da economia brasileira, que dependia excessivamente dos ciclos de negócios nos países desenvolvidos, por causa da alta participação das exportações de café na atividade econômica agregada, como, também, do ponto de vista do crescimento econômico. Tendo em vista a disponibilidade de empresários, a bastante adequada transmissão de tecnologia, uma base de re-

curso ampla e diversificada, um setor industrial nascente e a proteção aduaneira, assim como as poucas promissoras crises periódicas na produção de café e uma erosão gradual de sua vantagem competitiva, a entrada de ouro e de moeda estrangeira deveria ter sido moeda para formação de capital na indústria e para capital de giro. É óbvio que eram disponíveis muitos fatores da indústria, mas não havia instituições de crédito para financiar inovações sob a forma de transmissão de tecnologia. O setor cafeeiro do Brasil estava exigindo um alto preço do restante da economia. O entesouramento de ouro e de moedas estrangeiras no fundo de estabilização dava uma medida palpável do desperdício das oportunidades de desenvolvimento. O Brasil tornava-se mercantilista no século XX.

5.1.2. Insucessos do fundo

O primeiro pré-requisito, do fundo de estabilização, era a autoridade de emitir notas sem limite, ou ao menos o direito de pedir emprestados fundos para pagar pelo ouro e pelas moedas estrangeiras. A legislação brasileira, porém, estipulava especificamente uma emissão máxima de 320 mil contos (ou 15 milhões de libras esterlinas). Assim, o fundo seria incapaz de manter a taxa de câmbio ao nível especificado pelo legislativo.

Outro problema com a mecânica do fundo era a possibilidade de existência de uma taxa de câmbio de mercado, inferior ao mínimo visado pela legislação. Num mercado normal isso não seria possível. A quantidade de um bem ofertado a níveis inferiores ao do preço mínimo é zero. Mas no mercado de câmbio, podem ocorrer diferentes situações. Um estrangeiro importaria moeda estrangeira para o Brasil e obteria mil-réis à taxa artificialmente elevada pelo fundo de estabilização. Os brasileiros interessados em importar desejariam comprar moeda estrangeira a taxas inferiores àquela do fundo de câmbio. Os estrangeiros, com divisas, que desejassem voltar às libras esterlinas, também desejariam uma taxa inferior à do fundo. Assim, uma taxa de mercado livre, inferior à do fundo, seria determinada. E a diferença entre as duas taxas diminuiria até o equivalente à taxa de descontos de papéis comerciais em Londres e em outros mercados, no estrangeiro. Assim, a taxa de câmbio se fixaria em algum ponto abaixo da taxa do fundo de estabilização, na medida em que as curvas de demanda de moeda estrangeira se deslocassem para cima e para a direita, provindo o deslocamento da exportação de capital pelos especuladores estrangeiros. Naturalmente, haveria também deslocamentos para baixo da curva de oferta causados pelas importações es-

peculativas de capital. Com o tempo a diferença entre as taxas iguala-se aproximadamente à taxa de desconto.

Quando se combinam êsses dois fatores, fica mais simples entender o insucesso do primeiro fundo de estabilização. Devido à limitação da emissão, o fundo não podia controlar a pressão ascendente da taxa de câmbio. Logo que o limite de emissão do fundo se esgotasse, prevaleceriam novamente as taxas livres de mercado. Isso é o que, em resumo, ocorreu entre 1906 e 1910.⁸⁴ A tabela 3 mostra as emissões de notas do primeiro fundo de estabilização. Em maio de 1910 o fundo esgotara o seu limite superior de emissão. Durante êsse período, como também se pode ver na tabela 3, o fundo foi notavelmente bem sucedido, em primeiro lugar na depreciação cambial e depois na manutenção da taxa de câmbio ao nível sugerido pelos plantadores de café. Em certo sentido, o fundo foi uma quebra da ortodoxia pelo fato de ter também aumentado a oferta de moeda, como se vê na tabela 3. A lei de Gresham, porém, teve efeito no Brasil. As notas do fundo de estabilização rapidamente desapareceram de circulação.

O Presidente Affonso Penna morreu em 1909 e foi sucedido pelo Vice-presidente Nilo Peçanha, que reconduziu Leopoldo Bulhões ao Ministério da Fazenda. O Ministro Bulhões obviamente entendeu as dificuldades do fundo na consecução dos objetivos previstos. Sua proposta para

TABELA 3

Brasil, emissões de notas do fundo de estabilização cambial,
volume de moeda e taxa de câmbio — 1906-1910

Anos	(1) Emissões de notas do fundo de estabilização cambial (mil contos)	(2) Volume de moeda (mil contos)	(3) Taxa de câmbio (mil-réis por libra esterlina)
1906	37	702	14,8
1907	100	744	15,8
1908	89	724	15,8
1909	225	854	15,8
1910	320	925	14,8

Fontes: Quadro M, apêndice e CALÓGERAS. op. cit., p. 482.

⁸⁴ Esta é uma versão modificada da análise de CALÓGERAS, J. Pandiá. op. cit, cap. 26 e TEIXEIRA VIEIRA. p. 240.

a reforma do fundo baseava-se em quatro pontos.⁸⁵ Em primeiro lugar, a taxa de câmbio do fundo de estabilização seria aumentada de 15 para 16 “dinheiros esterlinos” (pence). Ou seja, o preço da libra esterlina em mil-réis seria diminuído. Em segundo lugar, propôs a eliminação de limites superiores de depósitos para o fundo de estabilização cambial. Em terceiro lugar, o executivo deveria ter contróle discricionário sôbre a taxa de câmbio do fundo de estabilização. Em quarto, a separação do fundo de estabilização do fundo de garantia da moeda. Uma contraposta apenas previa um aumento dos direitos de emissão do fundo de estabilização para um total de 40 milhões de libras esterlinas, 20 milhões dos quais seriam considerados esgotados pela emissão anterior.⁸⁶ Subseqüentemente houve acalorado debate no Brasil sôbre os méritos relativos do fundo de estabilização, a taxa de câmbio apropriada para o fundo e os limites da sua autoridade para emitir.

Em 1910, o Marechal Hermes Rodrigues da Fonseca tornou-se Presidente do Brasil. Em janeiro de 1911 o Congresso aprovou novas regulamentações para o fundo de estabilização. Uma nova taxa de 16 “dinheiros esterlinos” (pence), por mil-réis, foi fixada. No dia 23 dêsse mês, o fundo entrou em operação. Depois do comêço da guerra na Europa, crescente quantidade de moeda estrangeira e de ouro foi retirada do fundo. O Governo fechou-o temporariamente durante a guerra, para impedir a saída de capital.

5.2. O abandono da ortodoxia durante a I Guerra Mundial

Um dos aspectos mais importantes da economia brasileira durante a guerra foi o abandono da ortodoxia. Irônicamente, essa ruptura ocorreu, principalmente, durante a administração do Ministro da Fazenda J. Pandiá Calógeras, que louvara fortemente Murtinho e a ortodoxia monetária, numa obra clássica da política monetária no Brasil, inicialmente publicada em 1910.⁸⁷ Tendo adoecido o Ministro da Fazenda, o Presidente Wenceslau Braz escolheu Calógeras, que era então Ministro da Agricultura, para Ministro da Fazenda.

A situação econômica do Brasil em 1915 era bastante crítica. O País já se encontrava no meio de uma crise no setor da borracha. A maioria

⁸⁵ EXPOSIÇÃO do Sr. Leopoldo de Bulhões. *Documentos parlamentares, caixa de conversão*. 1910. v. 2, p. 15.

⁸⁶ CARVALHAL, Galeo. *Ibid.*, p. 15-22.

⁸⁷ CALÓGERAS, J. P. *A política monetária do Brasil*. Calógeras foi um escritor e homem de estado muito prolífico. Seu trabalho sôbre a indústria do ferro e do aço no século XIX é o melhor disponível. Ver *As Minas do Brasil e sua legislação*, II. Rio, Imprensa Nacional, 1905.

dos mercados europeus estava fechada ou em vias de fazê-lo devido à guerra. As exportações do Brasil e os preços do café caíram abruptamente. Ocorreu crise econômica generalizada. O Banco do Brasil, por exemplo, ficou gravemente ameaçado de falência.⁸⁸ Grandes deficits nas finanças públicas verificaram-se pela primeira vez desde a reforma de Murinho. Buscaram-se desesperadamente novas opções da política econômica.

Não havia outra alternativa senão abandonar a ortodoxia monetária. Não se podiam obter empréstimos nos mercados estrangeiros para pagar os deficits do Governo federal. A única alternativa para a gerência normal dos negócios do Governo era a emissão de notas. Um grande número de reformas monetárias foi sugerido pelo Presidente e pelo Ministro da Fazenda.⁸⁹ A idéia principal era implementar a reorganização do Banco do Brasil de 1905. Com tal reforma tinham-se dois propósitos. Primeiro, a crise do Banco seria solucionada evitando-se assim um pânico bancário. Segundo, as notas do Banco do Brasil poderiam ser emitidas e o processo de criação da moeda ficaria mais bem disfarçado. O Presidente pediu ao Congresso a autoridade para poder lançar-se em operações de crédito internas, com o fim de aumentar o capital do Banco do Brasil e de financiar o deficit da conta corrente do Governo. Uma das principais mudanças contempladas no Banco do Brasil era o fornecimento de fundos para a assistência financeira à *produção nacional*, que então se considerava estar em crise. Essa crise era naturalmente causada pelas dificuldades de exportar durante a guerra.

No dia 28 de agosto de 1915, um decreto do executivo estabeleceu a emissão de 350 mil contos a serem usados para pagamento do deficit do Governo federal, sustentação da produção nacional e aumento de capital do Banco do Brasil, de forma que a instituição pudesse lançar-se no redesconto de papéis comerciais e governamentais.⁹⁰ No dia 11 de novembro, o Governo federal aprovou um contrato com o Banco do Brasil. O Governo emprestaria 50 mil contos ao Banco. O programa de sustentação da produção nacional seria realizado através do Banco.⁹¹ Em maio do ano seguinte, o Governo aprovou mudanças nos estatutos do Banco do Brasil. A inclusão da operação de redesconto de títulos comerciais e de obrigações do Tesouro foi a mudança mais importante nos estatutos.⁹² Assim

⁸⁸ BANCO DO BRASIL, *Relatório 1915*. p. 3.

⁸⁹ CALÓGERAS, J. Pandiá. *Relatório 1915*. Ministério da Fazenda, p. 17.

⁹⁰ DECRETO n.º 2 986, de 28 de agosto de 1915. MINISTÉRIO DA FAZENDA. *Relatório 1915*. p. 45-6; BANCO DO BRASIL. *Relatório 1916*, p. 15.

⁹¹ MINISTÉRIO DA FAZENDA. *Relatório 1915*. p. 45-6.

⁹² DECRETO n.º 12 081, de 31 de maio de 1916. CALÓGERAS, J. Pandiá. *Relatório 1916*. Ministério da Fazenda, p. 48.

a ortodoxia monetária foi amplamente abandonada na política governamental. Uma grande emissão foi autorizada para financiar o deficit federal. O Banco do Brasil foi reestruturado substancialmente e estreitou-se a sua associação com o Governo.

Poderia parecer que o financiamento dos deficits do governo tivesse sido amplamente conseguido pela reforma monetária e que não se houvesse tomado providências quanto ao financiamento da industrialização. Na realidade, porém, a indústria foi considerada como parte da produção nacional quando da nova reorganização do Banco do Brasil. Além do mais, reformas posteriores permitiram que o Banco desse assistência à indústria. Em janeiro de 1911, o Banco foi autorizado a estender o crédito aos produtores de têxteis e de algodão. Conquanto se estipulasse um prazo limite de seis meses e exigisse uma elevada taxa de juros de 6%, isto era novidade no plano financeiro no Brasil. Os produtores de têxteis ofereceriam mercadorias como garantia de seus empréstimos. A oferta monetária foi aumentada em 50 mil contos, fornecendo assim ao Banco do Brasil o capital para esses serviços.⁹³

Outro traço importante das finanças no período da guerra foi a instalação de uma forma suave de controle cambial. A meta da política governamental era eliminar as evasões especulativas de divisas. Com o propósito alegado de obter dados sobre o mercado de câmbio, foi sancionada legislação tornando obrigatório o registro das transações cambiais no Ministério da Fazenda.⁹⁴ Finalmente, em 1917, o mercado de câmbio foi regulamentado para impedir a especulação.⁹⁵ Apenas passaram a ser aprovados três tipos de transações: o pagamento de dívidas públicas ou privadas, o pagamento de importação e a manutenção de brasileiros (ou de estrangeiros não inimigos) no estrangeiro. Enquanto isso, várias leis fecharam o fundo de estabilização cambial.⁹⁶

5.3. Resumo

O gráfico 3 mostra alguns dos indicadores disponíveis mais importantes para a avaliação do fundo de estabilização cambial e o abandono da ortodoxia durante a guerra. Considera-se primeiro a taxa de câmbio. Houve pequena valorização até 1906, quando Bulhões e a ortodoxia estreita deixam o Ministério da Fazenda. A Caixa de Conversão começou a operar

⁹³ DECRETO n.º 13 407, de 13 de janeiro de 1919. Ministério da Fazenda, *Relatório 1919*. p. 34-6.

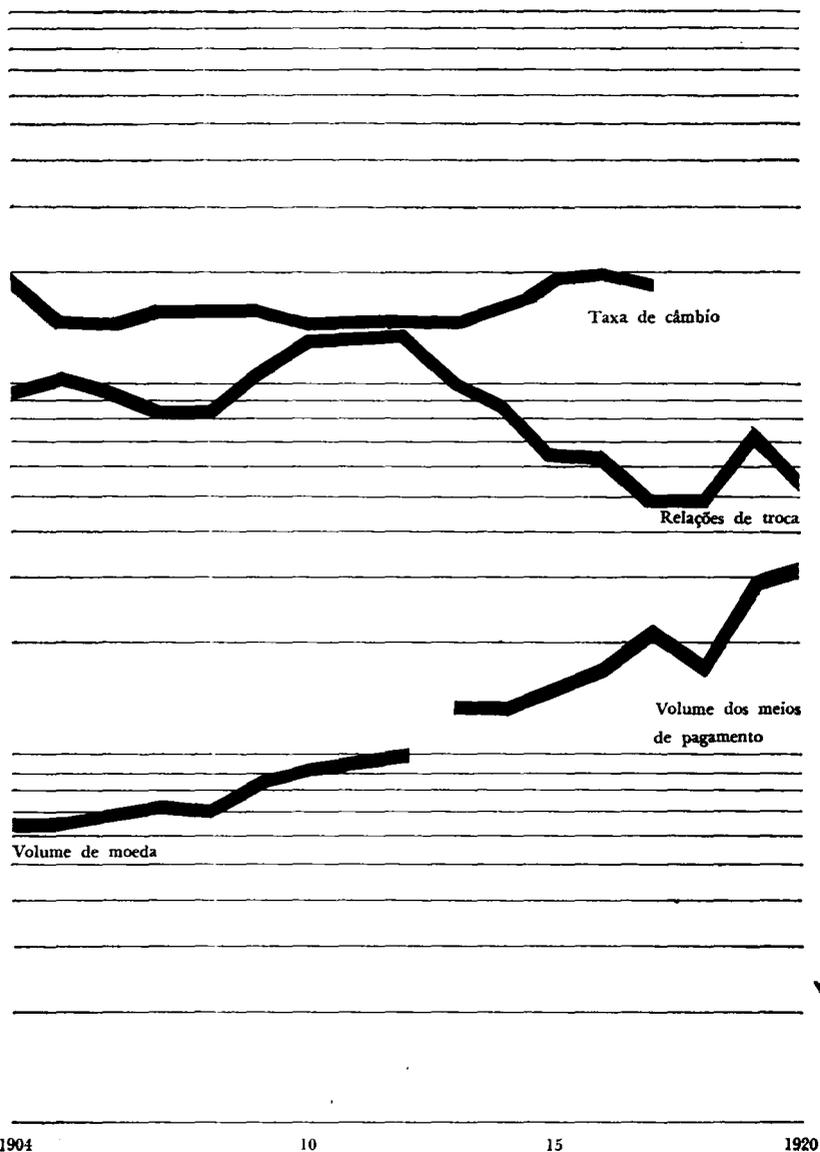
⁹⁴ MINISTÉRIO DA FAZENDA, *Relatório 1918*. p. 12 e seg.

⁹⁵ DECRETO n.º 13 110, 19 de julho de 1917. *Ibid.*, p. 16.

⁹⁶ *Ibid.*, p. 192-3.

GRÁFICO 3

Brasil, taxa de câmbio, relações de troca e volume dos meios de pagamento
1904-1920



Fonte: *Análise Económica, cit.*, Tabela M.

no fim de 1906. Houve pequena depreciação, como era de se esperar, tanto do objetivo dos políticos como da análise do fundo feita acima. A taxa de câmbio então estabilizou-se logo abaixo de 16 mil-réis por libra esterlina, que era a taxa do fundo de estabilização cambial. A diferença entre a taxa de câmbio do fundo e a taxa de mercado deve ter sido aproximadamente igual à taxa de desconto a curto prazo dos papéis comerciais em Londres. Em 1910, os limites de emissão do fundo tinham-se esgotado e a taxa de câmbio foi valorizada. Durante os anos anteriores a 1914, a taxa se manteve estável num nível relativamente valorizado devido à nova taxa de câmbio valorizada do fundo e à segunda emissão de notas. Depois do comêço da guerra houve desvalorização, seguida de valorização causada pelo contrôle cambial.

As relações de troca, estimadas pelo Dr. Suzigan para o estudo sôbre crescimento econômico, da Fundação Getúlio Vargas, permitem uma das melhores análises desse período, para o qual há grande escassez de dados. Depois de 1908, as relações de troca começam a refletir a melhoria nos preços internacionais do café causada pela valorização de Taubaté.⁹⁷ Em 1912, vê-se que a valorização fôra completamente bem sucedida na melhoria das relações de troca. Na realidade, em têrmos do bem-estar coletivo, a conseqüência realmente importante de uma retirada maciça do café do mercado deve ser analisada em têrmos de um impedimento ao comércio ótimo.* É a extensão feita por Lerner do teorema da tarifa ótima de Mill-Bickudike.⁹⁸ Sômente depois do trabalho do Dr. Villela⁹⁹ tornou-se possível fazer julgamentos sôbre as implicações da valorização do café sôbre o bem-estar geral. Como está obvio no gráfico, o sucesso da valorização foi interrompido pela I Guerra Mundial. As relações de troca caíram rápida e firmemente até 1917, ano crucial para o setor cafeeiro do Brasil em face da violenta queda de preços nesse ano. Os preços do café aumentaram significativamente devido à geadá de 1918 que destruiu grande parte da produção.

O gráfico, também, mostra o declínio preliminar da ortodoxia, causado pela emissão de notas do fundo de estabilização depois de 1908. Após 1913, tornam-se disponíveis estatísticas mais rebuscadas, ou seja, o volume dos meios de pagamento (moeda normal mais depósitos à vista). Vê-se como aumentou o volume de meios de pagamento, ocorrendo uma interrupção em 1917-18.

⁹⁷ Ver meu trabalho *Uma análise...* cap. 1.

⁹⁸ *Ibid.*, cap. 4.

⁹⁹ *Fatores no crescimento econômico do Brasil 1889-1970*, a ser publicado.

Êsses dados escondem uma análise importante da estabilização e do crescimento econômico. O problema da economia brasileira durante a I Guerra não era a inflação, mas sim a recessão. O violento golpe na mais importante atividade econômica, o café, tinha que ser compensado pela expansão das atividades econômicas competidoras com as importações, a indústria. As políticas monetárias do Brasil teriam agravado seriamente a recessão provocada pela perda nos mercados do café se a ortodoxia não houvesse sido abandonada. Esse abandono foi em grande parte causado pela queda dos níveis de renda que se seguiu à crise do café, a qual por sua vez ocasionou o déficit nas finanças governamentais. A decisão de emitir moeda foi de vital importância. Tal emissão de moeda facilitou a industrialização realizada durante a guerra. Na realidade, as taxas de câmbio permaneceram mais ou menos estáveis. Mas as relações de troca caíram substancialmente. Essa queda não foi somente causada pelo declínio dos preços do café, mas também pela elevação dos preços das importações. Traduzida em termos de lucros e rentabilidade da indústria interna, aumentou substancialmente em relação à atividade exportadora de café. Se tivesse havido um freio à atividade econômica através de políticas ortodoxas, a industrialização poderia não ter ocorrido. Torna-se óbvio por êsses dados que a importância marcante da política monetária, cambial e fiscal não pode ser ignorada.

6. A volta à ortodoxia

6.1. O Banco do Brasil e a reforma monetária

6.1.1. A Carteira de Redescontos do Banco do Brasil

No Brasil do fim da I Guerra Mundial havia certa insatisfação com a organização monetária do País. A assistência efetiva do Banco do Brasil à indústria não ultrapassara 1 250 contos.¹⁰⁰ Por outro lado houve profunda crise econômica em 1920. Êste foi naturalmente um ano de grave depressão nos países industrializados. Seu reflexo no Brasil se deu sob a forma de violenta queda nos preços do café.¹⁰¹ No Brasil, os observadores financeiros, também, queixaram-se da falta de crédito para o financiamento de operações com café e para outros negócios. A taxa de câmbio desvalorizou-se. Havia grande possibilidade de pânico bancário.

Nessa época o Presidente do Banco do Brasil era J. M. Whitaker, que, subsequêntemente, favoreceu a ortodoxia monetária na década de 30.

¹⁰⁰ BAPTISTA, Homero. *Relatório 1920*. Ministério da Fazenda, p. 12.

¹⁰¹ Ver meu trabalho *An economic...* cap. 1.

Whitaker argumentava que, devido à falta de um prestamista em última instância no sistema monetário brasileiro, a maioria dos bancos se via forçada a operar com reservas de moeda normal de no mínimo 50%.¹⁰² A solução de todos esses problemas era visada por uma série de leis, em 1920, que estabeleceram o Fundo de Previsão e de Redesconto do Banco do Brasil (Carteira de Redescontos). Três benefícios deveriam resultar desse Fundo. Em primeiro lugar, a oferta de moeda adquiria maior *elasticidade*. Em segundo, a redução das reservas bancárias afrouxaria o apêrto excessivo da situação monetária. Em terceiro, a taxa de juros cairia, também favorecendo a recuperação econômica.

A Carteira de Redescontos foi estabelecida de forma quase autônoma em relação ao Banco do Brasil.¹⁰³ Seu diretor era nomeado pelo poder executivo, mas o Fundo respondia diretamente ao Presidente do Banco do Brasil. O Fundo foi autorizado a fazer o redesconto de letras de câmbio e de notas promissórias endossadas por bancos cujo capital excedesse 5 mil contos. Os papéis comerciais especulativos não poderiam ser redescontados. O redesconto de um papel se faria na base do juro de 6% e teria um prazo de maturação de quatro meses. O Fundo trocava notas pelos papéis comerciais. Essas notas tinham curso legal. Uma modificação subsequente fixava que a emissão de notas seria feita diretamente pelo Tesouro, mas as notas seriam carimbadas pelo Banco do Brasil. O primeiro limite de emissão foi fixado em 100 mil contos, mas foi posteriormente aumentado para 400 mil contos.

Apesar do Fundo, o ano de 1921 foi de grave depressão no Brasil, como registraram os observadores da época.¹⁰⁴ Dois bancos estrangeiros suspenderam seus pagamentos, apesar de o Fundo lhes haver dado assistência. A emissão de notas do Fundo aumentou gradativamente até 399 mil contos. Assim mesmo, os bancos comerciais pouco ou nada se beneficiavam com êle. A maior parte dos ativos do Fundo consistia de papéis do Tesouro. Ao invés de se tornar um prestamista em última instância para o sistema bancário, a Carteira de Redescontos se transformara em prestamista para as transações de negócios do Governo. Em termos de contribuição para o financiamento da industrialização, ou até mesmo

¹⁰² BANCO DO BRASIL, *Relatório 1921*. p. 8.

¹⁰³ O Fundo foi estabelecido pela Lei n.º 4 182, de 13 de novembro de 1920; foi modificado pela Lei n.º 4 320, de 31 de dezembro de 1920; e foi regulamentada pelo Decreto n.º 14 635, de 21 de janeiro de 1921. Ver *ibid.* p. 9 e seg.; RIBEIRO DE ANDRADA, Antonio Carlos. *Bancos...* Cap. 27; TEIXEIRA VIEIRA. *op. cit.*, p. 821-29; BANCO DO BRASIL. *Relatório 1922*; TEIXEIRA VIEIRA. *op. cit.*, p. 234.

¹⁰⁴ BANCO DO BRASIL, *Relatório 1922*. p. 7.

para o processamento normal do comércio, não se ganhou muito com a nova instituição. Artur Bernardes, candidato à presidência do Brasil, criticou-a e prometeu que, se fosse eleito, criaria um verdadeiro banco de emissão com base no Banco do Brasil.¹⁰⁵ Quando Bernardes se tornou Presidente, a Carteira de Redesconto foi extinta por lei.

6.1.2. O monopólio de emissão do Banco do Brasil

O plano de Bernardes de reforma monetária era em alguns aspectos uma volta às idéias de Leopoldo de Bulhões. Um argumento importante da ortodoxia monetária era que a moeda deveria ter um alto conteúdo de ouro. As notas deveriam ser completamente respeitáveis. As notas do Tesouro não eram consideradas meios de pagamento em circulação apropriados. O controle de Governo era demasiadamente forte para inspirar a confiança dos negociantes. Essa a razão pela qual os planejadores favoreciam o monopólio de emissão pelo Banco do Brasil.

O monopólio foi novamente garantido ao Banco em janeiro de 1923. Havia então no Brasil forte movimento no sentido dessa transformação institucional. A economia brasileira não se tinha recuperado totalmente e a ortodoxia monetária, traduzida em notas respeitáveis e conversíveis, era tida como um remédio para a recessão. Tal como as reformas anteriores, a transformação do Banco do Brasil em 1923 estava intimamente ligada à dívida do Governo federal e às finanças governamentais.¹⁰⁶ O Congresso autorizou o Executivo a consolidar a dívida federal através das operações de crédito que fossem necessárias e de transferência para o Banco do Brasil de 10 milhões de libras esterlinas do fundo de garantia. Essas cambiais foram pagas a 30 mil-réis por libra, totalizando 300 mil contos.

Impuseram-se duas condições ao banco. O monopólio de emissão seria transferido do Tesouro para o Banco por um período de 10 anos. As emissões de notas pelo Banco deveriam ter lastro de ouro ($1/3$) e de títulos comerciais ($2/3$). Sempre que o fundo de reserva do Banco atingisse 100 mil contos, o Banco se comprometia a recolher as notas do Tesouro através da criação de um fundo formado por uma percentagem dos lucros do Banco e pelos dividendos das ações deste pertencentes ao Governo. Tais recursos seriam usados para a compra de ouro à taxa de

¹⁰⁵ RETROSPECTO Comercial do Jornal do Commercio 1929. p. 29.

¹⁰⁶ Uma excelente fonte sobre a reforma bancária de 1923 é o *Retrospecto Commercial do Jornal do Commercio 1922*. Regimen bancário, p. 29 e seg.; ver, também, os *Relatórios de 1923 e 1924 do Banco do Brasil*.

12 pence por mil-réis. Garantiram-se valor e circulação legal às notas do Banco, assim como a conversibilidade em ouro, se a taxa de 12 pence por mil-réis prevalecesse durante três anos consecutivos.

Uma providência importante era o financiamento dos gastos do Governo. Na lei orçamentária anual, o Governo federal especificaria um crédito no Banco do Brasil até 24% das receitas federais planejadas. Esse crédito deveria ser devolvido durante o ano orçamentário. A mesma legislação que garantiu ao Banco do Brasil o monopólio de emissão acabou com o Fundo de Redesconto.

Novamente o sistema monetário não abarcava o financiamento da indústria. Não havia no Brasil grandes sociedades bancárias por ações. Algumas das fusões de bancos que ocorreram nesse período mostram a situação difícil dos bancos comerciais. O capital fixo para a indústria não era facilmente financiado. A insistência na conversibilidade era incompatível com o crescimento de longo prazo e a diversificação da economia brasileira.

Mas não se deve culpar inteiramente os políticos locais. O Brasil era administrado como um banco comercial, em grande parte devido ao estreito controle exercido pelos banqueiros estrangeiros sobre as finanças do Governo. Em junho de 1924, uma missão econômica oficial britânica publicou um relatório de atividades que continha conselhos em matéria monetária para o Brasil.¹⁰⁷ O equilíbrio orçamentário era evidentemente um conselho importante dado pelos especialistas ingleses. A dívida fluante do Governo deveria ser paga com atividades econômicas realmente produtivas e não com empréstimos no exterior. O Governo deveria imediatamente vender suas ações do Banco do Brasil. Deveria cessar logo que fôsse possível a emissão de notas do Tesouro. Finalmente, o Governo deveria suspender toda e qualquer nova emissão, exceto quando lastreada em ouro. Na realidade os conselheiros ingleses eram mais ortodoxos do que Murтинho. Era um efeito-demonstração internacional em matéria de má administração monetária.

Era de se esperar que fôsse de curta duração o monopólio de emissão em vista da falta de continuidade das reformas monetárias brasileiras. Nenhuma dessas reformas foi bem sucedida em trazer a prosperidade, devido às providências inadequadas para financiamento da indústria. Mal o Banco começara a emitir, o candidato à presidência, Washington Luiz

¹⁰⁷ Resumido em *Relatório sobre as condições econômicas e financeiras do Brasil*, publicado na Inglaterra pelo Departamento de Negócios de Ultramar, organizado por Mr. Ernest Hamblock, Secretário Comercial da Embaixada Inglesa no Rio de Janeiro, correspondente ao ano de 1924. p. 13-4.

Pereira de Souza, anunciou a sua intenção de acabar com o monopólio de emissão. O candidato era a favor de um banco central verdadeiro, sem quaisquer operações comerciais. O Banco do Brasil seria privado de seus direitos de emissão. Em 1925, houve uma paralisação das atividades de emissão do Banco do Brasil.

6.2. O segundo fundo de estabilização cambial e a nova reserva de ouro

Um importante fator econômico no Brasil, ao se iniciar a década de 20, foi a redução da entrada de capital e trabalho estrangeiros. Essa redução teve impacto negativo sobre o crescimento e a atividade econômica em geral.¹⁰⁸ Houve crises políticas, primeiro em 1922 e principalmente em 1924. A instabilidade política provocou paralisia de muitas atividades econômicas.¹⁰⁹ Problemas de crédito no mercado monetário forçaram o Banco do Brasil a fazer emissões de emergência em dezembro de 1924, que se fizeram sentir em 1925.¹¹⁰

A nova administração do Presidente Washington Luiz Pereira de Souza objetivava a eliminação das crises econômicas, através de ampla reforma monetária, que foi em parte concebida pelo Ministro da Fazenda, Getúlio Vargas (que posteriormente se tornou um dos mais influentes presidentes do Brasil, e forte advogado da ortodoxia monetária). A reforma monetária Washington Luiz-Vargas foi lançada em dezembro de 1926.¹¹¹

A reforma era supostamente uma volta ao padrão-ouro com nova paridade. O Brasil faria nova moeda chamada cruzeiro. Os 2 659 mil contos em circulação seriam tornados conversíveis em ouro à razão de 200 miligramas por mil-réis. Ou seja, o mil-réis foi redefinido em termos de uma paridade diferente da de 1846. Os recursos para essa conversibilidade seriam derivados do estoque de ouro dos diversos fundos de moeda, excedentes orçamentários, operações de crédito etc. Um novo fundo de estabilização cambial (Caixa de Estabilização) foi instituído. Este fundo

¹⁰⁸ VER INTRODUÇÃO. *Retrospecto Comercial do Jornal do Commercio* 1926.

¹⁰⁹ BANCO DO BRASIL, *Relatório* 1925. p. 6.

¹¹⁰ BANCO DO BRASIL *Relatório* 1925. p. 8; *Relatório* 1926. p. 5 para se ver a pequena melhoria, em 1925, em relação aos níveis deprimidos de 1924.

¹¹¹ DECRETO n.º 5 108, de 18 de dezembro de 1926, "Altera o Systema Monetario e Estabelece Medidas Economicas e Financeiras", *Retrospecto Comercial do Jornal do Commercio* 1926. p. 48 e seg. FERRAZ, BRENO. *A situação do Brasil e a estabilização da moeda*. São Paulo, Companhia Editora Nacional, s. d. cap. 8; RAMOS, Mário de Andrade. *A situação econômica e financeira do Brasil*. Rio, A. P. Barthel, 1930; FALCÃO, Waldemar. *O empirismo monetário no Brasil*. São Paulo, Companhia Editora Nacional, 1931; BANCO DO BRASIL. *Relatório* para o período 1925-30; RETROSPECTO Comercial do Jornal do Commercio para o período 1926-30.

seria posteriormente absorvido pelo Banco do Brasil. O estoque de ouro seria entesourado no fundo de estabilização, que compraria o ouro com emissões de suas próprias notas. Parte das obrigações em ouro, referentes a importações, foi mantida à nova paridade. A Caixa foi colocada sob a estrita supervisão do Ministro da Fazenda, Getúlio Vargas. Justamente com o estabelecimento da Caixa, o Banco do Brasil foi autorizado a comprar cambiais para o Tesouro e a cooperar com o objetivo da estabilização cambial.

A ortodoxia monetária e cambial seria completada com o equilíbrio orçamentário.¹¹² O Brasil estava supostamente imitando as reformas efetuadas no Banco da Inglaterra para Winston Churchill, e outras reformas similares na Europa. Os princípios da ortodoxia, advogados dentro do País, eram inspirados em progressos estrangeiros monetários e de estabilização cambial.

Da mesma forma que o primeiro fundo de estabilização, a Caixa de Estabilização visava, em primeiro lugar, uma taxa de câmbio mais alta que a taxa de mercado, com o propósito de uma pequena depreciação e, então, a estabilização. Não havia pontos de ouro, mas sim um ponto superior no qual tanto compras como vendas seriam feitas pelo fundo. A taxa do fundo foi fixada em $5 \frac{115}{116}$ pence. Os círculos comerciais brasileiros ficaram ultrajados pela depreciação e chamaram a nova taxa de *taxa vil*.¹¹³ Também como o primeiro fundo de estabilização cambial, a Caixa foi bem sucedida quanto ao objetivo de uma pequena depreciação com certo impacto e, posteriormente, estabilização. As cambiais invadiram a Carteira Cambial do Banco do Brasil no montante de 10 milhões de libras esterlinas e 20 milhões entraram na Caixa de Estabilização. E então veio a grande crise no setor cafeeiro em 1929. Essa crise foi anterior em alguns meses ao colapso da Bôlsa de Valôres dos Estados Unidos.

A ameaça de um pânico bancário doméstico, e em longa escala em São Paulo, era tão iminente que, a pedido do Presidente do Brasil, o Banco do Brasil prometeu transferir tôdas as suas reservas de moeda manual para a cidade de Santos, a fim de auxiliar os bancos comerciais. Naturalmente, nesse momento, o Presidente do Banco do Brasil acreditava que a ortodoxia monetária solucionaria eventualmente a situação.

¹¹² RETROSPECTO Comercial do Jornal do Commercio 1928, p. 5.

¹¹³ A TAXA Vil. p. 8. *Retrospecto Comercial do Jornal do Commercio* 1929.

O Banco estava seguindo o exemplo da Reserva Federal dos Estados Unidos, que restringiu o estoque de moeda para evitar saída de capital.¹¹⁴

Durante curto período, o govêrno pôde controlar a saída de ouro e impedir a depreciação cambial. Graças à saída de capital, foram drenadas as cambiais da Carteira Cambial do Banco do Brasil. O programa de sustentação do café desmoronou rapidamente e o setor agrícola de São Paulo estêve perto de falir. Momentâneamente a depreciação cambial não foi drástica, porque muitas notas da Caixa foram depositadas no Banco do Brasil que não as tornou disponíveis para o público.¹¹⁵ Mas com o tempo se tornou impossível conter a saída de capital, e o Brasil perdeu rapidamente as suas reservas de ouro e de divisas. A sorte política durante tal crise também mudou. O Presidente do Instituto do Café, de São Paulo, renunciou porque o Presidente do Brasil abandonara a sustentação do café em favor da estabilização cambial. O Presidente eleito do País tinha sido o criador do fundo de estabilização cambial. Mas nunca assumiu o seu cargo. Um movimento revolucionário, armado em outubro de 1930, derrubou o Presidente Pereira de Souza e instalou Getúlio Vargas na chefia do Govêrno. Uma nova era começava para o Brasil, mas desafortunadamente não foi o caso no que toca à política monetária. Êste é o assunto do próximo capítulo.

6.3. Resumo

O gráfico 4 mostra os indicadores disponíveis para a análise da economia brasileira de 1919 a 1930. A taxa de câmbio nesse período parece ter sido crucial para a industrialização. Foi somente depois do abandono da ortodoxia cambial, após 1920, que o produto industrial recomeçou a crescer. Há algumas ressalvas a fazer quanto ao pico da produção industrial em 1923. Grande parte da produção industrial consistia de manufaturas têxteis. O pico da produção de têxteis, em 1923, é anormalmente elevado, porém não se pode tirar conclusão definitiva quanto à produção real.¹¹⁶ Mas, depois que a taxa de câmbio foi depreciada, em consequência das políticas deflacionárias da administração Artur Bernardes, a produção industrial declinou substancialmente.

A necessidade de um programa de estabilização nessa época é questionável. A produção industrial não tinha grande importância para os propósitos da estabilização cambial. O fator importante era a proteção

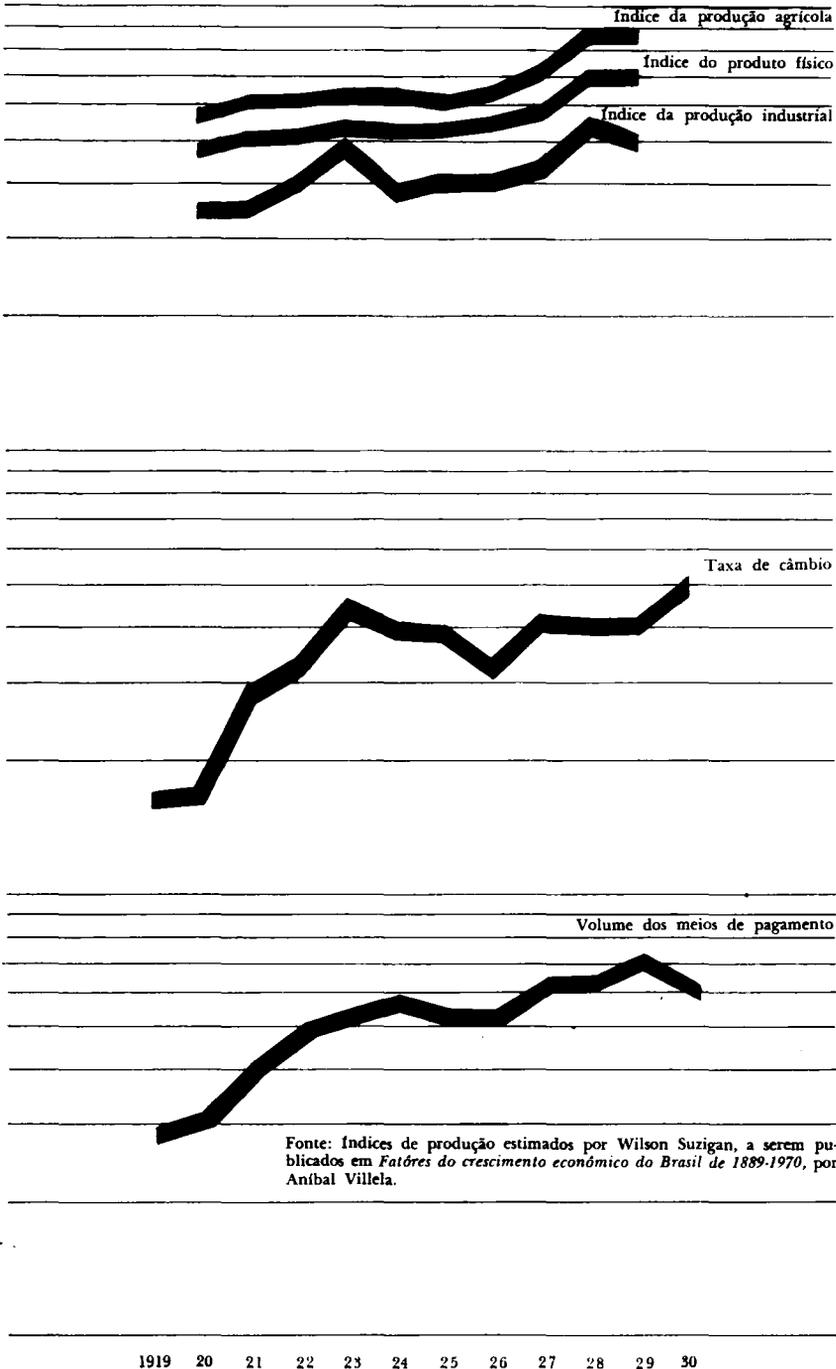
¹¹⁴ BANCO DO BRASIL. *Relatório 1929*, p. 6-8.

¹¹⁵ RETROSPECTO Comercial do Jornal do Commercio 1929, p. 7.

¹¹⁶ Esse ponto está baseado em discussões com o Dr. Villela.

GRÁFICO 4

Brasil, índices de produção, taxa de câmbio e volume dos meios de pagamento de 1919 a 1930



do café. Durante a segunda metade dos anos 20, o Brasil estava implementando um dos programas de sustentação do café mais ambiciosos: a defesa permanente do café.¹¹⁷ A filosofia do fundo de estabilização estava baseada nas idéias do Convênio de Taubaté. Uma volta ao padrão-ouro, nessa época, dificilmente era compatível com uma política de desenvolvimento econômico de longo prazo, através da industrialização. É verdade que a taxa de câmbio foi depreciada em algo, permitindo aumento da produção industrial. Mas depois da estabilização da taxa, a produção industrial caiu substancialmente. E tal queda já se deu em 1928, bem antes da contração da atividade econômica causada pela crise mundial.

Durante a segunda metade da década de 20, a produção agrícola subiu rapidamente em virtude de imensas safras de café e de melhores relações de troca (significando preços mais altos para o café) resultantes do programa de defesa permanente do café. Mas entre 1919 e 1927 houve estagnação tanto da produção agrícola como do produto físico. O período 1919-1929 é outro exemplo de irracionalidade das políticas monetária, fiscal e cambial. A principal característica do volume de meios de pagamento e da taxa de câmbio é uma subida rápida e logo um súbito plano. Um exame das políticas monetária e cambial mostra que suas flutuações foram causadas por políticas alternativamente inflacionárias e deflacionárias.

Reformas monetárias foram adotadas em poucos anos e então abandonadas em favor de programas totalmente diferentes. As flutuações forçadas da taxa de câmbio adicionavam um elemento de incerteza para a formação de capital na indústria. Entre 1920 e 1923, a rentabilidade das manufaturas competitivas com as importações deve ter aumentado substancialmente. Mas depois de 1923, as políticas deflacionárias reduziram drasticamente a rentabilidade.

Outro elemento importante de política econômica geral era a falta de instituições para o financiamento da industrialização. A reserva de ouro e de divisas no fundo de estabilização era uma medida de oportunidade de desenvolvimento desperdiçadas. Essas divisas poderiam ter sido empregadas na compra de equipamentos industriais nos países desenvolvidos. Havia vários projetos atraentes. Um deles era o desenvolvimento das exportações de minério de ferro, visando uma futura construção de indústria de ferro e aço baseada em coque importado de alta qualidade. Mas, aparentemente, para as administrações dos governos da época, a satisfação

¹¹⁷ Ver meu trabalho *An economic...* cap. I.

maior era a presença de ouro no país. Um alto preço e em termos de desenvolvimento foi pago por êsse mercantilismo.

7. A política de deflação durante a Grande Depressão

Segundo Celso Furtado, durante a década de 30 "O Brasil praticou indeliberadamente uma política anticíclica de maior amplitude do que qualquer uma antes defendida nos países industrializados".¹¹⁸ Em outras palavras, a política fiscal foi implementada com sucesso trazendo rápida recuperação. Grandes deficits do Governo isolaram o Brasil da crise mundial. Uma auréola de mito cerca os Ministros da Fazenda do Presidente Vargas. Um estudioso americano acredita que Oswaldo Aranha foi "notavelmente bem sucedido".¹¹⁹ Todo êsse mito é negado por fatos históricos bem estabelecidos. O Brasil, sob Vargas, voltou a uma ortodoxia talvez mais estrita que a de Joaquim Murinho, especialmente por causa da maior intensidade da crise econômica de 1929-31. Houve, porém, um abandono da ortodoxia em 1937, causado até certo ponto por uma industrialização com bases protecionistas em detrimento de outros países. A estagnação da economia durante a década de 30 deveu-se, em parte, ao tratamento errado que os Ministros do Presidente Vargas deram aos assuntos financeiros.

7.1. A ortodoxia na política monetária

O primeiro Presidente do Banco do Brasil nomeado pelo Presidente Vargas defendia a volta à filosofia de Murinho.¹²⁰ Tal argumentação foi feita em 1930, em meio à maior recessão da História do Brasil. O Banco do Brasil atacaria a inflação que supostamente estava prejudicando a prosperidade econômica do País. Não se fariam mais emissões, visto que esta fôra a filosofia dos revolucionários russos para bolchevizar o seu país.¹²¹ Como foi mostrado nos capítulos precedentes, o Presidente do Banco do Brasil exercia, nessa época, forte influência sobre a política econômica nacional. Sua posição só era inferior à do Ministro da Fazenda, que também era um seguidor da política de deflação de Murinho, como remédio para a depressão.¹²²

¹¹⁸ FORMAÇÃO econômica do Brasil. p. 222-24.

¹¹⁹ WIRTH, JOHN. *The politics of brazilian development 1930-54*. p. 11.

¹²⁰ BANCO DO BRASIL. *Relatório 1930*. p. 18.

¹²¹ *Ibid.*, p. 23.

¹²² WHITAKER, José Maria. A administração financeira do Governo Provisório, de 4 de novembro de 1930 a 16 de novembro de 1931. *Revista dos Tribunais*, São Paulo, 1933.

Quando o fundo de estabilização cambial foi fechado, o tesouro confiscou 592 mil contos das notas do Banco do Brasil.¹²³ O Banco foi posteriormente autorizado a emitir 300 mil contos, mas, na realidade, só emitiu 120 mil. O Governo, por sua vez, usou o ouro restante do fundo de estabilização cambial para pagamento da dívida externa.

Férias bancárias de 120 dias foram decretadas para evitar um pânico bancário em larga escala.¹²⁴ Duas medidas foram tomadas na primeira metade da década de 30 para evitar o pânico. Em primeiro lugar, a Caixa de Mobilização Bancária foi estabelecida no Banco do Brasil, em 1932.¹²⁵ Essa Caixa deveria levar oportunamente à criação de um banco central de redesconto, mas o plano nunca foi implementado. O Diretor do Fundo de Redesconto do Banco do Brasil também dirigia o novo fundo. Ambos estavam sob estrita supervisão do Presidente do Banco do Brasil. O objetivo da implantação desse fundo era a criação de um prestamista em última instância para os bancos. O fundo deveria fornecer empréstimos aos bancos em troca de seus ativos. Esses empréstimos não seriam utilizados em novas operações bancárias; os fundos obtidos pela Caixa somente seriam utilizados em operações relacionadas com os ativos bancários sujeitos ao controle da Caixa. Os empréstimos poderiam ter duração de até cinco anos. Assim, o objetivo principal era o de evitar a insolvência bancária. Nesse espírito, somente os ativos dos bancos existentes na data da publicação do decreto de 1932 poderiam ser redescontados na Caixa. Foi um primeiro e débil esforço no sentido de fornecer capital a médio e longo prazo. Mas os bancos quase não se utilizaram da Caixa.

A segunda mudança ocorreu em dezembro de 1935, sob a forma de nova regulamentação do Fundo de Redesconto (Carteira de Redescontos). Um teto de 300 mil contos foi imposto à Carteira.¹²⁶ Esse teto era independente dos 600 mil contos permitidos ao Departamento Nacional do Café.¹²⁷ Novas operações da Carteira com títulos do Governo (federais, estaduais e municipais) foram proibidas. A mudança importante foi o acesso dos títulos agrícolas e industriais ao redesconto. Sem dúvida, a pressão da prosperidade industrial forçava essas medidas.

¹²³ BANCO DO BRASIL. *Relatório 1930*. p. 30.

¹²⁴ DECRETO n.º 19 749, de 12 de dezembro de 1930. In: *Retrospecto Comercial do Jornal do Commercio 1930*. p. 59.

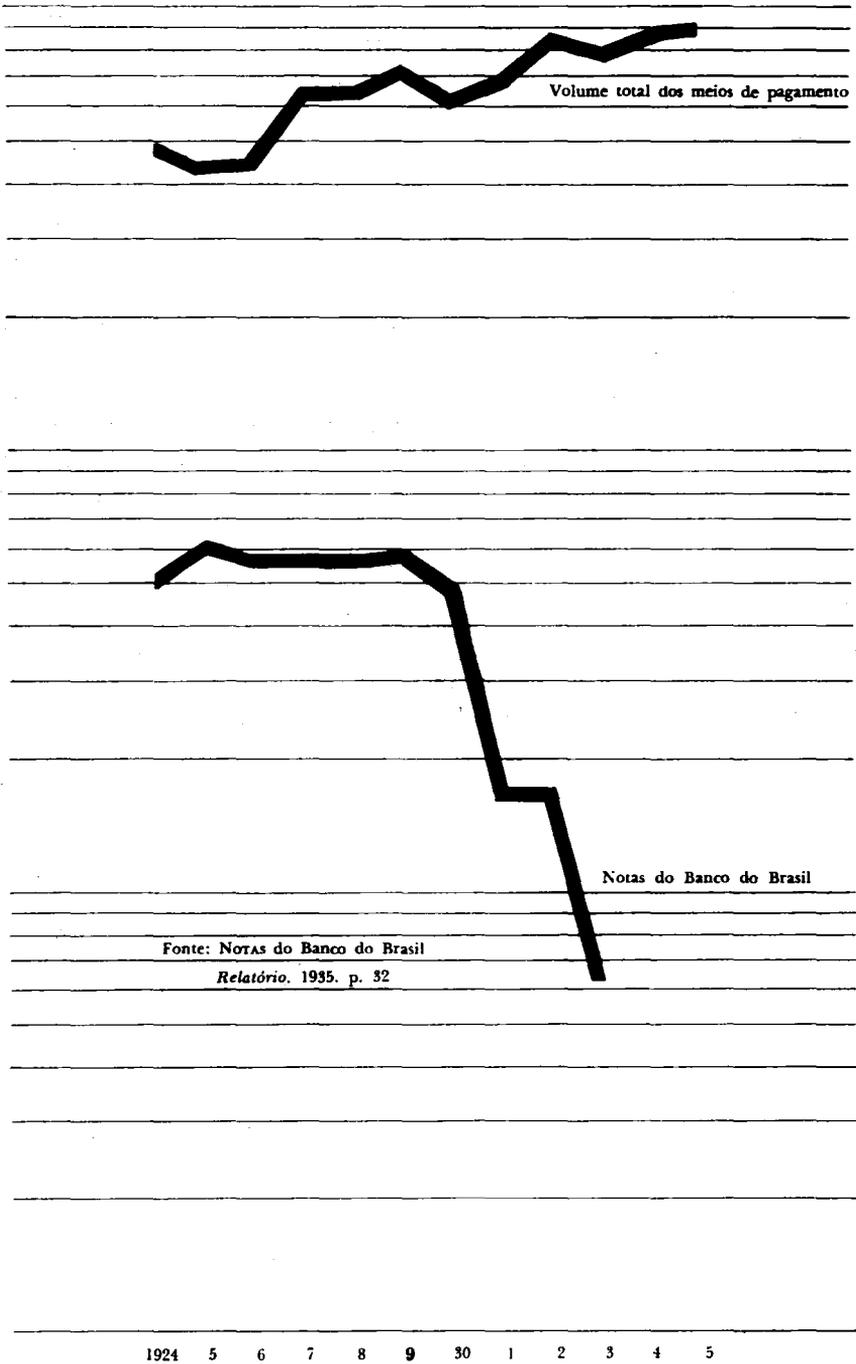
¹²⁵ BANCO DO BRASIL. *Relatório 1935*.

¹²⁶ Ver BANCO DO BRASIL. *Relatório 1935*. p. 24-5.

¹²⁷ Ver meu *Uma análise...*, cap. 2, para o relacionamento entre o Banco e o Departamento Nacional do Café (DNC).

GRÁFICO 5

Brasil, Emissões de notas do Banco do Brasil e volume total dos meios de pagamento entre 1924 e 1935



A ortodoxia mais rígida foi com respeito ao volume dos meios de pagamento. O Banco do Brasil incorrera numa séria perda de reservas durante o início da depressão. As reservas disponíveis em dinheiro tinham diminuído rapidamente de 500 mil contos para 132 mil.¹²⁸ O remédio para os níveis de renda deprimidos, na opinião do Banco e do Ministério do Brasil, era um aumento na taxa de juros, outra medida deflacionária. As reservas em dinheiro responderam prontamente e aumentaram para 264 mil contos. Assim, o Banco não utilizou os seus direitos de emissão. Como foi mencionado acima, o Governo, também, retirou de circulação grande parte das notas do Banco do Brasil. A política monetária de 1930 e 1931 manteria elevadas reservas em dinheiro nos bancos e reduziria, tanto quanto possível, o volume total dos meios de pagamento. Em 1932, um acontecimento histórico impediu a continuação dessa política. Devido às elevadas despesas durante a revolução constitucionalista de São Paulo, o Tesouro emitiu 400 mil contos.¹²⁹ O Governo emitiu notas promissórias a serem distribuídas e recolhidas através do Banco do Brasil. Logo que as notas promissórias eram vendidas ao público, o dinheiro em notas, obtido na venda, era incinerado.¹³⁰

O gráfico 5 mostra os erros da política monetária no início da presidência de Vargas. O volume dos meios de pagamento diminuiu entre 1929 e 1930. Naturalmente, parte dessa contração foi induzida pela contração generalizada dos negócios. Porém a taxa de declínio do volume dos meios de pagamento entre 1929 e 1930, foi idêntica à taxa de retirada de circulação das notas do Banco do Brasil. Essa queda também aumentou como resultado das rígidas políticas do Banco do Brasil, em relação à moeda. A maior parte do aumento do volume dos meios de pagamento entre 1930 e 1932 foi causada pela emissão de mil contos de notas do Tesouro para o financiamento de gastos sociais no Nordeste, e para o pagamento dos gastos militares provocados pela insurreição de São Paulo. Porém, o volume dos meios de pagamento foi, propositadamente, estabilizado depois de 1932, em consequência da incineração das notas à medida em que se venciam as notas promissórias do Governo, e, também, em virtude da ênfase dada à política monetária rígida, sob forma de aumentos da taxa de juros e acréscimos nas reservas individuais dos bancos comerciais. A política deliberada de ortodoxia só foi interrompida temporariamente por um acontecimento histórico, em 1932.

¹²⁸ WHITAKER. *op. cit.*, p. 27.

¹²⁹ ARANHA, Oswaldo. *Relatório 1933*. Ministério da Fazenda. p. 64.

¹³⁰ BANCO DO BRASIL. *Relatório 1934*. p. 23.

7.2. Ortodoxia na política fiscal

As tabelas 4 e 5 mostram os elementos mais importantes nas finanças do Governo durante a Grande Depressão. Os gastos do Governo, em 1930, permaneceram relativamente inalterados em relação aos níveis de 1929, mas declinaram de 463 mil contos em 1931, para depois aumentarem de forma significativa em 1932. A receita, item mais importante do deficit federal em 1930, caiu substancialmente em relação a 1929, e permaneceu estável no seu nível de recessão até 1933. A tabela 5 mostra que a mais importante causa dessa queda foi o declínio das receitas aduaneiras depois de 1929. Houve violenta diminuição no deficit federal, em 1931, e isso, também, é verdade quanto ao deficit total do Governo.

Em 1931, o Governo federal convidou um funcionário do Banco da Inglaterra para visitar o Brasil e fazer recomendações sobre a necessária reforma monetária.¹³¹ Esse administrador concluiu no seu relatório que a reconstrução financeira do Brasil na época dependia do equilíbrio orçamentário e da estabilização cambial. Isso era coerente com as linhas de política do início da administração de Vargas que fez do “equilíbrio orçamentário” a frase mágica dos altos funcionários do Governo e a solução de todos os males.¹³² Acreditava-se, amplamente, no Brasil, que

TABELA 4
Brasil, receita e despesas do Governo — 1929-34
(em milhões de mil-réis)

Ano	Receita			Despesas			Saldo ^b		
	Federal	Outras ^a	Total	Federal	Outras ^a	Total	Federal	Outras ^a	Total
1929	2 201	1 865	4 067	2 422	2 245	4 668	— 221	— 380	— 601
1930	1 678	1 598	3 276	2 510	2 133	4 643	— 832	— 535	— 1 367
1931	1 753	1 750	3 503	2 047	2 113	4 160	— 294	— 363	— 657
1932	1 751	1 721	3 472	2 859	1 984	4 844	— 1 108	— 263	— 1 372
1933	2 078	1 761	3 839	2 392	1 917	4 308	— 314	— 156	— 469
1934	2 519	1 935	4 455	3 050	2 258	5 308	— 531	— 323	— 853

^a Estados, Municípios e Distrito Federal.

^b Receita — Despesa.

Fontes: BAU, Werner. *Industrialização e desenvolvimento econômico do Brasil*. Homewood, Ill., R. D. Irwin, 1965 p. 288-9; INSTITUTO BRASILEIRO DE GEOGRAFIA E ESTATÍSTICA. *Anuário Estatístico do Brasil*. 1939-40. p. 1.409. BAU Werner & KERSTENETZKY, Isaac. *Padrões de crescimento econômico do Brasil*. Cornell University, 1966. mimeog. Quadro A-1, p. 53

¹³¹ NIEMEYER, Sir Otto. *Reorganização das finanças brasileiras*. Rio, Imprensa Nacional, 1931. p. 9.

¹³² SOUZA REIS, F. T. DE. *A depressão Comercial e o funding loan de 1931*. Rio, Typ. do Jornal do Commercio, 1934, p. 43.

TABELA 5

A — Brasil, receita do Governo segundo origens selecionadas
(milhões de mil-réis e porcentagens)

Ano	Direitos alfandegários		Imposto de consumo		Outras ^a		Empreendimentos governamentais	
		%		%		%		%
1929	928	42	427	19	259	11	294	13
1930	626	37	352	21	205	12	258	15
1931	605	34	378	21	238	13	236	13
1932	527	30	389	22	226	13	225	13
1933	757	36	445	21	252	12	227	11
1934	837	33	512	20	299	12	295	12

B — Despesas do Governo do Brasil segundo alguns ministérios
(milhões de mil-réis e porcentagens)

Ano	Ministério da Fazenda		Ministério da Viação e Obras Públicas		Ministério da Guerra		Ministério da Marinha	
		%		%		%		%
1929	941	30	530	22	274	11	171	7
1930	890	35	576	23	303	12	181	7
1931	893	43	396	19	275	13	121	6
1932	1 075	38	596	21	714	25	182	6
1933	963	40	538	23	423	18	185	8
1934	1 224	40	625	20	576	19	218	7

^a Taxas sobre documentos legais, etc.

Fonte: INSTITUTO BRASILEIRO DE GEOGRAFIA E ESTATÍSTICA. *Anuário Estatístico do Brasil*. 1939-40. p. 1.411-12.

o equilíbrio orçamentário tinha que ser alcançado ou o País não seria capaz de controlar a inflação e a crise cambial daí resultante.¹³³

O orçamento de 1931 visava a uma grande redução do gasto do Governo, de forma a implantar a política de equilíbrio orçamentário e evitar que se repetisse o grande deficit de 1930. A grande redução da despesa

¹³³ Uma discussão detalhada da política de equilíbrio orçamentário tornaria êsse capítulo desnecessariamente longo. A indisposição do governo em incorrer num deficit na proteção dos interesses do café, a redução real nos gastos e os aumentos no imposto de consumo e outros impostos (que podem ser achados com comentários nos balanços federais), e os fortes esforços para reduzir os deficits dos estados através da imposição de interventores nos estados, são todos discutidos em MINISTÉRIO DA FAZENDA (J. M. Whitaker), op. cit. que é a melhor documentação sobre a formação e o início de implantação dessas políticas. Outro relatório abrangedor é Ministério da Fazenda ARANHA Oswaldo. *Exposição relativa ao período de 3 de novembro de 1930 a 15 de novembro de 1933*. Rio, Typ. do Jornal do Commercio, 1933.

do Governo verificou-se insuficiente quando, no meio do ano, ficou claro que as receitas aduaneiras estavam bem abaixo do esperado. Diante disso, o Governo diminuiu a despesa ainda mais, sendo que a diferença total em relação aos níveis de 1930 se elevou a 463 mil contos. Reagindo contra a ameaça de um deficit em larga escala, o Governo federal também “aumentou os impostos de um total de 300 milhões de mil-réis durante o ano inteiro (1931)...”¹³⁴ Essa política teve como resultado acréscimo relativamente pequeno nas receitas provenientes das taxas administrativas e do imposto de consumo. A tabela 5-B mostra que o forte incremento nas despesas do Governo, em 1932 deveu-se em grande parte a um aumento no gasto do Ministério da Guerra que duplicou sua participação no total do Governo. Esse é o fator mais importante no deficit das finanças do Governo federal em 1932 e deveu-se inteiramente à insurreição no Estado de São Paulo que durou três meses.¹³⁵ Uma das causas mais impor-

¹³⁴ NIEMEYER. op. cit, p. 7; SOUZA REIS. op. cit, p. 23; o aumento efetivo na taxaçoão foi mais elevado do que o que aparece nas cifras de Niemeyer e Souza Reis. O aumento por tipos de tributo foi:

	Mil-réis
Imposto de consumo	163 320 000
Imposto do selo	25 250 000
Vendas e consignações	30 100 000
Imposto de renda	68 000 000
Taxa de seguros	7 200 000
Outras taxas	2 700 000
Imposto sobre fósforos	80 000 000
	<hr/>
	376 570 000

A redução prevista na despesa era de 423 114 989 mil-réis. Essa redução planejada nos gastos mais o aumento nos impostos foi de 799,7 milhões de mil-réis, mais do que o suficiente para eliminar o deficit de 1930. Ver MINISTÉRIO DA FAZENDA. (J. M. Whitaker). Op. cit. p. 48-50.

¹³⁵ A Contadoria Geral da República assim se expressou: “a sedição, (o levante de 1932) que tão profundamente perturbou o aperfeiçoamento regular da administração do país, provocou uma queda da receita superior à prevista, do que resultou um deficit de 1 108 milhões de mil-réis... Ver MINISTÉRIO DA FAZENDA. *Contas do exercício financeiro de 1932 e Relatório da Contadoria Central da República*. Rio, Imprensa Nacional, 1933. p. 5. A mesma publicação 1929-33 mostra o balanço do Governo federal com especificações muito úteis das despesas e das receitas. Segundo o Ministro da Fazenda, o Governo federal gastou 451,9 milhões de mil-réis durante a Guerra Civil de 1932. Outro fator importante relativo às finanças federais de 1932 foi uma grave seca no Nordeste. O Governo gastou na área flagelada pela seca 138,6 milhões de mil-réis. Esse gasto é discutido em MINISTÉRIO DA FAZENDA. (Oswaldo Aranha). Op. cit, p. 17. O deficit de 1932 foi financiado da seguinte maneira (MINISTÉRIO DA FAZENDA. *Contas...* p. 15):

	Milhões de Mil-réis
Emissão de títulos	88
Emissão de moeda	400
Emissão de letras	5
Crédito (concedido pelo Banco do Brasil)	600
Cunhagem de moeda metálica	2
Total	<hr/>
	1 095

A política de equilíbrio orçamentário é uma parte exemplificada pelas relações entre o Banco do Brasil e o Governo federal. A legislação em 1932 estabelecia a natureza exata dessas relações

tantes do agravamento da depressão no Brasil, em 1931, foi a política fiscal irracional do Governo. A política do Governo, que se traduziu em aumento dos impostos e redução das despesas, atuou no sentido de agravar a depressão brasileira freando o deficit orçamentário que se originaria da queda do comércio exterior. O aumento da despesa, em 1932, devido à Revolução de São Paulo, teve efeito estimulante sobre a atividade econômica e impediu a implantação da política de equilíbrio orçamentário. Mas o deficit federal foi novamente reduzido em 1933. Essa política de equilíbrio orçamentário foi muito reforçada entre 1934 e 1936. A tabela 6 retrata os dados mais importantes das finanças do Governo durante a segunda metade dos anos 30. Em 1936, o Governo quase alcançou o equilíbrio orçamentário. A redução no deficit durante 1932 e 1936 elevou-se a um bilhão de mil-réis, extraordinário volume de moeda na época. Postos de lado os esforços deliberados, no sentido de equilibrar o orçamento durante os anos 30, porém, a recuperação da atividade econômica por si mesma pode ter induzido grande parte da redução do deficit. Visto que uma grande proporção da receita do Governo resultava das importações e que estas provavelmente cresceram com a recuperação nos níveis de renda (e o relaxamento parcial dos controles cambiais), uma parte importante da redução do deficit federal foi provocada pela recuperação. Mas uma proporção da redução do deficit foi sem dúvida causada pela política governamental, não somente através do relaxamento dos controles cambiais mas, também, pela ação direta para equilibrar o orçamento.

O terceiro Ministro da Fazenda do Presidente Vargas, Artur de Souza Costa, era um seguidor de Murtinho e enérgico defensor do equilíbrio orçamentário e da ortodoxia monetária. Acreditava-se então, no Brasil, que os empréstimos contraídos no passado no exterior visavam financiar os deficits orçamentários.¹³⁶ Souza Costa foi Presidente do Banco do

(Decreto 21 621, de 14 de junho de 1932). Dois importantes dispositivos dessa legislação eram a fixação de um limite dos empréstimos a serem concedidos pelo Banco ao Governo federal e as condições para o pagamento da dívida. O primeiro limitava o empréstimo a um quarto da receita do Governo num dado ano. Além disso, o Banco ficava isento de ter que emprestar ao Governo no ano seguinte até que fossem pagos os saldos pendentes (BANCO DO BRASIL. *Relatório 1932*. p. 14. No entanto, em 1932, as despesas do Governo excederam de uma margem relativamente alta as receitas em virtude dos dispêndios com a Revolução paulista. Para corrigir tal situação, o Governo federal emitiu títulos no total de 600 milhões de mil-réis, que colocou com o Banco do Brasil (Decreto n.º 22 623, de 28 de dezembro de 1932). Se não tivesse ocorrido a Revolução, o deficit poderia ter sido reduzido mais ainda.

¹³⁶ ANDRADE, Theophilo de. Dez anos de economia e finanças. *Revista do Departamento Nacional do Café*, Nov. 1940. Outro importante conselheiro do Brasil no tocante ao equilíbrio orçamentário foi Léon Regray (O PROBLEMA do câmbio no Brasil. *Revista do Departamento Nacional do Café*.

TABELA 6

Brasil, receita e despesas federais — 1934-1939
(milhões de mil-réis)

Ano	I Despesas	II Receita	III Saldo (II—I)
1934	3 050,2	2 519,5	—530,7
1935	2 872,0	2 722,7	—149,3
1936	3 226,1	3 127,5	— 98,6
1937	4 144,0	3 462,5	—681,5
1938	4 735,4	3 879,8	—855,6
1939	4 334,7	3 795,0	—539,7

Fonte: INSTITUTO BRASILEIRO DE GEOGRAFIA E ESTATÍSTICA. *Anuário estatístico do Brasil*. 1939-40. p. 1410.

Brasil durante a primeira metade da década e Ministro da Fazenda até o fim da presidência de Vargas. Seu impacto sobre a política do Governo nos anos 30 foi conseqüentemente muito grande. A política econômica levada a cabo em sua administração resume-se como segue:¹⁸⁷

“O princípio do equilíbrio orçamentário constitui um princípio de sabedoria financeira não questionável e tem sido a meta do governo reduzir o deficit na medida em que as circunstâncias presentes o permitirem...”

Considerando que o declínio do comércio exterior privara o Brasil da fonte principal de receita do Governo, as tarifas aduaneiras, Souza

p. 455-57, mar. 1935). Defendia que: “... é evidente que um orçamento equilibrado, que não requer emissões para os gastos correntes, traz como decorrência a confiança no meio circulante internamente. A estabilidade dos preços e da moeda, e a regularidade no pagamento da dívida interna estimularão tanto a brasileiros como estrangeiros a empregar o seu capital que eles pretendem exportar por terem dúvidas quanto ao mil-réis. Finalmente um orçamento excedentário permite a compra de mercadorias e a sua exportação; isso representa um aumento do saldo comercial igual ao superavit no orçamento, e conseqüentemente o pagamento da dívida externa. Quando isso for alcançado, o governo brasileiro terá estabilizado a moeda, restaurado o seu crédito e poderá renovar o seu crédito no exterior. O capital afluirá novamente para esse país tão rico em promessas e realidades, ao invés de dele sair como ainda é o caso”. Ver *ibid.*, p. 457. Esses eram mais ou menos os argumentos usados por Sir Otto Niemeyer anteriormente na mesma década. Por acaso, Niemeyer e Keynes se encontraram. Veja-se HENAD, Roy. *A vida de John Maynard Keynes*. London, MacMillan & Co., 1952, p. 202-359.

¹⁸⁷ SOUZA COSTA, Arthur de. Panorama econômico e financeiro da República. *Revista do Departamento...*, dez. 1940. Também afirmou que: “desde o começo a administração de Getúlio Vargas adotou a política de honestidade no orçamento, fazendo todo o possível para reduzir os deficits...”, SOUZA COSTA, Arthur de. A política econômico-financeira do Brasil. *Revista do Departamento...*, p. 468, out. 1941. O presidente Vargas inspirou essas políticas. Ver de VARGAS, Getúlio. Os benefícios da revolução na economia geral do país. *Revista do Departamento...*, p. 883, dez. 1934.

Costa aumentou muito o impôsto de renda e o de consumo. A tabela 7 mostra o rápido aumento do impôsto de consumo na década de 30. O Ministro também tomou várias medidas para impedir aumentos na oferta da moeda.¹³⁸ Os interventores federais tentam harmonizar as finanças federais e estaduais com vistas ao equilíbrio orçamentário.¹³⁹ O deficit de São Paulo, em 1932, elevou-se a 280,3 milhões de mil-réis, mas foi reduzido para 43,9 milhões em 1936.

TABELA 7

Brasil, receita proveniente do impôsto de consumo federal — 1931-1939
(em mil contos a preços correntes)

Ano	Receitas de impôsto de consumo
1931	25,4
1932	36,3
1933	93,1
1934	160,0
1935	206,0
1936	253,8
1937	314,8
1938	501,4
1939	677,5

Fonte: SOUZA COSTA, Arthur de. *Revista do Departamento Nacional do Café*. p. 994, dez. 1940.

Depois de 1937, os gastos com a formação da marinha e do exército brasileiros, assim como outras despesas com educação ou de caráter social impediram o equilíbrio do orçamento.¹⁴⁰ É impossível separar a redução autônoma, e induzida pelo Governo, dos aumentos no deficit resultantes do ajustamento passivo à depressão e à recuperação. Isso explica talvez por que as políticas governamentais têm importância tão crucial. É significativo determinar ex-ante a redução planejada nas despesas. A formulação do orçamento é um indicador-chave da influência do Governo. Durante toda a década de 30, o orçamento brasileiro foi planejado para

¹³⁸ SOUZA COSTA. A política econômico-financeira do Brasil. *Rev. Dep.*

¹³⁹ SOUZA COSTA. Panorama... *Rev. Dep.*

¹⁴⁰ SOUZA COSTA. A política..., *Rev. Dep.* p. 464-66.

se conseguir o equilíbrio orçamentário.¹⁴¹ Usando-se um modelo keynesiano estrito, essas restrições orçamentárias têm pequena relevância. Celso Furtado afirmou que a economia brasileira se recuperou nos anos 30 devido a grandes deficits incorridos pelo Governo federal do Brasil.¹⁴² Fatos bem comprovados mostram que não foi isto o que ocorreu. Houve apenas o deficit de 1932 que poderia ser considerado como uma política keynesiana compensatória, mas êle foi causado por um acidente histórico — a Revolução de São Paulo. Em todos os outros anos cruciais da Depressão, a presidência de Vargas buscou deliberadamente alcançar o equilíbrio orçamentário. Essa ortodoxia quanto ao orçamento era naturalmente de se esperar do conselheiro do Brasil, o Banco da Inglaterra, que talvez foi a autoridade monetária mais ortodoxa dessa época. O Brasil não estava construindo pirâmides keynesianas, mas sim adotando políticas inteiramente opostas àquelas propostas por John Maynard Keynes.

7.3. A ortodoxia na política comercial

Entre 1927 e 1929 o Brasil acumulara 30 milhões de libras esterlinas, das quais 20 milhões foram depositados no Fundo de Estabilização.¹⁴³ Após a queda dos preços do café e do primeiro impacto da depressão no Brasil, ocorreu um movimento de *hot money*, que varreu as reservas de cambiais. Por outro lado, as entradas de capital cessaram completamente. A deterioração das relações de troca contribuiu posteriormente para complicar as coisas, quando o valor das exportações em moeda estrangeira caiu violentamente.

Devido a essa crise cambial, tornou-se impossível honrar a dívida externa do Brasil. Em agosto de 1931, o Governo federal viu-se forçado a cancelar o pagamento do principal de certos empréstimos contraídos no exterior.¹⁴⁴ Esperava-se que a balança comercial de 1931 desse um superavit de 20 milhões de libras, enquanto somente com o pagamento da dívida externa o Brasil teria que desembolsar 22 538 milhões de libras. A estimativa oficial da situação em 1932 era a seguinte:¹⁴⁵

¹⁴¹ Ver as comparações feitas para várias administrações entre os deficits efetivos e os orçamentos planejados in *ibid.* p. 465. Um relatório importante de formação do orçamento brasileiro é *Orçamento e contas públicas de 1935 a 1939*, Souza Costa.

¹⁴² FURTADO, Celso. *O desenvolvimento do Brasil*. In: *Scientific American*, ed. Technologic and Economic Development. New York. Knopf, 1964. p. 160-1.

¹⁴³ Ver cap. 4 acima.

¹⁴⁴ SOUZA REIS. *op. cit.*, p. 31.

¹⁴⁵ *Ibid.*, p. 34.

	<i>Libras esterlinas</i>	
	<i>Necessidades cambiais</i>	<i>Receita</i>
1. Balança Comercial		18 000 000
2. Outras possíveis entradas		1 000 000
3. Pagamento da dívida externa	22 583 000	
4. Pagamento de crédito a curto prazo concedidos ao Banco do Brasil por bancos estrangeiros	6 550 000	
5. Remessa de lucros	12 000 000	
6. Remessas por parte de imigrantes etc	6 340 000	
	<hr/>	<hr/>
Total	47 473 000	19 000 000

Conseqüentemente, havia um excesso de aproximadamente 28 milhões de libras das necessidades cambiais sobre as entradas esperadas. A situação era obviamente explosiva.

Parte da solução dada a esses problemas foi típica dos anos 30.¹⁴⁶ Em setembro de 1931, o Governo brasileiro estipulou que todas as transações com o exterior se realizassem através do Banco do Brasil. Este monopólio de câmbio foi exercido pelo Banco nos três anos seguintes. Licenças de exportação só eram concedidas depois que as divisas obtidas com as vendas no exterior fossem oficialmente vendidas ao Banco, que por sua vez fazia a sua alocação de acordo com as necessidades da economia. Foram estabelecidas três ordens de prioridade. A primeira era para o Governo brasileiro e destinava-se ao pagamento de compras oficiais e da dívida externa. A segunda era para o pagamento de importações comerciais. A terceira, para outros fins, inclusive o pagamento de juros e lucros a residentes no exterior. A oferta de divisas era insuficiente para pagar as importações comerciais e a dívida externa. Essa situação teve por consequência uma atividade considerável no mercado negro ou ilegal.¹⁴⁷

No período de 1931-34, podia-se comprar moeda estrangeira a três taxas diferentes: a taxa oficial, que era estabelecida pelo Banco do Brasil. As divisas compradas a essa taxa eram distribuídas pelo Banco de acordo com as necessidades internas. A taxa do mercado negro era fixada pelas operações clandestinas. Essa taxa era muito mais elevada que a taxa oficial.

¹⁴⁶ O outro aspecto da solução foi a consolidação da dívida externa, porém não nos interessa no momento abordar esse ponto no contexto das questões aqui discutidas. Veja-se SOUZA REIS. op. cit. c. ARANHA, Oswaldo. op. cit.

¹⁴⁷ UNITED STATES TARIFF COMMISSION *Economic controls and Commercial policy in Brazil*. Washington, 1945. p. 17.

Finalmente, em 1933, a fim de desestimular o mercado negro, o Governo começou a vender moeda estrangeira à chamada taxa cinzenta. Esta era mais elevada que a oficial, mas inferior à do câmbio negro.¹⁴⁸

A tabela 8 mostra que, enquanto as exportações em moeda estrangeira caíram abruptamente, as importações baixaram de forma ainda mais rápida, de cerca de 86 milhões de libras esterlinas para 21 milhões em 1932. No mesmo período, o valor das exportações em moeda nacional caiu menos do que em moeda estrangeira, enquanto as importações foram cortadas pela metade. Certamente, parte desse saldo comercial decorreu de um ajustamento passivo à Depressão, visto que as importações provável-

TABELA 8

A — Comércio exterior do Brasil em moeda estrangeira e nacional

	Milhões de mil-réis			Milhões de libras		
	Exportações	Importações	Saldo	Exportações	Importações	Saldo
1929	3 860	3 528	333	94 831	86 653	8 178
1930	2 907	2 343	564	65 746	53 619	12 127
1931	3 398	1 881	1 517	49 544	28 756	20 788
1932	2 537	1 519	1 018	36 330	21 744	14 586
1933	2 820	2 165	655	35 790	28 132	7 658
1934	3 459	2 503	956	35 340	25 467	9 773

B — Brasil — balança comercial, saldo orçamentário

	Balança comercial	Milhões de mil-réis		Preço médio da libra em mil-réis
		Saldo Orçamentário Federal	Total*	
1929	333	— 221	— 601	40 710
1930	564	— 832	— 1 367	43 992
1931	1 517	— 294	— 657	67 421
1932	1 018	— 1 108	— 1 372	69 474
1933	655	— 314	— 469	77 994
1934	956	— 531	— 853	98 206

* Inclui estados, municípios e Distrito Federal.

Fontes: INSTITUTO BRASILEIRO DE GEOGRAFIA E ESTATÍSTICA. Brasil em números. 1960. p. 85; Anuário estatístico do Brasil. 1939-40. p. 1.359; BAER, Werner. & KERSTENETZKY, Isaac. Pattern... p. 53.

¹⁴⁸ Ibid., p. 17; Comissão Mista Brasil-Estados Unidos Para o Desenvolvimento Econômico do Brasil (U.S.C.P.O.) Washington, 1953, p. 296.

mente declinaram com a queda no nível de renda. Não obstante, é justo supor que grande parte do aumento do superavit na balança comercial em 1931 e 1932 foi exógena, resultando de estrito contrôlo cambial e da depreciação cambial. Assim, o argumento de recuperação de Furtado não dá tôda a explicação do fato de a depressão ter alcançado o Brasil, pois os lucros do comércio exterior aumentaram exógenamente durante os anos cruciais da 'Grande Depressão. A redução do comércio para efeitos de emprêgo tem, porém, dois efeitos adversos do ponto de vista do bem-estar social: a redução da quantidade e da disponibilidade de bens no mercado interno e queda de emprêgo no exterior.

7.4. O crédito rural e industrial

A partir de 1934, o Brasil passou a ser o palco de uma crescente prosperidade industrial (*boom*).¹⁴⁹ As pressões sôbre as instituições financeiras do país eram realmente imensas e provinham tanto da agricultura como da indústria. As instituições monetárias do País eram inadequadas para o tipo de crédito seguido pelas novas atividades industriais. Devido ao grande revés sofrido pelo Brasil na sua exportação competitiva mais importante, o café, os políticos passaram a confiar cada vez mais na indústria para uma compensação da profunda crise do setor agrícola. As políticas de industrialização com bases protecionistas tinham estimulado o desenvolvimento de manufaturas competidoras com as importações. Era necessário o crédito industrial para o funcionamento normal dos negócios. Por outro lado, havia necessidade de reforma da legislação sôbre as garantias agrícolas e industriais.

O Banco do Brasil já vinha prestando alguns serviços à indústria através das mudanças realizadas no Fundo de Redesconto. Mas os empréstimos à indústria ainda representavam uma parte insignificante da carteira do fundo de redesconto. O Banco do Brasil era um banco comercial que dependia de depósitos para ter fundos a emprestar.¹⁵⁰ Era especialmente crítica a falta de instituições que financiassem capital industrial a médio e longo prazo. Os bancos comerciais apenas concediam crédito a curto prazo, baseados num tipo restrito de garantia real. O movimento para a reforma começou em 1936, mas sômente em outubro de 1937 a legislação permitiu uma mudança nos estatutos do Banco do Brasil

¹⁴⁹ Esse *boom* é muito bem descrito no livro de Anibal Villela, que está para sair, e que resume os resultados do estudo da Fundação Getúlio Vargas sôbre *Fatores no crescimento econômico do Brasil 1889-1945*.

¹⁵⁰ Ver, a êsse respeito, as afirmações do Presidente do Banco: BANCO DO BRASIL, *Relatório 1937*, p. 25.

autorizando-o a auxiliar a indústria na agricultura através da Carteira de Crédito Agrícola e Industrial (CCAI).

Na realidade o Brasil precisava era de um banco de desenvolvimento. Mas esse tipo de banco só surgiu no pós-guerra. De qualquer forma, a CCAI era uma mudança renovadora no mercado financeiro do Brasil. O Banco podia conceder assistência financeira nos seguintes campos: financiamento no período de entressafra, aquisição de animais e de equipamentos agrícolas, financiamento de criação de gado, aquisição de matérias-primas e reforma e melhoria dos equipamentos industriais.¹⁵¹ Porém, estava previsto que o CCAI não poderia conceder empréstimos para a aquisição dos bens necessários ao início da instalação de uma fábrica. Assim, o papel da CCAI na formação de capital foi limitado. Falando mais especificamente, a Carteira não podia financiar novos empreendimentos. Assim mesmo, a possibilidade de assistência ao capital em funcionamento era um forte incentivo. Por outro lado, a prestação de outros serviços libertou crédito de outras ocupações e permitiu, indiretamente, um mercado de crédito maior, através do qual o capital fixo de novas indústrias podia ser financiado.

As operações da CCAI se faziam sob contrato e com garantia real. Fixaram-se limites superiores para os empréstimos. O empréstimo à agricultura não podia exceder 1/3 da colheita seguinte estimada. Quanto à indústria, apenas 40% das melhorias e aquisições podiam ser financiadas através de empréstimos da CCAI. A garantia podia incluir mercadorias não perecíveis, títulos da dívida pública e papéis comerciais. Diversos descontos eram feitos sobre o valor da garantia apresentada. Para financiar o CCAI o Banco emitiria títulos e os venderia ao público. Assim uma função essencial no mercado financeiro — a reunião dos mutuários e dos prestamistas — se fazia através do banco. O diretor da CCAI era nomeado pelo Presidente do Banco do Brasil. Com vistas a fornecer ao CCAI um capital inicial, o Governo foi autorizado a comprar 100 mil contos em novas ações do Banco do Brasil. Os fundos recebidos através dessa venda de ações constituiu o capital original da CCAI. Suas operações começaram em 1938, com empréstimos no total de 98 mil contos. Em 1940, os empréstimos tinham aumentado para 340 mil contos. A maior parte, porém, era constituída de empréstimos à agricultura. Os

¹⁵¹ "Regulamento da Carteira de Crédito Agrícola e Industrial no Brasil", Art. 2.º, em Souza Mello, Antonio Luis de. *O crédito agrícola e industrial no Brasil*. Rio, Banco do Brasil, 1940. p. 49. Toda legislação sobre a CCAI e as realizações iniciais estão contidos nesse volume. Souza Mello era diretor da CCAI e esse volume é o relatório de suas atividades.

mutuários eram na sua maioria pequenos produtores na indústria ou na agricultura.

A CCAI cresceu rapidamente durante a primeira metade da década de 40. O crédito concedido aumentou de 854 mil contos, em 1941, para 5 253 mil contos, em 1945.¹⁵² A maior parte das operações, porém, consistiu em assistência financeira à agricultura. A plantação de algodão e de café no Brasil, nesse período, passou por grave crise financeira. A maior parte das exportações de algodão se destinavam à Europa, o que também acontecia com parte significativa das exportações de café. Com o fechamento dos mercados europeus, a agricultura brasileira de exportação em geral perdeu grande parcela de seu mercado. Por outro lado, geadas e secas nos estados de São Paulo e Paraná, durante a década de 40, destruíram parte significativa da produção.¹⁵³ A CCAI foi uma das instituições brasileiras que auxiliaram a agricultura de exportação durante a guerra. Assim, a maior parte do crédito se destinou, simplesmente, a assistir a plantação do café e do algodão. Durante a década de 30, uma das causas mais importantes da crise do café foi a inflexibilidade das instituições de crédito. O Reajustamento Econômico dos Fazendeiros¹⁵⁴ fôra decretado para diminuir a insolvência dos plantadores de café. Em grande parte, pretendeu-se com a CCAI evitar a repetição da insolvência em larga escala do setor cafeeiro.

7.5. O financiamento da guerra

O plano para o financiamento do esforço de guerra foi elaborado pela Comissão de Pesquisas e Estudos Econômicos do Ministério da Fazenda, cujo diretor era Otávio Gouvêa de Bulhões.¹⁵⁵ O plano consistia na emissão de títulos de guerra no valor de tres milhões de contos, que seriam oferecidos ao público. Mas o mais importante é que a aquisição dos títulos se tornou compulsória. Foi decretado que todo brasileiro que pagasse impôsto de renda teria que adquirir uma quantia em títulos igual ao pagamento total do impôsto de renda. Os títulos pagavam juros de 6% e seriam recolhidos, depois da guerra, com preferência sôbre todos os outros títulos da dívida pública do Brasil.

¹⁵² BANCO DO BRASIL, *Relatório 1945*, p. 67.

¹⁵³ Id. *ibid.*, p. 67.

¹⁵⁴ Ver meu *Uma análise...* cap. 3.

¹⁵⁵ O plano e a legislação mais importante podem ser encontrados em SOUZA COSTA, Artur de. *Financiamento da Guerra*. Rio, *Jornal do Commercio*, 1942.

Os funcionários do Govêrno e quase tôdas as pessoas que recebiam recursos do Govêrno, através de diversos fundos de pensão, receberiam 3% de seus salários em títulos de guerra. A fim de obter imediatamente recursos para o esforço de guerra, o Govêrno emitiria letras do Tesouro de curto prazo, que seriam vendidas aos bancos comerciais e podiam ser descontadas na Carteira de Redescontos do Banco do Brasil. O Govêrno também emitiu moeda com base na reserva de ouro que fôra lentamente acumulada desde 1934. A nova emissão foi usada para dar assistência à Carteira de Redescontos. Foi também nessa época, novembro de 1942, que o cruzeiro substituiu o mil-réis como unidade monetária do Brasil. Foi decretado que um cruzeiro seria igual a um mil-réis. Mas o cruzeiro foi dividido em centavos, enquanto o mil-réis era dividido em mil-réis.

7.6. Resumo

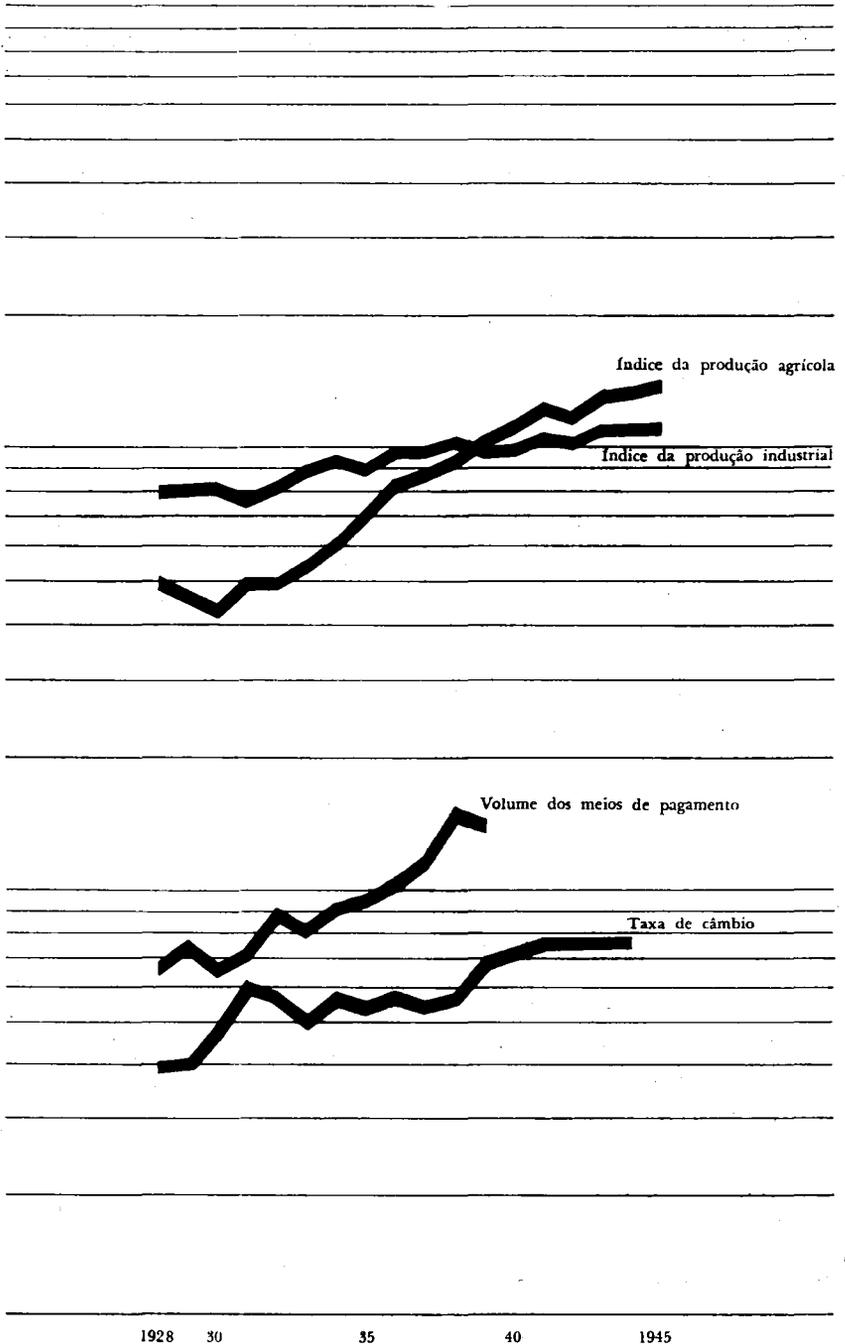
O gráfico 6 mostra que houve um período de prosperidade industrial no Brasil depois de 1932. A industrialização compensou a estagnação da agricultura, causada pela grave crise no setor cafeeiro. Em retrospecto, isso foi exatamente a mecânica da política brasileira. Soluções protecionistas, em detrimento do comércio de outros países, foram usadas como instrumentos de política fiscal compensatória, da forma semelhante à de vários países industrializados. A economia como um todo, porém, se medida pela taxa de crescimento da renda *per capita*, estava seriamente estagnada. Mas, evidentemente, a industrialização evitou uma crise mais generalizada.¹⁵⁶ A taxa de câmbio já não tinha importância crucial para a industrialização. Os contrôles no comércio e a escassez provocada pela guerra ocasionaram deslocamentos nas rentabilidades relativas, e tornou-se lucrativo estabelecer e desenvolver novas indústrias. É óbvio, porém, que a industrialização se realizou sob um sistema monetário que não levava ao progresso industrial. Isso explica, em parte, por que tantas políticas do Govêrno foram necessárias para estimular a indústria.¹⁵⁷ Esse elevado número de incentivos do Govêrno provocou o desenvolvimento industrial com métodos insuficientes. Grande parte da ineficiência pode-

¹⁵⁶ O estudo do Professor Villela focaliza a industrialização em detalhe. Esses pontos foram inicialmente elaborados pelo Professor Villela e não é necessária maior elaboração para os propósitos dessa monografia.

¹⁵⁷ Ver como exemplo os meus ensaios O desenvolvimento da indústria do aço no Brasil. *Revista Brasileira de Economia*, abr/jun, 1970 e, também, o Desenvolvimento da indústria do cimento no Brasil. *Revista Brasileira de Economia*, a ser publicado.

GRÁFICO 6

Índices do volume físico da produção agrícola e industrial, volume dos meios de pagamento e taxa de câmbio, 1928-1945.



Fonte: Índices estimados pelo Dr. Wilson Suzigan para o projeto do Prof. Annibal Villela.

ria ter sido evitada através da existência de instituições financeiras mais adequadas.

8. Conclusão

1. Durante o período de 1894 a 1945, o Brasil foi administrado como um banco comercial. A doutrina econômica mais importante no País foi a escola da ortodoxia monetária. Quase todos os Ministros da Fazenda e Presidentes do Banco do Brasil durante esse período foram adeptos dessa doutrina. Uma falta significativa de economistas preparados impediu uma organização mais racional da economia.

2. A ortodoxia monetária atrasou a industrialização do Brasil e, assim, o progresso econômico e social. O Brasil não tinha instituições financeiras e monetárias que favorecessem a industrialização, em grande parte devido à implementação das políticas ortodoxas.

3. A estabilização econômica foi seriamente prejudicada pelas políticas ortodoxas. Tais políticas requeriam a valorização cambial, o equilíbrio orçamentário e a redução da oferta de moeda durante períodos de contração dos negócios. Em quase todas as teorias modernas a ortodoxia é, naturalmente, avessa à estabilização. Especialmente no período de 1898 a 1906, as políticas econômicas ortodoxas provocaram grave estagnação da economia brasileira. Isto, também, ocorreu no período 1929-37.

4. As políticas ortodoxas, apesar de que os economistas ortodoxos estivessem, em muitos casos, em sério antagonismo com os plantadores de café, perpetuaram uma distribuição injusta da renda na sociedade brasileira. Tal distribuição da renda não levava à industrialização e ao progresso a longo prazo.

5. Uma conclusão óbvia da experiência brasileira é que os controles discricionários da economia não levam necessariamente ao crescimento econômico. Isso é especialmente verdadeiro no que toca à organização monetária e cambial no passado do Brasil. Diz o Professor Simonsen que houve no Brasil utilização excessiva de controles diretos e descrença total nos benefícios dos mecanismos automáticos da economia. Isso foi o que ocorreu no período de 1889 a 1945. A política do Governo foi tão obviamente contrária à estabilização econômica, ao crescimento econômico e à alocação ótima de recursos, que as teorias em favor de uma mão invisível do Governo estão em frontal contradição com a experiência brasileira. E, assim, não é surpreendente ver-se Celso Furtado louvar os erros

da gestão de Joaquim Murinho em termos de política monetária, como o primeiro caso de planejamento governamental no Brasil.¹⁵⁸ É óbvio, e isso não é uma afirmação que se aplique às condições econômicas e sociais presentes, que um sistema de regras teria promovido mais o bem-estar social do que as políticas discricionárias desesperadas de administrações confusas. Para o Brasil atual, onde o controle de Governo domina parte substancial da economia, seria inocente afirmar que a eliminação de uma ou várias distorções introduzidas pelas políticas governamentais contribuiria para melhorar o bem-estar social. É muito difícil encontrar a distribuição ótima entre a atividade governamental e privada uma vez ocorridas distorções iniciais. Mas pode-se, provavelmente, dizer que a mão invisível do Governo é um *péssimo* de bem-estar tanto social como econômico.

6. Com respeito à presidência de Vargas, é bem claro que a ortodoxia foi mantida. O abandono da ortodoxia, depois de 1937, não foi causado por políticas keynesianas deliberadas e, sim, pelo interesse em reaparelhar as Forças Armadas do Brasil, um fator totalmente exógeno. Não ocorreram mudanças importantes no quadro das finanças da indústria.

7. Em muitos casos, a ortodoxia monetária foi seguida por sugestão dos banqueiros estrangeiros que financiavam as operações do Governo brasileiro. Mas não se pode dizer com base nessa experiência que a teoria econômica desenvolvida nos países industriais não se aplica às condições brasileiras. Se o Brasil tivesse desenvolvido mais cedo uma instituição de pesquisas para o desenvolvimento da política econômica, juntamente com um grande número de economistas profissionais, é pouco provável que a ortodoxia tivesse prevalecido. O programa de Murinho foi criticado sistematicamente pelo Professor Vieira Souto com base na teoria econômica convencional, um modelo de equilíbrio parcial. Por outro lado, Vieira Souto desenvolveu uma crítica macroeconômica de Murinho que ainda é válida em termos de teoria macroeconômica. A política econômica no Brasil foi dominada durante um período demasiadamente longo por advogados, políticos e comerciantes. O custo em termos de desenvolvimento desperdiçado foi realmente elevado. Se nenhum dos mecanismos automáticos é aprovado por consenso social, ao menos a política econômica discricionária deveria ser desenvolvida por economistas altamente conhecedores da teoria econômica moderna e dos técnicos modernos de quantificação econômica.

¹⁵⁸ Isso foi citado por BAER, Werner. *Industrialização e o Desenvolvimento econômico do Brasil*. p. 30, nota 20.