

ipea

série monográfica

história monetária do brasil:

análise da política,
comportamento e
instituições monetárias

23

carlos manuel peláez
wilson suzigan

Esta monografia constitui-se numa análise econômica da moeda brasileira, da evolução das instituições e política monetárias do País e do inter-relacionamento do setor monetário com o resto da economia. Dessa forma, não representa propriamente um estudo sobre a história econômica do Brasil.

Os autores utilizam-se de todas as principais teorias correntes de história monetária: a "interpretação monetária" da história, de Friedman-Schwartz-Cagan, filiada ao chamado modelo da "teoria neoquantitativa da moeda"; o enfoque mais eclético de Cameron, seguindo Schumpeter e Gurley-Shaw, sobre o papel da intermediação financeira no desenvolvimento econômico; e a interpretação de Alexander Gerschenkron, sobre a ênfase no papel do sistema bancário durante certos estágios da industrialização e do crescimento. Contudo, a ênfase maior é no enfoque de Friedman-Schwartz-Cagan, com a diferença de que a hipótese que se faz é contrária à da relação de causalidade unidirecional entre a moeda, de um lado, e a renda e os preços, de outro, característica do modelo tautológico daqueles autores, e também de que se utilizam duas mensurações do estoque de moeda. Dessa forma, os autores

partem do trabalho básico de elaboração das séries históricas dos determinantes da oferta de moeda, ou sejam, a base monetária (moeda em poder do público *mais* encaixe dos bancos comerciais *mais* depósitos à vista do público no Banco do Brasil) e as relações moeda em poder do público/estoque de moeda e encaixe dos bancos/depósitos, que refletem, respectivamente, o comportamento do setor governo, do público e dos bancos. Mas não deixam de dar importância às mudanças institucionais. Por isso, grande parte do livro versa sobre as modificações na estrutura financeira. Nesse sentido, um dos temas principais é o da restrição ao desenvolvimento do sistema financeiro imposta pela própria política monetária do Governo, um dos aspectos mais marcantes do passado brasileiro.

Sem dispor de um estudo que delimite os períodos de referência dos ciclos de negócios, os autores procedem à análise dos diversos períodos históricos com base numa divisão que resultou da própria pesquisa de documentos contemporâneos e dados estatísticos. As conclusões, apresentadas num tom polêmico e provocativo, certamente estimularão novos debates acadêmicos sobre o assunto.



INSTITUTO DE PLANEJAMENTO ECONÔMICO E SOCIAL
INSTITUTO DE PESQUISAS — INPES
MONOGRAFIA N.º 23

história monetária do brasil:

**análise da política,
comportamento e
instituições monetárias**

**Carlos Manuel Peláez
Wilson Suzigan**

RIO DE JANEIRO
IPEA/INPES
1976

PRESIDÊNCIA DA REPÚBLICA
SECRETARIA DE PLANEJAMENTO

**INSTITUTO DE PLANEJAMENTO ECONÔMICO
E SOCIAL (IPEA)**

Presidente do Conselho de Administração

JOÃO PAULO DOS REIS VELLOSO
Ministro-Chefe da Secretaria de Planejamento

Presidente do IPEA

ÉLCIO COSTA COUTO
Secretário-Geral da Secretaria de Planejamento

Instituto de Pesquisas (INPES)

HAMILTON CARVALHO TOLOSA
Superintendente

Instituto de Planejamento (IPLAN)

ROBERTO CAVALCANTI DE ALBUQUERQUE
Superintendente

Instituto de Programação e Orçamento (INOR)

ANTONIO ALVES DE OLIVEIRA NETO
Diretor-Geral

Centro de Treinamento para o Desenvolvimento Econômico (CENDEC)

JAYME COSTA SANTIAGO
Diretor

INSTITUTO DE PLANEJAMENTO ECONÔMICO E SOCIAL (IPEA)
SERVIÇO EDITORIAL
Rua Melvin Jones, 5 — 28.º andar — Rio de Janeiro — RJ

SÉRIE MONOGRÁFICA

- M. 1 — POPULAÇÃO ECONOMICAMENTE ATIVA NA GUANABARA (ESTUDO DEMOGRÁFICO) — Manoel Augusto Costa.
- M. 2 — CRITÉRIOS QUANTITATIVOS PARA AVALIAÇÃO E SELEÇÃO DE PROJETOS DE INVESTIMENTOS — Clóvis de Faro.
- M. 3 — EXPORTAÇÃO DE PRODUTOS PRIMÁRIOS NÃO-TRADICIONAIS — Carlos von Doellinger; Hugo Barros de Castro Faria.
- M. 4 — EXPORTAÇÃO DE MANUFATURADOS — Carlos von Doellinger, Gilberto Dupas.
- M. 5 — MIGRAÇÕES INTERNAS NO BRASIL — Manoel Augusto Costa (ed.), Douglas H. Graham, João Lyra Madeira, José Pastore, Nelson L. Araújo Moraes, Pedro Pinchas Geiger.
- M. 6 — RESTRICÇÕES NÃO-TARIFÁRIAS E SEUS EFEITOS SOBRE AS EXPORTAÇÕES BRASILEIRAS — Carlos von Doellinger.
- M. 7 — A TRANSFERÊNCIA DE TECNOLOGIA NO DESENVOLVIMENTO INDUSTRIAL DO BRASIL — Nuno Fidelino de Figueiredo.
- M. 8 — PLANEJAMENTO REGIONAL: MÉTODOS E APLICAÇÃO AO CASO BRASILEIRO — Paulo R. Haddad (ed.), Carlos Mauricio de C. Ferreira, Celsius Antônio Lodder, Hamilton C. Tolosa, Samuel Schickler.
- M. 9 — ESTUDOS SOBRE UMA REGIÃO AGRÍCOLA: ZONA DA MATA DE MINAS GERAIS — Stahis S. Panagides, Léo da Rocha Ferreira, Lon C. Cesal, Antonio Lima Bandeira, T. Kelley White Jr., Dilson Seabra Rocha.

- M. 10 — **POLÍTICA DO GOVERNO E CRESCIMENTO DA ECONOMIA BRASILEIRA: 1889-1945** — Annibal Villanova Villela, Wilson Suzigan.
- M. 11 — **ESTUDOS SOBRE UMA REGIÃO AGRÍCOLA: ZONA DA MATA DE MINAS GERAIS (II)** — Euter Paniago, Miguel Ribon, Sebastião M. Ferreira da Silva, Antônio Raphael Teixeira Filho.
- M. 12 — **INVESTIMENTO EM EDUCAÇÃO NO BRASIL: UM ESTUDO SÓCIO-ECONÔMICO DE DUAS COMUNIDADES INDUSTRIAIS** — Cláudio de Moura Castro.
- M. 13 — **O SISTEMA TRIBUTÁRIO E AS DESIGUALDADES REGIONAIS: UMA ANÁLISE DA RECENTE CONTROVÉRSIA SOBRE O ICM** — Fernando A. Rezende da Silva, Maria da Conceição Silva.
- M. 14 — **O IMPOSTO SOBRE A RENDA E A JUSTIÇA FISCAL** — Fernando A. Rezende da Silva.
- M. 15 — **ASPECTOS FISCAIS DAS ÁREAS METROPOLITANAS** — Aloísio Barbosa de Araújo.
- M. 16 — **DESEQUILÍBRIOS REGIONAIS E DESCENTRALIZAÇÃO INDUSTRIAL** — Paulo R. Haddad (ed.), José Alberto Magno de Carvalho, Jacques Schwartzman, Roberto Vasconcelos Moreira da Rocha, Celsius A. Lodder, Martin O. Smolka.
- M. 17 — **TECNOLOGIA E DESENVOLVIMENTO AGRÍCOLA** — Claudio Roberto Contador (ed.), G. Edward Schuh, William H. Nicholls, George F. Patrick, José Pastore e Eliseu Alves, T. W. Schultz, Ruy Miller Paiva, Rodolfo Hoffmann e José F. G. da Silva, D. Gale Johnson, Alberto Veiga.
- M. 18 — **ESTUDOS DE DEMOGRAFIA URBANA** — Manoel Augusto Costa (ed.), João Lyra Madeira, Equipe SERFHAU, George Martine e José Carlos Peliano, Alzira Nunes Coelho e Thomas W. Merrick, Equipe do CBED.
- M. 19 — **O IMPOSTO SOBRE A RENDA DAS EMPRESAS** — Fernando Rezende (ed.), Celso L. Martone, Claudio Roberto Contador.
- M. 20 — **ESTRUTURA METROPOLITANA E SISTEMA DE TRANSPORTES: ESTUDO DO CASO DO RIO DE JANEIRO** — Josef Barat.
- M. 21 — **URBANIZAÇÃO E MIGRAÇÃO URBANA NO BRASIL** — Manoel Augusto Costa.
- M. 22 — **POLÍTICA DE DESENVOLVIMENTO URBANO: ASPECTOS METROPOLITANOS E LOCAIS** — Josef Barat (ed.), Hamilton C. Tolosa, Manoel Augusto Costa, Pedro Pinchas Geiger, João Paulo de Almeida Magalhães, James Hicks.

Peláez, Carlos Manuel.

História monetária do Brasil: análise da política, comportamento e instituições monetárias, por Carlos Manuel Peláez e Wilson Suzigan. Rio de Janeiro, IPEA/INPES, 1976.

506 p.

(Brasil. IPEA/INPES. Monografia, 23)

1. Sistema monetário brasileiro — história. 2. Política monetária — Brasil. 3. Bancos — Brasil. I. Suzigan, Wilson. II. Brasil. Instituto de Planejamento Econômico e Social. Instituto de Pesquisas. III. Série. IV. Título.

CDD 332.4981

CDU 332.4(81)

Este trabalho é da inteira e exclusiva responsabilidade de seus autores. As opiniões nele emitidas não exprimem, necessariamente, o ponto de vista da Secretaria de Planejamento.

1976

Este livro foi composto e impresso pela LATT-MAYER S/A Artes Gráficas para o SERVIÇO EDITORIAL do IPEA.

Editores: A. F. Vilar de Queiroz e Ruy Jungmann
Coordenação editorial: T. A. de Sant'Anna Neto e Francisco de Assis Pereira

VI

SUMÁRIO

NOTAS DE ESCLARECIMENTO	1
APRESENTAÇÃO	3
I — INTERPRETAÇÕES MONETÁRIAS DA HISTÓRIA ECONÔMICA E O COMPORTAMENTO MONETÁRIO BRASILEIRO A LONGO PRAZO	11
1.1 — Interpretações Monetárias da História	12
1.1.1 — A Contribuição de Friedman-Schwartz-Cagan .	12
1.1.2 — A Contribuição de Rondo Cameron	19
1.1.3 — O Esquema de Gerschenkron	22
1.2 — A Experiência Monetária Brasileira a Longo Prazo	23
II — MONOPÓLIO DOS SERVIÇOS BANCÁRIOS	31
2.1 — O Movimento dos Indicadores Agregados	31
2.2 — Origens do Liberalismo Econômico no Brasil e suas Conseqüências	34
2.2.1 — Políticas Mercantilistas e Estagnação Econômica	34
2.2.2 — O Desenvolvimento das Idéias Liberais e a Che- gada de D. João	35

2.3 — O Estabelecimento do Primeiro Banco do Brasil	38
2.3.1 — A Estrutura Monetária no Começo do Século XIX	38
2.3.2 — Fatores do Estabelecimento do Banco	40
2.3.3 — A Estrutura do Banco	41
2.3.4 — O Desempenho do Banco — 1809/21	41
2.3.5 — A Crise do Banco do Brasil	44
2.4 — O Primeiro Banco do Brasil após a Independência	47
2.4.1 — O Movimento dos Indicadores Agregados	47
2.4.2 — A Natureza da Política Monetária — 1822/29 ..	52
2.4.3 — A Crise e Liquidação do Banco do Brasil	54
III — O INSUCESSO NA REFORMA DO MERCADO MONE- TÁRIO E O ESTABELECIMENTO DOS BANCOS EMIS- SORES — 1830/51	59
3.1 — A Reforma do Estoque de Moeda: o Debate sobre o Cobre	59
3.1.1 — Condições Econômicas	59
3.1.2 — O Relatório do Ministro da Fazenda Araújo Vianna	60
3.2 — A Reforma do Estoque de Moeda: Papel-Moeda	64
3.3 — O Estabelecimento dos Bancos Privados	65
3.4 — A Análise da Escola de Intermediação	71
3.4.1 — A Crítica da Estrutura Bancária Brasileira	71
3.4.2 — As Relações dos Bancos com o Governo	73
3.4.3 — A Reforma do Sistema Bancário Brasileiro	74
3.5 — O Padrão Ouro, a Tarifa Alfandegária e a Necessidade de Reforma	77
3.5.1 — A Lei do Padrão Ouro	77
3.5.2 — A Legislação Alfandegária de 1844	79
3.6. — Conclusões	80
IV — CONSOLIDAÇÃO DO SISTEMA MONETÁRIO BRASI- LEIRO — 1849/69	85
4.1 — O Movimento dos Indicadores Agregados	85
4.2 — A Política Econômica de Itaboraí	90
4.3 — O Contínuo Desenvolvimento dos Bancos de Emissão ..	93
4.4 — A Lei Bancária de 1853, o Estabelecimento do Segundo Banco do Brasil e suas Operações Iniciais	97
4.4.1 — O Estabelecimento do Segundo Banco (Oficial) do Brasil	97
4.4.2 — Subscrição do Capital do Banco do Brasil e suas Operações Iniciais	99

4.5 — A Pluralidade Bancária e de Emissão: Souza Franco no Ministério da Fazenda	104
4.6 — O Pânico de 1857	107
4.7 — A Contra-Reforma e a Lei de 1860	113
4.7.1 — A Proposta de Sales Torres Homem	113
4.7.2 — A Comissão de Inquérito de 1859	115
4.7.3 — A Lei de 1860	118
4.7.4 — A Execução da Lei	120
4.7.5 — O Banco do Brasil durante a Execução da Lei e sua Reforma	124
4.8 — O Pânico de 1864	129
4.9 — A Reforma do Banco do Brasil em 1866	130
4.10 — Resumo	131
V — A POLÍTICA E INSTITUIÇÕES MONETÁRIAS DURANTE O SEGUNDO CICLO DO PREÇO INTERNACIONAL DO CAFÉ, 1869/85, E RESUMO DO IMPÉRIO .	135
5.1 — O Movimento dos Indicadores Agregados	135
5.2 — A Política e Instituições Monetárias	142
5.2.1 — O Financiamento da Guerra do Paraguai e a Política Monetária — 1870/ 74	142
5.2.2 — A Estrutura do Sistema Bancário	144
5.2.3 — O Pânico de 1875	147
5.2.4 — A Lei Bancária de 1888	150
5.3 — Resumo do Império	152
5.3.1 — A Análise Convencional	152
5.3.2 — A Tendência a Longo Prazo	157
5.3.3 — As Fases Ascendentes	158
5.3.4 — As Fases Descendentes	163
5.4 — Conclusões	168
VI — A POLÍTICA E INSTITUIÇÕES MONETÁRIAS DURANTE A PRIMEIRA REPÚBLICA	171
6.1 — O Terceiro Ciclo dos Preços do Café — 1886/1906	171
6.1.1 — O Movimento dos Indicadores Agregados	171
6.1.2 — A Orientação da Política Monetária	177
6.1.3 — Conclusões	184
6.2 — A Política Monetária durante a Valorização de Siciliano-Taubaté — 1906/12	186
6.2.1 — O Movimento dos Indicadores Agregados	186
6.2.2 — A Política de Valorização	192

6.3 — A I Guerra Mundial e a Economia Brasileira	195
6.3.1 — A Teoria dos Períodos Adversos	195
6.3.2 — O Comportamento Monetário do Brasil durante a I Guerra Mundial	199
6.3.3 — O Teste da Estimativa de Crescimento da Renda com Base nos Dados Monetários	212
6.3.4 — Conclusões	216
6.4 — A Década de 20: Insucesso da Política Monetária-Fiscal .	221
6.4.1 — O Movimento dos Indicadores Agregados	221
6.4.2 — Breve Recessão e Recuperação Rápida — 1920/23	226
6.4.3 — Os Fatores da Contração Profunda — 1924/26 .	231
6.4.4 — A Recuperação — 1927/28	234
6.4.5 — Conclusões	237
VII — A GRANDE DEPRESSÃO E A II GUERRA MUNDIAL .	239
7.1 — O Movimento dos Indicadores Agregados	239
7.2 — A Grande Depressão	245
7.2.1 — A Explicação Keynesiana Revista da Depressão	247
7.2.2 — Um Novo Ponto de Vista sobre a Depressão ..	252
7.2.3 — A Política Cafeeira	263
7.3 — A II Guerra Mundial	270
7.3.1 — O Movimento dos Indicadores Agregados	270
7.3.2 — A Política Cafeeira durante a II Guerra Mundial	272
VIII — A POLÍTICA MONETÁRIA DO BRASIL — 1947/72	279
8.1 — O Movimento dos Indicadores Agregados	279
8.2 — O Subperíodo 1947/61	285
8.2.1 — O Intervalo 1947/57	285
8.2.2 — Política Monetária durante o Período da Taxa de Câmbio Supervalorizada	287
8.2.3 — A Reforma do Mercado Cambial e a Política Monetária — 1953/57	296
8.3 — O Subperíodo 1958/61	309
8.4 — Inflação, Estagnação e Recuperação	325
8.5 — O Período de Inflação e Estagnação — 1962/67	331
8.5.1 — Inflação Causada por Financiamento Deficitário	331
8.6 — A Política de Inflação Corretiva: Primeira Estratégia de Controle Inflacionário	336
8.7 — Gradualismo mais Lento e Altas Taxas de Crescimento: a Segunda Estratégia Brasileira de Controle Inflacionário .	354

IX — CONCLUSÕES SOBRE A EXPERIÊNCIA MONETÁRIA DO BRASIL	369
9.1 — Conclusões sobre o Comportamento Monetário Brasileiro	369
9.2 — Conclusões sobre as Instituições Monetárias	372
9.3 — Conclusões sobre os Períodos Históricos: o Século XIX	377
9.3.1 — O Período 1800/50	377
9.3.2 — O Mercado Livre de Café — 1857/1906	378
9.3.2.1 — Conclusões sobre o Primeiro Ciclo dos Preços do Café — 1857/68	380
9.3.2.2 — Conclusões sobre o Segundo Ciclo dos Preços do Café — 1869/85	381
9.3.2.3 — Conclusões sobre o Terceiro Ciclo dos Preços do Café — 1886/1906	382
9.4 — Conclusões sobre o Período de Defesa do Café — 1906/45	383
9.4.1 — Conclusões Gerais	383
9.4.2 — Conclusões sobre a Primeira Valorização — 1906/12	383
9.4.3 — Conclusões sobre a I Guerra Mundial	384
9.4.4 — A Década de 20	386
9.4.5 — A Grande Depressão	386
9.4.6 — A Comparação dos Períodos de Crescimento Extrovertido e Introvertido	391
9.5 — Algumas Conclusões sobre o Período 1945/73	392
9.6 — A História e a Política Econômica	393
APÊNDICE ESTATÍSTICO	395

LISTA DE GRÁFICOS E TABELAS

Gráficos

I.1 — Brasil, Estoque de Moeda, Renda, Preços e Velocidade da Moeda — 1870/1972	25
II.1 — Brasil, Moeda e Preços — 1814/51	32
III.1 — Brasil, Estoque de Moeda, Base Monetária, Depósitos à vista e Depósitos Totais — 1842/51	70
IV.1 — Brasil, Moeda, Preços, Taxa de Câmbio, Exportações de Café e Preço Internacional do Café — 1849 /69	87
V.1 — Brasil, Moeda, Renda, Preços e Velocidade da Moeda — 1869/85	137
V.2 — Indicadores Seleccionados da Economia Brasileira e do Mercado de Café durante as Fases Ascendentes do Preço Internacional do Café — 1857/1906	161
V.3 — Indicadores da Economia Brasileira e do Mercado de Café durante as Fases Descendentes dos Ciclos do Preço Internacional do Café — 1857/1906	165

VI.1	— Brasil, Moeda, Preços e Indicadores do Mercado de Café — 1887/1906	172
VI.2	— Brasil, Moeda, Preços e Indicadores do Mercado de Café — 1898/1913	187
VI.3	— Brasil, Moeda, Renda, Preços e Velocidade da Moeda — 1910/45	200
VII.1	— Brasil, Moeda, Renda, Preços e Velocidade da Moeda — 1921/39	241
VII.2	— Brasil, PNB Real e Produção Industrial — 1920/45	243
VII.3	— Brasil, PIB (Fishlow) e Renda Monetária do Setor Café sem Deduzir Impostos	250
VII.4	— Indicadores Escolhidos do Brasil e PNL dos Estados Unidos — 1929/39	254
VII.5	— Brasil, Relações de Troca e Preços Internacionais do Café e Algodão — 1929/39	255
VII.6	— Renda Nacional Bruta <i>per capita</i> do Brasil — 1920/30 e 1930/40	263
VII.7	— Fatores no Mercado Brasileiro de Café — 1906/40	265
VII.8	— Consumo Aparente Mundial de Café e Exportações de Café do Brasil, do resto da América Latina, África e Ásia — 1906/40	266
VII.9	— Preço Americano de Importação e Relações de Troca do Brasil durante as Valorizações de 1906/16, 1921/29 e 1930/39	269
VII.10	— Brasil, Moeda, Renda, Preços e Velocidade da Moeda — 1939/46	273
VII.11	— Produção e Exportações Brasileiras de Café e Preço Ameri- cano de Importação de Café — 1928/44	275
VIII.1	— Brasil, Estatísticas Monetárias, PNB Nominal e Preços — 1947/69	280
VIII.2	— Brasil, Velocidade-Renda da Moeda e PNB Real — 1947/71	283
VIII.3	— Brasil, Estatísticas Monetárias, Renda Real e Nominal e Produção Industrial — 1945/57	286
VIII.4	— Brasil, Estatísticas Monetárias, PNB Real e Nominal, Preços e Produção Industrial — 1958/61	310

VIII.5	— Brasil, Estatísticas Monetárias, PNB Nominal e Real, Preços e Produção Industrial — 1962/72	326
VIII.6	— Fatores de Expansão e Contração do Saldo de Papel-Moeda em Circulação	329
VIII.7	— Brasil, Estatísticas Monetárias, PNB Real e Nominal, Preços e Produção Industrial — 1964/67	341
IX.1	— Coeficiente Financeiro para o Brasil	375
IX.2	— Preços Internacionais do Café, Relações de Troca e Exportações Brasileiras de Café e PNL da França e dos Estados Unidos — 1851/1944	379

Tabelas

I.1	— Fontes das Alterações da Taxa de Crescimento do Estoque de Moeda no Brasil — 1869/1965	27
I.2	— Taxa Média Anual de Crescimento do Estoque de Moeda do Brasil para Períodos Selecionados	28
II.1	— Contas do Primeiro Banco do Brasil — 1809/21	42
II.2	— Contas do Primeiro Banco do Brasil — 1822/29	48
II.3	— Brasil, Taxas Médias de Crescimento de Indicadores de Preços e do Estoque de Moeda — 1822/29	49
II.4	— Cunhagem de Metais no Rio de Janeiro e Papel-Moeda em Circulação — 1822/29	49
II.5	— Valor Médio por Unidade Exportada e Participação Percentual nas Exportações Totais de Sete Produtos Brasileiros de Exportação — 1822/29	50
II.6	— Taxa Média de Crescimento do Valor Exportado em Moeda Estrangeira — 1822/29	51
III.1	— Fontes das Alterações da Taxa de Crescimento do Estoque de Moeda do Brasil — 1840/51	81
IV.1	— Fontes das Alterações da Taxa de Crescimento do Estoque de Moeda do Brasil — 1855/69	89
IV.2	— Brasil, Contas dos Bancos de Emissão e Estoque de Notas do Tesouro — 1841/54	95

IV.3	— Fundo Disponível e Saldo Mensal em Circulação da Emissão do Segundo Banco do Brasil, de Julho de 1855 a Junho de 1856	103
IV.4	— Variações Percentuais Trimestrais do Estoque de Moeda e dos Determinantes Imediatos — 1857/58	108
IV.5	— Emissão em Circulação e Autorizada dos Bancos Brasileiros em Datas Seleccionadas	121
IV.6	— Variações Percentuais Trimestrais do Estoque de Moeda e dos Determinantes Imediatos — 1860/62	122
IV.7	— Fundo Disponível e Emissão em Circulação da Matriz do Banco do Brasil — 1859/63	129
V.1	— Fontes das Alterações da Taxa de Crescimento do Estoque de Moeda do Brasil durante o Segundo Ciclo do Preço do Café — 1869/85	136
V.2	— Taxas Prováveis de Crescimento do Produto Real <i>per capita</i> do Brasil — 1869/85	141
V.3	— Brasil, Emissão de Bilhetes do Tesouro e de Notas Bancárias e do Governo — 1866/71	143
V.4	— Emissão de Notas e Notas em Poder do Público — 1870/75	144
V.5	— Variações Percentuais Trimestrais do Estoque de Moeda e dos Determinantes Imediatos — 1874/76	148
V.6	— Brasil, Taxas Médias de Crescimento de Indicadores Seleccionados durante as Fases Ascendentes dos Ciclos do Preço Internacional do Café — 1857/1906	159
V.7	— Brasil, Taxas Médias de Crescimento de Indicadores Seleccionados durante as Fases Descendentes dos Ciclos do Preço Internacional do Café — 1857/1906	164
VI.1	— Taxas Médias de Crescimento de Indicadores Seleccionados da Economia Brasileira e PNL dos Estados Unidos durante o Terceiro Ciclo do Preço Internacional do Café — 1886/1906	173
VI.2	— Fontes das Alterações da Taxa de Crescimento do Estoque de Moeda no Brasil — 1886/1906	176
VI.3	— Brasil, Taxas Médias de Crescimento de Indicadores Seleccionados — 1906/12	189
VI.4	— Fontes das Alterações da Taxa de Crescimento do Estoque de Moeda do Brasil — 1906/12	190

VI.5 — Brasil, Taxas Prováveis de Crescimento do Produto Real <i>per capita</i> — 1906/12	191
VI.6 — Brasil, Taxas Médias de Crescimento de Indicadores Seleccionados — 1912/19	202
VI.7 — Fontes das Alterações da Taxa de Crescimento do Estoque de Moeda do Brasil — 1913/19	203
VI.8 — Brasil, Variações Percentuais Trimestrais dos Indicadores Monetários — 1913/19	205
VI.9 — Brasil, Números Índices de Indicadores Seleccionados e Variações Percentuais Anuais — 1911/19	210
VI.10 — Brasil, Taxas Médias de Crescimento de Indicadores Seleccionados — 1920/45	213
VI.11 — Fontes das Alterações da Taxa de Crescimento do Estoque de Moeda do Brasil — 1939/45	214
VI.12 — Brasil, Erros Percentuais da Estimativa do Crescimento do Produto Real <i>per capita</i> com Dados Monetários — 1920/45 e Taxas Corrigidas do Crescimento do Estoque Real de Moeda <i>per capita</i> — 1912/19	215
VI.13 — Brasil, Taxas Médias de Crescimento da Capacidade de Importar — 1912/19	218
VI.14 — Brasil, Taxas Médias Anuais de Crescimento de Indicadores Seleccionados — 1920/29	222
VI.15 — Brasil, Taxas Médias Anuais de Crescimento de Indicadores Seleccionados — 1906/39	223
VI.16 — Brasil, Números Índices de Indicadores Seleccionados e Variações Percentuais Anuais — 1911/19	225
VI.17 — Brasil, Variações Percentuais Trimestrais de Indicadores Monetários — 1919/23	227
VI.18 — Brasil, Variações Percentuais Trimestrais de Indicadores Monetários — 1924/26	232
VI.19 — Brasil, Variações Percentuais Trimestrais de Indicadores Monetários — 1927/29	235
VII.1 — Fontes das Alterações da Taxa de Crescimento do Estoque de Moeda — 1928/45	244
VII.2 — Brasil, Variações Percentuais da Renda Bruta do Setor Café e do Produto Real — 1928/39	252

VII.3	— Fontes das Alterações da Taxa de Crescimento do Estoque de Moeda — 1928/39	257
VII.4	— Números Índices e Variações Percentuais Anuais de Indicadores Seleccionados da Economia Brasileira — 1929/39	259
VII.5	— Brasil, Variações Percentuais Trimestrais de Indicadores Monetários — 1929/39	261
VII.6	— Brasil, Taxas Médias de Crescimento de Indicadores Seleccionados — 1939/45	271
VII.7	— Brasil, Café Destruído pelo Governo Federal — 1931/44...	276
VIII.1	— Fontes das Alterações da Taxa de Crescimento do Estoque de Moeda do Brasil — 1947/65	281
VIII.2	— Participação Percentual dos Grupos Bancários nos Depósitos e Empréstimos — 1943/46	290
VIII.3	— Causas da Expansão do Papel-Moeda em Circulação	328
VIII.4	— Variações Percentuais Anuais de Indicadores Agregados Seleccionados para a Economia do Brasil — 1962/64	331
VIII.5	— Variações Percentuais Anuais de Indicadores Agregados Seleccionados para a Economia Brasileira — 1964/67	340
VIII.6	— Variações Percentuais Trimestrais do Estoque de Moeda em 1964	345
VIII.7	— Variações Percentuais Anuais de Indicadores Seleccionados para a Economia Brasileira — 1968/72	358
IX.1	— Brasil, Taxas Médias de Crescimento do Estoque de Moeda, Preços e Produto Real — 1830/1970	371
IX.2	— Brasil, Indicadores de Atividade Bancária — 1939/70	373

NOTAS DE ESCLARECIMENTO

No decorrer do período abrangido pelas séries monetárias apresentadas no Apêndice Estatístico, a unidade monetária brasileira passou por diversas alterações. Assim, até 1942 a unidade monetária era o *mil-réis* (1\$000), que se subdividia em milésimos (por ex.: \$ 20 = vinte réis ou vintém; \$ 100 = cem réis ou tostão; \$ 500 = quinhentos réis, e assim por diante). Note-se que 1.000 mil-réis era denominado *1 conto de réis*, que se escrevia 1.000\$000.

Em 1942, muitos anos após a tentativa frustrada de modificar a unidade monetária brasileira na década de 20, o mil-réis foi substituído pelo *cruzeiro* (Cr\$ 1,00). Este equivalia a 1 mil-réis, com a diferença de que era subdividido em centésimos (centavos). Corroído pela inflação, o cruzeiro sofreu uma reforma em fevereiro de 1967, passando a denominar-se *cruzeiro novo* (NCr\$). Essa reforma consistiu em dividir por mil o cruzeiro, de modo a que o cruzeiro novo representasse 1.000 cruzeiros antigos. Três anos depois, uma vez consolidada a reforma, o cruzeiro novo deixou de ser adjetivado de *novo*, voltando a ser simplesmente cruzeiro (Cr\$), que é a atual unidade monetária brasileira.

O critério adotado no texto deste livro foi o de referir-se aos valores monetários na unidade monetária da época. Contudo, o leitor evitará confusão se tiver em mente que 1 cruzeiro atual equivale a 1.000 cruzeiros antigos e/ou a 1 conto de réis.

Embora seja consagrado no Brasil o uso da expressão “volume de meios de pagamento” para representar o saldo de moeda em poder do público *mais* depósitos do público nos bancos, optou-se neste trabalho pela utilização da terminologia mais precisa dos livros-texto: estoque de moeda.

APRESENTAÇÃO

O presente livro originou-se numa série de reuniões do seminário de história monetária do Prof. Rondo E. Cameron na Universidade de Wisconsin, Madison, em 1964. O objetivo do seminário, do qual participou Peláez, era elaborar um conjunto de monografias sobre a história monetária de diversos países durante a fase crítica de crescimento econômico acelerado. Diversas interpretações monetárias da história seriam usadas, enfatizando-se o esquema teórico eclético desenvolvido pelo Prof. Cameron, e partindo-se da premissa principal segundo a qual não é possível identificar uma estrutura monetária ideal, universal, devido às diferenças que existem de país a país, assim como entre as diferentes oportunidades econômicas em diversos estágios históricos. Contudo, a ênfase do esquema era sobre a importância da intermediação financeira no crescimento econômico, partindo-se da teoria do desenvolvimento econômico de Joseph Schumpeter e com base empírica na história dos países desenvolvidos.

Diversas outras ocupações impediram que Peláez completasse o plano inicial de pesquisas. Durante o projeto sobre o crescimento da economia brasileira no período 1889/1945,

coordenado pelo Prof. Annibal Villela, na Fundação Getúlio Vargas em 1969/70, Peláez e Suzigan planejaram a execução definitiva do projeto sobre a história monetária. As pesquisas começaram formalmente no ano acadêmico 1970/71, em que Peláez dedicou-se integralmente ao estudo da teoria monetária e à preparação do esquema de pesquisa, enquanto Suzigan completava um projeto de pesquisa independente sobre o financiamento industrial no Brasil no IPEA/INPES.

Uma doação de pesquisa conjunta do Joint Committee on Latin American Studies of the Social Science Research Council and the American Council of Learned Societies permitiu a licença de Peláez da Universidade Vanderbilt e sua residência no Rio de Janeiro, assim como a de Suzigan do IPEA/INPES. O Departamento de Economia da Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro estendeu amavelmente convites de professores visitantes aos autores para a execução do projeto e muito agradecemos ao Prof. José Arthur Rios e aos membros do departamento.

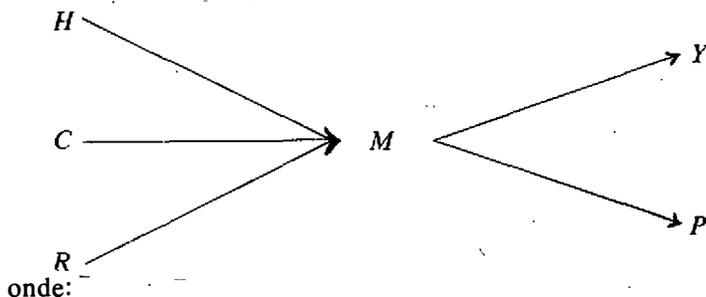
O esquema de pesquisa empírica foi dividido de acordo com as preferências e experiência dos autores. Suzigan dedicou-se à estimativa das séries monetárias brasileiras 1800/1973. Peláez encarregou-se dos aspectos teóricos, da programação da pesquisa e da reconstrução da política monetária e de seu relacionamento com o resto da economia. A primeira fase da pesquisa estendeu-se de junho a dezembro de 1971, período em que Peláez levantou as informações necessárias sobre o período 1947/72. Suzigan licenciou-se do IPEA de janeiro a dezembro de 1972, indo para o Departamento de Economia da PUC, onde realizou as estimativas das séries monetárias. Peláez dedicou o ano de 1972 ao estudo do século XIX. Devido à falta de tempo, o comitê do SSRC-ACLS concedeu amavelmente outra doação a Peláez para completar as pesquisas em 1973.

A primeira versão do manuscrito foi redigida em inglês entre maio e agosto de 1973. Para evitar disparidades de estilo e garantir uma linha única de raciocínio, o manuscrito foi redigido por Peláez. A primeira versão foi traduzida ao português por Magnólia Maciel Peláez com intenção definitiva de publicação, sendo o título *A Política Monetária do Brasil*. Posteriormente, o texto foi inteiramente revisto, resultando em novas versões para os diversos capítulos. Novas correções foram feitas por Suzigan. O resultado é o livro que apresentamos aos leitores.

Esta monografia não é um livro sobre a história econômica do Brasil, e sim uma análise econômica da moeda brasileira, da evolução das instituições e política monetárias do País e do inter-relacionamento do setor monetário com o resto da economia. Ao longo do trabalho, grande parte da ênfase recai sobre a reconstrução dos fatores determinantes da oferta de moeda, ou seja, a base monetária ou *high-powered money* (moeda em poder do público, C , mais encaixe dos bancos, R); a relação moeda em poder do público/estoque de moeda e a relação encaixe dos bancos/depósitos, refletindo, respectivamente, o comportamento do setor governo, do público e dos bancos.

Uma grande deficiência nas séries monetárias brasileiras é a impossibilidade, na maior parte do período estudado, de identificar os fatores que influenciaram a variação da base monetária e das duas relações. Simplesmente, não existem, para o período anterior à II Guerra Mundial, dados sobre o balanço de pagamentos, o estoque de ouro, etc., com os quais explicar as variações dos determinantes próximos do estoque de moeda. Com esses dados, seria possível identificar-se com precisão os fatores últimos de variação do estoque de moeda e, assim, especificar sua "independência" da renda e dos preços agregados, da mesma forma que Friedman e Schwartz o fizeram para os Estados Unidos.

Segundo Friedman e Schwartz, é quase sempre possível identificar a seguinte cadeia de causas e efeitos na análise do estoque de moeda:



- H = base monetária,
- C = relação moeda em poder do público/estoque de moeda,
- R = relação encaixe dos bancos/depósitos,
- M = estoque de moeda,
- Y = renda,
- P = preços.

Existem determinantes *últimos* dos fatores de variação da taxa de crescimento do estoque de moeda. Nos Estados Unidos, por exemplo, nove décimos da variação da taxa de aumento do estoque de moeda se deveram a aumentos da base monetária que, por sua vez, resultaram de variações do estoque de ouro e, neste século, das operações do Sistema de Reserva Federal (FRS). Nem o estoque de ouro nem as operações do FRS dependeram da renda e dos preços. Portanto, o fluxo inicial de causalidade entre a moeda, de um lado, e a renda e os preços, do outro, de acordo com esse esquema, foi unidirecional.

O presente livro parte da suposição contrária de que é cientificamente impossível isolar relações puras e unidirecionais de causa e efeito em economia, e muito menos em história econômica. Os modelos econômicos baseiam-se em relações de interdependência e mesmo analiticamente só existem relações puras de causa e efeito quando fatores exógenos são introduzidos. A utilidade do método tautológico de Friedman e Schwartz se reduz à estimação da "aritmética" do crescimento monetário e de seus fatores imediatos. Outra divergência com o método de Friedman e Schwartz é o uso de duas mensurações do estoque de moeda, M_1 (C + depósitos à vista) e M_2 (M_1 + depósitos a prazo).

A base monetária, H , é definida como a soma da moeda em poder do público, C , mais o encaixe dos bancos, R . No decorrer da pesquisa, diversos economistas brasileiros sugeriram a inclusão dos depósitos à vista do público no Banco do Brasil na base monetária. Somente assim se poderia obter uma aproximação ao comportamento do Governo, uma vez que o Banco do Brasil quase sempre funcionou como autoridade monetária e como banco comercial. *Todos* os cálculos no texto utilizam a definição da base monetária que inclui os depósitos à vista do público no Banco do Brasil. Contudo, no Apêndice Estatístico a série da base monetária inclui apenas $C + R$ para o período anterior a 1945. Os pesquisadores que desejarem obter os dados usados nos cálculos, isto é, incluindo os depósitos no Banco do Brasil, necessitam unicamente adicionar a devida série dos depósitos. Diversos economistas estrangeiros consultados sobre o assunto opuseram-se à inclusão na base monetária dos depósitos no Banco do Brasil. De todo modo, seja qual for a definição usada, as conclusões empíricas são quase exatamente iguais, com exceção do período mais recente.

Sem ignorar a importância da teoria econômica, é mister também enfatizar a necessidade da análise das mudanças institu-

cionais. Isto é particularmente importante num país como o Brasil, em que a política monetária tem tido pouca continuidade. Destarte, grande parte do livro versa sobre as modificações da estrutura financeira. Contudo, uma séria limitação do projeto e do livro é a dificuldade em documentar detalhadamente 173 anos de mudança institucional. Além disso, a análise do setor bancário foi feita necessariamente em termos gerais devido à impossibilidade de considerar detalhadamente a composição do crédito bancário. Portanto, o tema principal é a restrição do sistema financeiro pela política monetária do Governo, o aspecto mais marcante do passado brasileiro e o único que foi possível considerar em virtude das limitações de recursos para a pesquisa, assim como da precariedade do material disponível. No futuro, estudos mais minuciosos de grupos bancários, como, por exemplo, no Estado de São Paulo, permitirão rever algumas das conclusões.

Peláez deseja agradecer ao seu professor, Rondo E. Cameron, Presidente da Associação de História Econômica dos Estados Unidos, por ter sugerido a pesquisa, assim como por seus estímulos, conselhos e paciência durante 10 anos.

Muitas das idéias incorporadas neste livro originaram-se de reuniões periódicas entre Nícia Vilela Luz, Dênio Nogueira e Peláez entre 1971/73. Conseqüentemente, Nícia Vilela Luz e Dênio Nogueira poderiam ter sido co-autores de muitas partes do livro, não fossem suas inúmeras ocupações. Peláez agradece igualmente os conselhos e estímulos do Prof. José Eduardo Marques Mauro, da Universidade de São Paulo. Da Fundação Getúlio Vargas, Peláez deseja agradecer diversas gentilezas de seus amigos Octávio Gouvêa de Bulhões, Jorge Kingston, José Maria Gouvêa Vieira, José Paulo dos Santos e Afonso Moraes. Newton Luiz do Rego merece um registro à parte por sua extraordinária amabilidade em inúmeras circunstâncias. Peláez muito agradece o ambiente de cooperação da congregação da Vanderbilt University e o estímulo de seus caros colegas Nicholas Georgescu-Roegen, Anthony M. Tang, Earl W. Thomas, Gian Sahota, Stanley W. Black e, especialmente, Rudolph C. Blitz.

Nas suas pesquisas, Suzigan recebeu a valiosa colaboração, estímulo e ajuda material e financeira do Departamento de Economia da Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro. Nesse sentido, muito agradece aos Profs. Jorge Vianna Monteiro, Thomas Schneider, Luiz Roberto Azevedo Cunha e João Batista de Abreu. O enorme trabalho de codificação e computação

eletrônica para consolidação em base trimestral dos balanços bancários, bem como a apuração final das séries monetárias, só se tornaram possíveis graças ao convênio entre a PUC e a Fundação Getúlio Vargas. Em particular, Suzigan agradece a inesquecível ajuda e desprendimento do antigo Chefe do Centro de Processamento de Dados da FGV, Dr. Moacyr A. Fioravante, e de Laumar de Mello Vasconcelos. Na coleta de dados, Suzigan foi assistido pelo trabalho eficiente dos estagiários do Departamento de Economia da PUC, José Breno B. Salomão, Marcelo Ribeiro, Fania Fridman, Fernando Abrantes e George Kornis.

Mircea Buescu contribuiu tanto na orientação do projeto de pesquisas como em estímulo amável através de muitos anos.

No trabalho de documentação histórica, contamos com a colaboração competente das bibliotecárias do Ministério da Fazenda, do Itamarati (Dona Lydia Miranda) e do Instituto Brasileiro do Café (Dona Lenira Lacerda da Câmara Lima).

Diversas seções do livro foram publicadas em revistas eruditas ou como parte de livros e desejamos agradecer a gentileza de republicar partes dos seguintes trabalhos:

Carlos Manuel Peláez, "Theory and Reality of Imperialism in the Coffee Economy of Nineteenth-Century Brazil", *Economic History Review*, maio de 1976;

Peléaz, "The Establishment of Banking Institutions in a Backward Economy: Brazil, 1808-1851", *Business History Review*, XLIX (Winter, 1975);

Peléaz, "Long-run Monetary Behavior and Institutions in an Underdeveloped Economy, 1869-1971", *Sixième Congrès International d'Histoire Economique*, Copenhague, 1974;

Peléaz, "A Comparison of Long-term Monetary Behavior and Institutions in Brazil, Europe, and the United States", *Journal of European Economic History*, no prelo;

Peléaz, "World War I and the Economy of Brazil: Some Evidence from Monetary Statistics", *Journal of Interdisciplinary History*, a sair;

Peléaz, "On European Investment in a Tropical Primary Producing Country, 1900-40", *Journal of European Economic History*, a sair;

Peléaz, ed. *Ensaio sobre Café e Desenvolvimento Econômico*. Rio de Janeiro, Fundação Getúlio Vargas, 1973;

Peláez, *História da Industrialização Brasileira*. Rio de Janeiro, APEC Editora S.A., 1972;

Peláez, “A Política Cafeeira do Brasil, 1850-1972”, *Conjuntura Econômica*, XXVII (maio, 1973 e dezembro, 1973);

Peláez, “As Conseqüências Econômicas da Ortodoxia Monetária, Fiscal e Cambial no Brasil de 1889 a 1945”, *Revista Brasileira de Economia*, XXV (jul/set, 1971);

Peláez, “Análise Econômica do Programa Brasileiro de Sustentação do Café, 1906-1945: Teoria, Política e Medição”, *Revista Brasileira de Economia*, XXV (out/dez, 1971);

Peláez e Suzigan, “A Política Monetária do Brasil, 1947-1972, I, II, III”, *Conjuntura Econômica*, XXVII (N.ºs 7, 8, 9, 1973);

Peláez e Suzigan, “Bases para a Interpretação Monetária da História Econômica Brasileira”, *Revista Brasileira de Economia*, XXVI (out/dez, 1972), *Número Especial em Homenagem ao Sesquicentenário da Independência Brasileira*;

Peláez e Dênio Nogueira, “O Sistema Monetário Brasileiro de 1800 a 1975”, *O Estado de São Paulo, Suplemento do Centenário*, XCV/C (11 de outubro de 1975), pp. 1-5, abreviado in Peláez e Buescu, eds., *A Moderna História Econômica do Brasil* (Rio de Janeiro, APEC Editora S.A., 1976).

Carlos Manuel Peláez, São Paulo
Wilson Suzigan, Rio de Janeiro

Janeiro de 1976

I

INTERPRETAÇÕES MONETÁRIAS DA HISTÓRIA ECONÔMICA E O COMPORTAMENTO MONETÁRIO BRASILEIRO A LONGO PRAZO

Este livro é uma tentativa preliminar de interpretação dos problemas monetários fundamentais do Brasil numa perspectiva histórica. Acreditamos, porém, que esta é apenas uma das muitas alternativas proveitosas para o estudo da história econômica brasileira e da explicação de seu crescimento e/ou de seu atraso — etapa necessária para o estudo mais complexo do desenvolvimento e subdesenvolvimento. Nessa tentativa de construir uma visão eclética, usamos os elementos de todas as principais teorias correntes de história monetária. A primeira “interpretação monetária” da história desenvolvida recentemente é a de Friedman-Schwartz-Cagan, filiada ao chamado modelo da “teoria neoquantitativa da moeda”. Uma segunda interpretação foi desenvolvida pelo Professor Rondo E. Cameron, com seus colaboradores e alunos. É uma hipótese muito mais eclética, seguindo Schumpeter e Gurley-Shaw. A terceira interpretação é a de Alexander Gerschenkron, testada e desenvolvida por seus alunos. A primeira parte deste capítulo consiste em um breve sumário dessas interpretações. A experiência brasileira em política monetária é analisada na segunda parte. Tem como objetivo fornecer um exemplo do uso das teorias e, ao mesmo tempo,

sumariar a experiência brasileira a longo prazo. Os capítulos individuais fornecem uma narrativa analítica da política monetária do Brasil até o presente com base nas interpretações teóricas. Os resultados gerais acham-se sumariados na Conclusão. Finalmente, o Apêndice Estatístico apresenta as séries monetárias do Brasil.

1.1 Interpretações Monetárias da História

1.1.1 A Contribuição de Friedman-Schwartz-Cagan

Um dos traços básicos da interpretação monetária da história devida a Friedman e seus colaboradores é a análise dos determinantes do volume dos meios de pagamento.¹ O assunto principal do estudo é a covariância entre moeda e atividade econômica. Seria muito difícil, porém, destacar empiricamente relações de causa e efeito entre moeda e atividade econômica. Es-

¹ Milton Friedman e Anna Jacobson Schwartz, *A Monetary History of the United States 1867-1960* (Princeton: Princeton University Press, 1963); Phillip Cagan, *Determinants and Effects of Changes in the Stock of Money, 1875-1960* (New York: Columbia University Press, 1965); Milton Friedman e Anna Jacobson Schwartz, *Monetary Statistics of the United States: Estimates, Sources and Methods* (New York: Columbia University Press, 1960); David Meiselman (ed.), *Varieties of Monetary Experience* (Chicago: The University of Chicago Press, 1970); Milton Friedman. (ed.), *Studies in the Quantity Theory of Money* (Chicago: The University of Chicago Press, 1956). A lista dos trabalhos que criticam a "escola de Chicago" é quase que interminável. Uma excelente apreciação da história monetária de Friedman é o trabalho de James Tobin, "The Monetary Interpretation of History: a Review Article", in *American Economic Review* (June 1965). A falta de análise da taxa de juros foi criticada por Harry G. Johnson, "A Quantity Theorist's Monetary History of the United States", in *Economic Journal* (June 1965) e por Allan Meltzer, "Monetary Theory and Monetary History", in *Schweizerische Zeitschrift für Volkswirtschaft und Statistik*, vol. 101 (1965). A resposta de Friedman encontra-se em "Interest Rates and the Demand for Money", in *The Optimum Quantity of Money and Other Essays* (Chicago: Aldine Publishing Company, 1969).

sas relações são complexas e envolvem defasagens distribuídas. Assim sendo, é preferível analisar os determinantes do estoque de moeda. Na medida em que esses determinantes são independentes da atividade econômica, seria possível isolar uma relação de causa e efeito começando com os determinantes da moeda, passando pela quantidade dos meios de pagamento e então verificando o impacto sobre a atividade econômica. Esse é o método econômico habitual, ou seja, os determinantes do estoque de moeda, como a renda, por exemplo, num modelo de equilíbrio parcial, são *exógenos*.

Cagan considera três tipos de setores que afetam o estoque de moeda: o *governo*, o *público* e os *bancos comerciais*. Em muitos países, através de uma autoridade monetária, o governo controla a emissão de ativos que servem como reservas para as exigibilidades monetárias dos bancos comerciais. Esses ativos podem servir de base à expansão do volume dos meios de pagamento pelos bancos comerciais. Portanto, parece apropriado chamá-los base monetária, que consiste nos encaixes dos bancos comerciais mais a moeda em poder do público.

Uma vez fixado o estoque da base monetária (*high-powered money*), a divisão entre retenção pelo público e reservas bancárias é simultaneamente determinada pelos bancos comerciais e pelo público. O público pode determinar a quantidade de moeda que deseja manter sob a forma de base monetária pela conversão de moeda em depósitos bancários e vice-versa. De modo similar, os bancos podem determinar a quantidade de moeda que desejam manter como reservas, i. e., como base monetária, pela manipulação de suas exigibilidades monetárias (empréstimos e investimentos). É importante notar que os bancos não podem controlar tanto as reservas como as exigibilidades. Apenas mantêm controle sobre a sua relação.

Consideremos agora a seguinte notação:

H = base monetária.

C = moeda em poder do público.

D = depósitos do público nos bancos comerciais.

M = $C + D$, estoque de moeda.

R = encaixe dos bancos comerciais.

Ademais, duas relações são de especial importância. A relação moeda em poder do público/estoque de moeda, C/M , é o instrumento de análise das variações do setor privado em sua parcela da base monetária e, assim, das variações do estoque de moeda causadas pelo comportamento do setor privado. A rela-

ção encaixe/depósitos, R/D , é o instrumento de análise das variações do setor bancário em sua parcela da base monetária e, assim, das variações do estoque de moeda introduzidas pelo setor bancário.

Por definição:

$$H = C + R \quad (1)$$

Dividindo ambos os lados por M e substituindo R/M por $(R/D) (1-C/M)$, obtemos:

$$H/M = C/M + R/D - (C/M) (R/D) \quad (2)$$

que se pode rearranjar e obter:

$$M = \frac{H}{C/M + R/D - (C/M) (R/D)} \quad (3)$$

Essa identidade fundamental mostra como M é determinado pela base monetária e pelas relações moeda em poder do público/estoque de moeda e encaixe/depósitos dos bancos. Ambas as relações são menores que um. ² Assim,

$$\begin{aligned} (C/M) (R/D) &< C/M \\ e (C/M) (R/D) &< R/D \end{aligned}$$

Em conseqüência, se a base monetária permanece fixa, um aumento em uma das relações necessariamente reduz o estoque de moeda. Por outro lado, se as relações permanecem fixas, um aumento na base monetária causa aumento no estoque de moeda. Portanto, o estoque de moeda é *diretamente relacionado* à base monetária e *inversamente relacionado* às relações. A base monetária e as duas relações são chamadas de determinantes imediatos do estoque de moeda. Deve-se notar que até aqui apenas iniciamos a análise. É necessário uma estrutura mais complexa para explicar o comportamento da oferta de moeda.

Cagan e Friedman concentram sua análise na explicação empírica da taxa de variação do estoque de moeda. Tomando os logaritmos naturais em ambos os lados de (2):

$$\log M = \log H - \log [C/M + R/D - (C/M) (R/D)] \quad (4)$$

e diferenciando em relação ao tempo:

$$\frac{d \log M}{d \log t} = \frac{d \log H}{d \log t} + \frac{M}{H} (1 - R/D) \frac{d - C/M}{dt} + \frac{M}{H} (1 - C/M) \frac{d - R/D}{dt} \quad (5)$$

² $C/M = C/C + D$ e D é maior do que zero.

O lado esquerdo da equação (5) representa a taxa de variação do estoque de moeda ao longo do tempo. O primeiro elemento do lado direito é a contribuição da taxa de variação da base monetária às mudanças da taxa de variação do estoque de moeda, e os dois outros elementos constituem a contribuição das relações moeda em poder do público/estoque de moeda e encaixe/dépósitos dos bancos, respectivamente.

A pesquisa de Cagan teve três objetivos principais. O primeiro foi a análise dos movimentos cíclico e secular do estoque de moeda e o mecanismo institucional pelo qual essas variações ocorreram. O segundo, a identificação das interligações mais importantes dos mecanismos institucionais. O terceiro foi o objetivo mais ambicioso: o uso de fatores de oferta na explicação dos efeitos da moeda sobre o produto e os preços. O período de análise estendeu-se de 1875 a 1960 nos Estados Unidos.

Parte dos resultados empíricos de Cagan relaciona-se ao movimento secular do estoque de moeda. No período 1875/1955, o estoque de moeda cresceu à taxa média de aproximadamente 6% ao ano. A maior fração desse aumento, 9/10, foi atribuída aos aumentos na base monetária, enquanto o decréscimo nas duas relações explica o décimo restante. Ademais, a maior parte do declínio nas duas relações ocorreu antes da I Guerra Mundial. Assim, tornou-se ainda mais importante em períodos recentes.

Os dois fatores principais dos movimentos seculares no estoque de moeda nos Estados Unidos foram as variações no estoque de ouro, especialmente nos períodos iniciais, e as operações do Sistema de Reserva Federal, particularmente em períodos recentes. De 1870 a 1930 houve uma queda secular na relação moeda em poder do público/estoque de moeda. Isso se deveu ao deslocamento nas preferências por depósitos. A relação aumentou durante a II Guerra Mundial em consequência da retenção de moeda no exterior, das mudanças de residência em tempos de guerra e da evasão do imposto de renda. No pós-guerra, a demanda de dinheiro declinou por causa da eliminação dos fatores do período de guerra e da elevação dos coeficientes de depósito de poupança. A queda secular do coeficiente de reserva explica-se em grande parte pela queda do coeficiente "potencial",³ devido à grande estabilidade do mercado de moeda.

³ Há duas relações de reserva. A relação "necessária", que é determinada pela Autoridade Monetária, e a relação "potencial", que consiste nas reservas em excesso relativamente às determinadas pelas autoridades.

Observou Cagan uma “correlação positiva elevada” entre moeda, de um lado, e produto e preços, de outro. Aqui o seu principal objetivo de pesquisa era a identificação da direção da causalidade. O efeito dos preços e do produto — se houver algum — deveria processar-se através de seu impacto na base monetária, já que esta representa 9/10 do aumento do estoque de moeda. Todavia, os preços tiveram um efeito — se é que houve algum — muito limitado nas operações do Sistema de Reserva Federal e seu efeito sobre o estoque de ouro foi na direção oposta à do aumento no estoque de moeda. Daí concluir Cagan que uma covariância positiva reflete a influência do estoque de moeda sobre os preços. Os efeitos dos preços sobre a moeda foram de ordem de grandeza mínima.

Cagan analisou o comportamento da moeda e de seus determinantes imediatos ao longo dos 18 ciclos econômicos no período 1877/1954. A maior parte da variação, 50%, é explicada pela relação moeda em poder do público/estoque de moeda. A variação restante divide-se igualmente entre a base monetária e a relação encaixe/depósitos. Uma característica importante é a regularidade do comportamento da relação moeda em poder do público/estoque de moeda, no ciclo econômico. Sua conclusão básica é que uma teoria dos ciclos que se fundamente apenas em fatores reais ignora os muitos e *importantes* processos monetários.

Uma grande contribuição ao estudo do comportamento do estoque de moeda, de seus determinantes imediatos e de seu impacto na atividade econômica é a erudita história monetária dos Estados Unidos, de Friedman e Schwartz. Como Cagan, eles também demarcam períodos, segundo as datas de referência de ciclos econômicos do National Bureau of Economic Research. A estrutura analítica é a mesma utilizada por Cagan, com a possibilidade de mudanças institucionais. Porém, a narrativa analítica é mais densa em detalhes e conclusões.

Friedman e Schwartz observaram forte e continuado aumento no estoque de moeda durante um período de nove décadas da história econômica dos Estados Unidos. Nesse período, o estoque de moeda foi associado, de modo estável, à atividade econômica, à renda e aos preços. Sustentam eles também que, em muitos casos, as variações do estoque de moeda foram de natureza diferente das variações na atividade econômica.

Os dois períodos principais de inflação de preços nos Estados Unidos ocorreram durante as duas guerras mundiais e logo

após (1914/20 e 1939/48). Nesses períodos, os preços mais que duplicaram. Os dados de Friedman e Schwartz também mostram que o estoque de moeda mais do que dobrou nesses períodos — acontecimento que não se repetiu em nenhum outro período. Igualmente, houve um período de paz, 1897/1914, com inflação continuada nos preços, no qual o estoque de moeda aumentou mais do que em qualquer outro período, excluindo as duas guerras mundiais. Nos períodos de grande estabilidade dos preços, 1882/92, 1903/13, 1923/29 e 1948/60, o comportamento do estoque de moeda caracterizou-se, ano a ano, por grande estabilidade.

No período analisado, ocorreram seis “intensas” contrações econômicas, que diferem em grau — se não em natureza — das contrações ocorridas a aproximadamente cada quatro anos.

Como documentado pelos historiadores, o desemprego e a tragédia humana nessas contrações intensas foram imensos. A maior delas foi a Grande Depressão de 1929/33. As outras ocorreram em 1873/79, 1893/97, 1907/08, 1920/21 e 1937/38. Em todas houve redução significativa do estoque de moeda, sendo que a maior ocorreu na Grande Depressão. Esse é um fenômeno particularmente importante já que as séries não mostram declínio absoluto do estoque de moeda a não ser em poucos meses isolados e somente em dois períodos. Nas demais recessões, a contração refletiu-se numa taxa de crescimento menor do estoque de moeda, e não numa redução em termos absolutos.

O maior grau de associação observado foi entre os movimentos secular e cíclico do estoque de moeda e as variações secular e cíclica na renda e nos preços. A relação entre renda real e o estoque de moeda foi alta no ciclo econômico. Mas o estoque de moeda e a renda real aparecem como independentes no longo prazo. Não obstante, a instabilidade do estoque de moeda foi acompanhada pela instabilidade do crescimento.

Característica importante das relações monetárias foi o seu alto grau de estabilidade. Apesar das drásticas mudanças nas instituições e políticas mundiais e dos dramáticos acontecimentos internacionais, como as guerras, as relações de preços básicas necessárias ao equilíbrio financeiro internacional — como as de paridade do poder de compra — permaneceram relativamente estáveis.

Outra relação monetária estável observada por Friedman e Schwartz foi o comportamento da velocidade da moeda, que eles definiram como a relação entre a renda nominal e o estoque de moeda. O comportamento da velocidade reflete o comportamento da comunidade: à medida que a renda cresce, e as facilidades bancárias melhoram, a comunidade retém uma parcela maior de moeda, relativamente à renda. Assim, a velocidade declina de modo substancial e continuado no período em análise. Foi também observado que, no ciclo, a velocidade sobe sistematicamente na expansão e cai nas contrações.

Uma das conclusões cruciais de Friedman e Schwartz é a natureza independente das variações monetárias. Embora essa independência seja de difícil quantificação, a massa de documentação histórica, aliada à análise econômica, permite boa dose de análise qualitativa, especialmente na identificação das chamadas "circunstâncias antecedentes". Essa identificação, juntamente com a análise do tipo "o que de outra forma poderia ter sido", constitui a estrutura básica de uma sólida história analítica.

Friedman e Schwartz acentuam que sua narrativa analítica incluiu muitos exemplos da independência das relações monetárias. Um exemplo foi o da expansão monetária mundial em 1897/1914, que se deu parcialmente devido ao aumento da produção de ouro. Eles sustentam, porém, que o aumento contemporâneo da renda e dos preços não foi a causa do aumento do estoque de moeda. Antes, a direção da causalidade ocorreu da moeda para a renda e para os preços.

Outro exemplo é a expansão ocorrida durante as duas guerras mundiais. A causa original do aumento no estoque de moeda foi o afluxo de ouro para os Estados Unidos. Esse afluxo foi provocado pela compra de material de guerra nos Estados Unidos pelos países beligerantes. Num segundo estágio, as autoridades monetárias aumentaram a base monetária para financiar a guerra. Outra vez, a direção de causalidade é da moeda para os preços.

O período do Sistema de Reserva Federal é o que oferece o melhor quadro de referência para a análise da independência. O sistema atribuiu poder de decisão a um grupo de indivíduos e a consequência de suas ações pode ser acompanhada. Por certo, há muitas limitações a esse método, mas ele pode, não obstante, levar a algumas conclusões válidas.

Em três ocasiões, o Sistema de Reserva Federal tomou decisões de política de magnitude e consequência apreciáveis.

No primeiro semestre de 1920, em outro de 1931 e no período de julho de 1936 a janeiro de 1937, medidas bastante restritivas foram postas em prática, acarretando substanciais reduções no estoque de moeda. A essa contração da moeda seguiram-se a contração dos indicadores reais disponíveis para a economia americana e a deflação de preços.

1.1.2 A Contribuição de Rondo Cameron

Os resultados teóricos, as recomendações de política e a maciça pesquisa empírica do Professor Rondo E. Cameron e seus colaboradores pode, talvez apropriadamente, ser chamada de “enfoque” Cameron, pois Cameron não se liga completamente a nenhuma escola de pensamento, preferindo permanecer cuidadosamente eclético, e também pelo fato de não introduzir uma hipótese única e exclusiva.⁴ Contudo, existe influência substancial de Gurley e Shaw e outras teorias de intermediação financeira nos trabalhos de Cameron com seus colaboradores e alunos. Seu ponto de partida fundamental é a observação do fato de o desenvolvimento econômico dos atuais países desenvolvidos ter sido acompanhado pela diversificação e crescimento das instituições financeiras. Prevalece o ponto de vista de que o crescimento induziu por si mesmo o desenvolvimento das instituições financeiras. O plano de pesquisa de Cameron é explorar a natureza dessa relação. De um lado, existem casos históricos em que as instituições financeiras levaram ao crescimento e desenvolvimento, e, de outro, nos casos mais comuns, a evidência sugere uma seqüência diferente para os acontecimentos: a situação econômica efetiva é muito complexa para justificar generalizações simplistas.

Cameron considera três casos possíveis para a estrutura financeira numa sociedade. Essa estrutura pode ser *passiva*, pode *facilitar* ou *restringir* o crescimento econômico. A maior parte da pesquisa de Cameron e seus colaboradores consiste na

⁴ Rondo E. Cameron, *Banking in the Early Stages of Industrialization* (New York: Oxford University Press, 1967); Rondo E. Cameron (ed.), *Banking and Economic Development: Some Lessons of History* (New York: Oxford University Press, 1972).

análise de casos históricos de países, segundo aqueles três tipos de estruturas financeiras. O método usado é a *história econômica comparativa*. A necessidade da história é óbvia, pois o pesquisador pode consultar um processo que já se realizou. E a comparação é útil na medida em que ela provê o economista de uma das mais íntimas aproximações dos controles de laboratório à sua disposição. Uma vez escolhido o método das comparações, a tarefa subsequente é a escolha de estudos de caso comparáveis, para vários países. No primeiro volume coordenado por Cameron, a experiência abrangida pelo estudo de casos específicos foi restringida aos países atualmente desenvolvidos, “nos períodos iniciais da industrialização”. O segundo volume contém ensaios sobre alguns países atualmente em desenvolvimento, no período de industrialização incipiente. Assim, Cameron cuidadosamente delinea o assunto e o período apropriado para comparações. Fundamentalmente, a instituição financeira analisada é o sistema bancário. De modo geral, as instituições financeiras mais complexas só aparecem em estágios posteriores do desenvolvimento. Nos períodos iniciais, a maior parte da função de intermediação é desempenhada pelos bancos.

Segundo Cameron, não há critérios gerais e precisos para avaliar empiricamente o nível ideal de um sistema bancário. A tarefa do historiador consiste, pois, em identificar a contribuição do sistema bancário e financeiro à industrialização e ao crescimento. Admite-se que, de muitas maneiras, essa identificação é “impressionista” e “subjéctiva”, pois o próprio funcionamento da intermediação é um dentre muitos fatores do desenvolvimento e crescimento. Um ponto interessante na análise do Professor Cameron está em que o crescimento ideal do sistema financeiro é do maior interesse para países cujo processo de crescimento é “derivado” de outros países, onde a industrialização ocorreu antes. O único país onde a industrialização e o crescimento não foram derivados, naturalmente, foi, no primeiro caso de crescimento econômico moderno, a Inglaterra. Um dos fatores-chave do crescimento derivado é a transmissão da tecnologia e das inovações. Uma estrutura financeira ideal pode facilitar sobretudo essa transmissão. Ademais, as políticas bancárias e financeiras podem ser facilmente adaptadas para uma transferência adequada de inovações.

Nos estágios cruciais do desenvolvimento, especialmente num país geograficamente vasto com uma fronteira esparsa — como os Estados Unidos do século XIX e o Brasil — a principal função da estrutura financeira e bancária é permitir uma cres-

cente *monetização da economia*. Aliás, o estudo da monetização da economia, isto é, a transição de economia de subsistência a economia de exportação (com *superavit* de produção exportável) e depois a economia industrial, é o tema principal da história econômica brasileira e deste livro. No período inicial aqui considerado, o que é relevante é analisar como foi introduzida no Brasil a inovação econômica de maior repercussão na história econômica: a moeda.

Na abordagem de Cameron, um dos aspectos mais importantes da relação entre o sistema bancário e a industrialização é o “*status legal do sistema bancário*”. O resultado histórico fundamental é que nos países com estrutura financeira incipiente o direito de emissão de papel-moeda por bancos privados constitui-se no caminho *ideal* para o desenvolvimento dos bancos e da intermediação. Por certo, o direito de emitir papel-moeda era mais importante no desenvolvimento bancário do que a garantia da livre incorporação. Contudo, a restrição de cartas-patente limitou o desenvolvimento. E, por fim, outro fator de inibição era a proibição de “quase-dinheiros” e outros instrumentos financeiros.

A análise de Cameron dos aspectos quantitativos da estrutura financeira no desenvolvimento econômico consiste em três critérios: *densidade, tamanho relativo e tamanho e concentração do poder bancário*.

A “densidade” é importante por tornar os serviços bancários mais acessíveis. Dentre várias medidas possíveis, Cameron escolhe a seguinte:

$$d = N. 10.000/P$$

onde d é densidade, N o número de agências bancárias e P a população. Se d excede 1,0, a densidade é arbitrariamente definida como “elevada”; quando a proporção está entre 0,5 e 1,0 a densidade é “moderada”; e para d abaixo de 0,5 é considerada “baixa”. Em N Cameron inclui apenas os bancos comerciais.

O “tamanho relativo do setor bancário” foi definido por Cameron como a relação entre os ativos dos bancos e a renda nacional. Pretende-se assim medir o sucesso do sistema bancário em obter o controle de fundos para investimento.

Cameron, hipoteticamente, considera a trajetória ótima da expansão bancária como similar a uma curva logística. Os bancos expandiram-se rapidamente nos estágios iniciais do crescimento, em decorrência da monetização da economia, da

introdução das exigibilidades bancárias e da maior necessidade da intermediação. Eventualmente, a taxa de expansão bancária se reduziria, na medida em que as firmas encontrassem meios adicionais de prover seu capital ou através de outros intermediários financeiros.

Quanto ao “tamanho e concentração do poder bancário”, a questão importante relaciona-se à concorrência no setor bancário. Infelizmente, a quantificação desses fatores é mais precária.

Metodologicamente falando, Cameron refere-se a essa abordagem como “estrutural-funcional”. O ponto importante é que não há sistema bancário ou estrutura ótima única. O que se pode mostrar como excelente para uma economia pode inibir o crescimento em outra. Porém, é provável que haja alguns traços gerais, mesmo que se descontem as diferenças de tempo e lugar. Esses traços poderiam apropriadamente ser descobertos pela história econômica comparativa, isto é, estudos de caso do desempenho do sistema bancário nos estágios principais do processo de crescimento.

1.1.3

O Esquema de Gerschenkron

Uma teoria mais específica dos processos de crescimento econômico e industrialização verdadeiros foi apresentada por Gerschenkron.⁵ Para os nossos fins, o que é significativo é a ênfase que ele coloca no papel do sistema bancário durante certos estágios da industrialização e do crescimento. Assim, é conveniente lembrar alguns dos traços mais gerais dessa hipótese, especialmente em relação ao papel potencial dos bancos.

Gerschenkron classifica os países de acordo com o “atraso” relativo. A Inglaterra foi a pioneira da industrialização e do crescimento modernos, enquanto a Alemanha era moderadamente atrasada e a Rússia extremamente atrasada. Gerschenkron desenvolve seis diferentes critérios, segundo os quais os

⁵ Alexander Gerschenkron. *Economic Backwardness in Historical Perspective* (Cambridge, Mass., 1962); Alexander Gerschenkron, *Continuity in History and Other Essays* (Cambridge, Mass., 1968).

modelos subseqüentes de crescimento diferiram do caso inglês. Um desses critérios é o de que quanto maior o atraso de uma economia, mais importante se torna a provisão de capital para novas indústrias feita pelas instituições financeiras. Essas instituições também proporcionam importante orientação empresarial. Assim, Gerschenkron ilustra o significado dos bancos como “substituto” da abundante capacidade empresarial, no caso da Alemanha. Na Rússia, por causa do extremo atraso, o governo teve que desempenhar um papel inicial mais forte, até que os bancos se desenvolvessem.

1.2 A Experiência Monetária Brasileira a Longo Prazo

O Gráfico I.1 mostra a elevada tendência para cima do estoque de moeda no Brasil a longo prazo. Entre 1869 e 1970, M_1 aumentou à taxa continuamente composta de 11,7% ao ano. A taxa comparável para M_2 é 11,6% ao ano. Estas são realmente taxas altíssimas de crescimento a longo prazo. A taxa a longo prazo para o estoque de moeda dos Estados Unidos, estimada por Friedman e Schwartz para o período 1867/1960, foi de somente 5,4%.⁶ Assim, o comportamento a longo prazo do estoque de moeda no Brasil caracterizou-se por apresentar uma taxa duas vezes mais elevada do que aquela para os Estados Unidos. A extraordinária força das taxas compostas mostra a significativa diferença entre a experiência brasileira e a dos Estados Unidos.

Em 1869, em valores corrigidos por médias móveis (ver Apêndice Estatístico), o M_1 do Brasil era de 213,8 milhares de cruzeiros (como definidos em 1970). A quantidade de papel-moeda em poder do público atingia 182,6. Os depósitos à vista nos bancos comerciais chegavam a 28,4 enquanto que aqueles no Banco do Brasil alcançavam 2,8 milhares. Em 1970, o estoque de M_1 do Brasil foi estimado em 31.206.464 milhares de cruzeiros. O papel-moeda em poder do público era de 5.635.584

⁶ Friedman e Schwartz, *op. cit.*, p. 5. Todas as taxas neste livro são continuamente compostas a não ser quando especificado.

milhares, os depósitos à vista, 19.461.760, e os depósitos no Banco do Brasil, 6.109.120.

Fenômeno similar foi experimentado por M_2 . Igualmente com base em valores corrigidos por médias móveis, o total era de 224,6 milhares em 1869 e em 1970 chegou a ser de 32.419.224 milhares. Deste total, 5.635.584 era papel-moeda em poder do público, 19.461.760 depósitos à vista nos bancos comerciais, 6.109.120 depósitos à vista no Banco do Brasil e 1.212.760 o total de depósitos à prazo.

O contraste com a experiência dos Estados Unidos é bem forte. O estoque de moeda daquele país multiplicou-se por 157 entre 1867 e 1960, de 1.314 milhões para 206.000 milhões de dólares.

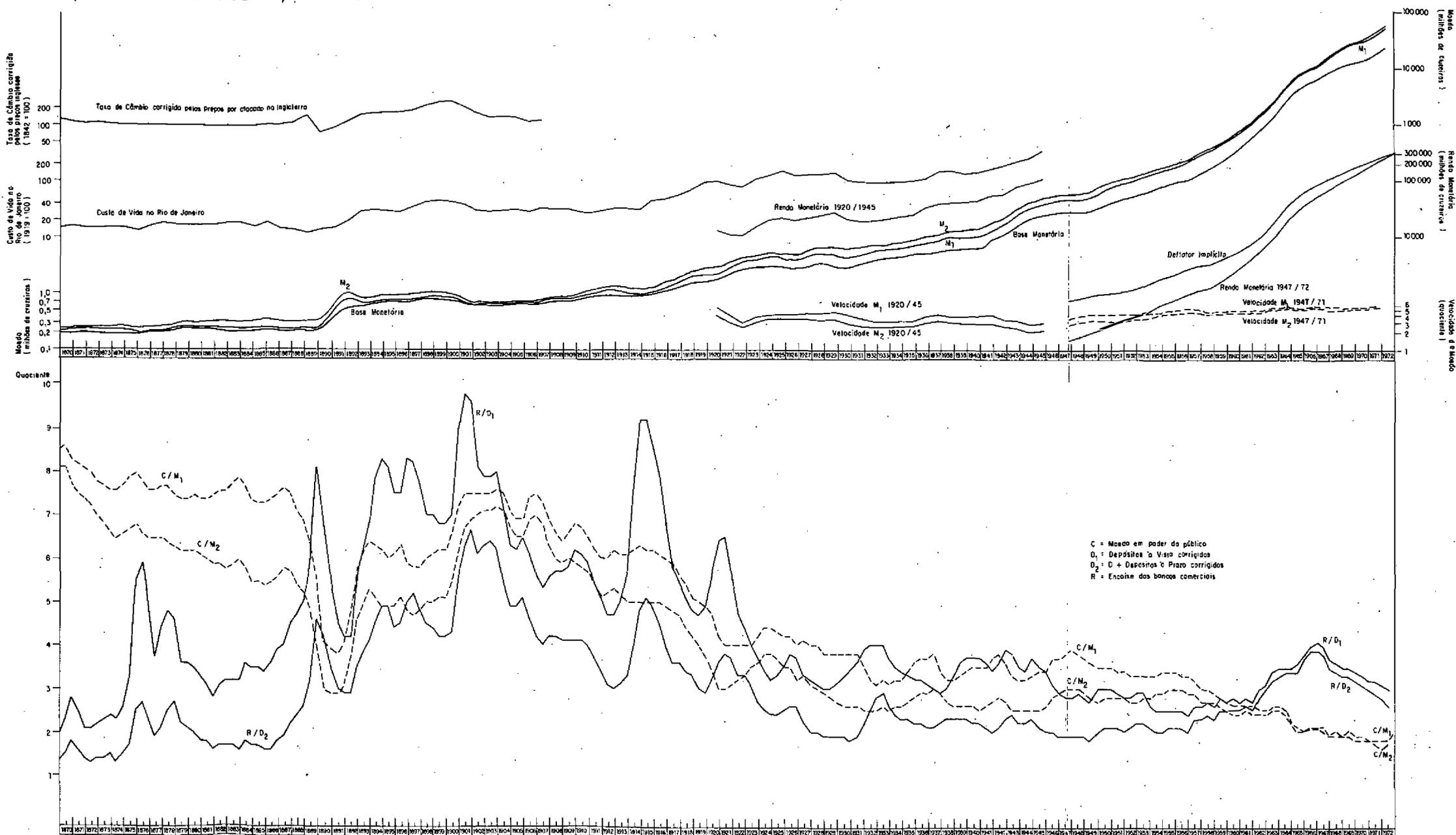
A Tabela I.1 apresenta o primeiro elemento de análise do estoque de moeda. Constitui um esforço para identificar as fontes de variação do estoque de moeda em termos dos determinantes imediatos — base monetária, relação moeda em poder do público/estoque de moeda e relação encaixe dos bancos/depósitos. Usando letras minúsculas para as taxas de crescimento do estoque de moeda e para a contribuição de cada um dos determinantes imediatos, pode-se obter a seguinte equação:

$$m = h + c + r + e$$

onde e representa o erro devido a arredondamento e aproximação. Como e é relativamente pequeno, pode ser ignorado.

O segundo conjunto de colunas, de (5) até (8), mostra a contribuição relativa dos determinantes imediatos. Assim, como nos Estados Unidos, a base monetária contribuiu com aproximadamente 9/10 do incremento do estoque de moeda, seja ele definido como M_1 ou M_2 . Também como nos Estados Unidos, a contribuição da relação papel-moeda em poder do público/estoque de moeda foi significativa. Na realidade, uma importante conclusão da análise do estoque de moeda e seus determinantes imediatos é o contínuo declínio, a longo prazo, da relação papel-moeda em poder do público/estoque de moeda, o que mostra a crescente monetização da economia brasileira, assim como a profunda diversificação de sua estrutura financeira, a despeito dos controles institucionais. A análise a longo prazo mostra que a economia brasileira contou com grandes fontes de dinamismo mesmo em períodos de adversidade internacional, institucional e política. Por outro lado, o comportamento da relação encaixe dos bancos/depósitos foi muito irregular. Sua contribuição, a longo prazo, foi para a redução do estoque de moeda.

BRASIL, ESTOQUE DE MOEDA, RENDA, PREÇOS E VELOCIDADE DA MOEDA - 1870 / 1972



Fontes: Preços: Eulício Lobo *et al.*, "Evolução dos Preços e do Poder de Vida no Rio de Janeiro, 1820-1930", in *Revista Brasileira de Economia* (outubro/desembro, 1971); Nathaniel H. Leff, "Estimativa da Renda Provável no Brasil no Século XIX com Base nos Dados sobre a Moeda", in *Revista Brasileira de Economia* (abril/junho, 1972); Aníbal Vilanova Villela e Wilson Suzigan, *Política de Governo e Crescimento da Economia Brasileira 1889-1945*, coleção Série Monográfica (Rio de Janeiro, IPEA/INPES, 1973); R/D

Renda: Villela e Suzigan, *op cit.*; Fernando Galvão Vargas.
 Moeda: Apêndice Estatístico

Notas: Preços: o índice de custo de vida 1869/1930 foi estimado por Eulício Lobo *et al.* com base em nove itens consumidos na cidade do Rio de Janeiro, com ponderação de 1919. Parece oferecer uma informação precisa sobre a direção das variações de preços, mas superestima a taxa de inflação. Ver a crítica de Hício Vilalta Luz e Carlos Manuel Paíez, "Economia e História: O Encontro de Dois Campos de Conhecimento", in *Revista Brasileira de Economia*, (julho-setembro de 1972) entre 1931 e 1946, o índice de preço à quele estimado por Villela e Suzigan; para o período 1947/69, foi utilizado o deflator implícito das contas nacionais.
 Renda: para o período 1920/46 foi utilizado o Produto Nacional Bruto a preços correntes, já que não há estimativas para o Produto Líquido; de 1947 em diante, utilizou-se o Produto Nacional Líquido das contas nacionais.

TABELA I.1

FONTES DAS ALTERAÇÕES DA TAXA DE CRESCIMENTO DO ESTOQUE DE MOEDA DO
BRASIL — 1869/1965

(percentagens)

Estoque de Moeda	Taxa Média Anual Contribuída* por:				Contribuição** Relativa de:			
	Total	Base Monetária	Relação Moeda em Poder do Público/Estoque de Moeda	Relação Encaixe/Depósitos dos Bancos	Total***	Base Monetária	Relação Moeda em Poder do Público/Estoque de Moeda	Relação Encaixe/Depósitos dos Bancos
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
M_1	10,72	10,32	1,40	-0,56	100	96	13	-5
M_2	10,69	10,32	1,52	-0,81	100	97	14	-8

FONTE: Apêndice Estatístico.

* Computada pela aproximação à fórmula no texto, equação (5). Os fatores $(M/H) (I-R/D)$ e $(M/H) (I-C/M)$ foram aproximados pelas médias dos valores no início e no fim do período.

** Colunas (1) até (4) divididas pela coluna (1).

*** As linhas não somam exatamente o total devido a erros de aproximação e arredondamento.

O processo desse impressionante crescimento do estoque de moeda não foi regular. Na verdade, foi um processo não equilibrado e problemático. A Tabela 1.2 mostra as taxas de crescimento do estoque de moeda em anos selecionados. As taxas mais altas encontram-se nas duas grandes guerras e no período 1950/70. O estudo do comportamento a longo prazo, conseqüentemente, só pode ser uma introdução à tarefa mais importante da análise das vicissitudes intermediárias. Não existem, em contraste com os Estados Unidos, suficientes dados para o uso da análise mais moderna. Somente podemos oferecer algumas interpretações sugestivas neste estágio de conhecimento acerca da evolução da economia brasileira. Nos capítulos individuais reproduzimos, quando possível, a análise de Friedman-Schwartz-Cagan. Mas a ênfase neste livro é diferente: o objetivo fundamental é analisar minuciosamente a evolução da estrutura financeira e da política monetária. As conclusões são diferentes das de Friedman e seus associados, refletindo a forma diferente em que enfocamos a história monetária brasileira. Além disso, muitas das afirmações de Friedman e associados são válidas empiricamente devido ao fato de constituírem interpretações tautológicas.

TABELA 1.2
TAXA MÉDIA ANUAL DE CRESCIMENTO DO
ESTOQUE DE MOEDA DO BRASIL EM PERÍODOS
SELECIONADOS (PERCENTUAL ANUAL)

Períodos	M_1	M_2
1869/1913	3,9	4,1
1914/20	11,7	13,0
1921/39	7,7	-7,6
1940/45	21,7	21,4
1946/49	8,6	7,7
1950/64	29,2	27,9
1965/70	28,0	28,2
1869/1970	11,7	11,6

FONTE: Apêndice Estatístico.

Idealmente, a história brasileira deveria ter sido dividida em períodos e subperíodos de acordo com as datas de referência sobre os ciclos econômicos. Infelizmente, ainda está por fazer-se essa pesquisa no Brasil. Portanto, a única alternativa foi dividir os períodos históricos de acordo com as mudanças institucionais profundas, o comportamento do setor café, os registros históricos disponíveis e os grandes acontecimentos mundiais. Os Capítulos II a V tratam da política e instituições monetárias durante o século XIX até a intervenção no mercado cafeeiro. Os Capítulos VI e VII contêm a narrativa analítica da evolução monetária durante os períodos respectivos no século XX. Finalmente, o período de pós-guerra até 1973 é analisado no Capítulo VIII. Algumas conclusões são reunidas informalmente no último capítulo.

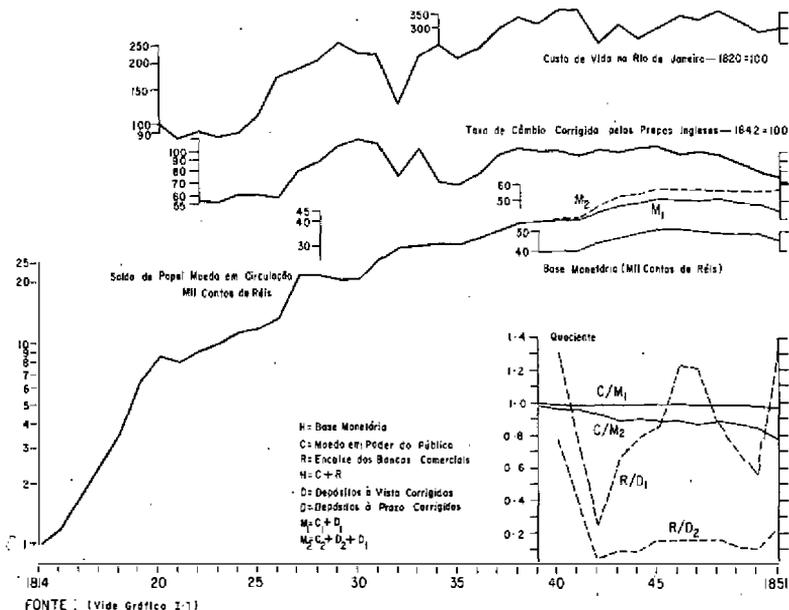
II

MONOPÓLIO DOS SERVIÇOS BANCÁRIOS

2.1 O Movimento dos Indicadores Agregados

O Gráfico II.1 mostra os dados anuais de moeda e preços para o período 1808/51. De 1808 a 1838, o papel-moeda em poder do público era o único componente do estoque de moeda no Brasil. Assim, a relação moeda em poder do público/estoque de moeda era igual a um, a base monetária era igual ao estoque de moeda e a relação encaixe dos bancos/depósitos era indefinida. No período 1808/29, o papel-moeda era emitido exclusivamente pelo Banco do Brasil. Após a liquidação deste, em 1829, as notas emitidas pelo Banco do Brasil foram paulatinamente substituídas pelas de emissão do Tesouro. De 1839 a 1851, com o aparecimento dos bancos emissores, M_1 (papel-moeda em poder do público mais depósitos à vista nos bancos comerciais), M_2 (M_1 mais depósitos a prazo nos bancos comerciais) e seus determinantes próximos podem ser medidos, tal como no Gráfico II.1.

BRASIL, MOEDA E PREÇOS — 1814/51



A taxa de crescimento do estoque de moeda acelerou-se significativamente no período 1814/21, quando o estoque de moeda aumentou à taxa média anual de 21,1%. Taxas tão elevadas somente se experimentaram durante as duas guerras mundiais e no atual pós-guerra — períodos caracterizados por inflação acelerada. Contudo, boa parte de tal expansão pode ser explicada pelo baixo nível inicial do estoque de moeda. Conquanto não se disponham de estimativas razoáveis do nível de preços, os registros históricos conhecidos sugerem de maneira indiscutível uma rápida inflação. Esse comportamento foi consequência de descuidada política inflacionária do Governo.

Com a declaração da Independência, em 1822, o primeiro imperador prosseguiu com a política inflacionária. De 1822 a 1829, o estoque de moeda cresceu à taxa média anual de 10,0%, o custo de vida no Rio de Janeiro a 12,9% e a taxa de câmbio ajustada pelos preços por atacado na Inglaterra a 7,9% ao ano. Paralelamente, a taxa de câmbio do mil-réis depreciava-se à taxa média de 8,5% ao ano.

Entre 1830 e 1838, não existiam bancos no Brasil. O estoque de moeda estabilizou-se em 1828/30, mas voltou a crescer de forma liberal em 1830/31 e depois de 1834. A liquidação do Banco do Brasil em 1829 e a política monetária restritiva subsequente levaram a uma deflação defasada durante a primeira metade do período 1830/39. Mas a liberação da política monetária da segunda metade do período resultou na volta da inflação. Os debates em torno da política monetária naquele período foram dominados pelos vãos esforços no sentido de estabelecer-se um segundo Banco do Brasil e pela substituição das emissões daquele Banco pelas do Tesouro.

O período subsequente (1839/51) caracterizou-se pela criação de vários bancos emissores: O prolongado ciclo expansivo do café no Brasil iniciou-se com grande ímpeto no final dos anos de 1830, estendendo-se pelos de 1840. Entre 1840 e 1851, o *quantum* das exportações de café pelo porto do Rio de Janeiro, que atingia quase a metade do total das exportações naquela época, cresceu à taxa de 6,0% ao ano, enquanto o preço de exportação em mil-réis baixava à taxa de 0,3% ao ano. A receita nominal proveniente das exportações do café em mil-réis, conseqüentemente, expandiu-se à elevada taxa de 5,7% ao ano. No mesmo período, a taxa média anual do custo de vida baixou de 2,0%, enquanto que a taxa de câmbio ajustada aos preços da Inglaterra caía de 2,2% ao ano. Portanto, a receita real das exportações de café em mil-réis deve ter-se elevado em quase 8%, em média, ao ano. As informações qualitativas disponíveis acerca da economia cafeeira confirmam estas observações. O estoque real de M_1 *per capita* elevou-se à taxa de 1,5% ao ano e o de M_2 a 3,2%. É, pois, possível conjecturar-se que, durante o período 1840/50, ocorreram significativos ganhos de produtividade no setor exportador, juntamente com o declínio do nível geral de preços.

É importante explicar o comportamento estatístico, que acusa uma redução do estoque de moeda e dos preços no Brasil durante a segunda metade daquele período (ver Gráfico II. 1). O surgimento econômico brasileiro, no século XIX, caracterizou-se pelo vivo debate entre os *metalistas* (ou escola ortodoxa), que propunham a moeda metálica e restrições ao sistema bancário, e os *papelistas* (ou escola de intermediação), propondo o papel-moeda e uma reforma bancária liberal. Os metalistas conseguiram controlar a formulação da política monetária durante a maior parte da história econômica do Brasil. Na se-

gunda metade do período acima referido, ocorreu uma reação metalista contra a rápida expansão do sistema bancário. O principal instrumento legal foi a lei de 1846 que definiu a paridade ouro do mil-réis. Nesse ano, o Brasil adotou, portanto, a primeira “regra do jogo” do padrão ouro. A taxa de câmbio, quando a lei foi adotada, não estava no nível da paridade legal em relação ao ouro. O Governo deu assim início a uma política de redução do estoque de moeda, com o propósito de alcançar aquela paridade, que resultou na queda do papel-moeda em poder do público e do encaixe bancário. Como se observa no Gráfico II.1, as relações continuaram a cair, comportando-se em direção oposta aos movimentos da base monetária, com exceção da relação encaixe/depósitos em 1850/51. Já então, a redução da base monetária e do estoque de moeda havia afetado severamente os preços (e, certamente, também a renda), enquanto que os bancos se ressentiam da ameaça imposta pela política monetária restritiva do Ministro da Fazenda, Itaboraí (1848/53), que havia anunciado sua intenção de extinguir os bancos emissores, substituindo-os, como efetivamente o fez, em 1853, por outro banco oficial, o Banco do Brasil, ao qual foi concedido o monopólio completo dos serviços bancários.

Os aspectos principais da experiência monetária com o Banco do Brasil são analisados a seguir neste capítulo. O período 1830/51 é considerado no capítulo seguinte.

2.2. Origens do Liberalismo Econômico no Brasil e suas Conseqüências

2.2.1 Políticas Mercantilistas e Estagnação Econômica

As condições econômicas brasileiras caracterizaram-se pela estagnação após o fim do ciclo do ouro pelo menos até 1808. O comércio exterior foi feito através de várias cidades im-

portantes, especialmente Rio de Janeiro, Recife e Salvador. Os produtos obtidos no intercâmbio foram enviados ao interior e às diversas cidades costeiras. As exportações consistiram em açúcar, fumo e, em menor proporção, aguardente, melaço, couros e madeira. O volume total não atingiu a mais de 30 mil contos de réis.

O País caracterizava-se pela falta de comunicações e por sua população dispersa. Não existiam instituições de crédito e as transações monetárias eram limitadas. Os historiadores têm atribuído essa decadência às políticas mercantilistas de Portugal. O conhecido Alvará de 5 de janeiro de 1785 proibiu o desenvolvimento de atividades econômicas que não a lavoura.¹ A tecelagem de algodão para a população negra foi a única manufatura permitida. Além disso, o monopólio comercial foi imposto ao Brasil pelas autoridades coloniais. Destarte, o País somente poderia comerciar através de Portugal. De fato, as políticas econômicas da colônia foram dominadas por uma subforma de filosofia mercantilista.² Em muitos sentidos, portanto, pode-se concluir que a política colonial foi formulada para obter o benefício máximo possível para a nação colonizante, ao mesmo tempo em que se impedia o desenvolvimento interno da colônia em muitos aspectos. Isso era prejudicial tanto para Portugal como para a colônia. A restrição intencional do desenvolvimento da colônia implicava que Portugal se resignaria a obter os baixos rendimentos de um nível de atividade econômica limitada.

2.2.2

O Desenvolvimento das Idéias Liberais e a Chegada de D. João

O despertar do pensamento brasileiro em relação ao potencial futuro da colônia foi devido a diversos acontecimentos nos

¹ Amaro Cavalcanti, *O Meio Circulante Nacional, Vol. II* (Rio de Janeiro: Imprensa Nacional, 1893), pp. 1-2. O livro consiste em uma coletânea de documentos brasileiros do século XIX referentes à política econômica, sendo uma excelente fonte de referência. O autor, contudo, raramente analisa os documentos e dados que compilou. Ver também, Ramalho Ortigão, *A Moeda Circulante no Brasil* (Rio de Janeiro: Tip. do Jornal do Comércio, 1914), p.23.

² José Arthur Rios, "A Tradição Mercantilista no Brasil", in *Revista Brasileira de Economia* (jul/set, 1972). Contém uma análise da origem e desenvolvimento dessas idéias no Brasil, do ponto de vista sociológico, mas relacionando-as igualmente com as políticas e instituições econômicas.

anos de 1780 a 1790. Devido à imensidão do território e à abundância de recursos naturais (potenciais), muitos brasileiros começaram a acreditar que o País poderia converter-se numa das nações mais ricas e poderosas do mundo. Até os que não acreditavam na independência pensavam que o progresso de Portugal somente se alcançaria através da modernização da colônia. A extraordinária importância do comércio exterior brasileiro em relação ao comércio exterior português global era um fator relevante. De um total que incluía a produção asiática e o volume reexportado, o Brasil proporcionava 61,7% do comércio português global em 1796 e 62,4% em 1806.³

Os pensadores mais destacados do novo liberalismo seguiam de certa forma as idéias econômicas dos fisiocratas franceses. Conquanto propusessem mudanças liberais na política econômica, conservavam igualmente algumas idéias mercantilistas. A influência mais profunda se dava através da obra de Adam Smith. O mais proeminente do grupo foi José da Silva Lisboa, depois Visconde de Cairu.⁴ Acreditava ele nos benefícios para o bem-estar econômico do comércio internacional livre com base na teoria da vantagem absoluta de Adam Smith. Não obstante, seguia Jefferson e Franklin no problema da industrialização nacional. Cairu opinava que as indústrias a serem estabelecidas no Brasil não deveriam concorrer com as manufaturas européias de alta qualidade. O comércio exterior, a lavoura, o transporte oceânico e os bens de consumo seriam as atividades a serem desenvolvidas inicialmente no Brasil com sucesso garantido. A política de auto-suficiência impediria seguir os caminhos de crescimento abertos pelo comércio internacional. Assim, o Governo não deveria fornecer incentivos extraordinários aos novos industriais. Mas não era doutrinário quanto à

³ Adrien Balbi, *Essais Statistiques sur le Royaume de Portugal et d'Algarve Comparé aux autres Etats de l'Europe*, citado por Nícia Vilela Luz, "A Política de D. João VI e a Primeira Tentativa de Industrialização no Brasil", in *Revista do Instituto de Estudos Brasileiros*, n.º 5 (1968).

⁴ Ver igualmente Victor Viana, *O Banco do Brasil: sua Formação, seu Engrandecimento, sua Missão Nacional* (Rio de Janeiro: Tip. do Jornal do Comércio, 1926) pp. 78-80; J. F. Normano, *Brazil, a Study of Economic Types* (Chapel Hill: The University of North Carolina Press, 1935), pp. 84-88.

livre iniciativa já que também propunha incentivos limitados a certas indústrias que não se poderiam estabelecer de outra forma.

A primeira medida importante tomada pelo Príncipe-Regente após sua chegada foi o Alvará de 1.º de abril de 1808.⁵ O propósito fundamental do ato legislativo era eliminar o ônus do regime colonial e promover a industrialização do Brasil para assim obter o progresso; crescimento demográfico e emprego para os habitantes livres.

D. João, não obstante, acreditava que a industrialização não seria obtida simplesmente por um decreto de liberdade econômica. Alguns incentivos teriam que ser concedidos às indústrias incipientes. Destarte, cinco importantes incentivos foram concedidos por meio do Alvará de 28 de abril de 1809: isenção do imposto de exportação para manufaturados nacionais, uso obrigatório de bens nacionais pelas tropas reais, direitos exclusivos por 14 anos para inventores e inovadores de nova maquinaria e a distribuição anual de 60 mil cruzados — obtidos em loteria pública — entre os industriais que precisassem de ajuda, especialmente na tecelagem de algodão, lã e seda e na indústria siderúrgica. Muitas dessas medidas foram baseadas nas idéias de Cairu.⁶ Os incentivos, não obstante, foram mal sucedidos na promoção da indústria e do progresso.⁷

⁵ Uma análise minuciosa das medidas tomadas por D. João encontra-se em Alice P. Canabráva, "Manufaturas e Indústrias no Período de D. João VI no Brasil", in Luiz Pilla, ed., *Uma Experiência Pioneira de Intercâmbio Cultural* (Porto Alegre: Faculdade de Filosofia da Universidade do Rio Grande do Sul e Luso-Brazilian Center of the University of Wisconsin, 1963); Nícia Vilela Luz, *A Luta pela Industrialização no Brasil* (São Paulo: Difusão Européia do Livro, 1961), pp. 14-17; Carlos Inglês de Souza, *A Anarquia Monetária e suas Conseqüências* (São Paulo: Monteiro Lobato J Cia., 1924), pp. 29-30; Viana, *op. cit.*, pp. 79-81.

⁶ Vilela Luz, *A Luta...*, pp. 15-16.

⁷ Ver a nota de rodapé 248, p. 143, de Carlos Manuel Peláez, *História da Industrialização Brasileira* (Rio de Janeiro: APEC Editora S.A., 1972), para referências sobre a indústria siderúrgica.

2.3

O Estabelecimento do Primeiro Banco do Brasil

2.3.1

A Estrutura Monetária no Começo do Século XIX

Quando da chegada de D. João ao Brasil, o ouro e a prata constituíam moeda legal e podiam ser cunhados em quantidade ilimitada. O cobre era usado como moeda fracionária. O padrão monetário era regulamentado pela lei de 4 de agosto de 1688, modificada subsequenteemente pela de 4 de abril de 1722.⁸ A taxa de conversão entre os dois metais foi estipulada em 1:16. Assim, o preço legal da moeda de ouro (*oitava*) era de 1,6 conto de réis,⁹ enquanto que uma moeda de prata valia 0,1 conto de réis.

A moeda legal realmente usada era o ouro, já que a prata somente se usava para transações fracionárias devido à sua circulação reduzida. Um aspecto curioso da estrutura monetária daquela época era a coexistência de três “padrões” monetários:¹⁰ as moedas de ouro de 6,4 e 4,0 contos de réis e as moedas de prata. Enquanto o ágio das moedas de 6,4 contos de réis era de 6,7%, o das de prata atingia 15% e o das de ouro de 4,0 contos de réis chegava a 18,5%. Assim, a relação entre o ouro e a prata era de aproximadamente 1:13,5. A paridade com os dinheiros esterlinos diferia para os três tipos de moedas. Era de 67,5 dinheiros esterlinos por conto de réis para as moedas de 6,4 contos de réis, de 60,25 para as de 4,0 contos de réis e de 54 para as moedas de prata. A “paridade comercial” era uma média das três paridades: aproximadamente 60 dinheiros esterlinos por conto de réis.

Durante o período colonial inicial, as moedas de cobre portuguesas circulavam livremente no País. Em 1699, Dom Pedro

⁸ Ortigão, *op. cit.*, p. 22; Inglês de Souza, *op. cit.*, p. 56.

⁹ Como definidos hoje em dia após muitas mudanças.

¹⁰ Cândido José Araújo Viarã, *Relatório* (Rio de Janeiro: Tipografia Nacional, 1833).

II, Rei de Portugal, decretou que o valor máximo legal desse tipo de dinheiro seria 0,1 conto de réis. No período inicial, as moedas eram de 1,5, 3, 5 e 10 réis. Posteriormente, contudo, os valores aumentaram para 10, 20 e 40 réis. As leis sobre a legalidade da moeda não foram obedecidas. Na época da chegada de D. João as moedas eram cunhadas em Portugal. A cunhagem representava um negócio lucrativo devido à falta de observância da regulamentação de pesagem.

Dom João VI chegou a Salvador em 22 de janeiro de 1808. Nessa cidade, a conselho de Cairu, decretou a abertura do Brasil ao comércio exterior. Saindo de Salvador em 26 de fevereiro, chegou ao Rio de Janeiro em 7 de março. Após a sua chegada, chamou Dom Rodrigo de Souza Coutinho, depois Conde de Linhares, para seu Gabinete. O Conde defendia com veemência a diversificação e o estabelecimento de instituições monetárias. Naquela época essas instituições não existiam no Brasil e não havia nada que pudesse chamar-se papel-moeda.

Na realidade, o único tipo de moeda assemelhando-se ao papel era o bilhete de permuta, que começou a circular em 1803, e que consistia em um reconhecimento de depósito na Casa da Moeda que podia ser endossado para pagamento de transações, de acordo com o Alvará de 13 de maio de 1803.¹¹

Diversas medidas importantes foram tomadas em 1808 pelo Príncipe Regente visando à reforma da estrutura monetária. Em 28 de junho, estabeleceu o Tesouro real e o conselho financeiro. Em 4 de agosto, decretou o estabelecimento de um banco na cidade do Rio de Janeiro para operações de intercâmbio do ouro em poder dos habitantes. Em 1.º de setembro, ordenou que as moedas de ouro, prata e cobre usadas nas cidades costeiras deveriam ser aceitas no interior.¹² Uma importante cláusula dessa legislação foi a autorização para emissão de certificados de depósito de ouro em pó no Tesouro, os quais seriam aceitos no pagamento de transações com o Governo. Esses certificados constituíam-se, de fato, numa forma rudimentar de papel-moeda.¹³

¹¹ Inglês de Souza, *op. cit.*, p. 31.

¹² Brasil, Ministério da Fazenda, *Legislação sobre Papel-Moeda* (Rio de Janeiro: Imprensa Nacional, 1923).

¹³ Ortigão, *op. cit.*, p. 23.

2.3.2

Fatores do Estabelecimento do Banco

Os historiadores do Banco do Brasil têm salientado que os fatores econômicos do estabelecimento do Banco resultaram da necessidade de saldos em dinheiro devido à liberdade de comércio exterior e às novas despesas governamentais causadas pela guerra no Sul do País e pelas expedições.¹⁴

Os fatores não-econômicos se relacionam à filosofia econômica da escola de Cairu. Um aspecto importante da filosofia foi a tentativa de alcançar a unidade nacional através do estabelecimento de grandes instituições bancárias. A idéia do Banco do Brasil deve-se ao Conde de Linhares, ministro do gabinete formado por D. João. O Conde seguia a Adam Smith e consultava-se com Cairu. Na sua interpretação de Smith, atribuía ao sistema bancário e às instituições creditícias um importante papel no processo de modernização econômica. A filosofia era eclética, já que tentava formular uma reforma monetária que incorporaria tanto a liberdade das instituições monetárias como também certos monopólios dos bancos centrais.¹⁵

As razões oficiais destacadas pelo Príncipe Regente no ato legislativo que estabeleceu o Banco do Brasil foram semelhantes aos fatores econômicos salientados pelos historiadores.¹⁶ D. João ressaltou a necessidade de uma instituição que pudesse financiar as altas despesas do Governo. Provavelmente, esse era o aspecto mais importante, do ponto de vista das autoridades da época. Um segundo fator de importância era a necessidade de grandes saldos de capital líquido para financiar o volume de comércio exterior, que aumentaria acentuadamente devido à liberalidade concedida. O terceiro fator era a promoção das exportações de manufaturados nacionais, onde se fazia necessário um capital de giro abundante. Finalmente, salientou-se que o País precisaria de instituições que pudessem mobilizar as poupanças e o capital — uma idéia rudimentar de intermediação financeira.

¹⁴ Felisbello Freire, *História do Banco do Brasil* (Rio de Janeiro: Tip. d'O Economista Brasileiro, 1907), p. 4; Normano, *op. cit.*, p. 170.

¹⁵ Inglês de Souza, *op. cit.*, p. 32; Viana, *op. cit.*, p. 81; Freire, *op. cit.*, p. 5.

¹⁶ "Alvará de 12 de outubro de 1808, Cria um Banco Nacional nesta Capital", *Legislação...*, pp. 1-3.

2.3.3

A Estrutura do Banco

A estrutura do primeiro Banco do Brasil foi regulada por outro ato legislativo em 8 de outubro de 1808.¹⁷ O Banco foi autorizado a funcionar durante um período de 20 anos. Seu capital foi inicialmente fixado em 1.200.000 contos de réis: 1.200 ações de 1.000 contos de réis. Novas ações, contudo, poderiam ser emitidas.

As operações permitidas ao Banco foram as seguintes: desconto de letras de câmbio, juros hipotecários, depósitos de prata, ouro, diamantes e dinheiro, emissão de notas (moeda legal) a serem pagas contra apresentação, operações de câmbio, depósitos a prazo, monopólio da venda de diamantes, pau-brasil e marfim, e direito exclusivo nas operações financeiras do Governo. O Banco possuía uma assembléia composta de 40 acionistas majoritários. A diretoria formou-se com 10 acionistas majoritários e 4 diretores. As tarefas administrativas e as decisões executivas foram outorgadas a essa diretoria. Os membros da primeira diretoria seriam nomeados pelo Príncipe Regente e posteriormente pela assembléia. Os diretores encarregar-se-iam da inspeção geral das atividades.

2.3.4

O Desempenho do Banco — 1809/21

A Tabela II.1 mostra alguns dos dados disponíveis mais importantes para a análise do desempenho do primeiro Banco do Brasil, no primeiro período relevante, que começa com o seu estabelecimento e termina com a Independência. As operações do Banco não começaram até 11 de dezembro de 1809, quando foram vendidas 100 ações, mínimo requerido para o início das atividades.¹⁸ Isso mostra amplamente o atraso da estrutura financeira do Rio de Janeiro e do Brasil naquela época. Apesar dos muitos benefícios concedidos ao Banco por D. João,

¹⁷ "Estatutos para o Banco Público estebelecido em virtude do alvará de 12 de outubro de 1808", *Legislação...*, pp. 4-8.

¹⁸ Inglês de Souza, *op. cit.*, p. 39; Antônio Carlos Ribeiro de Andrada, *Bancos de Emissão no Brasil* (Rio de Janeiro: Imprensa Nacional, 1923), p. 7.

TABELA II.1
CONTAS DO PRIMEIRO BANCO DO BRASIL — 1809/21

(contos de réis)

Anos	Fundo de Capital				Dividendos Totais	Notas Emitidas	Notas Resgatadas	Notas em Circulação
	Ações		Fundo de Reserva	Impostos*				
	Quantidades	Valores						
1809	116	116						
1810	4	4	0,3		1	160		160
	120	120	0,3					
1811	2	2	0,8		4	100	156	104
	122	122	1,0					
1812	50	50	1,0		5	...	44	60
	172	172	2,0					
1813	225	225	3,6	62	18	130	60	130
	397	397	5,6	62				
1814	105	105	8,6	59	43	913	...	1.042
	502	502	14	121				
1815	79	79	15	61	74	157	...	1.199
	581	581	29	183				
1816	109	109	24	89	120	663	...	1.862
	690	690	53	271				
1817	499	499	30	64	153	738	...	2.600
	1.189	1.189	83	336				
1818	530	530	40	75	202	1.032	...	3.632
	1.719	1.719	122	411				
1819	318	318	41	73	208	2.886	...	6.518
	2.037	2.037	163	484				
1820	178	178	44	16	227	2.048	...	8.566
	2.215	2.215	207	500				
1821	20	20	69	500	353	533	1.032	8.070
	2.235	2.235	275	500				

FONTE: Amaro Cavalcanti, *O Meio Circulante Nacional, Vol. I* (Rio de Janeiro: Imprensa Nacional, 1893), p. 34.

* Imposto criado pelo Alvará de 20 de outubro de 1812.

levou-se mais de um ano para a venda do pequeno número de ações com as quais se poderiam iniciar as atividades. O fato também reflete o reduzido nível de atividade econômica, devido, entre muitos fatores, a décadas de restrição mercantilista e a dificuldades na exploração dos recursos naturais brasileiros.

A emissão de notas e a venda de novas ações estagnaram até 1813. Posteriormente, o Banco experimentou crescimento significativo. A taxa de câmbio e, provavelmente, também os preços internos, declinou até 1813 mas aumentou rapidamente em anos posteriores. Essa depreciação da taxa de câmbio parece ter sido uma consequência do estabelecimento do Banco, como também do provável aumento do nível de preços. Para o produto real e os preços, contudo, não existem dados nesse período.¹⁹

Em 1812, havia um pressentimento generalizado de que os privilégios concedidos ao Banco não seriam suficientes para o desenvolvimento acelerado da instituição. Esse sentimento foi exposto eloqüentemente num documento do Marquês de Baependi.²⁰ O documento consistia em uma avaliação das finanças públicas e das possíveis fontes de recursos para os aumentos das despesas. Concluiu ele que o Banco seria a única fonte de recursos e que todos os esforços deveriam concentrar-se no desenvolvimento daquela instituição. Naquela época, a estrutura financeira não favorecia a venda de novas ações e o desenvolvimento do sistema bancário.²¹

A primeira medida tomada pelo Príncipe Regente foi a Carta Régia de 22 de agosto de 1812, dirigida ao Conde de Palma, Governador e Capitão-Geral da Capitania de Minas Gerais.²² Constituiu-se num apelo aos habitantes do reino para

¹⁹ Existem estimativas não publicadas de Harold Johnson. Os dados são analisados e estendidos por Mircea Buescu, *300 Anos de Inflação* (Rio de Janeiro: APEC Editora S.A., 1973), pp. 128-31.

²⁰ "Exposição do atual estado das rendas e despesas públicas . . .", publicado em 5 de fevereiro de 1812 por Manoel Jacintho Nogueira de Gama, posteriormente Marquês de Baependi e na época oficial do Tesouro real. As partes relevantes foram republicadas em Cavalcanti, *op. cit.*, p. 32.

²¹ Freire, *op. cit.*, p. 19.

²² "Carta Régia e Aviso de 22 de agosto de 1812 promovendo e recomendando oficialmente a concorrência de acionistas, nos termos que seguem", in Cavalcanti, *op. cit.*, pp. 26-7. Ver também Viana, *op. cit.*, pp. 99-102; Ribeiro de Andrada, *op. cit.*, p. 9.

contribuírem para o desenvolvimento do Banco através da compra de ações. Especificamente, D. João solicitava a cõoperação dos capitalistas, empresários e funcionários públicos para o desenvolvimento do Banco. Prometia, em recompensa, deferência especial. A Carta também anunciava que as receitas de novas medidas tributárias seriam depositadas no Banco por um período contínuo de 10 anos. Os juros, durante os cinco primeiros anos, seriam recebidos pelos acionistas do Banco. Posteriormente, os recursos seriam convertidos em novas ações pertencentes ao Tesouro real. A diretoria do Banco encarregar-se-ia da arrecadação e administração dos impostos. O objetivo fundamental era o aumento do capital do Banco em pelo menos 2.000 contos de réis. Esses impostos estão relacionados como parte do fundo de capital na Tabela II. 1.

Outros privilégios foram concedidos ao Banco pelo Príncipe Regente. Por ato legislativo de 24 de setembro de 1814, a dívida ao Banco do Brasil foi decretada dívida ao Tesouro real.²³ Como as atividades do Banco estavam restritas à cidade do Rio de Janeiro, D. João permitiu o estabelecimento de uma filial na Bahia.²⁴ Os negócios principais da filial eram o redesconto de letras e as operações de hipoteca. A dívida das filiais também seria dívida da matriz da Corte. A filial não começou a funcionar até 1818. Posteriormente, uma segunda filial foi aberta em São Paulo, em 1820.²⁵

2.3.5

A Crise do Banco do Brasil

Em 1821 o Banco do Brasil encontrava-se num estado de quase falência. Os dados seguintes mostram essa situação:²⁶

²³ "Alvará de 24 de setembro de 1814, concedendo ao banco o privilégio de cobrança executiva para as suas dívidas como se fossem dívidas do Tesouro Público", in Cavalcanti, *op. cit.*, pp. 29-30.

²⁴ "Lei e Estatutos de 16 de fevereiro de 1816, criando uma caixa filial do Banco na Bahia, e autorizando criá-las idênticas nas outras capitanias do país", in Cavalcanti, *op. cit.*, pp. 30-1.

²⁵ Inglês de Souza, *op. cit.*, p. 39; Viana, *op. cit.*, p. 109.

²⁶ Bernardo de Souza Franco, *Os Bancos do Brasil* (Rio de Janeiro: Tipografia Nacional, 1848), pp. 9-11; Cavalcanti, *op. cit.*, p. 39.

Créditos do Banco	Contos de réis
Empréstimos, etc.	3.304
Moeda metálica nos cofres do Banco	1.315
Total	<u>4.618</u>
Dívidas do Banco	
Notas em circulação	8.872
Depósitos para operações cambiais	662
Depósitos a prazo	245
Bilhetes de Montevidéu a serem pagos	230
Dividendos não pagos e outras dívidas	142
Depósitos do público	482
Total	<u>10.634</u>
Saldo desfavorável ao Banco	6.016

Quando esses resultados foram anunciados em 23 de março, o sentimento geral foi de que o Banco não poderia continuar com as suas operações. Mais privilégios foram concedidos por D. João VI ao Banco nessa data num esforço para impedir a crise.²⁷

O novo decreto estipulava que os adiantamentos do Tesouro real ao Banco do Brasil constituíam dívida nacional garantida pela receita tributária, o monopólio real dos metais preciosos e as jóias da Coroa. Todos os diamantes do Brasil seriam depositados no Banco. Além disso, a Coroa depositaria seus metais preciosos e objetos de valor nos cofres do Banco, solicitando comportamento semelhante aos habitantes do reino. Dias após esses atos, em 26 de abril de 1821, D. João VI retornou a Lisboa levando consigo a Corte e todos os metais existentes no Banco em troca dos bilhetes que Sua Alteza e os membros da Corte possuíam, deixando Dom Pedro como Regente. E o Brasil ficou sem ouro e moeda “forte”; apenas com um Banco com duas filiais em total bancarrota, inflação e caos econômico e político:

Esses importantes acontecimentos têm sido analisados sob vários prismas. Alguns autores argumentam que o Banco falhou

²⁷ Ver o texto do decreto em Cavalcanti, *op. cit.*, pp. 40-1; Inglês de Souza, *op. cit.*, p. 44; Souza Franco, *op. cit.*, p. 11; Ribeiro de Andrada, *op. cit.*, p. 12; Viana, *op. cit.*, p. 118; Ortigão, *op. cit.*, p. 29.

devido às emissões de papel-moeda.²⁸ As altas taxas de crescimento do saldo de papel-moeda emitido, entretanto, deveram-se simplesmente à base inicial muito baixa: na data da fundação do Banco não existia papel-moeda no Brasil. Assim, esse argumento não é satisfatório.

Outro grupo de escritores atribui a crise do Banco aos *deficits* governamentais e à sua íntima relação com a emissão de moeda.²⁹ Não há dúvida de que um dos fatores mais relevantes do estabelecimento do Banco foi a necessidade de financiar os *deficits* governamentais. Com a chegada de D. João e com as guerras, as despesas da colônia aumentaram consideravelmente. Assim, desde o começo, o Banco teve um papel importante no fornecimento de recursos para o financiamento das despesas reais. Na verdade, o Banco foi criado não tanto com o propósito de desenvolver as atividades econômicas brasileiras, no sentido de eficiência econômica dinâmica, mas, sim, como um fundo para financiamento das atividades governamentais (principalmente de caráter político). Além disso, tem-se salientado que a diretoria do Banco foi inepta, tendo sido responsável por muitos dos problemas da crise.³⁰

Contudo, aspectos positivos resultantes do estabelecimento do primeiro Banco do Brasil têm sido assinalados.³¹ Existia uma grande necessidade de diversificação do estoque de moeda, especialmente para exercer a função de meio de troca. As notas do Banco preencheram um vácuo num país que não tinha dinheiro para efetuar as transações. É fato que substituíram rapidamente às moedas existentes. Deve-se considerar que o Banco aumentou em 10 vezes o volume de notas em circulação sem protesto do público. Em resumo, pode-se concluir que a experiência do Banco poderia ter sido diferente se não estivesse tão interligada com políticas orçamentárias inadequadas. A experiência no período 1809/21 mostrou vivamente o quanto o País precisava de diversificação do seu estoque de moeda e do desenvolvimento de instituições creditícias.

²⁸ Ribeiro de Andrada, *op. cit.*, pp. 11-4 e outros autores citados nesse livro, que seguem os princípios metalistas.

²⁹ Inglês de Souza, *op. cit.*, pp. 42; Viana, *op. cit.*, pp. 109-10; Cavalcanti, *op. cit.*, pp. 38-9.

³⁰ Cavalcanti, *op. cit.*, pp. 39-40.

³¹ *Ibid.*, pp. 37-8.

2.4

O Primeiro Banco do Brasil após a Independência

2.4.1

O Movimento dos Indicadores Agregados

Há poucos indicadores da atividade econômica do Brasil durante esse período. É possível, todavia, obter uma visão da experiência econômica do País com base num exercício aritmético que é, naturalmente, nada mais que uma suposição controlada.

A Tabela II.2 mostra as contas fundamentais do Banco do Brasil no período analisado, onde se observa imediatamente o acentuado aumento das notas em circulação depois de 1826. O Gráfico II.1 mostra as notas em circulação no Brasil e o comportamento dos preços. O comportamento da taxa de câmbio é bastante estável entre 1822 e 1826, porém há considerável desvalorização durante os anos posteriores da década. Sugere isso certa pressão interna dos preços em relação aos preços internacionais; mas esse foi também um período de forte crise externa para o Brasil.

A Tabela II.3 mostra as taxas de crescimento de diversos indicadores de preços disponíveis como também do estoque de moeda em circulação (que é somente uma aproximação, já que não contém o estoque de metais e moedas). O índice calculado por Eulália Lobo é baseado nos preços de nove produtos alimentares na cidade do Rio de Janeiro. Dos três índices, o que é baseado em ponderações de 1919 parece fornecer melhores resultados.³² O índice apresenta uma taxa de crescimento maior do que a estimativa do estoque de moeda por meio do papel-moeda em circulação. Mas isto não é necessariamente inconsistente. Conquanto não existam dados para o estoque de metais,

³² Aparentemente, os índices superestimam o comportamento dos preços mas regularmente mostram a direção correta dos movimentos. Ver Nícia Vilela Luz e Carlos Manuel Peláez, "Economia e História: o Encontro entre os Dois Campos de Conhecimento", in *Revista Brasileira de Economia*, (jul/set, 1972).

TABELA II.2

CONTAS DO PRIMEIRO BANCO DO BRASIL — 1822/29

(contos de réis)

Anos	Fundo de Capital				Dividendos Totais	Notas Emitidas	Notas Resgatadas	Notas em Circulação
	Ações		Fundó de Reserva	Impostos				
	Quanti- dades	Valores						
1822	13	13	53	...	282	2.100	1.000	9.171
	<u>2.248</u>	<u>2.248</u>	<u>329</u>	<u>500</u>				
1823	109	109	75	...	392	2.023	1.200	9.994
	<u>2.357</u>	<u>2.357</u>	<u>404</u>	<u>500</u>				
1824	305	305	81	...	424	2.196	800	11.300
	<u>2.662</u>	<u>2.662</u>	<u>482</u>	<u>500</u>				
1825	...	...	185	...	451	1.330	780	11.940
	<u>3.600</u>	<u>3.600</u>	<u>570</u>	<u>500</u>				
1826	...	...	122	...	640	2.870	1.420	13.390
	<u>3.600</u>	<u>3.600</u>	<u>692</u>	<u>500</u>				
1827	...	...	127	...	669	8.584	400	21.574
	<u>3.600</u>	<u>3.600</u>	<u>819</u>	<u>500</u>				
1828	...	...	135	...	716	691	910	21.355
	<u>3.600</u>	<u>3.600</u>	<u>954</u>	<u>500</u>				
1829	...	...	128	...	686	569	2.750	19.175
	<u>3.600</u>	<u>3.600</u>	<u>1.083</u>	<u>500</u>				

FONTE: Amaro Cavalcanti, *O Meio Circulante Nacional, Vol. I* (Rio de Janeiro: Imprensa Nacional, 1893), p. 35.

TABELA II.3

**BRASIL, TAXAS MÉDIAS DE CRESCIMENTO DE
INDICADORES DE PREÇOS E DO ESTOQUE DE
MOEDA — 1822/29**

Indicadores	(percentagens anuais) Taxas de Crescimento
Eulália Lobo (ponderação de 1919)	12,9
Taxa de Câmbio x Preços por Atacado na Inglaterra	7,9
Taxa de Câmbio	8,5
Taxa de Câmbio x Custo de Vida na Inglaterra	8,8
Papel-Moeda em Circulação	10,0

FONTES: Eulália Lobo *et alii*, "Evolução dos Preços e do Padrão de Vida no Rio de Janeiro, 1820-1930", in *Revista Brasileira de Economia* (out/dez, 1971).

Nathaniel H. Leff, "Estimativa da Renda Provável no Brasil no Século XIX com Base nos Dados sobre a Moeda", in *Revista Brasileira de Economia* (abr/jun, 1972).

Anuário Estatístico do Brasil 1939/40.

Nícia Vilela Luz e Carlos Manuel Peláez, "Economia e História: o Encontro entre os Dois Campos de Conhecimento", in *Revista Brasileira de Economia* (jul/set, 1972).

Apêndice Estatístico, para dados sobre papel-moeda em circulação.

TABELA II.4

**CUNHAGEM DE METAIS NO RIO DE JANEIRO
E PAPEL-MOEDA EM CIRCULAÇÃO — 1822/29**

(contos de réis)

Anos	Cunhagem de Ouro	Cunhagem de Prata	Cunhagem de Cobre	Papel-Moeda em Circulação
1822	146	420	271	9.171
1823	90	380	237	9.994
1824	153	576	534	11.391
1825	85	633	534	11.941
1826	37	706	548	13.391
1827	35	23	1.390	21.575
1828	4	...	2.611	21.356
1829	...	...	3.001	20.507

FONTE: Amaro Cavalcanti, *O Meio Circulante Nacional, Vol. I (Rio de Janeiro: Imprensa Nacional, 1893), p. 321.*

TABELA II.5

VALOR MÉDIO POR UNIDADE EXPORTADA E PARTICIPAÇÃO PERCENTUAL NAS EXPORTAÇÕES TOTAIS DE SETE PRODUTOS BRASILEIROS DE EXPORTAÇÃO — 1822/29

Anos	Café		Açúcar		Cacau		Fumo	
	Libras Ouro por Saca	% do Total	Libras Ouro por Saca	% do Total	Libras Ouro por Saca	% do Total	Libras Ouro por Saca	% do Total
1822	4,24	19	20,2	18	27,0	0,5	27,4	2,9
1823	3,89	20	20,9	26	23,0	0,4	27,0	2,4
1824	2,57	18	20,1	24	20,0	0,6	27,2	4,1
1825	2,78	14	29,8	23	23,4	0,8	28,2	2,2
1826	2,17	21	27,8	30	21,0	1,0	26,0	1,1
1827	1,80	21	27,1	37	14,1	0,8	19,6	1,8
1828	1,46	16	29,4	48	9,0	0,1	18,6	2,5
1829	1,54	21	23,3	37	5,0	0,2	14,7	2,1

Anos	Algodão		Borracha		Couros e Peles	
	Libras Ouro por Saca	% do Total	Libras Ouro por Tonelada	% do Total	Libras Ouro por Tonelada	% do Total
1822	76,3	25			69,4	16
1823	74,8	22			72,6	11
1824	75,2	23			64,3	10
1825	92,0	31			76,3	13
1826	65,0	11			72,0	19
1827	58,0	16	32,3	0,1	70,9	14
1828	50,4	17	58,9	0,2	70,4	9
1829	42,7	17	65,9	0,2	61,3	17

FONTE: Anuário Estatístico do Brasil 1939/1940, pp. 1377, 1379.

há ampla documentação, analisada na seção seguinte, mostrando que o estoque de metais aumentou acentuadamente. Os dados disponíveis sobre a cunhagem de metais são relacionados na Tabela II.4. Reunindo toda essa evidência, parece que a taxa de aumento dos preços foi de 9% ao ano, deixando pouca possibilidade para aumentos do produto real *per capita*. Assim, o aumento do estoque de moeda foi quase que totalmente absorvido pelos aumentos dos preços.

Resta pouca dúvida de que o período foi de crise econômica acentuada. A crise financeira e monetária foi somente parte de um problema geral de comércio exterior. A Tabela II.5 mostra os dados para os preços dos produtos brasileiros exportados, juntamente com sua participação no total das exportações. Couros e peles, algodão cru, café e açúcar contribuíram com 78% do total das exportações no começo do período. Há certa *impressão* de que a atividade econômica mais importante do País naquela época era a exportação desses produtos. A Tabela II.6 mostra as altas taxas negativas de crescimento dos preços internacionais dos produtos exportáveis. De fato, somente o preço do açúcar aumentou. É muito provável que as relações de troca (preços de exportação/preços de importação) tenham declinado, causando *provavelmente* uma redução da renda real. Entretanto, a taxa de câmbio, como salientado acima, foi depreciada à taxa anual de 8,5%. Assim, os rendimentos internos do setor exportador foram possivelmente mantidos a níveis estáveis.

TABELA II.6

TAXA MÉDIA DE CRESCIMENTO DO VALOR EXPORTADO EM MOEDA ESTRANGEIRA — 1822/29

Produto	% Anual
Café	- 12,7
Açúcar	1,7
Cacau	- 21,1
Fumo	- 7,8
Algodão	- 7,3
Couros e Peles	- 1,6

FONTE: *Anuário Estatístico do Brasil 1939/1940*, pp. 1377, 1379.

2.4.2

A Natureza da Política Monetária — 1822/29

Depois da volta de Dom João VI a Portugal, Dom Pedro I deparou-se com uma situação econômica insolúvel: o Tesouro achava-se em bancarrota. O Banco do Brasil, por sua vez, encontrava-se à beira de uma crise. E não havia outras fontes de recursos para financiar as despesas governamentais.

Uma das medidas tomadas pelo Regente foi a cunhagem de moeda, iniciada em maio de 1821.³³ Por algum tempo, o público preferiu o cobre ao papel-moeda, temendo uma possível falência do Banco do Brasil. Um dia antes da Independência, em 6 de setembro de 1822, Dom Pedro I ordenou a cunhagem de moeda de cobre pela Casa da Moeda, dando origem a ordens posteriores por todo o território brasileiro. Como resultado dessas políticas, o cobre e o papel converteram-se nas únicas formas de moeda no Brasil.

A formulação da política econômica foi bastante enérgica durante a administração do Ministério da Fazenda por Martim Francisco Ribeiro de Andrada, de 4 de julho de 1822 a 17 de julho de 1823.³⁴ O ministro estimou que a dívida pública ao Banco do Brasil era de 10.000 contos de réis, além de 3.000 à firma Young & Fannie e 2.000 ao Visconde do Rio Seco e outros credores privados. Diversas providências foram então tomadas pelo ministro. A primeira medida de importância, que seria renovada em 23 de abril de 1823, foi a portaria proibindo emissões de moeda a partir de 15 de outubro de 1822. Exigiu ele igualmente a redução gradual do estoque de moeda e a manutenção da relação entre o metal e o papel-moeda. Obviamente, essas reformas tornaram-se de execução impossível.³⁵

Em maio de 1823, o ministro suspendeu a arrecadação dos impostos pelo Banco do Brasil. Além disso, os impostos não mais seriam usados no futuro somente para o desenvolvimento

³³ Cavalcanti, *op. cit.*, pp. 133-4; Inglês de Souza, *op. cit.*, p. 55.

³⁴ Viana, *op. cit.*, p. 125; Inglês de Souza, *op. cit.*, p. 49; Cavalcanti, *op. cit.*, pp. 42-3; Ribeiro de Andrada, *op. cit.*; *Idem, O Ministro da Fazenda da Independência e da Maioridade: sua Ação no Governo e no Parlamento, suas Opiniões sobre Assuntos de Finanças* (Rio de Janeiro: Jacintho Ribeiro dos Santos, 1918), pp. 18-55.

³⁵ Cavalcanti, *op. cit.*, pp. 42-3.

do Banco. A metade da arrecadação seria usada para reduzir a dívida do Tesouro. O restante empregar-se-ia na compra de ações do Banco em nome do Tesouro. A última medida foi um empréstimo de 400 contos de réis para o financiamento das despesas governamentais.³⁶

Ao longo de sua curta administração, Martim Francisco Ribeiro de Andrada defendeu uma profunda reforma fiscal. Naquela época havia cinco fontes principais de receita governamental: direitos de 24% sobre o valor de mercadorias importadas, com exceção das portuguesas; taxas sobre a passagem de produtos através das fronteiras e do mar à terra; o imposto territorial; o imposto sobre a compra e venda de terra; e direitos de 20% na mineração de ouro.³⁷ Alegava-se queda dos direitos de importação devido a tratados celebrados em 1810 e 1815, que concediam à Inglaterra e a Portugal o monopólio comercial.

A situação do Banco melhorou de certa forma em 1824. Deveu-se isso em parte ao término da guerra no Sul em 1821. Entretanto, havia uma escassez crítica de moeda forte no Brasil. Por causa dessa situação, o Governo contratou um empréstimo no exterior.³⁸ Havia diversas razões para a realização do empréstimo, uma das quais seria o pagamento de compensação ao Rei de Portugal caso a independência do Brasil fosse finalmente reconhecida. O País também necessitaria de material bélico se a negociação pacífica não fosse possível. Finalmente, o restante poderia ser usado para melhorar o estado das finanças públicas brasileiras. Os administradores da época acreditavam que a forma de resolver esse último problema seria o pagamento da dívida ao Banco do Brasil em metais para que o Banco pudesse reduzir o estoque de moeda e valorizar o câmbio. Essa era a filosofia de Ribeiro de Andrada e de muitos de seus contemporâneos. Condições econômicas seguras somente poderiam ser conseguidas mantendo-se alta a relação metais/estoque de moeda, assim como a taxa de câmbio. Daí o início do *metalismo*, escola de pensamento econômico que dominou a política monetária e fiscal do Brasil durante grande parte do Império e da República. Essa filosofia é analisada em maior detalhe no capítulo seguinte.

³⁶ Ribeiro de Andrada, *O Ministro...*, pp. 19-23.

³⁷ Viana, *op. cit.*, p. 113.

³⁸ Para análise dos empréstimos estrangeiros durante o Império ver Liberate de Castro Carreira, "Empréstimos Externos", in *História Financeira e Orçamentária do Império do Brasil desde a sua Fundação* (Rio de Janeiro: Imprensa Nacional, 1889), pp. 655-69.

O empréstimo obtido alcançou 3 milhões de libras esterlinas. Um milhão foi contratado em agosto de 1824 e os 2 milhões restantes em janeiro de 1825.³⁹ Somente 600.000 libras esterlinas foram enviadas ao Banco do Brasil. O restante foi empregado em expedições militares e missões diplomáticas na Europa. Sendo assim, os objetivos econômicos para a obtenção do empréstimo não foram levados em consideração na utilização dos recursos. A situação monetária do País piorou consideravelmente durante a segunda metade do período 1820/30 graças à má administração do empréstimo.

Durante essa mesma década ocorreram dois outros acontecimentos em finanças internacionais. Em 29 de agosto de 1825, Brasil e Portugal chegaram a um acordo pelo qual o Brasil assumiu o pagamento do empréstimo português de 1823 como compensação à Coroa Portuguesa. Esse empréstimo totalizava 1,5 milhão de libras esterlinas com juros de 5% ao ano. O compromisso brasileiro foi de apenas 1,4 milhão de libras esterlinas, uma vez que já haviam sido efetuados dois pagamentos. O total era de 4.600 contos de réis à taxa de câmbio de 67,5 dinheiros esterlinos por mil-réis. Finalmente, em 3 de julho de 1829, foi contratado mais um empréstimo de 400.000 libras esterlinas para suprir os fundos necessários aos compromissos dos empréstimos de 1824 e 1825. Devido aos juros, comissões, etc., o valor dos compromissos atingiu 769.200 libras esterlinas, dando início assim à penosa acumulação da dívida externa brasileira. Esses empréstimos públicos não chegaram a contribuir positivamente para a modernização econômica do País.

2.4.3

Crise e Liquidação do Banco do Brasil

Durante a última parte do período 1820/30, o debate sobre o Banco do Brasil conquistou a atenção dos brasileiros. Em certo sentido, o debate começou com a proposta de Campos Vergueiro na Câmara dos Deputados em 31 de maio de 1826,⁴⁰ para se estabelecer uma comissão composta de dois membros

³⁹ Normano, *op. cit.*, p. 154; Cavalcanti, *op. cit.*, p. 35.

⁴⁰ Ver o texto da "Indicação" de Campos Vergueiro in Cavalcanti, *op. cit.*, pp. 44-5.

da Câmara e dois do Senado para analisar o capital do Banco, a dívida do Tesouro e de particulares, a emissão de notas bancárias, a dívida global do Banco e as ações do fundo de reserva. Em resumo, far-se-ia um inquérito total das operações do Banco. A comissão sugeriria em seguida medidas para a conciliação dos interesses do Banco do Brasil com os do Tesouro Nacional e do público, assim como faria uma proposta legislativa para a continuação ou reforma do Banco. Conquanto esse esforço não tenha sido bem sucedido, houve outros debates parlamentares em 1827 e fortes críticas ao desmando administrativo no Banco.⁴¹ Em 18 de junho de 1827, a comissão de finanças apresentou ao parlamento o relatório sobre o *funding* (consolidação) da dívida do Tesouro Nacional com o Banco e sua regulamentação legislativa, solicitando igualmente uma reforma do Banco.⁴²

A situação agravou-se com a generalização da cunhagem arbitrária de moedas de cobre. Já em 1827, a maior parte das moedas de cobre na Bahia eram falsas. Isto motivou um decreto imperial em 27 de novembro de 1827,⁴³ ordenando a troca das moedas de cobre da Bahia por notas emitidas pelo Tesouro. O decreto foi de extraordinária importância, sendo a primeira autorização legal para a emissão de papel-moeda pelo Governo. Posteriormente, o papel-moeda do Tesouro Nacional substituiria completamente as notas do Banco do Brasil.

Em 1.º de abril de 1829, as moedas de cobre valiam 40% a mais do que as notas do Banco do Brasil, as moedas de prata 110% a mais e, as de ouro, 199%.⁴⁴ Nessa ocasião, o Ministro da Fazenda, Miguel Calmon du Pin e Almeida, depois Visconde de Abrantes, introduziu na Câmara dos Deputados uma proposta para a liquidação do Banco.

A proposta de Abrantes resultou posteriormente na lei de 23 de setembro de 1829 que encerrou as atividades do Banco do Brasil.⁴⁵ A lei estipulava que a carta patente do Banco caducaria, de acordo com as regulamentações de sua criação, após 20

⁴¹ O texto do debate parlamentar encontra-se em Cavalcanti, *op. cit.*, p. 48.

⁴² *Ibid.*, p. 49.

⁴³ Ver o texto do decreto in Inglês de Souza, *op. cit.*, p. 60.

⁴⁴ Souza Franco, *op. cit.*, pp. 12-3; Ribeiro de Andrada, *Bancos...*, p. 20, que fornece estimativas para o ágio de 1822 a 1829. Em 1822, as moedas de ouro valiam 36% mais do que as notas do Banco.

⁴⁵ A lei e outros atos legislativos relevantes encontram-se em *Legislação...*, pp. 8-15. Ver igualmente Ribeiro de Andrada, *Bancos...*, pp. 31-2; Viana, *op. cit.*, pp. 143-4.

anos de funcionamento. A data de encerramento das operações seria 11 de dezembro de 1829. Entretanto, a liquidação deveria iniciar-se imediatamente. Uma comissão foi organizada para supervisionar a liquidação do Banco. Compunha-se de membros eleitos pela assembleia do Banco, além de um representante do Governo.

A lei também previa a substituição das notas do Banco e a criação de um papel-moeda de melhor aceitação pelo público. As novas notas seriam assinadas pelo Governo. Todos os demais tipos de emissão seriam proibidos. O que aconteceu foi a substituição das notas do Banco do Brasil por notas do Tesouro. Essa questão é analisada em detalhe no capítulo seguinte. Assim, as obrigações do Banco do Brasil converter-se-iam em obrigações do Governo. Até que todas as notas fossem resgatadas, as notas do Banco continuariam a ter o caráter de moeda legal.

Os historiadores econômicos brasileiros têm analisado e debatido cuidadosamente as causas da falência do Banco. É provavelmente uma crença generalizada de que o motivo fundamental da falência do Banco como instituição econômica foi sua interligação com o Governo. Em vez de cumprir funções básicas de intermediação e aumento gradual do estoque de moeda, o Banco converteu-se em fornecedor de recursos para pagar as despesas governamentais — o Banco do Governo.⁴⁶ As causas dos *deficits* do Governo foram a guerra no Sul do País, as compensações pagas a Portugal e as despesas com a criação de um exército e uma marinha de guerra.⁴⁷

Mas talvez não se tenha considerado devidamente a verdadeira causa do problema: as políticas monetárias inadequadas.⁴⁸

⁴⁶ Uma das análises mais lúcidas é a do Visconde de Souza Franco, *op. cit.*, pp. 13-4. Muitas de suas idéias se assemelham a correntes contemporâneas de teoria e política monetária. Mas na época não foram aceitas por muitos dos estadistas proeminentes e pelo público em geral. Em perspectiva histórica, a obra erudita de Souza Franco é um dos trabalhos mais bem realizados de economia política no Brasil (e provavelmente na América Latina igualmente), especialmente quando se leva em consideração a época e circunstâncias em que foi escrito.

⁴⁷ Ribeiro de Andrada, *Bancos...*, p. 18.

⁴⁸ Cavalcanti, *op. cit.*, p. 132.

A breve resenha dessas políticas mostra, sem dúvida, que careceram de imaginação e foram responsáveis pela maior parte do caos monetário do País. Uma das políticas mais negativas foi a da cunhagem de grandes quantidades de moeda de cobre. Outra, a autorização para emissões ilimitadas de papel-moeda pelo Banco do Brasil para financiar os aumentos das despesas governamentais.

Muitos autores também apontam os desmandos administrativos e até desonestidade na administração do Banco.⁴⁹ Os altos dividendos pagos aos acionistas são destacados como evidência dos rendimentos não-sociais recebidos pelos que contribuíram para os desmandos nos assuntos fiscais. Entre 1815 e 1829, os dividendos foram de aproximadamente 12% em média. Não obstante, tendo-se em conta a alta taxa de inflação, é necessário concluir que os dividendos reais não foram tão altos. Contudo, houve outros dividendos especiais e pagamentos que aumentaram as rendas dos acionistas.

Souza Franco criticou acertadamente a estrutura monetária do Brasil na época da Independência. Chamou também a atenção para a falta de uma mentalidade que pudesse compreender as funções de intermediação executadas pelas instituições bancárias. Argumentou igualmente que o Banco do Brasil deveria ter sido reformulado e continuado. Após a extinção do Banco, ficou o País sem qualquer instituição monetária moderna.⁵⁰ Outros autores, entretanto, argumentam que segundo o sentimento generalizado no Brasil as instituições monetárias eram indispensáveis para o progresso do País, para o desenvolvimento normal do comércio e para a industrialização gradual.⁵¹ Mas se essa mentalidade de fato existiu, não conseguiu influenciar a política governamental.

Não foi senão no período 1840 /50 que houve um debate nacional sobre a necessidade de instituições monetárias e o crescimento e diversificação dos mercados monetários e de capitais. O capítulo seguinte analisa esses aspectos.

⁴⁹ Souza Franco, *op. cit.*, p. 14.

⁵⁰ Souza Franco, *op. cit.*, p. 17.

⁵¹ Cavalcanti, *op. cit.*, p. 101.

III

O INSUCESO NA REFORMA DO MERCADO MONETÁRIO E O ESTABELECIMENTO DOS BANCOS EMISSORES — 1830/51

3.1

A Reforma do Estoque de Moeda: O Debate sobre o Cobre

3.1.1

Condições Econômicas

A liquidação do primeiro Banco do Brasil foi seguida por profunda crise econômica e política.

Uma das melhores fontes sobre a opinião generalizada no Brasil durante a crise de 1830/32 é o discurso do Ministro da Fazenda à Câmara dos Deputados,¹ que ressaltou em detalhes

¹ Reimpresso em Ramalho Ortigão, *A Moeda Circulante no Brasil* (Rio de Janeiro: Tip. do Jornal do Comércio, 1914), pp.32-3, e em Antônio Carlos Ribeiro de Andrada, *Bancos de Emissão no Brasil* (Rio de Janeiro: Imprensa Nacional, 1923), pp. 33-4.

as repercussões sociais, políticas e econômicas da política econômica de D. Pedro I. Entre as consequências econômicas encontravam-se o entesouramento do ouro e da prata e sua exportação. Assim, o País não dispunha de moeda forte. Além disso, o insucesso do Banco do Brasil tinha deixado o País com uma estrutura econômica precária. Os aumentos acentuados do estoque de moeda causaram uma considerável inflação. Isto forçou a depreciação da taxa de câmbio. Deve-se lembrar que a depreciação da taxa era considerada naquela época como um sintoma de condições financeiras precárias, refletindo não só parte da verdade convencional vigente mas também o fato de que uma grande parcela dos bens de consumo e bens de luxo era importada. Assim, os preços das importações aumentavam depois da desvalorização cambial, afetando o bem-estar das diversas classes. Era crença generalizada, contudo, que a taxa deveria ser a mais "alta" possível. De acordo com o Ministro da Fazenda, a desvalorização cambial afetava negativamente o comércio, causando insegurança. A inflação aumentava a tensão social, a especulação e as falências.

Essas idéias do Ministro da Fazenda em 1832 foram compartilhadas por muitos contemporâneos e historiadores.² A crise teve inclusive consequências políticas, mas a crise política não deve, naturalmente, ser atribuída unicamente a fatores econômicos. Em 7 de abril de 1831 Dom Pedro I abdicou, nomeando José Bonifácio de Andrada e Silva tutor de seus filhos.

3.1.2

O Relatório do Ministro da Fazenda Araújo Vianna

Ao longo desse período a crença comum era de que uma das causas fundamentais da crise monetária e cambial residia na circulação de moedas de cobre. O cobre não era, evidentemente, moeda forte. Assim, considerava-se que o estoque de moeda do Brasil não era intrinsecamente "valioso". Em vista dessa si-

² Victor Viana, *O Banco do Brasil: sua Formação, seu Engrandecimento, sua Missão Nacional* (Rio de Janeiro: Tip. do Jornal do Comércio, 1926), p. 154, exagerando indubitavelmente o valor analítico e prático dessas idéias. Ver igualmente Ribeiro de Andrada, *Bancos...*, *op. cit.*, pp. 33-5.

tuação, a Regência decretou o estabelecimento de uma comissão de inquérito para examinar o problema do cobre.³

O relatório da comissão continha seis apreciações e propostas dos comerciantes e proprietários convidados a redigir o documento.⁴ Sete itens principais foram considerados: o tipo de moedas em circulação no Império e o valor nominal total; a taxa de câmbio entre Londres e Maranhão, Pernambuco, Bahia e Rio de Janeiro; o ágio entre as moedas e as notas do Banco do Brasil e entre as moedas de cobre e outras moedas; o estoque de moeda requerido para as transações comerciais; meios ideais para resgatar as moedas de cobre; o efeito sobre o comércio e a riqueza da introdução gradual de metais fortes nas transações; e o estoque ideal de papel-moeda no novo padrão monetário. O objetivo da comissão era resolver esses problemas, fornecer dados e elaborar propostas para atos legislativos.

Araújo Vianna, depois Marquês de Sapucaí, assumiu pessoalmente a tarefa de calcular o montante do cobre falso em circulação.⁵ Estimou que o estoque de moeda do País em 1825 era de 24.000 contos de réis, incluindo as moedas metálicas. A análise de Sapucaí postulava uma relação inversa entre o “valor da moeda” e o seu estoque. Como aproximação do “valor da moeda”, sugeriu a taxa de câmbio. Usando essa fórmula e o estoque de moeda em 1825, Sapucaí extrapolou o seu montante e sua composição para 1832. Havia, de acordo com suas estimativas, 14.605 contos de moedas de cobre no Rio. O total para o Império era de aproximadamente 16.605 contos. As notas emitidas no Império chegavam a 34.950 contos. Aproximadamente 950 contos tinham sido destruídos ou desapareceram da circulação. Assim, havia 6.000 contos de moedas de cobre falsas circulando no Brasil. Com base nesses dados argumentou que a taxa de câmbio tinha-se mantido estável até 1825. O começo do caos

³ O decreto é encontrado em Cândido José Araújo Vianna, *Relatório* (Rio de Janeiro: Tipografia Nacional, 1833), s.p. A Regência, em nome do Imperador, decretou a medida.

⁴ “Parecer de Jorge March”, “Projeto sobre o Resgate da Moeda de Cobre por H. Riedy”, “Parecer de Ignácio Ratton, Francisco José da Rocha e Carlos Baker”, “Aditamento de Carlos Baker” e “Parecer de Francisco Cordeiro da Silva Torres”. O documento contém também as propostas de Araújo Vianna e seu relatório como Ministro da Fazenda.

⁵ *Ibid.*, p. 5.

monetário e do aparecimento das moedas falsas situava-se em 1827. Não obstante, Sapucaí teve cuidado de levantar dúvidas sobre a veracidade dos dados. Considerava-os superestimados, já que teria sido impossível falsificar tantas moedas em tão curto período de tempo.

É significativo analisar o arcabouço teórico de Sapucaí para compreender as idéias e acontecimentos que posteriormente contribuíram para a reformulação dos mercados monetário e de capitais do Brasil.⁶ Acreditava-se que o cobre não era adequado como moeda — meio de intercâmbio — sendo também fácil de falsificar. O papel poderia ser, temporariamente, mais adequado como meio de pagamento. Mas a longo prazo deveria ser substituído por metais fortes. O relatório foi baseado na análise da cunhagem de cobre, da emissão de papel-moeda e do comportamento da taxa de câmbio. O ponto fundamental do pensamento de Sapucaí era de que o estoque de moeda seria tanto mais “valioso” quanto maior fosse a proporção de metais fortes. Parece que o aspecto principal de sua preocupação com metais fortes era o da manutenção de uma taxa de câmbio supervalorizada.

Sapucaí considerou três propostas: a da comissão, uma proposta alternativa e um compromisso. A proposta dos membros da comissão foi substituir o cobre em circulação por papel-moeda resgatável a curto prazo. Seria esse o mesmo procedimento a ser seguido na solução do problema das notas do Banco do Brasil. Sapucaí, não obstante, enumerou quatro críticas à proposta. Primeiro, levaria muito tempo para ser implementada, já que seriam necessários pelo menos seis meses para imprimir o papel-moeda que substituiria as moedas de cobre. Segundo, seria altamente onerosa. Devido ao peso das moedas de cobre, o Governo teria que gastar altas somas em transporte e administração. Terceiro, a emissão de papel que não fosse lastreado em metais poderia causar profundas flutuações na produção, preços e riqueza. Finalmente, um volumoso *deficit* orçamentário seria requerido para administrar a execução da proposta.

O plano que merecia a preferência de Sapucaí era uma contraproposta às conclusões da comissão. Dizia respeito primor-

⁶ Esses comentários fundamentam-se no trabalho de Araújo Vianna, “Augustos e Dignísimos Senhores Representantes da Nação...”, pp. 2-13.

dialmente à definição de um padrão monetário para o Brasil. As moedas de cobre seriam usadas somente para transações fracionárias. Havia cinco considerações diferentes na proposta. Primeiro, a moeda de ouro de 6,4 mil-réis seria adotada como padrão monetário do Brasil. A paridade com a libra esterlina seria de 43,2 dinheiros esterlinos por mil-réis. Além disso, todas as moedas de ouro e prata, cunhadas ou não no Brasil, seriam aceitas como moeda legal. Segundo, iniciar-se-ia imediatamente a amortização das notas do Banco do Brasil à taxa de juros de 5% a.a. Terceiro, os impostos de exportação e importação deveriam ser pagos em papel-moeda ou metais fortes. Quarto, aceitar-se-ia temporariamente o pagamento de outros impostos em moedas de cobre à taxa de 1,3 mil-réis por libra esterlina. Quinto, liquidar-se-iam todas as casas de cunhagem, com exceção da Casa da Moeda da Corte (no Rio), que cunharia somente moedas de ouro de 6,4 mil-réis.⁷

A proposta de compromisso consistia em uma combinação das duas propostas anteriores.

A lei de outubro de 1833 tentou reformar o sistema monetário com respeito ao problema do cobre.⁸ O propósito da lei foi regulamentar a substituição das moedas de cobre pelo papel-moeda. Estipulou-se que as notas substituiriam as moedas com um ágio de 5%. Os governos provinciais administrariam a substituição. As moedas que não fossem substituídas após 2 meses da data do ato legislativo perderiam todos os direitos de moeda legal. As novas notas constituiriam moeda legal.

Em 8 de outubro, o novo padrão monetário e a lei bancária foram decretados.⁹ Essa lei também continha importantes determinações quanto ao papel-moeda, que são analisadas abaixo em maior detalhe. Do ponto de vista do padrão monetário, a lei estipulou condições semelhantes às propostas de Sapucaí.

⁷ *Ibid.*, pp. 11-13. A proposta conciliatória consistia em uma combinação das duas mais radicais.

⁸ “Lei n.º 52, de 3 de outubro de 1833”, in *Legislação sobre Papel-Moeda*, editado pelo Ministério da Fazenda (Rio de Janeiro: Imprensa Nacional, 1923), pp. 16-7.

⁹ “Lei n.º 59, de 8 de outubro de 1833”, in *Legislação...*, pp. 17-24.

3.2

A Reforma do Estoque de Moeda: Papel-Moeda

A reforma do sistema monetário com referência ao cobre achava-se intimamente ligada ao problema da reforma do papel-moeda criado pela liquidação do primeiro Banco do Brasil. Na realidade, Sapucaí elaborou um plano ambicioso de reforma.¹⁰ O estabelecimento de um padrão monetário “organizaria” o estoque de moeda. A deflação aumentaria o “valor” da moeda brasileira. E um novo Banco do Brasil, com carta patente bem regulamentada, promoveria a indústria e a agricultura. Obstáculos políticos e a deficiente estrutura econômica do Brasil naquela época impediram que o plano atingisse seus objetivos.

Um ato legislativo preliminar foi o decreto de 1.º de junho de 1833¹¹ o qual autorizou o Governo a fixar data definitiva para a substituição do papel-moeda. A obrigação legal das notas passou do Banco do Brasil ao Tesouro.

Muitos brasileiros contemporâneos e historiadores opinaram que a liquidação do Banco do Brasil foi um erro. Na opinião de um estadista do século XIX a liquidação foi o desmando mais importante no campo dos assuntos monetários brasileiros e teve conseqüências desastrosas para o futuro industrial do País.¹² Apesar da crença geral na austeridade monetária, os reformadores desejavam a continuação de uma instituição bancária no Brasil. Afinal de contas, a moeda e o sistema bancário moderno são duas das mais relevantes inovações econômicas e os brasileiros da época estavam cientes de sua importância. Assim, não surpreende verificar que Sapucaí propôs e conseguiu a aprovação de um ato legislativo prevendo o estabelecimento de um segundo Banco do Brasil.¹³ De fato, os reformadores acreditavam

¹⁰ Viana, *op. cit.*, pp. 189-90.

¹¹ “Decreto de 1.º de junho de 1833”, in *Legislação sobre Papel-Moeda*, pp. 15-7.

¹² Candido Baptista de Oliveira, citado in Viana, *op. cit.*, p. 217.

¹³ “Lei n.º 59...”, pp. 17-24; Viana, *op. cit.*, p. 181; Amaro Cavalcanti, *O Meio Circulante Nacional, Vol. I*, pp. 127-9; Liberato de Castro Carreira, *História Financeira e Orçamentária do Império do Brasil desde sua Fundação* (Rio de Janeiro: Imprensa Nacional, 1889), p. 192.

que essa instituição converter-se-ia no veículo mais rápido para a substituição das notas. O ato legislativo começou fixando o padrão monetário proposto por Sapucaí. Previa igualmente o estabelecimento de um novo Banco do Brasil. A nova instituição teria vigor por 20 anos, capital de 20.000 contos de réis (dos quais 2.000 seriam subscritos pelo Governo), o direito de fornecer empréstimos, redescontos, hipotecas e depósitos, assim como a emissão de notas. Todos os saldos governamentais seriam depositados no Banco, mas este não poderia emprestar ou receber empréstimos do Governo a não ser por autorização legislativa posterior.

O “segundo” Banco do Brasil não chegou a ser estabelecido devido à impossibilidade de serem obtidos recursos para constituir seu capital mínimo. As leis dispendo sobre a substituição do papel-moeda e das moedas de cobre foram mal cumpridas. De fato, houve diversos atos legislativos durante o período 1830/40 sobre a substituição das notas, assim como ordens para converter as mesmas em obrigações do Governo.¹⁴ Não foi senão em 1841 que as notas do primeiro Banco foram finalmente substituídas por notas do Tesouro.¹⁵ Foi um processo difícil e problemático que causou muitos atritos e até ação judicial.

3.3.

O Estabelecimento dos Bancos Privados

O primeiro esforço para estabelecer bancos privados no Brasil concretizou-se no Banco do Ceará, fundado em 1836. Foi estabelecido com um capital de 60 contos de réis.¹⁶ O Banco do

¹⁴ “Lei de 6 de outubro de 1835” e “Lei n.º 109, de 11 de outubro de 1837”, *Legislação...*, pp. 25-30. Ver também Cavalcanti, *op. cit.*, pp. 2-4, 32-6, 279-80; Castro Carreira, *op. cit.*, pp. 203-4, 211, 215; Ortigão, *op. cit.*, pp. 41-3.

¹⁵ Bernardo de Souza Franco, *Os Bancos do Brasil* (Rio de Janeiro: Tipografia Nacional, 1848), pp. 16-7

¹⁶ *Ibid.*, pp. 19-20; Carlos Ingléz de Souza, *A Anarquia Monetária e suas Conseqüências* (São Paulo: Monteiro Lobato & Cia., 1924), pp. 29-30; Viana, *op. cit.*, p. 315; J. F. Normano, *Brazil, a Study of Economic Types* (Chapel Hill: The University of North Carolina Press, 1935), p. 172.

Ceará, não obstante, foi liquidado em 1839 devido à falta de recursos para manter o crédito de suas notas. O problema fundamental foi o empréstimo de 170 contos de réis a longo prazo feito em 1838. Uma lei provincial de 3 de setembro de 1836 ordenou a subscrição de 50 ações pelo Tesouro provincial. Previu também a aceitação das notas no pagamento de impostos. Mas esses privilégios não foram suficientes em vista dos desmandos administrativos das finanças do banco.

As condições econômicas começaram a melhorar gradualmente depois da crise criada pela abdicação de Dom Pedro I. O comércio exterior aumentou e a população passou a crescer mais rapidamente. A atividade bancária era indispensável. Um grupo de capitalistas estabeleceu na cidade do Rio de Janeiro o Banco Comercial em 10 de dezembro de 1838.¹⁷ O banco operou durante quatro anos sem carta patente ou reconhecimento oficial. No início, caracterizava-se como um banco de emissão, pois emitia *vales* (bilhetes a serem pagos três dias após a apresentação) a juros baixos. As operações iniciais compreendiam depósitos, redescontos e empréstimos.

O Banco Comercial do Rio de Janeiro, que se poderia considerar como a primeira instituição bancária privada do Brasil, prosperou consideravelmente entre 1838 e 1842. Sua carta patente foi finalmente aprovada em 23 de junho de 1842. Como as cartas patentes são importantes determinantes da estrutura bancária e financeira de um país, é interessante considerá-las detalhadamente. O banco foi autorizado a operar por um período de 20 anos.¹⁸ O capital foi fixado em 5.000 contos de réis. Assim, era proporcionalmente menor do que o primeiro Banco do Brasil (especialmente em termos reais) e do que a proposta para o segundo Banco do Brasil.

Numerosas operações foram permitidas ao novo banco: depósitos em moedas, jóias, ouro e ações, depósitos à vista, adiantamentos de dinheiro, saque a descoberto, desconto de letras de câmbio e outros papéis comerciais, empréstimos com base em moeda forte, títulos governamentais, ações do banco, operações de câmbio e transferência de depósitos, vales e depósitos a prazo. O redesconto de papéis comerciais seria à taxa fixa correspondente a quatro meses e seria requerido o endosso

¹⁷ Viana, *op. cit.*, pp. 315-16.

¹⁸ Uma descrição minuciosa do banco encontra-se em Souza Franco, *op.cit.*, Capítulo II.

de pelo menos duas empresas reconhecidas. O período máximo para o pagamento dos vales após apresentação era de três dias e os juros de 2% ao ano. Constituíam-se numa obrigação do banco e, assim, parte do estoque de papel-moeda. Instrumentos semelhantes foram utilizados durante a revolução industrial em outros países. Deveriam ser pagos no banco em moeda legal. Os vales de 500 réis venciam em 10 dias após a apresentação. O total da emissão não podia exceder um terço do capital do banco. Assim, o banco tinha de fato o direito de emissão.

Um ilustre contemporâneo argumentou que a assistência potencial do banco às atividades econômicas foi severamente limitada pela sua carta patente:¹⁹

“Como se vê dos artigos acima, foi o Banco estabelecido no sentido mui restrito da limitação de seus auxílios ao comércio, que é em regra a indústria, que só pode satisfazer com o diminuto prazo de quatro meses, e no de procurar na emissão dos vales o desenvolvimento do capital, e as somas precisas para suprir aquele freguês, e para distribuir dividendo vantajoso aos acionistas. Mas coarctada a emissão, e embaraçado pela quase impossibilidade de uma decisão, que aumente o capital com a venda de novas ações, o Banco funda hoje seu principal rendimento no emprego de somas recebidas a prêmio, ou depósitos a prazo e com juros.”

Duas conseqüências da carta patente devem ser destacadas: os baixos rendimentos pagos aos depósitos (4 a 4,5%), as reduzidas operações comerciais e a pouca ajuda à indústria.

Destarte, os lucros do Banco Comercial se originavam da diferença entre os juros pagos aos depositantes, 4 a 4,5%, e a taxa para redesconto de letras, 6 a 7% ao ano. Os registros históricos, porém, mostram amplamente que o Banco não satisfazia as necessidades da praça do Rio. Foi feita inclusive uma comparação com a cidade e o Estado de New York.²⁰ No período 1840/50, a população do Rio foi estimada em aproximadamente 200.000 habitantes. A cidade tinha somente um banco com um capital de 2.500 contos e com suas operações restringidas pelo próprio montante reduzido do capital e pelas imposições da carta patente.

¹⁹ *Ibid.*, p. 23.

²⁰ *Ibid.*, pp. 25-6.

Em contraste, a cidade de New York, com uma população de aproximadamente 312.710 em 1840, tinha 24 bancos em 1842, com capital total de cerca de 50.394 contos. E o Estado de New York, com uma população de 2.428.000, possuía 150 bancos em 1844, com um capital total de aproximadamente 83.410 contos. Esses dados permitem concluir que a estrutura financeira do Brasil e a atividade econômica em geral eram extremamente atrasadas tanto em termos relativos como absolutos. Difícilmente se poderia esperar progresso com base em um mercado monetário e de capitais tão reduzido.

Os dados disponíveis revelam, contudo, que o Banco Comercial progrediu significativamente durante aquele período. O capital era de 1.000 contos de réis em 1838, 2.500 em 1842 e 4.000 em 1852. O redesconto de papéis aumentou de 1.460 contos em 1839 para 10.629 em 1853. A emissão de notas elevou-se de 54 contos em 1840 para 1.574 em 1853. Assim, o período considerado foi de progresso para essa primeira instituição bancária privada.

O sucesso do estabelecimento e a prosperidade do Banco Comercial do Rio tornou-se um exemplo que seria seguido por todo o Império. O segundo banco a ser estabelecido foi o Banco Comercial da Bahia, em 2 de abril de 1845. As suas operações começaram em 16 de maio. A carta patente foi aprovada em 13 de novembro daquele ano, ²¹ sendo o banco autorizado a operar por um período de 15 anos, com um capital de 2.000 contos, gradualmente subscrito até 1847. A carta permitia operações semelhantes às do Banco do Rio. Havia, contudo, certas diferenças: A taxa de juros dos empréstimos e redescontos foi fixada em 8% a.a., e somente poderia ser reduzida por decisão da assembléia de acionistas.

Em contraste com o Banco do Rio, o Banco da Bahia dependia para seus lucros do uso do capital e da emissão de vales, em vez da diferença entre taxas de depósito e empréstimo. A taxa paga aos depositantes excedia a do Rio em 1,5 a 2%. O objetivo do banco era bem diferente. Na Bahia havia maior interesse na promoção da agricultura e do desenvolvimento industrial. Assim, o objetivo era emprestar a médio e longo prazos.

Outros bancos foram estabelecidos em bases semelhantes à carta patente do Banco Comercial. O Banco do Maranhão foi

²¹ *Ibid.*, "Capítulo III. Do Banco da Bahia".

criado em 10 de agosto de 1846, com um capital de 400 contos de réis. ²² A taxa de descontos foi fixada em 10%. Ao mesmo tempo em que emitia vales ao portador, dedicava-se a atividades de desconto.

O Banco do Pará foi fundado em 14 de setembro de 1847. ²³ As suas operações eram semelhantes às dos demais bancos. A taxa de juros sobre descontos e empréstimos foi estabelecida em 12% ao ano e, o prazo máximo, fixado em 6 meses. Os vales podiam ser pagos, em alguns casos, até 30 dias após a apresentação. A exemplo do Banco da Bahia, o Banco do Pará foi criado principalmente para promover o desenvolvimento industrial da província. Não obstante, o Banco da Bahia concedia crédito a prazos de até cinco anos enquanto que o do Pará limitava a dois anos e meio o prazo máximo. Os diretores foram escolhidos cuidadosamente com base em critérios de eficiência administrativa.

Uma tentativa de estabelecer um banco em Pernambuco para mobilizar todo tipo de poupanças ²⁴ não se concretizou, apesar da carta patente outorgada pelo governo provincial. Em 1851, mais dois bancos foram estabelecidos: o Banco Comercial de Pernambuco, com capital de 1.000 contos de réis, e o Banco do Brasil (Mauá), com capital de 10.000 contos. O desenvolvimento subsequente dos bancos, um processo em muitos sentidos autônomo, e as reações oficiais à concorrência dos vales com as notas do Tesouro Nacional são analisados no capítulo seguinte.

O Gráfico III. 1 mostra os dados para as duas mensurações do estoque de moeda e seus componentes. O fato mais evidente é a grande quantidade relativa de depósitos a prazo. Os dados mostram claramente o aumento acentuado dos depósitos. O crescimento foi descontínuo entre 1843 e 1848. A ponderação relativamente maior dos depósitos a prazo (ajustados) explica por que o estoque de M_2 estabilizou-se durante o período 1848/51, enquanto o estoque de M_1 e a moeda em poder do público caíram.

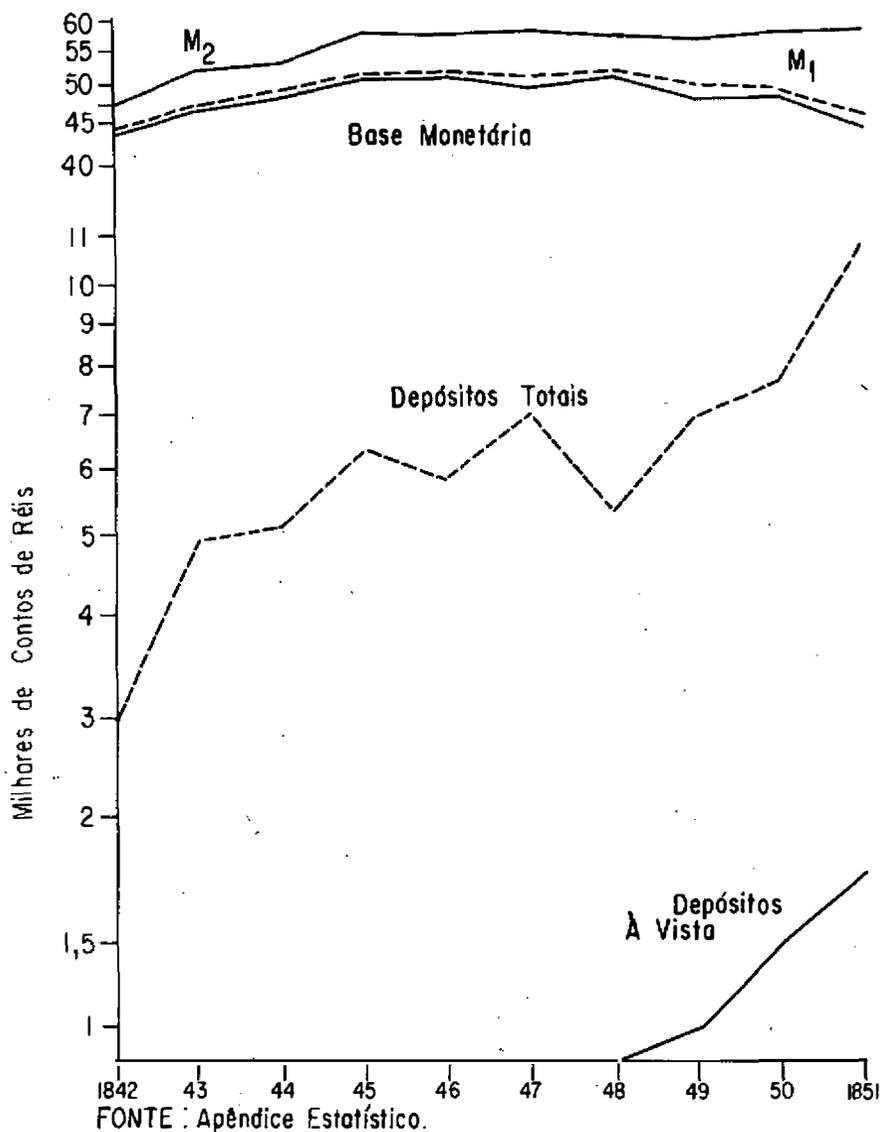
²² *Ibid.*, "Capítulo IV. Do Banco do Maranhão", p. 31.

²³ *Ibid.*, "Capítulo V. Do Banco do Pará".

²⁴ *Ibid.*, "Capítulo VI. Do Banco, ou Caixa de Socorro Provincial de Pernambuco".

GRÁFICO III - 1

BRASIL, ESTOQUE DE MOEDA, BASE MONETÁRIA,
DEPÓSITOS À VISTA E DEPÓSITOS TOTAIS-1842/51



3.4

A Análise da Escola de Intermediação

Travou-se um debate público no Brasil em meados do século passado a respeito da formulação adequada da política econômica. Os *apelistas* preferiam um padrão fiduciário e os *metalistas* defendiam um padrão metálico. É difícil compreender a evolução das instituições creditícias e monetárias do Brasil sem uma análise dessas duas escolas de pensamento. Nesta seção, analisa-se em detalhe os princípios e a política econômica da *escola de intermediação*: Posteriormente, durante a execução de uma contra-reforma, muitos dos metalistas chegaram a expor suas idéias com perfeição. Contudo, a análise da escola metalista é deixada para o próximo capítulo.

3.4.1

A Crítica da Estrutura Bancária Brasileira

O desenvolvimento relativamente autônomo (isto é, independente da política governamental) das instituições bancárias no Brasil foi acompanhado pela divulgação de uma nova teoria bancária que se assemelha àquela desenvolvida em muitos países industriais no processo de industrialização incipiente.²⁵ A exposição principal foi a de Bernardo de Souza Franco, depois Visconde de Souza Franco e Ministro da Fazenda.²⁶ Parte do trabalho clássico de Souza Franco foi dedicado à descrição dos bancos brasileiros estabelecidos após 1840 e suas cartas patentes. A segunda parte do livro era muito mais ambiciosa:²⁷

“Decidi-me a publicar este pequeno opúsculo pela consideração de que em um país novo e falto de capitais, como o Brasil, é-lhe serviço importantíssimo procurar desenvolver seus trabalhos e lançar mão das instituições de crédito, como o mais poderoso meio de aproveitar os capi-

²⁵ Rondo E. Cameron, *Banking in the Early Stages of Industrialization* (New York e Londres: Oxford University Press, 1967).

²⁶ Souza Franco, *op. cit.*, p. 48.

²⁷ *Ibid.*, p. 3.

tais desempregados, pô-los a serviço da indústria, e como que os duplicar em seu benefício.”

Nessa segunda parte Souza Franco analisou, em termos de sua relevância para o Brasil, as experiências e teorias bancárias em curso no País.

O objetivo básico era a crítica da estrutura bancária existente, descrita na primeira parte do livro, utilizando-se os princípios da atividade bancária. Dois critérios refletiam interesses diferentes. De acordo com o critério social, um banco deveria mobilizar saldos ociosos e emprestá-los a taxas mais baixas e a prazos mais favoráveis do que os que prevaleceriam caso não existisse a instituição. O segundo critério consistia na organização de uma empresa financeira sólida, que fornecesse lucros aos seus acionistas.

Souza Franco classificou o Banco da Bahia e o Banco do Rio de Janeiro como casos típicos, respectivamente, de instituição socialmente adequada e de instituição apenas parcialmente adequada. O Banco do Rio emprestava a juros mais altos e prazos mais curtos, pagando baixos juros aos depositantes. Apesar da existência da instituição, Souza Franco acreditava que o Rio ainda precisava de uma instituição para mobilizar as poupanças. Na sua opinião, as oportunidades produtivas eram abundantes mas as instituições de crédito permaneciam obsoletas. Assim, o progresso foi preterido devido à atrofia da estrutura já deficiente do sistema bancário. Havia necessidade de mais bancos e empréstimos a prazos maiores para diversos projetos. Tentando obter dividendos maiores para seus acionistas, o Banco do Rio satisfazia o segundo critério. Mas isso era feito em detrimento da função de intermediação. Empréstimos a curto prazo restringiam a atividade bancária às funções comerciais. A indústria e a agricultura, carentes de diversos tipos de crédito, foram seriamente negligenciadas.

O Banco da Bahia, por outro lado, aproximava-se mais estritamente do ideal de intermediação. Os empréstimos eram a prazos mais longos. Mas isso não poderia ser levado a extremos. O banco não poderia emprestar todo o seu capital a prazos longos devido à necessidade de liquidez para satisfazer os depósitos à vista e vales com vencimento próximo. Em ocasiões de crise financeira, como de fato ocorreu, o banco talvez não dispusesse de recursos suficientes para saldar seus compromissos e conceder empréstimos a seus clientes.

3.4.2

As Relações dos Bancos com o Governo

Souza Franco analisou com certos detalhes a experiência das cartas patentes dos bancos nos países ocidentais. Verificou que na França vigoravam leis bastante restritivas. Na Inglaterra, a Lei Peel de 1844 havia proibido os bancos de emissão. E os Estados Unidos requeriam cartas patentes para o estabelecimento de um banco.

Essa experiência estrangeira, na sua opinião, era proveitosa para o Brasil. O País deveria tentar regulamentar a atividade bancária, mas sem restringir a intermediação. Naquela época, o Brasil não possuía leis bancárias e de sociedades anônimas. O Código Comercial não era suficiente para a regulamentação da atividade bancária. Assim, havia necessidade de uma lei extensa sobre o sistema bancário. Os bancos estavam desenvolvendo-se autonomamente e sem regulamentação. Vinha ocorrendo uma grande defasagem entre o início das operações de um banco e sua aprovação legislativa. No caso do primeiro banco, passaram-se cinco anos antes que suas operações fossem aprovadas por decreto. A experiência americana fora caracterizada por numerosas falências de bancos e injustiças que poderiam ser evitadas no Brasil. O sistema bancário era importante demais para ser deixado sem regulamentação.

Outro problema importante era o direito de emissão. Em princípio, esse direito estava intimamente ligado ao Governo. Os bancos brasileiros queixavam-se constantemente dos obstáculos à emissão de notas e vales. Souza Franco acreditava que o volume de notas era determinado pelas necessidades do mercado. Mas deveria haver certa restrição quanto ao volume da emissão de notas pelos bancos, individualmente. Conquanto os vales e outros instrumentos bancários não representassem moeda legal, eles faziam parte do estoque de moeda. Assim, os bancos produziam um impacto importante sobre a atividade econômica e o bem-estar da comunidade. O Governo tinha o direito de restringir as emissões para impedir a especulação, a inflação e o caos. O problema não era tanto o direito de emissão como a falta de regulamentação para impedir o abuso desse direito.

3.4.3

A Reforma do Sistema Bancário Brasileiro

Parte considerável do trabalho de Souza Franco foi dedicada ao problema da reforma bancária. No seu ponto de vista, o estabelecimento deveria ser aprovado por ato legislativo. Pela legislação em vigor, a atividade bancária regia-se pelo Código Comercial, sendo considerada como atividade comercial. A reforma deveria consistir em um ato legislativo, submetendo os bancos à inspeção do Ministério da Fazenda.

Depois de um estudo detalhado sobre as vantagens de um banco central, Souza Franco duvidou dos benefícios que adviriam dessa instituição dentro da estrutura financeira do Brasil daquela época. As vantagens da centralização ficariam eliminadas pelos obstáculos das grandes distâncias e meios de comunicação precários. Assim, o banco central poderia atrasar a disseminação das atividades bancárias por todo o Império. Um banco central precisaria igualmente de muitos privilégios a serem concedidos pelo Governo, causando desconfiância e a repetição de muitos dos problemas anteriores, além de servir também para retardar a atividade empresarial. Finalmente, poderia entrar em conflito com os princípios de governo representativo, constituindo-se, assim, num monopólio restritivo.

A maior parte do debate focalizou a composição do estoque de moeda. Tudo se resumia no tipo de reservas dos bancos: metais ou notas do Tesouro. Souza Franco acreditava que os metais seriam melhores devido à sua aceitação generalizada. As notas poderiam depreciar-se. Mas os metais tinham algumas desvantagens. Especificamente, dificultavam o estabelecimento dos bancos, já que eram muito escassos. Era difícil e lento o transporte e a contagem dos metais que teriam de ser deslocados de outras atividades, permanecendo ociosos nas caixas dos bancos e resultando num custo de oportunidade relativamente alto. Finalmente, o uso exclusivo de metais não era possível dentro de um sistema financeiro complexo. Um exemplo era o caso da Inglaterra, onde as notas não eram suficientes e instituições mais complexas, como a câmara de compensação, tiveram que ser estabelecidas.

O modelo de crescimento de Souza Franco era bastante simples, assemelhando-se em muitos aspectos ao modelo de desenvolvimento de Schumpeter. Partia da suposição de que no

Brasil havia grande número de possibilidades de atividades produtivas. No primeiro estágio, a industrialização e a acumulação de capital seriam efetuadas através de instituições de crédito. Originar-se-ia então uma entrada de capitais e mão-de-obra qualificada do exterior, permitindo a obtenção de taxas de rendimento maiores, acelerando-se o processo de crescimento, e tornando-o auto-sustentável. Nesse modelo, os bancos seriam a chave do progresso.

O desenvolvimento dos bancos, o “motor” de crescimento no modelo de Souza Franco, seria impossível sem a criação de instrumentos de crédito. Destarte, a reforma do estoque de moeda estava intimamente ligada à reformulação do sistema bancário. Souza Franco enfatizou que o importante era o valor extrínseco da moeda, isto é, o dinheiro é valioso não por si mesmo, mas pelo que se pode obter em troca dele. Assim, propôs que o estoque de moeda fosse composto de papel-moeda e moedas metálicas. As moedas seriam usadas para transações fracionárias. A base da proposta de reforma foi a manutenção das notas do Tesouro em circulação, permitindo-se o aumento de notas bancárias e transformando-se o meio circulante numa obrigação privada, ao invés de uma obrigação governamental. As notas bancárias seriam conversíveis em metais e a base do sistema bancário seria a rede de bancos provinciais.

Dessa forma, o aspecto fundamental da reforma proposta por Souza Franco era a lei que previa o estabelecimento de bancos provinciais. A carta patente vigoraria por um período de 30 anos. Os bancos teriam que converter dois terços de seu capital em notas do Tesouro Nacional, recebendo quantidade idêntica em títulos do Governo a juros de 3% ao ano. Os títulos não poderiam ser negociados durante o período de operação do banco. O restante do capital seria mantido sob a forma de metais e constituiria as reservas do banco. Os bancos deveriam converter à vista e em ouro seus instrumentos de crédito, publicando seus balancetes mensalmente.

A proposta de Souza Franco permitia aos bancos realizar a maior parte das operações. Além disso, os bancos poderiam emitir notas desde que o volume da emissão não excedesse o total possuído sob a forma de títulos e metais. A responsabilidade dos acionistas limitar-se-ia ao valor das ações. Em casos de escassez de moedas o Governo poderia autorizar o aumento do volume da emissão de notas até um terço do total. Concomitantemente, o Tesouro Nacional poria termo à emissão de notas,

restringindo sua atividade à substituição das usadas. Finalmente, a proposta previa ajuda ao desenvolvimento bancário nas províncias que sofressem de escassez pronunciada de capital.

Em sua proposta, Souza Franco explicitava três objetivos:²⁸

“ 1. Na organização de estabelecimentos de crédito em todas as províncias que os comportem, e de filiais ou caixas de desçontos nas outras e nas grandes povoações, desenvolvendo-se-lhe assim os meios de trabalho, e animando a indústria nacional.

2. Na substituição das notas do Tesouro de valor instável, e sujeito à contínua oscilação, por notas do Banco, realizáveis em metais, e portanto de valor mais fixo e seguro e menos sujeitas à falsificação.

3. Em que ficando por esta forma aos bancos o fornecimento da moeda precisa aos mercados de seu círculo, dá-se mais regularidade no suprimento e mais certeza de que a quantidade das notas circulantes será a exigida pelo mercado, porque aliás o banco emitirá as que faltem, ou vir-lhe-ão ao troco por metais as que sobrem em hipótese contrária.”

É de importância crucial o fato de incluir ele o papel desenvolvimentista dos bancos nos estágios iniciais da industrialização. Em muitos aspectos, essa foi a experiência histórica de muitos países ocidentais.²⁹ Assim, Souza Franco expressou uma *visão* incomum na sua análise do processo de desenvolvimento e do estabelecimento da indústria nacional, fornecendo um modelo de crescimento a longo prazo para um país com as peculiaridades brasileiras. Seu trabalho, além de erudito, baseava-se numa análise clara do desenvolvimento de outros países cuja experiência tinha pesquisado detalhadamente. A proposta para concessão do direito de emissão aos bancos privados tinha muito em comum com a história bancária dos países europeus. Finalmente, Souza Franco tentou propor um sistema no qual a iniciativa privada decidiria o estoque de moeda ideal no sentido de melhor promover os objetivos de intermediação e estabilidade.

Souza Franco defendeu a viabilidade de seus programas de reforma. Havia dois aspectos nessa viabilidade: a lucratividade, do ponto de vista dos bancos privados, e a possibilidade geral de estabelecer um sistema complexo. Provavelmente, os bancos privados seriam lucrativos, fato que havia sido verificado pelo es-

²⁸ *Ibid.*, pp. 95-6.

²⁹ Cameron, *op.cit.*

tabelecimento autônomo de bancos naquele período. Um exemplo apresentado por Souza Franco ajudaria a elucidar o assunto. Suponha-se que um banco que iniciasse suas operações com um capital de 3.000 contos e desse total tivesse que comprar 2.000 contos em títulos do Governo e 1.000 contos em metais para constituir suas reservas metálicas, emitindo um total de 15.000 ações, a 0,20 conto cada. Sua receita bruta seria:

	Contos de réis
8% do Capital Total em Notas Emitidas	240
3% de 2.000 Contos em Títulos	60
Juros de Depósitos e Outras Operações	20
	320
Total	320

Supondo-se ainda que as despesas de operação fossem de 40 contos, a receita líquida seria de 280 contos e após a dedução das reservas poder-se-ia pagar dividendos de 9% ao ano. Assim, do ponto de vista de um banco privado, o negócio seria bem lucrativo. Contudo, duvidava-se da viabilidade do sistema como um todo. Souza Franco acreditava que se levariam muitos anos para estabelecer um sistema desse tipo. Isso devia-se em parte ao âmbito nacional do seu plano. Entretanto, apesar da inércia nas províncias mais atrasadas, esperava-se que o sistema pudesse desenvolver-se gradualmente, satisfazendo as necessidades de crédito do Brasil, mas à custa de certo desnível regional.

3.5 O Padrão Ouro, a Tarifa Alfandegária e a Necessidade de Reforma

3.5.1. A Lei do Padrão Ouro

Em 1840, uma comissão de inquérito foi criada na Assembléia-Geral para determinar se era necessário um novo padrão monetário.³⁰

³⁰ Castro Carreira, *op. cit.*, p. 229.

A questão tornou-se uma preocupação constante do Ministério da Fazenda e da Assembléia até 1846. Nesse ano, a composição do estoque de moeda transformou-se no tema principal do debate.³¹

A proposta original para reforma do padrão monetário foi reformulada pela lei de 11 de setembro de 1846.³² Estipulou-se que o Governo começaria a aceitar nas repartições públicas moedas de ouro de 22 quilates à taxa de uma oitava por 4 mil-réis. O Governo foi também autorizado a reduzir o estoque de moeda na proporção necessária a fim de obter-se a paridade fixada pelo ato legislativo. Essa foi a terceira mudança da paridade do mil-réis. Originalmente, uma oitava de 22 quilates equivalia a 1,6 mil-réis. A taxa de câmbio implícita era de 67,5 dinheiros esterlinos por mil-réis. A lei de 1833 aumentou para 2,5 mil-réis o preço de uma oitava de ouro, sendo a taxa implícita de 43,5 dinheiros esterlinos. A nova lei resultava numa taxa de câmbio de 27 dinheiros esterlinos por mil-réis. Assim, desvalorizava-se o mil-réis. Autorizou-se igualmente o Governo a determinar a taxa de câmbio entre o ouro e a prata.

Em 28 de novembro de 1846, um decreto fixou a taxa de ouro/prata em 1:15,625³³ e uma lei de 20 de setembro de 1847 autorizou o Governo a cunhar ouro e prata. O resultado dessa legislação foi o uso mais generalizado dos metais para pagamentos, especialmente ao Governo. Também eram aceitas moedas estrangeiras. Gradualmente, o Governo adotou a política de deixar a determinação da taxa entre o ouro e a prata às forças do mercado. O Ministro da Fazenda argumentou que a medida tinha o efeito de valorizar a taxa de câmbio.³⁴ A taxa de câmbio valorizou-se consideravelmente após 1846. Assim, a nova paridade consistiu em uma desvalorização em relação à paridade de 1833; mas resultou numa valorização em relação à taxa de câmbio do mercado.

³¹ Cavalcanti, *op. cit.*, p. 55.

³² *Legislação...*, pp. XXIV-XXVII; Viana, *op. cit.*, p. 301.

³³ Brasil, Ministério da Fazenda, *Proposta e Relatório Apresentados à Assembléia-Geral Legislativa na Quarta Sessão da Sexta Legislatura, pelo Ministro e Secretário de Estado dos Negócios da Fazenda Antonio Francisco de Paula e Hollanda Cavalcanti d'Albuquerque* (Rio de Janeiro: Tipografia Nacional, 1847), pp. 42-5; Amaro Cavalcanti, *op. cit.*, pp. 60-3.

³⁴ Ministério da Fazenda, *Proposta...*, p. 44.

A conseqüência fundamental da lei foi situar o Brasil no padrão ouro (pelo menos legalmente). A lei definia cuidadosamente o conteúdo de ouro da unidade monetária brasileira.³⁵ O propósito da lei foi promover a entrada de ouro e consolidar a moeda metálica no Brasil. Seguiu-se um critério metalista: o dinheiro era valioso por si mesmo. Grande quantidade de metais fortes no estoque de moeda equivaleria a altos níveis de bem-estar e de prosperidade nacional.

3.5.2 A Legislação Alfandegária de 1844

Salientou-se anteriormente que a chegada da Família Real ao Brasil e a transferência da Corte para o Rio causaram um interesse temporário pelos manufaturados nacionais e certo abandono do mercantilismo. Durante os anos iniciados em 1830, o padrão de desenvolvimento econômico que o Brasil seguiria no século XIX já havia sido consolidado: “Já em 1830 o sucesso da agricultura de exportação no Brasil, com o café superando tanto o algodão como o açúcar, fixou o padrão econômico ao qual o Brasil se conformaria nos 80 anos seguintes. Esse padrão determinou o tipo de mão-de-obra que afluiria ao Brasil, a natureza do comércio brasileiro, o papel do Governo e, como resultado desses fatores, o ritmo da industrialização brasileira”.³⁶ Esse padrão caracterizou-se por grandes propriedades agrícolas na zona central do Sul brasileiro, abundância de cambiais com as quais se poderiam pagar manufaturados importados mais baratos, a absorção de grande parcela dos lucros da cafeicultura pelos exportadores e agentes urbanos, a concentração dos investimentos no comércio de escravos e em atividades de importação e exportação em detrimento de fontes para capital industrial e o aumento da poderosa influência política de grupos comerciais e agrícolas opostos à indústria nacional de produtos manufaturados mais caros. Esses foram importantes fatores do atraso industrial do Brasil no século XIX. Devido ao uso generalizado de escravos como

³⁵ *Legislação...*, pp. X-XI.

³⁶ Stanley J. Stein, *The Brazilian Cotton Manufacture* (Cambridge, Mass.: Harvard University Press, 1957), pp. 3-4.

mão-de-obra durante prolongado período,³⁷ retardou-se até o final do século o início da imigração de mão-de-obra qualificada de origem européia. Essa interpretação do Professor Stanley Stein é bem sugestiva em relação ao atraso brasileiro e ao insucesso em modernizar o País no século XIX. O resultado concomitante foi uma reduzida taxa de crescimento econômico real *per capita* tanto em termos relativos como absolutos.

É com base nesse esquema que a lei alfandegária de 1844 deve ser analisada.³⁸ Em 1841, a Assembléia-Geral já havia aprovado uma nova lei alfandegária. Entendia-se, porém, que era necessário fornecer uma fonte crescente de receitas e certa proteção à indústria nacional. O resultado foi a aprovação da lei de 1844. O objetivo fundamental da legislação era conseguir maiores receitas fiscais para eliminar o *deficit* orçamentário. A alíquota básica foi aumentada de 20 para 30%. Os manufaturados e outros produtos produzidos no Brasil, ou que pudessem ser aqui facilmente produzidos, pagariam a alíquota de 40 a 60%. Isso favoreceu principalmente o chá e produtos de vidro. Os alimentos, bens de capitais, livros e outros produtos pagariam de 2 até 25%. As taxas alfandegárias, pelo menos de acordo com as intenções manifestadas na lei, não deveriam ser discriminatórias. Em geral, a nova tarifa das alfândegas não era adequada do ponto de vista do protecionismo. Especificamente, a indústria têxtil não foi protegida. Mas uma legislação posterior concedeu privilégios às fábricas nacionais de tecidos tornando-as isentas de impostos alfandegários para importação de maquinaria, assim como de taxas sobre transporte interno.³⁹

3.6 Conclusões

A Tabela III.1 mostra os resultados da decomposição da taxa de crescimento da moeda, segundo as contribuições de cada

³⁷ José Arthur Rios, "Coffee and Agricultural Labor", in *Essays on Coffee and Economic Development*, editado por Carlos Manuel Peláez (Tradução de Magnolia Maciel Peláez). (Rio de Janeiro: Fundação Getúlio Vargas para o Instituto Brasileiro do Café, 1973).

³⁸ Brasil, *Proposta e Relatório apresentados à Assembléia-Geral Legislativa na Primeira Sessão da Sexta Legislatura pelo Ministro e Secretário de Estado dos Negócios da Fazenda Manoel Alves Branco* (Rio de Janeiro: Tipografia Nacional, 1845), pp. 34-9; Vilela Luz, *A luta...*, pp. 17-21.

³⁹ Vilela Luz, *A luta...*, p. 19.

TABELA III.1

FONTES DAS ALTERAÇÕES DA TAXA DE CRESCIMENTO DO ESTOQUE DE MOEDA DO
BRASIL — 1840/51

(percentagens)

Definição do Estoque de Moeda	Taxa Média Anual Contribuída* por				Contribuição Relativa** de			
	Total***	Base Monetária	Relação Moeda em Poder do Público/ Estoque de Moeda	Relação Encaixe dos Bancos/ Depósitos	Total***	Base Monetária	Relação Moeda em Poder do Público/ Estoque de Moeda	Relação Encaixe dos Bancos/ Depósitos
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
M_1	0,98	1,07	-0,09	0,002	100	109	-9	0
M_2	2,71	1,07	1,18	1,67	100	40	44	62

FONTE: Apêndice Estatístico.

* Computada pela aproximação da equação explicando a taxa de crescimento do estoque de moeda; ver Capítulo I.

** Colunas (1) até (4) divididas por (1).

*** As linhas não somam o total devido a erros de aproximação e arredondamento.

um de seus determinantes próximos, durante o período em que funcionaram os bancos emissores. Enquanto a taxa de crescimento do estoque de M_1 é decomposta sem erros, a taxa de crescimento de M_2 se decompõe com grande erro, em virtude da dificuldade de aproximação da equação básica (causada pela contribuição muito maior das relações, que revelaram grandes oscilações nos anos analisados). Praticamente, toda a variação, no crescimento de M_1 , originou-se da base monetária. Na verdade, porém, o estoque de M_2 é muito mais relevante para a análise do sistema bancário naquele período. Os depósitos à vista alcançaram apenas 12,6% dos depósitos a prazo e 3,8% do estoque de M_1 , enquanto que os depósitos a prazo constituíam 20% do estoque de M_2 . No período 1840/51, os depósitos à vista cresceram à taxa média anual de 14,5%, enquanto que os depósitos a prazo expandiram-se a 25,8% em média por ano. Naquela época, o custo de oportunidade de manter depósitos à vista era relativamente alto, na medida em que eles eram de utilidade limitada nas transações (o cheque ainda não existia). Apesar do erro considerável de aproximação, a análise das origens das variações da taxa de crescimento de M_2 sugere que o comportamento dos bancos comerciais e do público contribuiu mais para a variação da taxa de crescimento do estoque de moeda do que a ação do Governo. Tal fato reflete uma vez mais o elevado aumento inicial da produtividade e da receita do setor cafeeiro.

Os dados disponíveis mostram que o período 1808/29, de monopólio completo dos serviços bancários pelo Banco do Brasil (oficial), caracterizou-se por acentuada inflação e que o crédito oficial destinava-se simplesmente ao consumo governamental, ao invés de contribuir para as atividades econômicas efetivamente produtivas. Em contraste, o sistema de bancos emissores não só atendia o volume de crédito necessário à nova atividade econômica que deu início à modernização da economia brasileira — o café — e ao setor exportador, como o fazia com razoável estabilidade dos preços. Tal comparação, contudo, deve ser qualificada com respeito a dois aspectos. *Primeiro*, o período do Banco do Brasil caracterizou-se por condições desfavoráveis, do ponto de vista do comércio internacional, ao passo que o dos bancos emissores foi de rápido desenvolvimento comercial. Nesse sentido, portanto, é evidente que os bancos particulares no Brasil foram uma resposta do setor privado à maior lucratividade do setor bancário, resultante do elevado crescimento da produtividade no setor exportador. Não existia tal “estimulante do progresso” (o *engine of growth* de Robertson-Nurkse) du-

rante o período do Banco do Brasil. *Segundo*, enquanto a política econômica do Governo, no período 1808/29, era eminentemente inflacionária — consistindo na criação de moeda para financiamento dos *deficits* orçamentários — no período 1840/50 foi eminentemente deflacionária, com reflexo no esforço de valorização da taxa de câmbio ao nível da paridade ouro de 1846. A despeito dessas qualificações, no entanto, a experiência brasileira oferece evidência adicional dos méritos comparados dos dois sistemas.

O sistema bancário que se desenvolveu de forma autônoma durante aquele período foi, provavelmente, uma das melhores estruturas financeiras para a época, no Brasil, ou pelo menos melhor do que o monopólio completo do mercado de crédito nas mãos de um banco oficial, tendo-se em vista a circunstância da existência de saldos comerciais em rápida expansão e a excepcional oportunidade para o progresso acelerado e para a monetização da economia.

IV

CONSOLIDAÇÃO DO SISTEMA MONETÁRIO BRASILEIRO - 1849/69

4.1

O Movimento dos Indicadores Agregados

O Gráfico IV.1 mostra o comportamento dos indicadores monetários para o Brasil, no período 1849/69. O estoque de moeda elevou-se rapidamente no período 1850/57 a uma taxa média anual de 9,3% para M_1 e 8% para M_2 , por causa da política monetária relativamente liberal e da expansão dos bancos privados de emissão. Houve uma contra-reforma metalista após 1858 e a implementação de uma política econômica austera a partir de 1860. As restrições à atividade bancária e a política monetária restritiva resultaram em forte declínio do estoque de moeda, que não acusou nenhum aumento até o terceiro trimestre de 1862. A queda mais acentuada da base monetária do que a do estoque de moeda mostra que o Governo foi o principal responsável por tal fato. O crescimento do estoque de moeda a partir de 1863 teve como principal causa o financiamento da Guerra do Paraguai, e secundariamente a política de estabilização mais liberal de 1864.

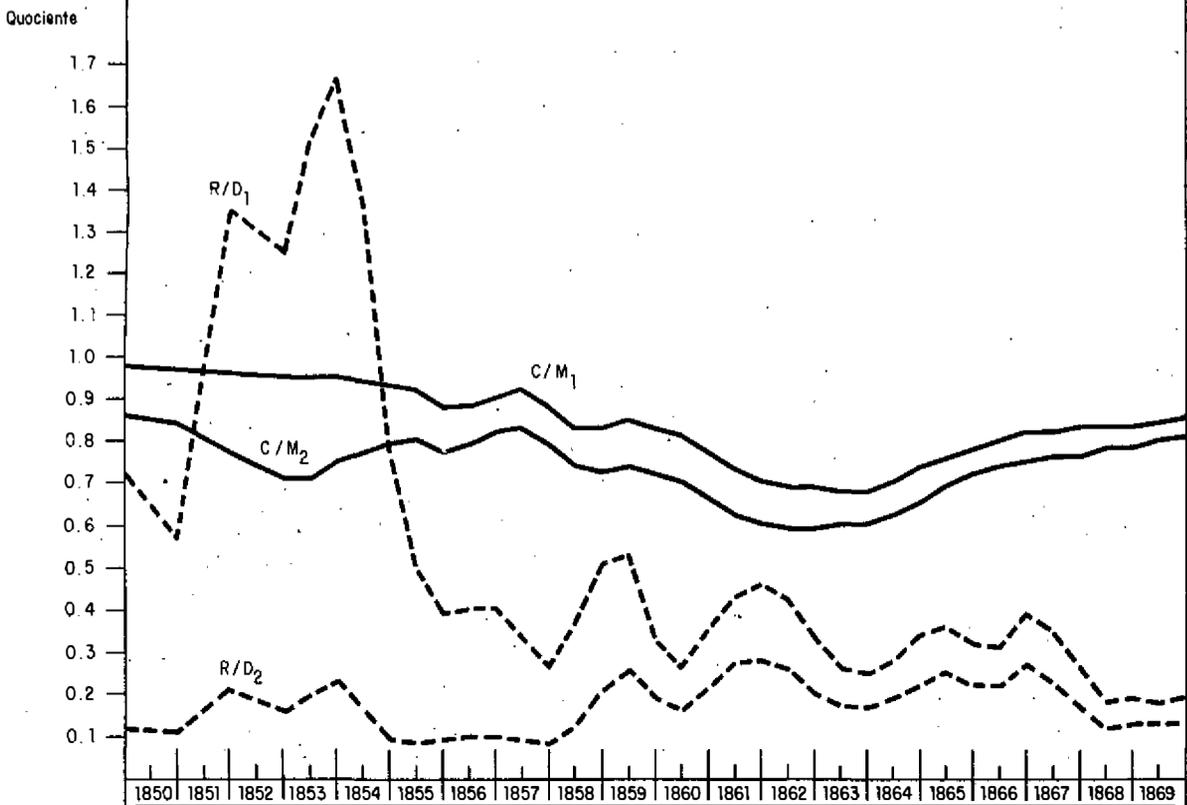
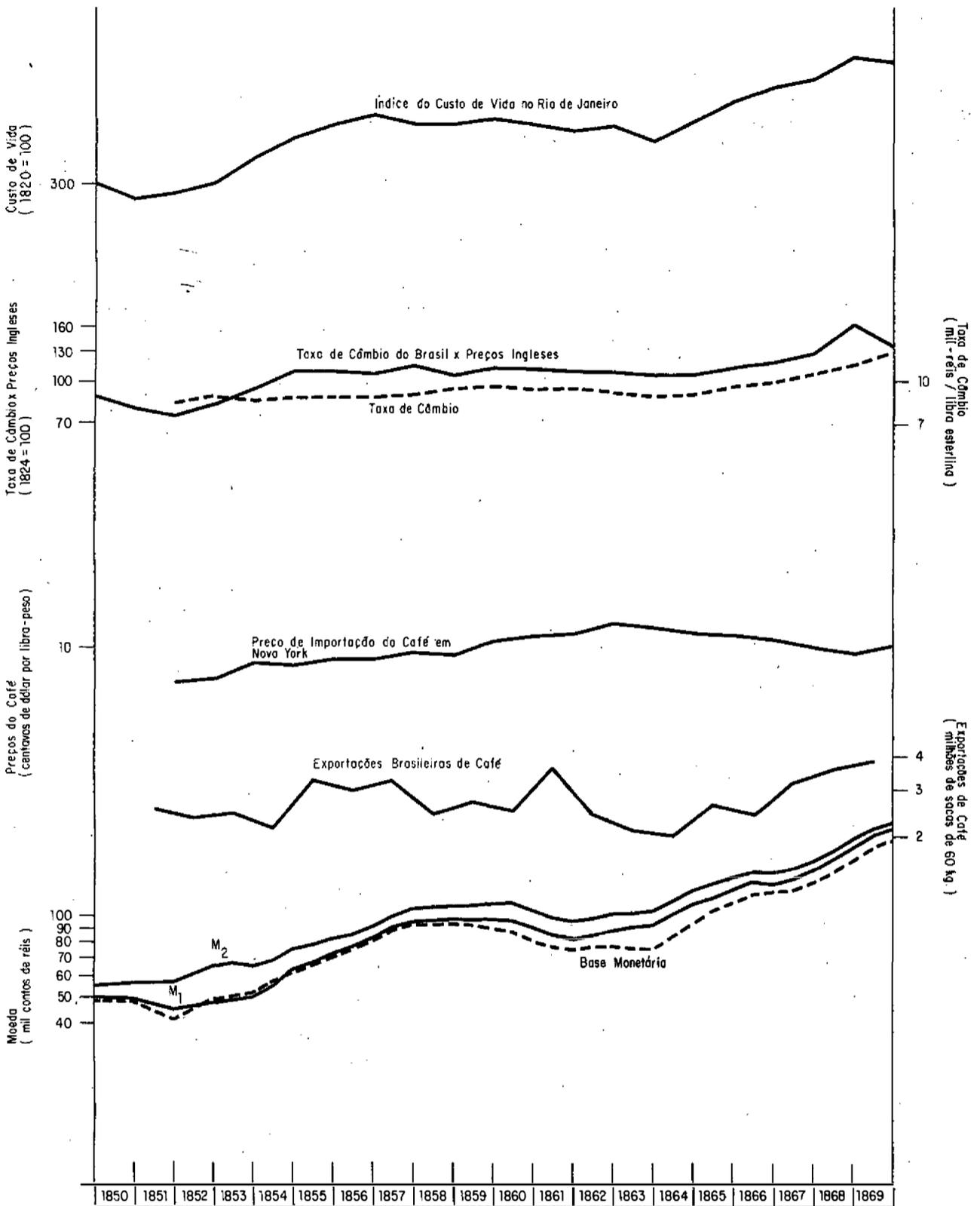
A Tabela IV.1 retrata as fontes das alterações da taxa de crescimento do estoque de moeda brasileiro para o período 1855/70. Os três primeiros anos da série, 1852/54, não foram considerados devido, em parte, à natureza primitiva do sistema bancário brasileiro, em estágio inicial de crescimento. Evidentemente, a fonte fundamental de crescimento foi a expansão da base monetária. Por sua vez, quase todo o aumento da mesma resultou do aumento da moeda em poder do público. Na primeira fase, os bancos de emissão também contribuíram para a expansão. Devido às peculiaridades institucionais do Brasil na época, o aumento da base monetária não reflete exclusivamente o comportamento do Governo. Após 1860, porém, a maior parte do aumento da base monetária foi causada por medidas governamentais, especialmente durante a guerra contra o Paraguai. Por isso, julgou-se desnecessário alterar a equação básica para levar em conta número tão pequeno de anos.

A relação moeda em poder do público/estoque de moeda declinou até aproximadamente 1861, caracterizando o período como de estabelecimento e crescente atividade por parte das instituições bancárias. Com certeza, as preferências do público mudaram em favor dos depósitos bancários, tendência essa temporariamente invertida nos anos de 1858 e 1859, provavelmente devido aos efeitos defasados do pânico de 1857. A lei de 1860 pretendia restringir a atividade bancária no Brasil e foi provavelmente responsável por uma tendência para a alta da relação moeda em poder do público/estoque de moeda até 1862. A relação encaixe/depósitos aumentou durante as contrações de 1864 e 1866.

O período 1849/69 tem importância decisiva na história econômica do Brasil, em virtude de dois fatores. *Primeiro*, o prolongado surto das exportações de café ¹ — o principal fator a dar origem à modernização da economia brasileira — teve início no período de 1840/50, ao passo que a institucionalização de uma economia exportadora de café consolidou-se no primeiro

¹ Detalhes, bibliografia e dados encontram-se em diversos ensaios, na coletânea *Essays on Coffee and Economic Development*, coordenação editorial de Carlos Manuel Peláez e tradução de Magnolia Maciel Peláez, publicada pela Fundação Getúlio Vargas para o Instituto Brasileiro do Café, 1973. (A ordem dos ensaios e outras mudanças foram feitas sem o consentimento do coordenador editorial.)

BRASIL, MOEDA, PREÇOS, TAXA DE CÂMBIO, EXPORTAÇÕES DE CAFÉ E PREÇO INTERNACIONAL DO CAFÉ - 1849 / 69



Fonte : Antonio Delfim Netto, "Foundations for the Analysis of Brazilian Coffee Problems" e Carlos Manoel Peláez, "An Economic Analysis of the Brazilian Coffee Support Program 1906 - 45: Theory, Policy, and Measurement", ambos in ed. *Essays on Coffee and Economic Development*, editado por Peláez; Apêndice Estatístico; Eulálio Lobo, "Evolução dos Preços e do Padrão de Vida no Rio de Janeiro, 1820 - 1930", in *Revista Brasileira de Economia* (out./dez., 1971); Nathaniel M. Leff, "A Technique for Estimating Income Trends from Currency Data and an Application to Nineteenth-Century Brazil", in *Review of Income and Wealth* (Dez. / 1972).

TABELA IV.1

FONTES DAS ALTERAÇÕES DA TAXA DE CRESCIMENTO DO ESTOQUE DE MOEDA DO BRASIL — 1855/69

(percentagens)

Definição do Estoque de Moeda	Taxa Média Anual Contribuída* por:				Contribuição Relativa** de:			
	Total***	Base Monetária	Relação Moeda em Poder do Público/ Estoque de Moeda	Relação Encaixe dos Bancos/ Depósitos	Total***	Base Monetária	Relação Moeda em Poder do Público/ Estoque de Moeda	Relação Encaixe dos Bancos/ Depósitos
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
<i>M</i> ₁	7,47	6,79	0,36	0,94	100	91	5	13
<i>M</i> ₂	6,87	6,79	-0,08	-0,61	100	99	-1	-9

FONTE: Apêndice Estatístico.

* Computada pela aproximação da equação explicando a taxa média de crescimento do estoque de moeda, Capítulo I, equação 5.

** Colunas (1) até (4) divididas pela coluna (1).

*** As linhas não somam o total devido a erros de aproximação e arredondamento.

ciclo do preço internacional do café, 1857/68. ² Segundo, as políticas de estabilização monetária seguidas pelo Brasil até 1913 foram formuladas durante as duas contrações de 1857 e 1864 e o sistema monetário foi definitivamente moldado pela reforma metalista de 1860.

As seções a seguir analisam minuciosamente os princípios da política e reforma monetárias então adotadas.

4.2 A Política Econômica de Itaboraí

O Visconde de Itaboraí foi provavelmente o mais importante técnico de política monetária na monarquia brasileira. De 1848 a 1853, dominou a política monetária como Ministro da Fazenda e posteriormente como Presidente do Banco do Brasil. De fato, suas idéias e medidas de política determinaram o comportamento da política monetária brasileira em anos posteriores. No debate entre metalistas e papelistas, Itaboraí escolheu um caminho intermediário, porém com certa inclinação para as políticas metalistas. Contudo, suas idéias constituem um dos enfoques mais ecléticos de política econômica e um esforço pragmático de conciliar os objetivos de decisão política da intermediação com os da estabilização. Não cabe aqui analisar em detalhe todas as numerosas medidas que tomou. De um modo geral, abrangem: a Lei de Sociedades Anônimas de 1849, o Código Comercial de 1850, a reforma da Casa da Moeda e os projetos e estudos sobre o estabelecimento da Bolsa de Valores do Rio de Janeiro. ³

² O método e análise encontram-se na contribuição clássica de Antonio Delfim Netto, *O Problema do Café no Brasil* (São Paulo: Faculdade de Ciências Econômicas e Administrativas, 1959), mimeografado. A parte histórica e muitas das conclusões analíticas foram reeditadas em Peláez (ed.), *op. cit.*

³ Victor Viana, *O Banco do Brasil: sua Formação, seu Engrandecimento, sua Missão Nacional* (Rio de Janeiro: Jornal do Comércio, 1926), pp. 331-32; Brasil, Ministério da Fazenda, *Proposta e Relatório Apresentados à Assembléia-Geral Legislativa na Primeira Sessão da Oitava Legislatura pelo Ministro e Secretário de Estado dos Negócios da Fazenda Joaquim José Rodrigues Torres* (Rio de Janeiro: Tipografia Nacional, 1850), p. 22 e Anexo 1; Brasil, Ministério da Fazenda, *Proposta e Relatório Apresentados à Assembléia-*

Uma das diferenças entre o pensamento de Itaboraí e o da ortodoxia metalista dizia respeito à análise da industrialização e crescimento.⁴ Discordava veementemente da liberdade total do comércio exterior e da atividade econômica. O Governo deveria tentar diversificar as atividades econômicas para evitar a dependência dos mercados estrangeiros e, assim, evitar as flutuações periódicas que impediam o crescimento econômico acelerado. De acordo com seu pensamento, os países agrícolas cresciam mais devagar do que os industriais. Assim, dever-se-ia tentar a substituição de importações de bens industriais de consumo.⁵ Com base numa forma incipiente do argumento da indústria nascente, defendia um protecionismo moderado. Mas também advertia sobre os efeitos negativos da auto-suficiência. As medidas protecionistas deveriam ser somente temporárias e os critérios de eficiência a longo prazo deveriam ser implementados quando possíveis.

A base do debate era a suficiência ou não da tarifa alfandegária de 1844 para a industrialização gradual do País. Itaboraí e seus seguidores acreditavam que todos os casos bem sucedidos de industrialização baseavam-se em certa forma de protecionismo. Além disso, pensavam que as isenções de impostos de importação para a indústria nacional favoreceriam determinados empresários de empresas de grande porte, impedindo a concorrência no setor industrial já estabelecido ou a ser estabelecido. Conseqüentemente, nomeou uma comissão para modificar a lei alfandegária de 1844.⁶ A comissão foi chefiada por Ângelo Moniz da Silva Ferraz, que depois se converteria no técnico metalista mais importante no início do período 1860/70. Não obstante, deve-se considerá-lo como um eclético que mudou

Geral Legislativa na Terceira Sessão da Oitava Legislatura pelo Ministro e Secretário de Estado dos Negócios da Fazenda Joaquim José Rodrigues Torres (Rio de Janeiro: Tipografia Nacional, 1851), pp. 21-2; Brasil, Ministério da Fazenda, Proposta e Relatório Apresentados à Assembléa-Geral Legislativa na Quarta Sessão da Oitava Legislatura pelo Ministro e Secretário de Estado dos Negócios da Fazenda Joaquim José Rodrigues Torres (Rio de Janeiro: Tipografia Nacional, 1852), p. 16.

⁴ Brasil, Ministério da Fazenda, "Meios de Proteger a Indústria", in *Proposta e Relatório Apresentados à Assembléa-Geral Legislativa na Primeira Sessão da Oitava Legislatura pelo Ministro e Secretário de Estado dos Negócios da Fazenda Joaquim José Rodrigues Torres* (Rio de Janeiro: Tipografia Nacional, 1850), pp. 32-5.

⁵ *Ibid.*, p. 32.

⁶ Ver Nícia Vilela Luz, *A Luta pela Industrialização no Brasil* (São Paulo: Difusão Européia do Livro e Universidade de São Paulo, 1961), pp. 21-4.

seus pontos de vista, da mesma forma que o próprio Itaboraí depois do *Pânico de 1857*.

Uma visão liberal modificada adquiria relevância no Brasil naquela época. As projeções econômicas indicavam que o capitalismo e o liberalismo modificado trariam a industrialização e o progresso a longo prazo. Os pontos de vista da comissão foram: eliminação dos impostos de exportação, isenção dos impostos de importação de matérias-primas, maquinaria e equipamentos, impostos moderados sobre alimentos, desenvolvimento das profissões, estabelecimento de bancos, comércio interno livre e melhoria dos meios de comunicação.⁷ Em seções posteriores, mostra-se como esses pontos de vista foram reinterpretados em 1860 por Silva Ferraz.

Como Souza Franco, Itaboraí relacionava a reforma do estoque de moeda com a reforma do sistema bancário. Mais tarde, Salles Torres Homem, Visconde de Inhomirim, chefaria a escola metalista. Souza Franco, Itaboraí e Torres Homem representavam, respectivamente, as correntes papalista, eclética e metalista. A principal preocupação de Itaboraí era o impacto das flutuações do estoque de moeda nos preços e nos produtos. Em sua opinião, a lei de 1846 era um meio de se obter a estabilidade através de um mecanismo quase automático. De acordo com sua teoria, o estoque de papel-moeda deveria corresponder inteiramente ao que se necessitava para o volume de transações.⁸ Quando o volume de transações ultrapassasse o montante ideal do estoque de moeda, do ponto de vista de uma administração eficiente dos negócios, haveria entrada de metais, que forçariam um ajustamento do mesmo estoque. E se houvesse escassez aguda de crédito durante uma crise comercial poder-se-ia aumentar o crédito de acordo com a lei de 1846. Mas o "valor da moeda" deveria manter-se estável. Analisando seus trabalhos, parece-nos que o "valor da moeda" era definido como o estoque de moeda em termos reais. Em resumo, o estoque de moeda deveria consistir parcialmente em metais, para transações e ajustes fracionários, e em papel-moeda no volume que fosse necessário para efetuar eficientemente as transações

⁷ *Relatório da Comissão Encarregada da Revisão da Tarifa*, p. 334, citado em Vilela Luz, *op. cit.*, pp. 22-3.

⁸ Brasil, Ministério da Fazenda, *Proposta e Relatório Apresentados à Assembléia-Geral Legislativa na Primeira Sessão da Oitava Legislatura pelo Ministro e Secretário de Estado dos Negócios da Fazenda Joaquim José Rodrigues Torres* (Rio de Janeiro: Tipografia Nacional, 1850), pp. 35-6.

econômicas. Havia, para os casos extremos, os recursos previstos na lei de 1846 que evitariam contrações profundas. Esse arranjo institucional forneceria as condições essenciais para um crescimento econômico rápido.⁹

No problema bancário, Itaboraí seguia os metalistas, defendendo o monopólio de emissão para o Governo. Não obstante, acreditava na necessidade de *promover* o desenvolvimento industrial. Segundo seu ponto de vista, os bancos de emissão seriam conflitantes com o esforço de reduzir o estoque de papel-moeda. Se o Governo reduzisse esse estoque, os bancos de emissão o aumentariam, anulando a política. Um banco oficial de emissão, contudo, poderia ajudar o Governo a reduzir o estoque de papel-moeda. Os bancos privados somente seriam desejáveis após resgate de grande parcela do papel-moeda, criando-se condições para se obter o estoque de moeda ideal, composto de metais e papel-moeda em relação apropriada ao volume de transações. Em resumo, Itaboraí tentava conciliar a intermediação com os esforços para reduzir as flutuações. Seus objetivos foram abrangidos pela política governamental. Autorizou esta a criação de dois bancos importantes: o Banco do Brasil, do Visconde de Mauá, e o Banco de Pernambuco. Mas logo depois estabeleceu o segundo Banco do Brasil com o objetivo de terminar com a pluralidade bancária e estabelecer o monopólio de emissão. Esses acontecimentos são analisados abaixo em seções separadas.

4.3

O Contínuo Desenvolvimento dos Bancos de Emissão

O começo do longo surto cafeeiro do Brasil, a prosperidade geral do mundo nos anos de 1850/60, a adaptação no Brasil dos princípios do estabelecimento de bancos por meio da emissão de

⁹ *Ibid.*, pp. 17-8 e 36. Outras medidas de Itaboraí orientavam-se pelo resgate das notas de menor valor e pela sua substituição por moedas. Um banco de emissão seria estabelecido para a substituição das notas de menor valor. Durante sua administração, as notas do primeiro Banco do Brasil foram finalmente substituídas por notas do Tesouro.

ações, e outros fatores, contribuíram para o desenvolvimento contínuo dos bancos de emissão. Um grupo de empresários, liderado por Irineu Evangelista de Souza, depois Visconde de Mauá e o empresário mais talentoso do Brasil no século XIX, achava que o Banco Comercial do Rio de Janeiro era insuficiente para o volume de negócios da cidade. Conseqüentemente, esses empresários desenvolveram um projeto para o estabelecimento de um banco maior. Os acionistas se reuniram em 2 de março de 1851 e elegeram Mauá presidente do novo banco, que se chamaria Banco do Brasil.

O discurso de Mauá continha a bem conhecida frase de que o espírito de associação é a alma do progresso.¹⁰ Analisando brevemente o progresso da Inglaterra e dos Estados Unidos, Mauá destacou que a base da prosperidade tinha sido o espírito de associação, isto é, a criação de sociedades anônimas. A sociedade anônima bancária era fundamental e o mais rápido e garantido caminho para o crescimento econômico.

Uma forte oposição surgiu nos círculos governamentais à concessão do direito de emissão ao Banco do Brasil, de Mauá.¹¹ Não obstante e apesar de relutante, o Governo aprovou a carta patente do banco pelo Decreto n.º 801, de 2 de julho de 1851. O Banco do Brasil foi autorizado a emitir vales, com vencimento de cinco dias após a apresentação, desde que não excedessem a 50% do seu capital. O capital foi fixado em 10.000 contos e o Banco foi autorizado a funcionar durante o período de 20 anos. Em novembro de 1852, foram autorizadas filiais em São Paulo e São Pedro do Rio Grande do Sul com direito a emitir vales.

Em dezembro desse mesmo ano, o Banco de Pernambuco foi autorizado a funcionar. As condições eram semelhantes às dos outros bancos de emissão, incluindo-se os vales com vencimento em cinco dias. O capital foi fixado em 1.000 contos.

A Tabela IV.2 mostra algumas das contas mais importantes dos bancos de emissão e a emissão de notas do Tesouro no período 1841/54. Mesmo em 1840, havia somente uma instituição

¹⁰ *Jornal do Comércio*, Rio de Janeiro, 3 de março de 1851, reimpresso em Visconde de Mauá, *Autobiografia* (Rio de Janeiro: Zélio Valverde, 1942), pp. 126-7. Ver também Viana, *op. cit.*, pp. 318-27; Alberto de Faria, *Mauá* (Rio de Janeiro: Paulo Pongetti & Cia., 1926), pp. 231-2.

¹¹ Ver os pareceres dos conselheiros do Imperador em Amaro Cavalcanti, *O Meio Circulante Nacional, Vol. II* (Rio de Janeiro: Imprensa Nacional, 1893), p. 159.

TABELA IV.2

BRASIL, CONTAS DOS BANCOS DE EMISSÃO E ESTOQUE DE NOTAS DO TESOURO
1841/54

(contos de réis)

Anos	Número de Bancos	Capital Realizado	Fundo de Reserva	Encaixe	Emissão em Circulação	Estoque de Notas do Tesouro (Emissão)
1841	1	2.073	22	429	297	40.200
1842	1	2.500	33	125	326	43.689
1843	1	2.500	31	351	234	46.521
1844	1	2.500	44	420	355	48.267
1845	2	3.500	62	650	643	50.380
1846	3	4.126	95	577	950	50.668
1847	3	4.750	128	1.053	1.497	48.784
1848	3	4.750	163	892	1.515	47.802
1849	3	4.850	202	776	1.147	47.532
1850	3	4.870	239	849	1.147	46.884
1851	4	9.390	883	4.619	1.313	46.684
1852	5	13.837	845	3.295	3.631	46.684
1853	5	16.524	948	5.464	5.569	46.693
1854	5	28.080	342	3.462	19.470	46.693

FONTES: M. F., *Legislação sobre Papel-Moeda*; Amaro Cavalcanti, *O Meio Circulante Nacional*, Vol. II; *Relatório da Comissão de Inquérito... 1859*.

bancária (deficiente) no Brasil. A emissão de notas aumentou consideravelmente após o estabelecimento do Banco do Brasil, de Mauá. Em 1854, a emissão dos bancos representava aproximadamente 42% da emissão das notas do Tesouro.

É significativo, na análise desse período, que a iniciativa privada tenha conseguido criar o que o Governo não havia podido realizar por meio da concessão de privilégios. Apesar da lei que autorizou o estabelecimento de um grande banco no Brasil nos anos de 1830, não se conseguiu reunir o capital necessário para o estabelecimento da instituição. Apesar da incongruente base legislativa do Brasil durante o período 1840/50 — não existia lei bancária ou de sociedades anônimas e somente um Código Comercial deficiente — esses bancos foram estabelecidos com sucesso e funcionaram lucrativamente constituindo um dos poucos acontecimentos realmente progressivos na economia brasileira durante um longo período de tempo. Assim, é bem difícil justificar a reação dos contemporâneos e historiadores ao estabelecimento e funcionamento desses bancos.

Havia um grande sentimento de desconfiança e oposição aos bancos nos meios governamentais. Segundo Itaboraí e outros técnicos da época, os vales concorreriam com as notas do Tesouro, causando sua desvalorização. Além disso, os vales constituíam uma componente deficiente do estoque de moeda. Finalmente, os bancos seriam desejáveis quando o estoque de moeda fosse altamente metálico, isto é, *valioso*. Mas seu desenvolvimento impediria a criação de um estoque de moeda realmente valioso no Brasil. Na verdade, pode-se dizer que foi o Governo o responsável pela situação, devido à falta de regulamentação dos mercados monetário e de capitais e do sistema bancário em geral.

Argumentava-se também que os vales forneciam somente crédito a curto prazo. Mas esse não era o caso. Teoricamente, os vales somente forneciam crédito por alguns dias devido ao seu pronto vencimento. Contudo, na prática, sua circulação era estendida bem além do vencimento. Muitos os usavam como reserva de valor e os bancos até os devolviam à circulação em seus pagamentos, funcionando como dinheiro e não puramente como instrumento de crédito direto. Todavia, de certa forma, eram realmente um instrumento de crédito direto e facilitavam as operações dos bancos.

Dois importantes restrições eram feitas com respeito aos vales: não eram aceitos em pagamento de dívidas ao Governo e

não podiam ser aceitos fora da província ou cidade onde funcionava o banco. Na perspectiva histórica, a reforma monetária deveria ter consistido na eliminação dessas restrições. Mas os bancos de emissão ameaçavam a filosofia dos metalistas, tanto dos mais moderados como dos mais ortodoxos. Essas tendências agruparam-se sob o ponto de vista comum de substituir a “pluralidade bancária” por um monopólio governamental de emissão. A reforma consistiu no estabelecimento de um superbanco semelhante ao Banco da Inglaterra, que receberia o monopólio de emissão, implementaria as práticas bancárias ortodoxas e tentaria absorver os demais bancos. A natureza da reforma e lei bancária de Itaboraí em 1853 previa a monopolização do sistema bancário brasileiro.

4.4

A Lei Bancária de 1853, o Estabelecimento do Segundo Banco do Brasil e suas Operações Iniciais

4.4.1

O Estabelecimento do Segundo Banco (Oficial) do Brasil

Apesar de Itaboraí ter sempre opinado que os bancos não eram necessários à estrutura econômica e financeira do Brasil no fim do período 1840/50, ocorreram certas mudanças que em 1853 já justificariam o seu estabelecimento.¹² Em primeiro lugar, o País atravessava um período de crescimento econômico

¹² Para análise do período, ver Antonio Carlos Ribeiro de Andrada, *Bancos de Emissão no Brasil* (Rio de Janeiro: Imprensa Nacional, 1923), pp. 38-49; Felisbello Freire, *História do Banco do Brasil* (Rio de Janeiro: Tipografia d'O Economista Brasileiro, 1907), pp. 36-117; J. F. Normano, *Brazil, a Study of Economic Types* (Chapel Hill: The University of North Carolina Press, 1935), pp. 172-3; Ramalho Ortigão, *A Moeda Circulante no Brasil* (Rio de Janeiro: Tipografia do Jornal do Comércio, 1914), pp. 49-53; Liberato de Castro Carreira, *História Financeira e Orçamentária do Império do Brasil desde sua Fundação* (Rio de Janeiro: Imprensa Nacional, 1889), pp. 296-99; Viana, *op. cit.*, pp. 332-45; Cavalcanti, *op. cit.*, pp. 166-75.

geral. Uma nova mentalidade industrial estava sendo desenvolvida. A insuficiência de papel-moeda era confirmada pelos 16.000 a 20.000 contos de metais no estoque de moeda e também pela escassez aguda de crédito em 1853. O Governo foi autorizado a repassar recursos aos bancos do Rio durante essa escassez; mas somente o Banco do Brasil, de Mauá, recebeu parte desses recursos. O comércio exterior estava crescendo a taxas altíssimas e a taxa de câmbio mantinha-se sempre acima da paridade. Assim, Itaboraí acreditava que, segundo sua teoria, um novo banco de emissão poderia ajudar o Governo a resgatar as notas e também promover o aumento gradual do crédito e da riqueza, além de receber o monopólio de emissão, eliminando, dessa forma, a situação criada pela aparição de bancos privados.

Outro estadista, Hollanda Cavalcanti de Albuquerque, introduziu no Senado, em 1850, uma proposta de lei bancária sancionando a "pluralidade" de emissão. Mas sua proposta foi substituída pela de Itaboraí, que favorecia o monopólio de emissão (e a longo prazo o monopólio bancário governamental). O projeto teve aprovação da maioria no Senado e foi endossado por alguns dos líderes políticos mais destacados da época. A Câmara fez somente algumas emendas. Na sua proposta, advertiu Itaboraí que a concorrência entre os bancos tinha sido a causa de todas as crises comerciais e que, portanto, o novo banco deveria ter o monopólio de emissão.

O projeto foi transformado em lei em julho de 1853 e rapidamente executado.¹³ As operações básicas do Banco seriam as de depósitos, redescontos e emissão de notas. O capital foi fixado em 30.000 contos para dar início às operações, mas poderia ser aumentado posteriormente. O presidente do Banco seria nomeado pelo Imperador dentre os acionistas que tivessem 50 ações ou mais. O Banco emitiria notas, conversíveis à vista em ouro ou papel, constituindo-se em moeda legal. A emissão total de notas deveria ser inferior ao dobro do fundo de capital, a não ser que houvesse autorização especial do Governo. O Banco substituiria as notas em circulação pelas de sua emissão no montante de 2.000 contos por ano.

¹³ "Lei n.º 683, de 5 de julho de 1853", in Ministério da Fazenda, *Legislação sobre Papel-Moeda* (Rio de Janeiro: Imprensa Nacional, 1923), pp. 3-5-7. Foi assinada pelo Imperador e por Itaboraí.

4.4.2

Subscrição do Capital do Banco do Brasil e suas Operações Iniciais

É preciso saber que o propósito de estabelecer um Banco (oficial) do Brasil ocultava o objetivo final de instituir o monopólio da emissão. Apenas dois bancos privados de emissão estavam em funcionamento no Rio quando a legislação foi aprovada, concluindo-se que a monopolização bancária não seria tão difícil. O Governo decidiu entrar em acordo com essas instituições. A idéia era a fusão dessas instituições para criar o Banco do Brasil, controlado pelo Governo e, com um só ato, seriam cumpridos todos os objetivos de monopolização da emissão e das transações bancárias. Os diretores dos dois bancos aprovaram a proposta, exceto o Visconde de Mauá, que decidiu estabelecer outro banco (o que é analisado na seção seguinte). O Banco do Brasil (de Mauá) e o Banco Comercial do Rio de Janeiro fundiram-se em 31 de agosto de 1853 para criar o novo Banco do Brasil, sendo essa a segunda instituição paragonamental criada no Brasil com esse nome, a terceira aprovada por legislação e a quarta a ter esse nome no País. Parece mais apropriado, entretanto, chamá-la de segundo Banco do Brasil.

O Governo ficou obrigado pela legislação a ajudar o Banco nas ocasiões de escassez de crédito. Tanto o presidente como o vice-presidente do Banco seriam nomeados pelo Imperador. Esses e outros privilégios causaram uma grande procura das ações do Banco e, em contraste com o banco estabelecido pela legislação de 1830, grande parte do capital foi imediatamente subscrito. Naturalmente, a explicação para essa rápida subscrição encontra-se na fusão das duas únicas instituições bancárias então existentes no Rio. As operações foram iniciadas formalmente em 10 de abril de 1854 com a emissão das primeiras notas.

O Banco do Brasil desenvolveu-se rapidamente durante o primeiro ano de atividade, de abril de 1854 a junho de 1855,¹⁴

¹⁴ Ver Banco do Brasil, *Relatório Apresentado à Assembléa-Geral dos Acionistas do Banco do Brasil em 26 de Julho de 1855 pelo Vice-Presidente do Banco, Visconde do Rio Branco* (Rio de Janeiro: Tipografia Imp. e Const. de J. Villeneuve e Comp., 1855). O primeiro presidente do Banco foi João Duarte Lisboa Serra. Depois de sua morte foi substituído pelo Visconde do Rio Branco, pai do Barão do Rio Branco. O Visconde do Rio Branco foi um financista de relevo e dirigiu a política monetária do Brasil como Ministro da Fazenda de 1870 a 1875. Os relatórios do Banco são excelentes fontes de documentação e informação sobre esse período.

tendo quase 70% do seu capital sido subscrito. As operações concentraram-se fortemente no redesconto de títulos comerciais. O total de redescontos foi de 99 mil contos, grande soma para a época. O valor médio das letras de câmbio era de 11 contos, sendo o prazo médio de 82 dias. O presidente do Banco argumentou que as casas comerciais de porte pequeno e médio solicitavam ativamente crédito ao Banco e os seus balancetes parecem confirmar essa declaração. Assim, a primeira função do Banco no mercado monetário foi a tentativa de diminuir a escassez de crédito para negócios de porte pequeno e médio.

A emissão de notas não podia exceder o dobro do fundo disponível, como já salientado. O fundo consistia no encaixe e no ouro em poder do Banco. A dificuldade do Banco em criar esse fundo foi considerável devido às reservas precárias dos bancos de que se originou. Tornou-se necessário contratar operações de câmbio para obter moeda metálica no exterior, obtendo-se dessa maneira 3.690 contos. Contudo, em março de 1855 surgiu uma crise no Banco, ocasionada durante a última semana do mês pela emissão maior do que o dobro do fundo disponível. As operações com o Banco da Bahia e com o Banco de Pernambuco visando a solucionar o problema não foram bem sucedidas.¹⁵ O Banco então solicitou ao Governo autorização para manter a emissão em volume três vezes maior do que o fundo disponível pelo menos durante um ano, que foi concedida por decreto em 2 de abril de 1855.¹⁶

Como salientado no capítulo anterior, parte do plano de Souza Franco consistia na criação de um sistema bancário no qual as instituições de crédito das províncias seriam independentes tanto do Governo local como da Corte, argumentando ele que, com essa liberdade, as necessidades locais poderiam

¹⁵ Banco do Brasil, *op. cit.*, pp. 15-7, para análise da crise.

¹⁶ Os dados (Banco do Brasil, *op. cit.*, p. 18) sobre o fundo disponível e a emissão em circulação, respectivamente, são os seguintes (em contos de réis):

1854			1855		
abril	4.131	2.312	janeiro	7.978	15.356
maio	4.856	5.035	fevereiro	7.842	15.135
junho	5.389	7.589	março	7.383	15.112
julho	6.022	9.018	abril	7.685	16.343
agosto	6.151	9.031	maio	7.847	16.812
setembro	6.789	10.212	junho	8.301	16.686
outubro	7.314	12.015			
novembro	8.064	13.877			
dezembro	7.910	14.564			

ser melhor supridas. Uma instituição centralizada sob controle governamental impediria o desenvolvimento ideal de uma rede bancária nacional. Itaboraí e a lei bancária de 1853 tentaram introduzir um ponto de vista diferente: o de um banco fortemente controlado pelo Governo que por sua vez controlasse os bancos provinciais e o crédito em todo o País. O instrumento de controle do crédito provincial seria o estabelecimento de uma rede de filiais do Banco do Brasil. As duas primeiras foram criadas respectivamente no Rio Grande do Sul e em São Paulo. Os decretos de 20 de dezembro de 1854 e 21 de março de 1855 aprovaram a regulamentação do estabelecimento de filiais em Minas, Bahia, Pernambuco, Maranhão e Pará. As demais filiais já estavam em funcionamento em janeiro de 1855.

Um conflito entre a filosofia de Itaboraí, com o monopólio de emissão, e a atividade bancária perdurou através da monarquia. Nas províncias da Bahia, Pernambuco e Pará existiam bancos de emissão. A política seguida pelo Banco do Brasil foi a de absorver todas essas casas bancárias, na medida do possível, convertendo-as em filiais.¹⁷ Por causa dos privilégios extraordinários concedidos ao Banco do Brasil foi-lhe relativamente fácil absorver os bancos provinciais. O Banco da Bahia e o Banco de Pernambuco converteram-se em filiais do Banco do Brasil, durante o primeiro ano de seu funcionamento, o mesmo acontecendo posteriormente com o Banco do Pará.

O Banco do Brasil tornou-se empresa lucrativa já no seu primeiro ano de funcionamento. Os dividendos montavam a 10,34% do capital, sendo distribuídos somente após a retirada de recursos para aumentar as reservas do Banco. As condições econômicas do Brasil na época, quando se começava a desenvolver em grande escala a agricultura de exportação e a diversificar em menor escala relativa a estrutura produtiva com a criação de algumas indústrias, juntamente com a maior diversificação do mercado monetário devido à existência de instituições creditícias e algumas modificações nas teorias e políticas monetárias, explicam o sucesso do estabelecimento de um grande banco nos anos de 1850 em relação ao insucesso do período 1830/40.

O Imperador nomeou Itaboraí presidente do Banco do Brasil, mas sua gestão somente se refletiu no período de julho de

¹⁷ Banco do Brasil, *op. cit.*, p. 21.

1855 a junho de 1856.¹⁸ O Banco, portanto, foi entregue inicialmente a seu arquiteto.

As medidas de Itaboraí objetivaram principalmente o aumento do fundo disponível. Inicialmente, continuou a importação de ouro da Inglaterra, sendo importado um total de 4.678 contos. Além disso, 1.885 contos de diversos tipos de metais foram comprados no Brasil.

Em seguida, obteve autorização para o aumento da relação emissão autorizada/fundo disponível (3/1) em base permanente. Os diretores do Banco temiam não poder cumprir os requisitos da legislação apesar de essa ser uma forma apropriada de aumentar o "valor" do fundo disponível em relação às notas emitidas. O Governo autorizou o aumento permanente em 2 de fevereiro de 1856.

A terceira medida de Itaboraí foi obter autorização para incluir a prata no fundo disponível. Estipulou-se que não mais de um oitavo do fundo disponível seria composto de prata. O decreto de 5 de fevereiro de 1856, que autorizou a sua inclusão, aprovou igualmente nova relação emissão autorizada/fundo disponível para as filiais provinciais do Banco.¹⁹

Em quarto lugar, Itaboraí utilizou com sucesso uma cláusula da legislação dos anos de 1830. De acordo com essa legislação, analisada no capítulo anterior, as notas em circulação seriam retiradas gradualmente e substituídas pelas notas do Banco do Brasil. O Banco obteria do Governo o depósito das notas resgatadas para aumentar o fundo disponível, cuja autorização seria dada em 2 de janeiro de 1856. Como resultado dessas medidas, o fundo disponível e a emissão em circulação aumentaram durante o segundo ano de operações, como pode ser verificado na Tabela IV.3.

As operações do Banco continuaram a se expandir rapidamente. O valor médio das letras permaneceu em torno de 11

¹⁸ "Decreto pelo qual S. M. o Imperador houve por bem nomear o Visconde de Itaboraí para Presidente do Banco do Brasil", in *Banco do Brasil, Relatório Apresentado à Assembléia-Geral dos Acionistas do Banco do Brasil na sua Reunião de 1856 pelo seu Presidente Visconde de Itaboraí* (Rio de Janeiro: Tipografia Nacional, 1856), "Apensos".

¹⁹ "Decreto n.º 1.721, de 5 de fevereiro de 1856. Altera os artigos 16 e 18 dos Estatutos do Banco do Brasil, autorizando-o a elevar sua emissão até o triplo do fundo disponível, e estende essa autorização às caixas filiais do mesmo Banco". in *Relatório... 1856, op. cit.*

TABELA IV.3
FUNDO DISPONÍVEL E SALDO MENSAL EM
CIRCULAÇÃO DA EMISSÃO DO SEGUNDO
BANCO DO BRASIL, DE JULHO DE 1855 A
JUNHO DE 1856

(contos de réis)

Meses	Fundo Disponível	Emissão em Circulação
1855		
Julho	9.023	17.954
Agosto	9.319	18.007
Setembro	9.916	18.999
Outubro	10.330	18.353
Novembro	9.863	18.897
Dezembro	9.879	21.063
1856		
Janeiro	9.386	20.624
Fevereiro	8.707	20.938
Março	9.642	21.880
Abril	10.199	23.017
Maior	9.893	23.415
Junho	14.499	27.463

FONTE: Banco do Brasil, *Relatório 1857*.

contos e, o prazo médio, de 83 dias. A política de crédito continuou a levar em conta as necessidades dos negócios de pequeno e médio porte. Assim, o Banco determinava a taxa de redesconto nos mercados monetários de todo o Brasil.

As operações do Banco experimentaram também algumas formas de diversificação. Uma foi a concessão de empréstimos. Requeria-se caução real e líquida e emprestava-se somente a curto prazo, numa adaptação brasileira da doutrina inglesa bancária de *bills only*. Os empréstimos no segundo ano de atividades foram, contudo, de apenas 4.534 contos, menos de 5% do volume de redescontos. Outra forma de operações foi a que se estabeleceu com o Tesouro do Rio de Janeiro, consistindo principalmente no redesconto de títulos governamentais; seu volume, porém, alcançou apenas 3.500 contos naquele mesmo ano.

Os bancos provinciais continuaram a ser absorvidos e em muitos casos os diretores destas instituições foram mantidos nas novas filiais em suas funções anteriores. O dividendo no segundo ano de funcionamento foi de 10,8%. Os diretores argu-

mentaram que era pequeno devido à dificuldade de transformar o capital em fundo disponível.

Itaboraí continuou como presidente do Banco do Brasil durante o terceiro ano das operações até sua renúncia em 20 de junho de 1857.²⁰ O Banco do Brasil continuou seu esforço em construir uma reputação sólida no mercado monetário.

O aumento do fundo disponível, porém, continuou a ser problema difícil e complicado. No ano fiscal 1856/57, o Banco comprou 8.386 contos em ouro na Inglaterra. A compra de metais no Brasil foi de somente 762 contos e o aumento do fundo disponível, devido à substituição de notas, chegou a 4.604 contos, dos quais 2.000 seriam deduzidos como pagamento ao Fundo de Amortização. O total de acréscimos do fundo disponível foi de 12.752 contos, aumentando-o para 22.119 contos. Mas a saída de ouro, paga com recursos do Banco, atingiu 8.994 contos. Assim, o fundo disponível situou-se em 13.126, com um aumento de apenas 2.983 contos. A medida tomada pelo Banco para impedir a saída de ouro consistiu no aumento da taxa de descontos de 8 para 9%. Apesar dessa dificuldade em aumentar o fundo disponível, a emissão elevou-se de 23.451 para 32.805 contos. As operações continuaram inalteradas. O dividendo chegou a ser de 10,7% e as filiais já estavam em pleno funcionamento.²¹ Contudo, prevaleciam certas discordâncias internas quanto à administração do Banco, com um grupo — liderado por Mauá — tentando impor alterações, e outro — com Itaboraí à frente — opondo-se a essas alterações.

4.5

A Pluralidade Bancária e de Emissão: Souza Franco no Ministério da Fazenda

Quando o Banco do Brasil (privado) fundiu-se com o Banco Comercial do Rio de Janeiro para que fosse criado o segundo

²⁰ Banco do Brasil, *Relatório Apresentado à Assembléia-Geral dos Acionistas do Banco do Brasil na sua Reunião de 1857 pelo Diretor Servindo de Presidente*, Francisco Xavier Pereira (Rio de Janeiro: Tipografia Nacional, 1857), p. 3.

²¹ Banco do Brasil, *Parecer da Comissão Nomeada pela Assembléia-Geral dos Acionistas do Banco do Brasil para Examinar Diferentes Propostas que lhe Foram Apresentadas* (Rio de Janeiro: Empresa Nacional do Diário, 1857), p. 3.

Banco do Brasil, o Visconde de Mauá, fundador e diretor do Banco do Brasil (privado), entrou em conflito com a filosofia e a administração da instituição formada por Itaboraá.²² Na opinião de Mauá, o segundo Banco do Brasil era somente uma grande casa de redescontos para conduzir as transações comerciais da cidade do Rio de Janeiro, deixando muito a desejar em relação às necessidades de crédito para o progresso brasileiro, numa época em que se fazia mister estabelecer instituições creditícias privadas, sem controle governamental. Sob muitos aspectos, como tem sido ressaltado por diversos historiadores, muitas de suas idéias eram semelhantes às do *Crédit Mobilier*, de Isaac Pereira e Saint-Simon.

Mauá tentava igualmente melhorar as leis de sociedades anônimas e, em 1854, fundou a casa bancária Mauá-MacGregor & Cia., de acordo com os princípios legais do Código Comercial. A empresa foi organizada como uma sociedade em comandita.²³ O capital foi fixado em 20.000 contos, obtendo-se o montante requerido em dois dias. A lista de acionistas incluía alguns dos brasileiros mais destacados da época.²⁴

Contudo, o Ministro da Justiça, Senador Nabuco de Araújo, fez aprovar uma lei em 13 de dezembro de 1854 proibindo o funcionamento de sociedades em comandita como casas bancárias sem a aprovação explícita do Governo.²⁵ Em 1856, um ato legislativo proibiu o funcionamento desse tipo de instituição sem subscrição total do capital. Além disso, as ações somente poderiam ser emitidas no nome de seu proprietário; as companhias tinham que ser aprovadas pelo Governo e os proprietários seriam responsáveis conjuntamente pelas perdas da empresa.

²² Visconde de Mauá, *op. cit.*, pp. 235-39; Carlos Inglês de Souza, *A Anarquia Monetária e suas Conseqüências* (São Paulo: Monteiro Lobato & Cia., 1924), p. 119; Faria, *op. cit.*, pp. 233-54. Há muitas biografias e análises de Mauá e suas atividades. Mas para os propósitos deste livro é suficiente a descrição dos acontecimentos e de como influenciaram as medidas políticas na época.

²³ Ver Rondo E. Cameron, *France and the Economic Development of Europe: Conquests of Peace and Seeds of War* (Princeton: Princeton University Press, 1961), pp. 33-5, para uma análise do aparecimento e difusão das *société en commandite*.

²⁴ Ver a lista em Visconde de Mauá, *op. cit.*, pp. 237-8. Incluiu José Antonio de Figueiredo, pai do Conde de Figueiredo, prestigioso financista em períodos posteriores.

²⁵ Joaquim Nabuco, "As Comanditas por Ações", in *Nabuco de Araújo, Um Estadista do Império Vol. I* (São Paulo: Instituto Progresso Editorial S.A., 1949), pp. 262-7.

Posteriormente, devido ao tamanho da Casa Mauá e sua ramificação internacional, conseguiu-se quebrar essa oposição legal. Finalmente, as restrições ao funcionamento terminaram quando Souza Franco foi nomeado Ministro da Fazenda.

Joaquim Nabuco, no seu tratado clássico sobre a história política da monarquia brasileira, salientou que o Gabinete de Olinda-Souza Franco, de maio de 1857 a dezembro de 1858, foi predominantemente econômico em vez de político, unindo-se um político conservador, Olinda, a um economista liberal, Souza Franco. De acordo com Nabuco, essa fusão chamaria-se de *política de conciliação*. Além disso, analisou minuciosamente o debate entre os que defendiam a “pluralidade bancária” e os que instituíram o monopólio de emissão.²⁶ A política de conciliação tentou introduzir no Brasil uma gestão verdadeiramente apta, favorecendo a administração do problema econômico e social pelos melhores técnicos em política econômica. Naquela época, Souza Franco já era considerado um dos mais proeminentes economistas brasileiros,²⁷ tendo-se destacado tanto na Câmara quanto como conselheiro. Seu livro de 1848 era considerado um dos melhores da época no campo da política econômica. Enfim, essas foram as circunstâncias em que Souza Franco assumiu a Pasta da Fazenda em maio de 1857 com o propósito de pôr em prática suas propostas de reforma.

Souza Franco opunha-se à lei bancária de 1853 e ao monopólio garantido ao Banco do Brasil. Assim, autorizou o estabelecimento de cinco novas instituições bancárias e concedeu o direito de emissão a seis.²⁸ Esses bancos foram autorizados a emitir notas à vista e em montante inferior ao capital realizado. Cinquenta por cento do fundo disponível dos bancos consistiria em títulos do Governo e ações das estradas de ferro. O restante consistiria em notas do Tesouro e metais que, no entanto, jamais poderiam ser inferiores a 50% da emissão total. Em outras palavras, os bancos poderiam emitir notas até um montante igual ao dobro do fundo disponível em notas e metais e inferior ao capital realizado.

²⁶ *Ibid.*, p. 22.

²⁷ Ribeiro de Andrada, *op. cit.*, p. 73. Note-se que Ribeiro de Andrada criticou tanto Souza Franco como os bancos de emissão. Mas não deixou de reconhecer os méritos intelectuais e de iniciativa do Visconde de Souza Franco.

²⁸ *Ibid.*, p. 75; Ortigão, *op. cit.*, p. 57; Castro Carreira, *op. cit.*, p. 321; Inglêz de Souza, *op. cit.*, p. 134; Normano, *op. cit.*, p. 173; Cavalcanti, *op. cit.*, pp. 222-34.

Os bancos encontraram dificuldades em iniciar as operações. Mas já em 1858 suas emissões representavam 9,4% de M_1 e 8,4% de M_2 . Em 1859 as emissões dos bancos privados representavam 14,7% de M_1 e 13,4% de M_2 . Surgiram então dois tipos de escolas contrárias à continuação dos bancos; uma era liderada por Itaboraí e a outra por Salles Torres Homem, depois Ministro da Fazenda, Visconde de Inhomirim e líder do metalismo radical. Mas o fator econômico principal, reconhecidamente autônomo, foi a forte contração econômica que assolou o País no terceiro trimestre de 1857.

4.6

O Pânico de 1857

Nos primeiros meses de 1857, os mercados monetários do Brasil encontravam-se numa situação difícil.²⁹ A taxa de câmbio e a taxa de redesconto flutuavam consideravelmente.³⁰ Durante essa situação de crise, e quando se tentava internamente promover uma conciliação política e uma administração técnica da economia, chegaram ao Brasil, em 1.º de novembro de 1857, as notícias da contração econômica nos Estados Unidos.³¹ O pânico que se seguiu abalou as reformas tanto de Itaboraí como de Souza Franco, como é descrito a seguir.

O primeiro impacto da crise foi a quase paralisação das transações. A taxa de câmbio caiu da paridade de 27 dinheiros esterlinos por mil-réis para 26 e depois para 25,5. Em 11 de novembro, o Banco do Brasil suspendeu a troca de notas por ouro e câmbio. A Tabela IV.4 mostra as variações percentuais trimestrais do estoque de moeda e seus principais determinantes

²⁹ Ortigão, *op. cit.*, pp. 54-5; Ribeiro de Andrada, *op. cit.*, p. 55 (Andrada salienta que a taxa para transações privadas era muito maior do que as taxas de redescontos dos bancos e do Banco do Brasil); Cavalcanti, *op. cit.*, p. 210.

³⁰ Cavalcanti, *op. cit.*, p. 211.

³¹ *Ibid.*, p. 213; Ribeiro de Andrada, *op. cit.*, pp. 56-60; Viana, *op. cit.*, pp. 364-91; Freire, *op. cit.*, p. 79; *Relatório da Comissão de Inquérito Nomeada pelo Aviso do Ministério da Fazenda de 10 de Outubro de 1859* (Rio de Janeiro, s.d.), pp. 32-55.

TABELA IV.4

VARIAÇÕES PERCENTUAIS TRIMESTRAIS DO ESTOQUE DE MOEDA E DOS
DETERMINANTES IMEDIATOS — 1857/58

Períodos (Trimestres)	Base Monetária	M_1	M_2	Encaixe dos Bancos/ Depósitos à Vista	Encaixe dos Bancos/ Depósitos Totais	Moeda em Poder do Público/ M_1	Moeda em Poder do Público/ M_2
1857							
III	1,9	2,2	2,6	-15,2	-12,5	-2,2	-1,2
IV	2,4	2,9	3,9	-7,1	0,0	-2,2	-3,7
1858							
I	0,9	1,0	1,5	15,4	25,0	-3,4	-3,8
II	-0,4	-0,3	0,3	20,0	20,0	-2,4	-2,6
III	-0,8	-0,9	-0,4	22,2	41,7	0,0	-1,4
IV	1,8	1,8	2,0	15,9	23,5	0,0	0,0

FONTE: Apêndice Estatístico.

para as duas definições, M_1 e M_2 . O estoque de moeda e a base monetária continuaram a aumentar durante os dois últimos trimestres de 1857. Além disso, as relações encaixe/depósitos, com exceção de r_2 para o último trimestre, também caíram, contribuindo assim para o aumento do estoque de moeda. As relações moeda em poder do público/estoque de moeda caíram igualmente. O declínio das relações reflete a importância das reformas introduzidas nos mercados monetários durante a administração de Souza Franco. O Brasil encontrava-se no processo do desenvolvimento de instituições creditícias e bancárias quando a crise econômica atingiu a economia. Deve-se levar em consideração, outrossim, que a crise ocorreu no Brasil em novembro. O primeiro impacto da contração foi um declínio do estoque de moeda. No último trimestre de 1857, o impacto deve ter-se refletido simplesmente em redução da taxa de crescimento e, provavelmente, no declínio, em termos absolutos, do produto real. Mas, em 1858, o estoque de moeda chegou a declinar nos trimestres intermediários. E no primeiro trimestre desse mesmo ano, foi também importante, em termos de magnitude, a mudança ocorrida no sinal da variação das relações determinantes do estoque de moeda. É óbvio, em vista dos altos declínios percentuais, que a estrutura bancária brasileira foi severamente afetada. O efeito da variação na relação moeda em poder do público/estoque de moeda somente se fez sentir no final de 1858. De acordo com os registros contemporâneos — do Banco do Brasil, das autoridades monetárias e de observadores da época — a contração terminou no último trimestre de 1858. O estoque de moeda aumentou durante o período principalmente devido ao aumento da base monetária.

A política do Banco do Brasil e suas relações com o Governo constituem o fator mais importante da análise dos aspectos monetários do pânico de 1857. Antes da crise, a política consistiu na redução da taxa de desconto para aproximadamente 8%. A política inicial durante o pânico foi a de aumentar a taxa de juros, que atingiu 11% em dezembro, devido à saída de ouro e à redução do fundo disponível e também como uma forma de facilitar as transações internas e internacionais.³² O Banco do Brasil atravessou um período bastante adverso, já que

³² Banco do Brasil, *Relatório Apresentado à Assembléia-Geral dos Acionistas do Banco do Brasil na sua Reunião de 1858 pelo Diretor Servindo de Presidente, Jerônimo José de Mesquita* (Rio de Janeiro: Tipografia Nacional, 1858), p. 6.

se encontrava em meio a um programa de estabilização do câmbio, ao mesmo tempo que tentava corretamente impedir a propagação da contração econômica³³ e, provavelmente, não dispunha de suficientes instrumentos de política econômica para atingir todos os objetivos necessários. O fundo disponível médio nos três primeiros meses da crise declinou em 32% em relação à média dos três meses anteriores a ela. A queda da emissão em circulação chegou a 18%. Portanto, o Banco do Brasil sofreu de forma mais pronunciada os seus efeitos. De certa forma, isso refletia a desconfiança mútua existente entre o Banco e o Ministro da Fazenda, Visconde de Souza Franco.

O primeiro apelo de ajuda ao Governo por parte do Banco foi uma comunicação de seu vice-presidente, Dias de Carvalho, em 1.º de dezembro de 1857.³⁴ Nessa comunicação, o Banco invocou as cláusulas da lei bancária de 1853 pelas quais o Governo era autorizado a ajudar o Banco com um crédito de até 3.000 contos de réis. O Banco solicitou 6.000 contos de réis para poder manter a taxa de câmbio na paridade de 27 dinheiros esterlinos por mil-réis. À taxa de 27 dinheiros, 3.000 contos de réis equivalia a somente 337.500 libras esterlinas. Contudo, o Banco estimava que as necessidades do mercado, isto é, o excesso de procura, era de 500.000 a 600.000 libras esterlinas. Além disso, as operações eram legais, já que a lei de 1846 tinha fixado a paridade do ouro autorizando o Governo a manter a taxa de 27 dinheiros esterlinos. O ponto fundamental era que o Banco precisava de autorização governamental para conseguir crédito do banqueiro londrino do Governo brasileiro, Rothschild & Sons, no montante de 600.000 libras esterlinas. Todos os juros e despesas bancárias seriam pagos pelo Banco. Na mesma data, Dias de Carvalho enviou um ofício a Souza Franco argumentando que, devido à perda de cambiais e metais, o fundo disponível reduzir-se-ia a menos do que o mínimo estipulado legislativamente e que isto poderia causar um aumento da taxa de redesconto.³⁵

³³ Enquanto a política era aprovada pela junta diretora do Banco do Brasil, a maior parte das sugestões foi feita por José Pedro Dias de Carvalho, Ministro da Fazenda em quatro ocasiões diferentes durante o Império, assim como também Senador, Conselheiro e Vice-Presidente do Banco.

³⁴ Banco do Brasil, *Relatório...*, 1858, pp. 21-2.

³⁵ *Ibid.*, pp. 23-4.

A resposta de Souza Franco, em nome do Imperador, foi imediata.³⁶ O Banco foi autorizado a emitir notas em montante quatro vezes superior ao fundo disponível. Como salientado acima, a reforma da lei somente permitia uma emissão até o triplo do fundo disponível. Ao mesmo tempo, o Banco recebeu oficialmente aval de crédito junto ao banqueiro inglês do Governo.³⁷

O Banco achou insuficientes as 100.000 libras esterlinas que recebeu para manter a taxa de câmbio. Na opinião de seus diretores, os recursos recebidos do Governo foram inadequados e a intervenção levaria à especulação. Nessas circunstâncias, a melhor solução seria deixar que a taxa flutuasse até encontrar o valor do mercado livre. Mas a situação agravou-se em janeiro de 1858. Sentiu-se forte pressão para a baixa na taxa de câmbio. O Banco decidiu remeter as 100.000 libras esterlinas pelo navio que seguiria em janeiro.

O Governo solicitou ao Banco uma definição sobre a política a ser seguida no futuro.³⁸ Uma resposta imediata foi dada pelo Banco,³⁹ o qual se declarou sem recursos suficientes para remeter a Londres e sustentar a taxa de câmbio. A única solução seria remeter uma parcela dos recursos do fundo disponível. Conseqüentemente, foi requisitado ao Governo o fornecimento de notas do Tesouro em montante suficiente para manter o fundo disponível e a legalidade das notas do Banco. Souza Franco respondeu que o Tesouro poderia fornecer 1.000 contos em suas próprias notas e prometeu adiantar o que ainda fosse possível.⁴⁰

O Banco definiu suas medidas e necessidades em outro ofício ao Ministro da Fazenda, datado de 13 de janeiro de 1858.⁴¹ Em dezembro de 1857, o Banco havia remetido 101.250 libras esterlinas a Londres, e enviaria mais 250.000 em janeiro para suprir os recursos necessários às transações mais importantes através de racionamento seletivo do crédito. Pelo visto, a medida não manteria a taxa, porém supriria os recursos necessários para as transações internacionais e impediria maior propagação da crise. O que o Banco solicitava era um endosso governamental

³⁶ *Ibid.*, pp. 25-7.

³⁷ *Ibid.* Parecer de Rothschild & Sons p. 27.

³⁸ *Ibid.* Parecer de Souza Franco a Dias de Carvalho, p. 28.

³⁹ *Ibid.* Parecer de Dias de Carvalho a Souza Franco, p. 29.

⁴⁰ *Ibid.* Parecer de Souza Franco a Dias de Carvalho, p. 30.

⁴¹ *Ibid.* Parecer de Dias de Carvalho a Souza Franco, pp. 31-2.

para as remessas a Londres, prontamente concedido pelo Ministro da Fazenda.⁴²

A confrontação entre o Banco e o Governo aprofundou-se em fevereiro. O Banco decidiu suspender todas as operações destinadas a manter a taxa de câmbio. Amaro Cavalcanti, historiador e Ministro da Fazenda em outra época, descreveu minuciosamente a mecânica das medidas do Banco.⁴³ A política no mercado cambial era a de usar o crédito do Governo em Londres e as remessas de ouro e outros metais do fundo disponível para impedir a desvalorização cambial. Tentando impedir o declínio da emissão em circulação e o aumento da taxa de redescontos — com prováveis efeitos negativos sobre o nível da atividade econômica, renda e preços — o Banco procurava substituir com notas do Tesouro o ouro e metais do fundo disponível. A decisão de suspender a manutenção da taxa cambial foi principalmente um esforço para ajudar o mercado interno. Destarte, a taxa de redesconto, entre 10 e 11% em janeiro, caiu para 9% em fevereiro. Ao mesmo tempo, a taxa de câmbio declinou de 23 dinheiros esterlinos em fevereiro para 22,75 em março. Numa perspectiva de longo prazo, verifica-se que o Governo ficou impedido de agir pelas disposições legais da paridade de 1846, que estipulava uma taxa cambial de 27 dinheiros esterlinos por mil-réis. O Governo recusou ao Banco o crédito necessário para manter a taxa nesse nível devido à desconfiança mútua. Os diretores do Banco procuraram então impedir a propagação da contração e a falência do estabelecimento. Do ponto de vista da estabilização econômica agregada, a política do Banco foi a mais correta.

Em março, os diretores do Banco decidiram remeter câmbio a Londres à taxa de 25 dinheiros por mil-réis. Dias de Carvalho solicitou a ajuda do Governo de acordo com a lei de 1853.⁴⁴ A opinião que prevalecia entre os diretores do Banco era a de que o Governo deveria tentar a qualquer custo manter a taxa em torno da paridade estabelecida em 1846. Contudo, isso deveria ser feito através de crédito obtido junto aos banqueiros governamentais em Londres.⁴⁵ Souza Franco respondeu salientando que o

⁴² *Ibid.* Parecer de Souza Franco a Dias de Carvalho, pp. 33-4.

⁴³ Cavalcanti, *op. cit.*, p. 214.

⁴⁴ Parecer de 12 de março de Dias de Carvalho a Souza Franco, *in* Banco do Brasil, *Relatório...*, 1858, p. 35.

⁴⁵ Ver as atas da reunião da junta da diretoria do Banco por R. J. Haddock Lobo. *in* Banco do Brasil, *Relatório...*, 1858, pp. 35-6.

Governo havia decidido manter a taxa de 26 dinheiros esterlinos.⁴⁶ Parece que o entendimento entre o Banco e o Governo na formulação da política econômica conjunta desapareceu. O Banco para manter essa taxa comprometer-se-ia a remeter 400.000 libras esterlinas em março à taxa de 25,5 dinheiros esterlinos e 200.000 em abril a 26 dinheiros, com a devida garantia governamental. Em retrospecto, os esforços para influenciar a taxa, tanto os de Souza Franco como os do Banco, apontavam na direção errada em vista da contração econômica no Brasil: Governo e Banco propunham a valorização cambial. Dias de Carvalho informou que era impossível para o Banco remeter uma soma tão grande em março.⁴⁷ Souza Franco, porém, não respondeu. O Banco do Brasil decidiu em vista disso abandonar o esforço de valorizar o câmbio.⁴⁸

Souza Franco apelou à casa bancária Mauá, MacGregor & Cia. no mesmo dia em que o Banco do Brasil recusou sua proposta, isto é, 12 de março de 1858. Mauá fixou um cronograma para remeter através de sua agência em Londres 400.000 libras esterlinas em março, 200.000 em abril, 150.000 em maio e 60.000 em junho. A taxa então subiu para 25,5 dinheiros esterlinos por mil-réis e em agosto já se situava em 26 dinheiros. Nesse mês, o Banco do Brasil começou a troca de suas notas por ouro e a venda de cambiais a 26 dinheiros, sendo a taxa mantida durante a maior parte do ano. Os registros contemporâneos indicam uma recuperação definitiva da crise.

4.7

A Contra-Reforma e a Lei de 1860

4.7.1

A Proposta de Salles Torres Homem

A crise de 1857 foi a maior dificuldade com que Souza Franco se defrontou na execução de sua reforma monetária de-

⁴⁶ Parecer de Souza Franco a Dias de Carvalho, in Banco do Brasil, *Relatório...*, 1858, p. 37.

⁴⁷ Parecer de Dias de Carvalho a Souza Franco em 12 de março de 1858, in Banco do Brasil, *Relatório...*, 1858, p. 40.

⁴⁸ Cavalcanti, *op. cit.*, p. 215.

vido à ocorrência de 49 falências em 1857 e 90 em 1858. As perdas totais foram estimadas em 15.000 contos. A maior parte dos analistas acreditava que parte da crise tinha sido originada pelo excesso de emissões de papel-moeda, que teria abalado o “valor” da moeda e causado inflação e desvalorização cambial.

Ao longo de sua administração, Souza Franco foi criticado fortemente por Itaboraí e Salles Torres Homem⁴⁹ por ter tentado acabar com a pluralidade bancária e o direito de emissão. Em 12 de dezembro de 1858, um novo Gabinete foi formado por Abaeté, com Salles Torres Homem como Ministro da Fazenda. Posteriormente, Itaboraí foi nomeado presidente do Banco do Brasil. A intenção do novo Gabinete era reduzir o estoque de moeda e valorizar o câmbio.

A interpretação de Salles Torres Homem era bem diferente da de Souza Franco. No meio do debate encontram-se as idéias de Itaboraí. Torres Homem argumentou que a indústria e a atividade econômica não se desenvolveram por causa do papel-moeda.⁵⁰ O aumento do estoque de papel-moeda seria a causa dos aumentos de preços, desvalorização cambial e queda da renda real e dos salários reais. A solução da maior parte dos problemas de política econômica agregada seria a manutenção de um estoque de moeda composto quase que exclusivamente de moeda metálica. A autorização de bancos de emissão conflitava com a lei bancária de 1853, privando o Governo do controle do estoque de papel-moeda e de influenciar as variáveis econômicas agregadas. Somente um estoque de moeda predominantemente metálica poderia fornecer condições para que se efetuassem transações com estabilidade e continuasse o crescimento.

A primeira medida de Torres Homem foi cancelar a autorização dada ao Banco do Brasil para emitir papel-moeda em valor três vezes maior do que o fundo disponível. Como se recorda, a disposição original da lei de 1853 determinava que o montante da emissão não poderia exceder o dobro do fundo disponí-

⁴⁹ Ribeiro de Andrada, *op. cit.*, pp. 87-115; Ortigão, *op. cit.*, pp. 58-64; Castro Carreira, *op. cit.*, pp. 328-37; Viana, *op. cit.*, pp. 393-4; Cavalcanti, *op. cit.*, pp. 229-46.

⁵⁰ Brasil, Ministério da Fazenda, *Proposta e Relatório do Ministro da Fazenda Apresentados à Assembléa-Geral Legislativa na Terceira Sessão da Décima Legislatura* (Rio de Janeiro: Tipografia Nacional, 1859), pp. 2-6. Ver também os muitos discursos e pareceres de Torres Homem reimpressos em Ribeiro de Andrada, *op. cit.*

vel. Em 15 de junho de 1859, propôs ele uma nova lei bancária, a ser aprovada pelo legislativo. Seu projeto previa total conversibilidade das notas do Banco do Brasil em ouro, à vista. A conversibilidade deveria ser atingida em três anos. A emissão dos bancos privados não poderia exceder à emissão existente na data do ato legislativo até que as notas fossem conversíveis, à vista, em ouro. Os bancos deveriam receber um inspetor do Governo, pagando-lhe também os ordenados. Finalmente, propôs que a autorização para estabelecimento de novos bancos fosse unicamente concedida pelo legislativo.

Um debate caloroso ocorreu então no legislativo e formou-se uma oposição generalizada à proposta de Salles Torres Homem, apesar de a mesma ter sido aprovada por uma pequena margem na Câmara dos Deputados. O Senado não contava com um regulamento sobre a duração dos debates. A batalha verbal continuou ininterrupta e fortes críticas ao ministro foram expressadas. O Gabinete solicitou ao Imperador o fim do debate e, se necessário, a dissolução do Congresso, mas o Imperador negou o pedido e o Gabinete teve que renunciar em agosto de 1859.

4.7.2

A Comissão de Inquérito de 1859

Em 10 de agosto, Ângelo Moniz da Silva Ferraz foi nomeado Ministro da Fazenda. O novo ministro já era conhecido na política econômica e destacara-se como chefe da comissão que revisara a tarifa alfandegária.⁵¹ A situação na Câmara era tal que Silva Ferraz preferiu não tomar de imediato uma posição sobre política monetária. A divisão de opinião era tão generalizada que não se podia esperar que vencesse uma proposta específica. A única medida imediata foi a de ordenar a criação de uma comissão de inquérito durante o recesso do legislativo. Medidas de política e propostas legislativas seriam baseadas no relatório dessa comissão.

O relatório da comissão de inquérito de 1859 é um dos documentos mais importantes do século XIX no campo da política

⁵¹ Sobre esses acontecimentos ver a narrativa de Joaquim Nabuco, *op. cit.*, II, reimpresso em Ribeiro de Andrada, *op. cit.*

monetária brasileira.⁵² Um importante aspecto da pesquisa seria a análise do mercado cambial e das causas da desvalorização durante as “crises comerciais”. Um segundo problema seria o estudo da transmissão internacional do ciclo econômico ao Brasil e seu impacto sobre a economia nacional. Um terceiro problema seria a pesquisa detalhada do mercado monetário e do setor bancário. Finalmente, a comissão encarregar-se-ia de compilar as estatísticas históricas mais importantes para o Brasil.

O instrumento cambial essencial durante o Império era a letra de câmbio, que se originava das atividades exportadoras. Os estudos da comissão revelaram que existiam vários tipos de agentes econômicos no mercado cambial. Aproximadamente dois terços das transações relacionavam-se diretamente à compra e venda de mercadorias. O terço restante originava-se de operações a prazo, crédito e especulação.

Uma das causas da crise cambial, de acordo com a comissão, foi o fato de que muitos estabelecimentos bancários funcionavam como exportadores de café e igualmente como agentes cambiais. Comumente, um comerciante do mercado cafeeiro ficava fortemente endividado com uma dessas casas bancárias. As casas manipulavam a taxa de câmbio para impedir a falência de seus clientes. Outro fator foi o declínio da concorrência no mercado cambial, causado pela falência de comerciantes durante as crises.

A comissão utilizou um modelo do padrão ouro para explicar o comportamento do mercado cambial. A taxa de câmbio era determinada pela demanda e oferta no mercado cambial,⁵³ dependendo significativamente do estoque de moeda e dos movimentos de metais. A demanda de importações era uma importante determinante da procura de câmbio; analogamente, a oferta de câmbio dependia significativamente da procura de importações brasileiras no exterior.

Muitas das investigações da comissão se realizaram mediante questionários extremamente detalhados, enviados a comerciantes, banqueiros e outros empresários. No assunto do câmbio, o quesito principal dizia respeito às causas da depreciação cambial. Na tentativa de encontrar uma solução para o

⁵² *Relatório da Comissão de Inquérito Nomeada pelo Aviso do Ministério da Fazenda de 10 de Outubro de 1859* (Rio de Janeiro, s.d.).

⁵³ *Ibid.*, p. 10.

problema, a comissão reconstruiu a história monetária e cambial do Brasil, sendo dominada pelo que Joaquim Nabuco chamou de “reação monetária”.⁵⁴ Destarte, afirmou-se que a taxa de câmbio flutuava devido aos aumentos do estoque de moeda e à sua composição não-metálica. As idéias eram influenciadas pelo pensamento inglês a esse respeito.

O aspecto monetário do pânico de 1857 foi tratado em grande minúcia no questionário da comissão. O debate havia focalizado o papel da “superabundância” de notas na depressão de 1857. Diversos empresários consultados opinaram que a suspensão dos pagamentos metálicos pelo Banco do Brasil tinha contribuído consideravelmente para a propagação do pânico. Além disso, alegou-se que o Banco tinha aumentado a taxa de descontos durante a fase inicial da crise. Outra importante contribuição da comissão foi a análise detalhada da política monetária durante a crise de 1857.

A natureza e adequação do sistema bancário brasileiro era um dos estudos de pesquisa. Especificamente, a comissão tentava descobrir qual teria sido a influência dos bancos de emissão na crise de 1857. Acreditava-se que a expansão ou contração do estoque de moeda por esses bancos teria tido profundas repercussões na economia brasileira e a comissão chegou a conclusões que apoiavam essa crença.

O princípio fundamental da teoria monetária da comissão era de que a concorrência dos bancos de emissão causava aumentos do estoque de moeda além do nível ideal para a atividade econômica estável. Segundo a comissão, a crise teria sido provocada pela expansão anterior da atividade econômica. Essa expansão era normalmente acompanhada de aumentos do estoque de moeda. A comissão salientava também que os bancos de emissão expandiam o estoque além do ideal do ponto de vista do nível existente de atividade econômica. Posteriormente, o seu aumento causaria desvalorização cambial e inflação, ocasionando declínio da atividade econômica e contração da renda real. Aceitou-se igualmente a teoria da *elasticidade do estoque de moeda*.⁵⁵ De acordo com essa teoria, a política monetária deveria ser formulada para aumentar o estoque durante a fase ascendente do ciclo e reduzi-lo durante a fase descendente: a moeda deveria ser “elástica” em relação às necessidades comerciais, resultando, naturalmente, em políticas “procíclicas” em

⁵⁴ Joaquim Nabuco, *op. cit.*, Vol. II, p. 55.

⁵⁵ Para uma análise detalhada ver Milton Friedman e Anna Jacobson Schwartz, *A Monetary History of the United States 1867-1960* (Princeton: Princeton University Press, 1963), p. 295.

vez de “anticíclicas”. Em vez de diminuir as flutuações, a política “elástica” as aumentaria. Do ponto de vista da estabilidade, a comissão propunha a proibição do privilégio de emissão dos bancos privados, de modo a evitar um controle inadequado do estoque de moeda. O controle deveria concentrar-se nas mãos do Governo através do monopólio de emissão.

Um dos relatórios mais destacados enviados à comissão por empresários e pensadores foi o do Barão de Mauá. Na sua opinião, o mercado cambial era relativamente estável, uma vez que os fatores mais importantes da oferta e demanda de câmbio eram as importações e exportações de produtos agrícolas. Assim, a desvalorização da taxa cambial devia-se comumente a fatores ligados às exportações e importações brasileiras, colocando em dúvida o ponto de vista de que o aumento do estoque de moeda pelos bancos de emissão tinha causado a desvalorização cambial. Mauá acreditava que o “pânico” de 1857 nos países industriais tinha sido a causa fundamental da contração no Brasil, atuando através da redução da demanda estrangeira dos produtos brasileiros de exportação.

Um ponto de vista diferente sobre as causas monetárias da contração foi introduzido por Mauá, contestando veementemente o argumento de que a “superabundância” de notas e outros instrumentos monetários tinha causado a contração. O argumento essencial era de que o estoque de moeda tinha sido ideal e de que a causa única da contração tinha sido exógena em relação à economia brasileira e independente das políticas monetárias e instituições internas. Criticou os benefícios de um estoque de moeda puramente metálico e do monopólio de emissão.⁵⁶ Conquanto acreditasse na teoria cíclica da elasticidade monetária, defendeu com vigor a intermediação. Na definição de moeda, ressaltou seu caráter de instrumento de troca.

4.7.3

A Lei de 1860

A proposta de Torres Homem foi emendada por Silva Ferraz.⁵⁷ Novo texto foi aprovado sem nenhuma alteração

⁵⁶ *Relatório da Comissão de Inquérito...*, op. cit., Anexo A, pp. 867-8.

⁵⁷ Cavalcanti, op. cit., pp. 255-6, enumera as mudanças.

relevante pela Comissão de Fazenda do Congresso. As mudanças foram aceitas por Silva Ferraz. Itaboraí apoiou Silva Ferraz nos debates, num esforço para promover uma conciliação e um metalismo menos radical do que o de Torres Homem. Sua tomada de posição diferia daquela que assumira no começo do período 1850/60. A oposição ao projeto contava com o apoio do Conselheiro Dias de Carvalho, que tinha sido Vice-Presidente do Banco do Brasil e seria Ministro da Fazenda.⁵⁸ Assim, houve um esforço para criar um sistema monetário que fornecesse condições para crescimento com estabilidade de preços ou pelo menos essa foi a intenção dos economistas e estadistas da época.

A forma emendada do projeto de Silva Ferraz foi finalmente aprovada como lei bancária e monetária do Brasil em 22 de agosto de 1860.⁵⁹ Em muitos sentidos, o esforço para se chegar a uma conciliação não foi bem sucedido, pelo menos em perspectiva histórica. A lei foi chamada de instrumento para aniquilar o “espírito de associação” e a iniciativa privada. O estabelecimento de uma sociedade anônima no Brasil foi condicionado ao arbítrio do Governo.⁶⁰ No futuro, as sociedades anônimas somente seriam autorizadas por lei ou decreto governamental. As ações não poderiam ser emitidas ou vendidas até que o Governo aprovasse o estabelecimento da empresa. Os balançes deveriam ser enviados periodicamente ao Governo para exame.

Muitas das cláusulas da lei restringiram o estabelecimento e o funcionamento dos bancos no Brasil. Até que sua emissão não fosse conversível em ouro e metais, os bancos não poderiam emitir em montante superior ao da emissão existente no primeiro semestre de 1860. De forma semelhante, até que não atingisse essa conversibilidade, a emissão do Banco do Brasil não poderia exceder o dobro do fundo disponível. O Governo ficaria autorizado a reduzir anualmente suas emissões se os bancos não atingissem a conversibilidade em seis meses. No caso de um banco não trocar suas notas por ouro, à vista, o Governo o declararia em bancarrota. Todos os bancos foram obrigados a aceitar um inspetor, nomeado pelo Governo, com amplos poderes. A lei também previa medidas para a substituição das moedas de cobre em circulação.

⁵⁸ Os debates são analisados minuciosamente em Ribêiro de Andrada, *op. cit.*, pp. 117-38.

⁵⁹ Reimpresso em Cavalcanti, *op. cit.*, pp. 256-60.

⁶⁰ Nabuco, *op. cit.*, p. 58.

4.7.4

A Execução da Lei

Analisando o período, Amaro Cavalcanti salientou corretamente que, de qualquer modo, teria sido impossível cumprir simultaneamente todas as disposições da lei de 1860 para as instituições econômicas daquela época.⁶¹ Não obstante, Silva Ferraz tentou executar com vigor muitas das medidas no mais curto prazo possível.

Diversos decretos em 1860 regulamentaram a lei. A data para o resgate definitivo das notas de menor valor foi fixada no primeiro dia de outubro. As funções e salários dos inspetores bancários e a entrega de balancetes ao Governo foram regulamentados em 3 de novembro. O sistema bancário por sua vez foi regulamentado em 10 de novembro. A emissão de notas pelos bancos foi estipulada de acordo com uma tabela publicada juntamente com o decreto. As emissões dos bancos individuais não poderiam ser aumentadas além da emissão especificada na tabela até que as notas não fossem conversíveis. No caso de a emissão de um banco exceder à cifra especificada, o banco teria 3 meses para reduzi-la ao limite. Estabeleceu-se também que a emissão do Banco do Brasil não poderia exceder o dobro do fundo disponível. Se houvesse excesso, o Banco seria forçado a reduzir sua emissão. A autorização para funcionamento de bancos e sociedades anônimas foi também regulamentada. Finalmente, em 14 de novembro, as falências de bancos e sociedades anônimas foram igualmente regulamentadas e em 17 de novembro estipulou-se que a emissão de notas e outros tipos de moeda dependeria de autorização legal. Em aproximadamente um mês e meio, as cláusulas gerais da lei de 1860 foram cuidadosamente definidas. Tudo o que faltava por fazer era a administração de novas determinações específicas.⁶²

Uma grande dificuldade surgiu no recolhimento das notas de menor valor,⁶³ mas a limitação da emissão foi rapidamente

⁶¹ Cavalcanti, *op. cit.*, p. 261.

⁶² Referências para esses acontecimentos encontram-se em Ortigão, *op. cit.*, pp. 65-9; Castro Carreira, *op. cit.*, pp. 340-61; Viana, *op. cit.*, pp. 406-12; Ribeiro de Andrada, *op. cit.*, pp. 141-2; Cavalcanti, *op. cit.*, pp. 260 e seguintes.

⁶³ Brasil, Ministério da Fazenda, *Proposta e Relatório do Ministério da Fazenda Apresentados à Assembléia-Geral Legislativa na Primeira Sessão da Décima Primeira Legislatura pelo Ministro e Secretário de Estado dos Negócios da Fazenda José Maria da Silva Paranhos* (Rio de Janeiro: Tipografia Nacional, 1861), pp. 15-6.

executada como se pode ver na Tabela IV.5. A emissão legal do Banco do Brasil era de 19.822 contos e a emissão em circulação conservou-se sempre abaixo dessa cifra. A lei também previa a substituição das ações das sociedades anônimas existentes no ativo dos bancos por títulos governamentais e ações das empresas ferroviárias. Sem dúvida, essa substituição foi levada a cabo com algum sucesso. Em resumo, a lei não conseguiu criar um sistema bancário com reservas de 100% na forma de ouro e outros metais, mas foi bem sucedida em reduzir o estoque de moeda.

A Tabela IV.6 fornece as variações percentuais do estoque de moeda e seus determinantes imediatos para os trimestres relevantes durante a execução da lei. As taxas de declínio são altas para a base monetária e para ambas as definições do estoque de moeda até fins de 1861. A contribuição das duas relações é diferente. A relação encaixe/depósitos aumentou através do período para ambas as definições do estoque de moeda, enquanto a relação moeda em poder do público/estoque de moeda declinou em todo o período, exceto em meados de 1862. O comportamento da relação encaixe/depósitos explica-se pelas expectativas negativas e pressões introduzidas no sistema bancário pela lei, sua regulamentação e execução. As conseqüências das

TABELA IV.5
EMISSÃO EM CIRCULAÇÃO E AUTORIZADA
DOS BANCOS BRASILEIROS EM DATAS
SELECIONADAS

(contos de réis)

Bancos	Emissão Autorizada	Data do Balancete	Emissão em Circulação
Banco Comercial e Agrícola	7.238	Março de 1861	7.238
Banco Rural e Hipotecário	1.992	Março de 1861	1.941
Banco de Pernambuco	1.486	Fevereiro de 1861	1.486
Banco do Maranhão	513	Dezembro de 1860	200
Banco da Bahia	2.833	Fevereiro de 1861	2.208
Banco do Rio Grande do Sul	0,3	Fevereiro de 1861	0,3

FONTE: Ministério da Fazenda, *Relatório 1861*, p. 17.

TABELA IV.6

VARIAÇÕES PERCENTUAIS TRIMESTRAIS DO ESTOQUE DE MOEDA E DOS
DETERMINANTES IMEDIATOS — 1860/62

Períodos (Trimestres)	Base Monetária	M_1	M_2	Encaixe dos Bancos/Depó- sitos à Vista	Encaixe dos Bancos/Depó- sitos Totais	Moeda em Poder do Público/ M_1	Moeda em Poder do Público/ M_2
1860							
III	-3,3	-2,1	-1,7	7,7	6,3	-1,2	-4,3
IV	-3,1	-4,0	-3,7	25,0	23,5	-1,3	-1,5
1861							
I	-3,9	-4,6	-3,9	14,3	14,3	-2,6	-3,0
II	-1,4	-1,8	-2,0	7,5	12,5	-2,7	-3,1
III	-2,5	-3,1	-2,9	9,3	7,4	-2,7	-3,2
IV	-0,5	0,4	-0,5	- 2,1	- 3,4	-1,4	0,0
1862							
I	0,5	0,8	1,7	-2,2	0,0	-1,0	-3,4
II	2,0	2,2	1,4	-6,7	- 7,7	0,0	1,7

FONTE: Apêndice Estatístico.

políticas econômicas restritivas refletem-se no fato de que a base monetária incluiu notas bancárias. Apesar dessas medidas adversas, o longo processo de modernização da economia brasileira prosseguiu como é evidenciado pelo declínio das relações moeda em poder do público/estoque de moeda. Aparentemente, o comportamento do público ignorava a preocupação dos técnicos em política econômica de restringir o sistema bancário e os mercados monetários.

As medidas restritivas da lei de 1860 podem ser provavelmente melhor compreendidas através dos dados sobre a emissão em circulação de notas bancárias. Em dezembro de 1860, havia em circulação 50.397 contos de réis em notas bancárias. Em fevereiro de 1862, a emissão era de 43.596 contos. Em dois anos reduziu-se a circulação em 13,5%.

Os dados monetários dos Estados Unidos e de outros países industriais revelam que o estoque de moeda somente declina durante contrações profundas. Não há, naturalmente, dados para as condições cíclicas do Brasil durante o começo do período 1860/70. Não obstante, esse foi um período durante o qual o surto cafeeiro ganhou ímpeto. Os preços internacionais do café aumentaram consideravelmente entre 1858 e 1862, ano de auge do ciclo do preço internacional do café (como definido por Delfim Netto). Um pronunciado aumento das exportações também ocorreu em 1860/61. Os registros contemporâneos mostram condições econômicas prósperas em 1859, 1860 e 1861.⁶⁴ Parece, portanto, que o declínio do estoque de moeda coincidiu com um período de expansão. Essa expansão foi principalmente o resultado do aumento do comércio internacional e de condições favoráveis no mercado cafeeiro internacional. Assim, as políticas recessivas do Governo no mercado monetário foram compensadas pelo aumento do comércio exterior resultante de aumentos da procura de produtos brasileiros de exportação, parecendo ter-se caracterizado um caso raro de declínio do estoque de moeda com expansão da atividade econômica, que se poderia explicar pela natureza do declínio — políticas monetárias erradas — e as causas da expansão — mudanças da procura no exterior. Contudo, não há suficientes dados e informações disponíveis para se chegar a uma conclusão precisa.

⁶⁴ Cavalcanti, *op. cit.*, pp. 204-66.

4.7.5

O Banco do Brasil durante a Execução da Lei e sua Reforma

No período 1859/60, as operações do Banco do Brasil continuaram como nos primeiros anos de atividade.⁶⁵ A taxa de redescontos foi, em média, de 8,9%, que não era alta para a época e refletia as condições prósperas do País. O prazo médio situava-se em 92 dias e, o dividendo do Banco, em 11,9%.

A lei de 1860 afetou o Banco sob vários prismas. O limite fixado para a emissão de 21.481 contos de réis forçou-o à conversibilidade a prazo médio e provocou dificuldade na retirada de circulação das notas de menor valor. Dias de Carvalho comunicou a Silva Ferraz, em 22 de fevereiro de 1861, que o Banco tinha condições de converter as notas em ouro somente na matriz da Corte e não nas filiais provinciais.⁶⁶ A resposta de Silva Ferraz foi que o Banco tinha uma data fixa para cumprir a legislação e que a conversibilidade teria que ser estendida também às filiais.⁶⁷ Os diretores decidiram que não poderiam obter a conversibilidade na data estipulada de 22 de fevereiro. Ordenou-se às filiais que recolhessem as notas, para manter a emissão em circulação abaixo do mínimo estipulado pela lei.

Como resultado da lei de 1860, o Banco viu-se em dificuldades contínuas para manter a relação entre a emissão e o fundo disponível. Além disso, defrontava-se com uma redução de sua emissão e, portanto, dos lucros. A lei de 1860 dispunha outrossim que os bancos teriam que retirar anualmente de 3 a 5% de sua emissão até que as notas fossem conversíveis. O Banco do Brasil solicitou, no início de 1861, uma redução de somente 3% para o primeiro ano.⁶⁸ O Ministro da Fazenda autorizou a redução de

⁶⁵ Banco do Brasil, *Relatório Apresentado à Assembléia-Geral dos Acionistas do Banco do Brasil na sua Reunião de 1860 pelo seu Presidente Cândido Baptista de Oliveira* (Rio de Janeiro: Tipografia de Francisco de Paula Brito, 1860).

⁶⁶ Parecer de Dias de Carvalho a Silva Ferraz, in *Relatório Apresentado à Assembléia-Geral dos Acionistas do Banco do Brasil na sua Reunião de 1861 pelo seu Vice-Presidente José Pedro Dias de Carvalho*, editado pelo Banco do Brasil (Rio de Janeiro: Tipografia de Francisco de Paula Brito, 1861), p. 25.

⁶⁷ Parecer de Silva Ferraz a Dias de Carvalho, in *Relatório...* op. cit., pp. 25-6.

⁶⁸ Parecer de Dias de Carvalho a Silva Paranhos, 12 de junho de 1861, in *Relatório...* op. cit., p. 6.

apenas 3% a partir de 22 de agosto.⁶⁹ As operações do Banco continuaram normalmente. A taxa de redescontos flutuou entre 7 e 10%. O prazo médio foi de 87 dias e o valor médio dos redescontos totalizou 11.238 contos. O dividendo manteve-se em 11.6%.

A lei de 1860 prejudicou consideravelmente o Banco do Brasil, ameaçando-o de liquidação e afetando da mesma forma os bancos privados. Diversas propostas surgiram para a solução da crise. Posteriormente, uma comissão foi encarregada de examinar a proposta de fusão do Banco do Brasil com o Banco Comercial e Agrícola para assim obter os direitos de emissão daquele banco, o que demonstra que o direito de emissão era a mais importante operação bancária (e provavelmente, em perspectiva histórica, a que mais contribuía para a intermediação, industrialização e crescimento).⁷⁰ Os acionistas inicialmente condicionaram a fusão à transferência dos direitos de emissão ao Banco do Brasil. Uma condição decisiva estipulada pela lei de 1860 era a de necessidade de autorização legislativa para o direito de emissão, cujas negociações poderiam estender-se por até dois anos.

O Banco possuía numerosos motivos para se queixar da lei de 1860, tendo sido privado da possibilidade de assistir o Governo durante as crises e de manter a emissão em montante superior ao dobro do fundo disponível. Além disso, suas operações haviam sido restringidas pelas cláusulas da lei sobre as notas de menor valor e pelos limites do fundo disponível. A comissão salientou a situação crítica do Banco em função da análise das suas operações no semestre anterior. Os dividendos tinham sido menores do que os distribuídos pelos bancos privados e os dividendos totais menores em relação a períodos anteriores. Assim, o sistema bancário estava ameaçado de liquidação devido aos rendimentos relativamente desfavoráveis sobre o capital investido, existindo a possibilidade de o Banco do Brasil converter-se num banco de redescontos e depósitos apenas, devido à restrição do direito de emissão.

⁶⁹ Parecer de Silva Paranhos a Dias de Carvalho, 19 de junho de 1861, in *Relatório...*, *op. cit.* Depois da substituição de Silva Paranhos por Silva Ferraz na Pasta da Fazenda, as relações entre o Banco e o Governo melhoraram. Nas diversas crises, Dias de Carvalho conseguiu manter o funcionamento adequado do Banco do Brasil.

⁷⁰ Ver Rondo E. Cameron, *Banking in the Early Stages of Industrialization* (New York: Oxford University Press, 1967).

O maior problema quanto ao direito de emissão e sua limitação prendia-se à limitação do fundo disponível, como aliás salientado pela comissão. De acordo com o Artigo 3.º do Decreto n.º 2.685, de 10 de novembro de 1860, o limite máximo em contos de réis do fundo disponível (A) para a emissão era:

$A = 22.560$ contos (capital realizado) — 10.000 contos (resgâte de papel-moeda) — 6.440 contos (recursos fornecidos para o capital das filiais) — 636 contos (propriedades imobiliárias do Banco) — α (balanço da conta-corrente com as filiais).

Se $\alpha = 0$, $A = 5.484$ contos. A emissão total autorizada foi de 10.968 contos (o dobro do fundo disponível máximo, A) mais 5.484 contos (a parcela a ser emitida devido à retirada de 10.000 contos), ou um total de 16.452 contos.

Um problema crítico do Banco do Brasil, devido à sua expansão nacional, foi a restrição à concessão de crédito no interior a que se viu forçado. A comissão ilustrou essa restrição pela comparação do fundo disponível total máximo para a matriz da Corte e para as filiais de Minas e São Paulo, em 1861 e em 1862.

Em 1.º de janeiro de 1861, α era igual a $- 4.576$ contos, para Minas e São Paulo. O máximo de fundo disponível conjunto para a matriz e as duas filiais era de 6.484 contos (permitidos devido ao resgate de 9.000 contos de notas) + 900 contos (capital das filiais) — 4.576 contos (dívida das filiais), isto é, 2.808 contos. A emissão legal autorizada era: 5.616 (o dobro do fundo disponível) + 2.808 (permitidos devido ao resgate de 9.000 contos) + 7.357 (permitidos devido ao excesso de dinheiro em relação ao fundo disponível), isto é, 15.781 contos. A emissão total em circulação tinha sido: 22.626 (na matriz) + 2.126 (em São Paulo) + 1.674 (em Minas), isto é, 27.426 contos. O excesso sobre a emissão legal era de 11.645 contos.

Em 1.º de janeiro de 1862, depois da execução da lei, α passou a ser igual a 2.601 contos. Assim, mudou de sinal, isto é, as filiais deviam à matriz. O máximo de fundo disponível conjunto era de: 5.426 (fundo disponível na matriz) + 2.601 (dívida das filiais) + 900 (capital das filiais), ou 8.927 contos. O total em dinheiro na matriz e nas duas filiais era de 8.574 contos. A emissão legal total era de 26.783 contos enquanto que a emissão em circulação alcançava apenas 22.158 contos.

A comissão argumentou que o Banco tinha cumprido a lei, aumentando a dívida das filiais e reduzindo a emissão abaixo do mínimo autorizado. A lei foi executada em detrimento do público e dos acionistas. Condições de crédito escasso tinham sido criadas nas províncias com maior necessidade de recursos. O Banco do Brasil encontrava-se em situação precária como instituição com fins lucrativos.

Em período anterior já se tinha proposto a emissão de ações para completar o capital autorizado de 30.000 contos. Essa proposta foi postergada devido a Mauá, que, como membro da junta revisora do Banco, tinha proposto a possibilidade de fusão com o Banco Comercial e Agrícola. Os diretores do Banco haviam igualmente entrado em acordo com o Banco Comercial e Agrícola. A ameaça da conversibilidade causou por sua vez grande preocupação, que seria juntamente com muitos outros problemas resolvida pela fusão com o Banco Comercial.

A comissão defendeu essa fusão como uma possível solução da crise, argumentando que a operação poderia fazer-se eficientemente pela emissão de novas ações do Banco do Brasil aos acionistas do Banco Comercial e Agrícola. O Banco do Brasil deveria tomar uma decisão própria com a rapidez possível. Opinou que a fusão poderia ser concluída lucrativamente num período de dois anos e deveria ser feita independentemente da solução legislativa.⁷¹ É interessante lembrar que a comissão citou a experiência europeia com os bancos de emissão, especialmente na Escócia, onde o direito de emissão era transferido à nova instituição criada pela fusão.⁷²

A proposta da comissão foi bem específica, consistindo no aumento do capital para 33.000 contos; fusão com o Banco Comercial e Agrícola através da emissão de 24.000 ações a serem distribuídas aos acionistas; e transferência do direito de emissão ao Banco do Brasil. O contrato de fusão deveria ser feito no período de tempo mais curto possível.

⁷¹ Banco do Brasil, *Parecer da Comissão Especial Nomeada pela Diretoria do Banco do Brasil, dentre os seus Membros sobre a Conveniência de Negociar-se com os Bancos Comercial e Agrícola e Rural e Hipotecário, a Cessão ao Banco do Brasil, do Direito que Aqueles Bancos Têm de Emitir Notas à Vista e ao Portador, Apresentado à Assembléa-Geral dos Acionistas em 2 de Abril de 1862* (Rio de Janeiro: Tipografia do Correio Mercantil, 1862), pp. 10-1.

⁷² *Ibid.*, p. 11.

O Decreto n.º 2.970, de 9 de setembro de 1862, aprovou a fusão do Banco do Brasil com o Banco Comercial e Agrícola e com o Banco Rural e Hipotecário.⁷³ A fusão previa especificamente que os dois bancos menores transfeririam seus direitos de emissão ao Banco do Brasil. O capital do Banco foi aumentado para 33.000 contos. O Banco Comercial recebeu 24.000 ações do Banco do Brasil e o Banco Rural 400 contos. Posteriormente, os dois bancos concederam uma transferência específica de seus direitos de emissão ao Banco do Brasil.⁷⁴

Em princípios de 1863, o Banco achava-se numa situação em que a emissão era superior ao dobro do fundo disponível, resultando em pressão sobre as operações de redesconto. Naquela ocasião, o Banco solicitou do Governo a autorização para permitir emissões em montante superior ao triplo do fundo disponível. Em 7 de fevereiro, o Ministro da Fazenda, Visconde de Albuquerque, recusou o pedido do Banco até segunda ordem.⁷⁵ Em 28 de fevereiro, não obstante, um decreto autorizou-o a emitir até o total correspondente ao triplo do fundo disponível.⁷⁶ Mas nesse ínterim houve uma mudança de Gabinete e o novo ministro revogou o decreto.⁷⁷ O Banco recebeu ordem de restabecer a relação entre o fundo e a emissão, cumprindo rapidamente essa ordem.

A Tabela IV. 7 fornece os dados sobre o fundo disponível e a emissão em circulação para a matriz do Banco do Brasil, que através do período apresentou um declínio da emissão em circulação e da sua relação com o fundo disponível. Mas não foi uma tendência regular. Os dados mostram a difícil situação do Banco durante o período de execução da lei de 1860.

⁷³ Banco do Brasil, *Relatório Apresentado à Assembléa-Geral dos Acionistas do Banco do Brasil na sua Reunião de 1863 pelo seu Presidente Cândido Baptista de Oliveira* (Rio de Janeiro: Tipografia Paula Brito, 1863), pp. 21-2.

⁷⁴ "Escritura de Ajuste para Liquidação do Banco Comercial e Agrícola passada entre o mesmo e o Banco do Brasil" e "Escritura de Desistência ou Renúncia que Faz o Banco Rural e Hipotecário ao Banco do Brasil", in *Relatório...*, *op. cit.*, pp. 22-5.

⁷⁵ "Parecer do Visconde de Albuquerque ao Presidente do Banco do Brasil", in *Relatório...*, *op. cit.*, p. 25.

⁷⁶ *Ibid.*, p. 26.

⁷⁷ *Id.*; *Ibid.*,

TABELA IV.7
FUNDO DISPONÍVEL E EMISSÃO EM CIRCULAÇÃO
DA MATRIZ DO BANCO DO BRASIL — 1859/63
 (contos de réis)

Períodos (Meses)	Fundo Disponível	Emissão em Circulação	Relação Emissão em Circulação/ Fundo Disponível
1859			
Junho	7.696	18.794	2,4
Dezembro	7.170	20.706	2,9
1860			
Março	7.114	17.846	2,5
Junho	7.718	19.760	2,5
Setembro	9.484	20.545	2,2
Dezembro	9.484	22.626	2,4
1861			
Março	10.470	18.665	1,8
Junho	8.688	18.499	2,1
Setembro	7.285	16.722	2,3
Dezembro	8.535	18.131	2,1
1862			
Março	7.020	14.556	2,1
Junho	6.796	14.636	2,2

FONTE: Banco do Brasil, *Relatório*, 1860/62.

4.8

O Pânico de 1864

Condições comerciais relativamente favoráveis para o Brasil ocorreram entre 1859 e 1864. Em 10 de setembro de 1864, começou a crise comercial mais profunda do Brasil no século XIX.⁷⁸ A maior parte dos contemporâneos alegou que a causa principal da crise foi a chegada da notícia de contração econômica na Europa. Alguns historiadores, por outro lado, têm

⁷⁸ Ver "Crise Comercial de Setembro do Ano Passado, e Atos do Ministério da Fazenda que lhe são Relativos", in *Proposta e Relatório do Ministério da Fazenda Apresentados à Assembléia-Geral Legislativa na Terceira Sessão da Décima Segunda Legislatura*, editado pelo Ministério da Fazenda (Rio de Janeiro: Tipografia Nacional, 1865), pp. 12-5; Cavalcanti, *op. cit.*, pp. 274-81; Banco do Brasil, *Relatório Apresentado à Assembléia-Geral dos Actionistas do Banco do Brasil na sua Reunião de 1865 pelo seu Presidente Francisco de Assis Vieira Bueno* (Rio de Janeiro: Tipografia do Correio Mercantil, 1865); Ortigão, *op. cit.*, pp. 70-5; Castro Carreira, *op. cit.*, pp. 363-83; Viana, *op. cit.*, pp. 413-57; Ribeiro de Andrada, *op. cit.*, pp. 143-49; Inglês de Souza, *op. cit.*, pp. 150-72; Normano, *op. cit.*, pp. 174-76.

argumentado que a recessão no Brasil foi, em grande parte, resultado das políticas monetárias restritivas da legislação de 1860. Parece que a origem da contração foi a ameaça de declínio dos preços de exportação e do volume de comércio exterior, juntamente com expectativas negativas sobre a possibilidade de se resistir a um choque externo tão forte com a estrutura monetária existente.

Em contraste com a contração de 1857, o Banco do Brasil teve um papel importante na recuperação. O pânico começou propriamente depois que a Casa A. J. Alves Souto & Cia. suspendeu seus pagamentos. A Casa Souto estava intimamente associada com o Banco do Brasil e seu volume de negócios atingia 66.000 contos por ano. Outras casas comerciais do Rio seguiram o comportamento da Casa Souto. Os depósitos totais dessas casas chegavam a 50.000 contos. Cinco casas faliram com perdas conjuntas entre 54.000 e 70.000 contos.

Neste caso, houve ação imediata e positiva por parte do Governo. Três medidas que pretendiam beneficiar o Banco do Brasil foram tomadas no momento difícil em que ele se defrontava com o dilema de ter que assistir a praça com recursos e ao mesmo tempo tornar suas notas conversíveis. O Banco foi autorizado a emitir em montante superior ao dobro do fundo disponível e a suspender a conversão das notas em metal. As notas do Banco foram transformadas em moeda legal por meio de legislação apropriada. Armado com esses privilégios, o Banco apoiou o mercado monetário e os negócios, impedindo a continuação da crise. A emissão do Banco atingiu 25.167 contos em agosto de 1864. No fim de setembro, a emissão tinha aumentado para 43.168 contos, mantendo-se nesse nível nos meses seguintes. Além disso, o Banco nomeou membros prestigiosos de sua junta diretora para supervisionar a liquidação das casas falidas.⁷⁹

4.9

A Reforma do Banco do Brasil em 1866

O Banco do Brasil encontrava-se naquela época numa situação legal crítica. Em 1866, o Ministro da Fazenda elaborou

⁷⁹ Dias de Carvalho foi nomeado para supervisionar a liquidação da Casa Souto. Ver o relatório do Banco do Brasil de 1865, p. 16.

uma proposta legislativa para atingir a conversibilidade das notas do Banco.⁸⁰ A proposta, entretanto, causou atritos e debates, apesar da opinião favorável da comissão de finanças.

Uma proposta diferente foi apresentada, tendo como ponto fundamental da reforma a suspensão das emissões do Banco do Brasil. A instituição dedicar-se-ia exclusivamente a operações de desconto, depósitos e hipotecas, e começaria imediatamente a resgatar anualmente 5% da sua emissão em circulação. As notas em circulação continuariam a ter o cunho de moeda legal até serem totalmente resgatadas.

Numerosas mudanças foram feitas na proposta até que fosse transformada na lei bancária de 12 de setembro de 1866, que reformou o Banco do Brasil.⁸¹ A legislação previa a abolição das emissões do Banco. Foram autorizadas operações de depósitos, descontos e hipotecas. Além disso, o Banco se encarregaria do resgate das notas à taxa de 5 ou 8% ao ano, a ser fixada pelo Governo. O resgate das notas seria pago pelo Governo com notas do Tesouro. A lei foi rapidamente regulamentada e a substituição começou imediatamente, tendo sido aprovada tanto por Itaboraí como por Souza Franco. A comissão mista do Banco do Brasil e do Governo foi presidida por Torres Homem. Dias de Carvalho era o diretor nomeado pelo Banco. A lei foi um compromisso entre as diferentes facções de política econômica que pareciam encontrar-se exaustas após 20 anos de controvérsias, debates e implementação de políticas conflitantes.

4.10 Resumo

A política de estabilização a curto prazo no Brasil consistiu em considerável modificação do sistema do padrão ouro. A

⁸⁰ Brasil, *Proposta do Poder Executivo sobre o Meio Circulante e Documentos Relativos. Mandados Publicar para Serem Presentes à Assembléa-Geral Legislativa* (Rio de Janeiro: Tipografia Nacional, 1866).

⁸¹ "Lei n.º 1.349, de 12 de setembro de 1866" in *Legislação...*, pp. 38-40; Ortigão, *op. cit.*, pp. 77-80; Castro Carreira, *op. cit.*, pp. 386-411; Viana, *op. cit.*, pp. 459-70; Ministério da Fazenda, *Proposta e Relatório Apresentados à Assembléa Geral na Primeira Sessão da Décima Terceira Legislatura pelo Ministro e Secretário de Estado dos Negócios da Fazenda Zacarias de Góes e Vasconcelos* (Rio de Janeiro: Tipografia Nacional, 1867).

“regra do jogo” básica — definição da paridade ouro — foi adotada pela legislação em 1846, e já nos anos de 1850 a taxa de câmbio do mil-réis estava em paridade com a libra esterlina. Mas as duas outras regras do jogo — liberdade do movimento internacional do ouro e políticas monetárias que permitissem a repercussão total dos fluxos do ouro sobre a moeda, a renda e os preços internos — eram na verdade violadas durante as contrações econômicas.

Em virtude de uma contração da renda nos países industrializados, reduzia-se o influxo de capitais e os preços de exportação nos países produtores de produtos primários, ocasionando a desvalorização da taxa de câmbio. Tal expectativa originava novas pressões, na medida em que as casas de exportação do café com filial no Brasil convertiam seus saldos bancários em libras esterlinas durante o período de incerteza. De acordo com o padrão ouro, as exportações de ouro impediriam a desvalorização, levando ao reajustamento posterior do balanço de pagamentos à custa de uma contração da renda e dos preços. Nessas fases, porém, o Governo brasileiro suspendia a conversibilidade das notas bancárias em ouro, impedindo seu livre movimento internacional. Conseqüentemente, a taxa de câmbio sofria forte desvalorização. Na verdade, o Governo sempre se esforçava, através de operações de crédito a curto prazo, no sentido de impedir a desvalorização, mas jamais conseguiu alcançar seu objetivo, a não ser após o término da recessão. A taxa de câmbio praticamente atingia seu nível de mercado nas contrações mais fortes, isolando, assim, a economia brasileira da crise internacional.

Além disso, durante o pânico econômico, as autoridades monetárias reduziam o encaixe obrigatório, em muitos casos de 50% para 25%, ao mesmo tempo em que o Banco do Brasil baixava a taxa de desconto com o objetivo de diminuir a taxa de juros. Assim sendo, a política monetária agia na direção oposta à das regras do padrão ouro, para evitar maior contração da renda e dos preços, aumentando, portanto, as pressões sobre a taxa de câmbio. Frequentemente, dependendo da rapidez da recuperação, parte dos efeitos da política monetária liberal somente se fazia sentir após a contração ter sido ultrapassada, determinando pressões inflacionárias.

A reforma monetária metalista de 1860 foi elaborada com o propósito de restringir a atividade bancária na crença de que o rápido crescimento dos bancos emissores durante o período

1850/60 teria sido a principal causa da crise de 1857. O objetivo da reforma foi assegurar a conversibilidade do papel-moeda em ouro e o pleno funcionamento do sistema do padrão ouro. Não obstante, em contrações posteriores, como a de 1864, e também durante a Guerra do Paraguai e a inflação iniciada em 1865, tanto a conversibilidade como a paridade ouro da taxa de câmbio foram abandonadas temporariamente. Os metalistas acreditavam que, na ausência de estrito controle dos bancos comerciais pelas autoridades monetárias, não haveria a desejável conversibilidade do mil-réis em ouro, praticada nos períodos de expansão dos negócios. Com vistas à implementação plena dos princípios metalistas, o Banco do Brasil assumiu o virtual monopólio dos serviços bancários em 1853. Em suma, o Governo brasileiro elaborou uma estrutura financeira que impedia a generalização dos pânicos bancários — uma vez que o Banco do Brasil detinha parcela considerável dos serviços bancários e o Governo jamais permitiria sua falência — mas à custa de severas restrições à indispensável função intermediadora do sistema bancário privado na canalização de saldos cambiais para as demais atividades econômicas destinadas ao mercado interno. O rápido desenvolvimento do sistema bancário foi um dos aspectos mais significativos do progresso mundial durante o século XIX, sob o padrão ouro, nos países que se beneficiavam com o crescimento do comércio internacional, mas o Brasil impediu intempestivamente esse desenvolvimento com a reforma monetária de 1860.

V

A POLÍTICA E INSTITUIÇÕES MONETÁRIAS DURANTE O SEGUNDO CICLO DO PREÇO INTERNACIONAL DO CAFÉ, 1869/85, E RESUMO DO IMPÉRIO

5.1

O Movimento dos Indicadores Agregados

O Gráfico V.1 mostra o comportamento dos indicadores disponíveis mais importantes da economia brasileira durante o segundo ciclo do preço internacional do café, 1869/85. Da Tabela V.1 consta a análise dos fatores de alteração da taxa de crescimento do estoque de moeda durante o segundo ciclo. Em termos de comportamento monetário, o período foi ímpar na História do Brasil. Na maior parte dos períodos, e a longo prazo, a base monetária, refletindo o comportamento do Governo, contribuiu com nove décimos do aumento da taxa de crescimento do estoque de moeda. No segundo ciclo do preço do café, a base monetária contribuiu com apenas 48% da variação da taxa de crescimento de M_2 . A contribuição da relação moeda em poder do público/estoque de moeda foi bem maior do que em outros períodos. A relação encaixe/depósitos dos bancos contribuiu negativamente. O aumento da relação encaixe/depósitos deveu-se principalmente à política monetária austera implemen-

TABELA V.1

FONTES DAS ALTERAÇÕES DA TAXA DE CRESCIMENTO DO ESTOQUE DE MOEDA DO
BRASIL DURANTE O SEGUNDO CICLO DO PREÇO DO CAFÉ — 1869/85

(percentagens)

Definição do Estoque de Moeda	Taxa Média Anual Contribuída* por:				Contribuição Relativa** de:			
	Total***	Base Monetária	Relação Moeda em Poder do Público/ Estoque de Moeda	Relação Encaixe dos Bancos/ Depósitos	Total***	Base Monetária	Relação Moeda em Poder do Público/ Estoque de Moeda	Relação Encaixe dos Bancos/ Depósitos
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
M_1	1,36	1,33	0,70	-0,94	100	98	52	-69
M_2	2,77	1,33	2,51	-0,73	100	48	91	-26

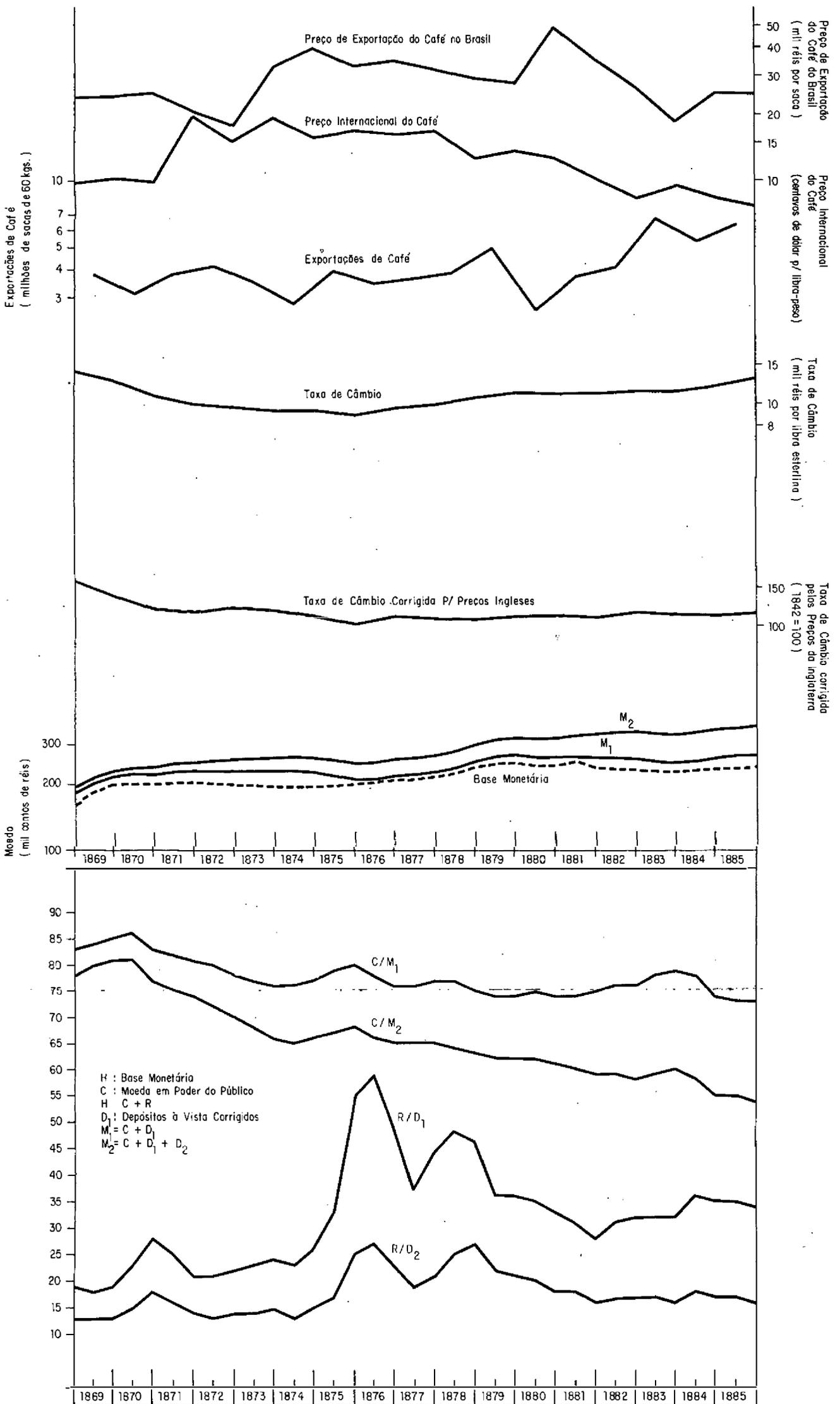
FONTE: Apêndice Estatístico.

* Computada pela aproximação da equação explicando a taxa média de crescimento do estoque de moeda. Ver o texto do Capítulo I.

** Colunas (1) até (4) divididas pela coluna (1) e multiplicadas por 100.

*** As linhas não somam 100 devido a erros de aproximação e arredondamento.

BRASIL, MOEDA, RENDA, PREÇOS E VELOCIDADE DA MOEDA - 1869/85



Fonte: Dados Sobre Moeda: Apêndice Estatístico, Café, Peldezed) Essays on Coffee and Economic Development; Taxa de Câmbio Corrigida pelos Preços da Inglaterra: Nathaniel H. Ceiff, "A Technique for Estimating Income Trends from Currency Data," Review of Income and Wealth (Dez. 1972).

tada no Brasil naquela época, de acordo com os princípios conservadores da lei de 1860. O crescimento demográfico, juntamente com a lenta proliferação da economia monetária resultante do surto cafeeiro, forçou declínios compensadores na relação moeda em poder do público/estoque de moeda.

A fase ascendente do segundo ciclo caracterizou-se por uma alta taxa (12,6% ao ano) de aumento dos preços do café. Os preços em mil-réis aumentaram à taxa de apenas 6,5% ao ano. A taxa cambial valorizou-se enquanto a receita de exportação em libras esterlinas aumentava rapidamente. Apesar do aumento dos preços, as exportações de café aumentaram à taxa de 3,0% ao ano, comparando-se favoravelmente com a taxa de aumento de 3,1% do PNL dos Estados Unidos.

Na fase descendente, os preços internacionais do café caíram rapidamente à taxa de 7,6% ao ano. Devido à maior amplitude da fase descendente, a taxa média declinou durante o ciclo. Entretanto, o fator mais importante que impediu uma maior deterioração da receita cafeeira foi o aumento das exportações, e não a desvalorização cambial: a taxa de câmbio desvalorizou-se à taxa de 4,1% ao ano. Existia um mecanismo endógeno de ajustamento na economia cafeeira. Na fase ascendente, a relação-renda de trocas aumentou à taxa extremamente alta de 15,1% ao ano. Na fase descendente, as receitas da exportação de café em libras esterlinas declinaram à taxa de 1,5% ao ano. Mas o rápido declínio dos preços britânicos de exportação, à taxa média de 3,4% ao ano, ainda permitiu a melhora da relação-renda de trocas à taxa de 1,9% ao ano. A relação-renda de trocas da economia cafeeira aumentou, para todo o ciclo, à taxa de 4,7% ao ano, ou seja, a uma taxa mais alta do que para o período a longo prazo (como salientado posteriormente).

A segunda fase descendente dos preços do café constituiu o período mais crítico dos três ciclos observados. Assim, a análise reveste-se de um interesse especial. A contração econômica que afetou os Estados Unidos, o maior consumidor do café brasileiro, explica o agravamento das condições do comércio exterior. O período 1872/78 constituiu uma das contrações econômicas mais prolongadas na história dos Estados Unidos. Uma expansão ocorreu, é fato, entre 1879 e 1882, mas os preços do café não reagiram favoravelmente. O comportamento de preços e produção nesse subperíodo não é facilmente explicado pelos poucos dados disponíveis. Provavelmente, defasagens na tomada de decisões ocasionaram maior declínio dos preços. A

contração nos Estados Unidos explica a queda dos preços após 1882. Mas, com exceção de quatro anos, 1879/82, o maior país consumidor de café brasileiro experimentou uma profunda contração econômica entre 1872 e 1885. Tal fato não ocorreu em nenhum outro período da economia cafeeira de mercado livre.

Durante a fase ascendente, a taxa de câmbio valorizou-se à taxa média de 6,6% ao ano. A valorização refletiu a entrada de cambiais resultantes das boas condições do comércio exterior. A taxa de câmbio corrigida pelos preços ingleses sugere declínio dos preços agregados brasileiros à taxa de 3,2% ao ano. Entretanto, na fase descendente, a taxa de câmbio desvalorizou-se à taxa de 2,6% ao ano, refletindo a conjuntura desfavorável no comércio exterior.

Na fase descendente, o índice de preços baseado na taxa de câmbio corrigida pelos preços ingleses mostra estabilidade. Mas o índice do custo de vida no Rio de Janeiro acusa uma inflação à taxa de 1,7% ao ano. A evidência para todo o ciclo é também contraditória. A taxa de câmbio permaneceu mais ou menos estável, sem tendência. Mas o indicador baseado na paridade do poder de compra indica uma deflação à taxa de 1,1% ao ano, enquanto o índice do custo de vida sugere uma inflação à taxa de 1,3% ao ano.

Há diversas razões para pôr em dúvida a magnitude da inflação sugerida pelo índice do custo de vida no Rio de Janeiro. O índice foi computado com base em nove produtos alimentares consumidos na cidade do Rio de Janeiro e, em alguns anos, somente dois produtos são incluídos. Além disso, a única ponderação fidedigna é baseada em dados de 1919. Assim, o índice depende da suposição implícita de que a estrutura de preferências permaneceu constante durante várias décadas de mudança estrutural significativa na economia do Brasil. O índice de produtos alimentares é inconsistente com dados do estoque de moeda e da taxa de câmbio observados com maior precisão. Recentemente, Leff tentou estabelecer limites para o crescimento da renda no século XIX com base na identidade da teoria quantitativa da moeda. A disponibilidade de estatísticas monetárias permite uma repetição mais precisa do exercício. Os resultados encontram-se na Tabela V.2. Indubitavelmente, a taxa de câmbio corrigida pelos preços ingleses por atacado fornece um indicador melhor do que o precário índice do "custo de vida" no Rio de Janeiro. A aceitação do índice de produtos alimentares, como representativo do movimento geral dos preços, implica

TABELA V.2
TAXAS PROVÁVEIS DE CRESCIMENTO DO
PRODUTO REAL *PER CAPITA* DO
BRASIL — 1869/85
 (percentagens anuais)

	Estimativa Baseada na Taxa de Câmbio Ajustada pelos Preços Ingleses por Atacado		Estimativa Baseada no Índice do Custo de Vida no Rio de Janeiro	
	M_1	M_2	M_1	M_2
<i>a</i>	-1,1	0,3	-3,5	-2,1
<i>b</i>	-0,8	0,6	-3,2	-1,8
<i>c</i>	-0,4	1,0	-2,8	-1,4

FONTES: As mesmas do Gráfico VI.1.

NOTA: Computadas com base na equação $\dot{y} = \dot{m} + \dot{v}$, onde \dot{y} é a taxa de crescimento do produto real *per capita*, \dot{m} é a taxa de crescimento do estoque de moeda real *per capita* e \dot{v} é a taxa de variação da velocidade-renda da moeda. Para *a*, $\dot{v} = -2,2$, para *b*, $\dot{v} = -1,8$ e para *c*, $\dot{v} = -1,1$. Vide Leff, *op. cit.*

que o produto real *per capita* no Brasil caiu ao longo do ciclo à taxa média de pelo menos 1,4% ao ano. Para diversos países, e para o Brasil em período posterior (1920/45), observa-se forte correlacionamento positivo entre a relação moeda em poder do público/estoque de moeda e a velocidade-renda da moeda. Qualquer taxa negativa de variação da velocidade-renda da moeda implica um crescimento real *per capita* negativo no Brasil, de acordo com o índice do custo de vida. A interpretação convencional, analisada mais adiante, postula até uma taxa contraditória de crescimento da renda *per capita* no Brasil, de 1,5% ao ano ao longo da segunda metade do século XIX. A taxa de crescimento do estoque de moeda é inconsistente com a taxa de aumento do índice do custo de vida. A evidência sugere que os preços agregados caíram durante a fase descendente e para o ciclo como um todo. Num sistema de taxas de câmbio relativamente flexíveis, moeda fiduciária e mercados livres — como o do Brasil no século XIX — ao mesmo tempo em que os preços por atacado caíam nos países industriais, a inflação interna no Brasil deveria refletir-se necessariamente em desvalorização cambial. Além disso, a interpretação convencional postula uma inflação causada pela desvalorização cambial, implicando preços rígidos nos países industriais durante contrações econômicas, fato desmentido pela observação histórica. Em suma, a taxa de inflação sugerida pelo índice do custo de vida não merece crédito.

5.2 Política e Instituições Monetárias

5.2.1 O Financiamento da Guerra do Paraguai e a Política Monetária — 1870/74

Foram feitas duas estimativas diferentes do custo monetário total da guerra para o Brasil entre 1864 e 1870. A primeira é a que foi elaborada pela comissão do Ministério da Fazenda para estipular as compensações e o acordo de paz. ¹ O custo total da guerra foi estimado em 460.718 contos de réis.

A segunda estimativa coube ao Tesouro e mostra as fontes de recursos usadas no financiamento da guerra. ² De acordo com essa estimativa, as despesas do período de guerra foram de aproximadamente 614 mil contos de réis. As fontes de recursos foram as seguintes:

	Milhares de Contos de Réis
Empréstimo Estrangeiro	49
Empréstimo Interno	27
Emissão de Dinheiro	102
Emissão de Títulos	171
Impostos	265
Total	614

¹ Brasil, Ministério da Fazenda, *Proposta e Relatório Apresentados à Assembléa-Geral na Quarta Sessão da Décima Quarta Legislatura pelo Ministro e Secretário de Estado dos Negócios da Fazenda, Visconde do Rio Branco* (Rio de Janeiro: Tipografia Nacional, 1872), pp. 12-5. Ver também Brasil, Ministério da Fazenda, *Proposta e Relatório Apresentados à Assembléa-Geral na Primeira Sessão da Décima Quarta Legislatura pelo Ministro e Secretário de Estado dos Negócios da Fazenda, Visconde de Itaboraí* (Rio de Janeiro: Tipografia Nacional, 1869); Brasil, Ministério da Fazenda, *Proposta e Relatório Apresentados à Assembléa-Geral na Terceira Sessão da Décima Quarta Legislatura pelo Ministro e Secretário de Estado Interino dos Negócios da Fazenda, Visconde do Rio Branco* (Rio de Janeiro: Tipografia Nacional, 1871).

² Ver Viana, *op. cit.*, p. 480; Castro Carreira, *op. cit.*, p. 425.

Entretanto, o que interessa ressaltar é o aumento considerável das despesas, do estoque de moeda, dos preços e da taxa de câmbio. A Tabela V.3 mostra que a emissão de cédulas bancárias declinou consideravelmente, apesar de ter sido compensada durante os anos de guerra pelo aumento de notas do Tesouro e bilhetes, tendo sido esse aumento pronunciado das notas uma causa de preocupação dos técnicos brasileiros no começo do período 1870/80.

Itaboraí foi o último Ministro da Fazenda do período de guerra, sendo substituído brevemente por Torres Homem. A política monetária entre 1871 e 1875 foi formulada pelo Visconde do Rio Branco,³ que atribuiu a desvalorização cambial e a inflação aos aumentos do saldo de papel-moeda emitido durante a guerra. A emissão de notas excedeu o montante necessário para o volume de negócios. A nova política monetária deveria ser formulada para se atingir a estabilidade do estoque de moeda e, conseqüentemente, da taxa de câmbio e dos preços. O programa de Rio Branco consistia no resgate anual de uma soma

TABELA V.3

BRASIL, EMISSÃO DE BILHETES DO TESOUREIRO E DE NOTAS BANCÁRIAS E DO GOVERNO — 1866/71

(milhares de contos de réis)

Anos	Emissão de Notas do Governo	Emissão de Notas dos Bancos	Bilhetes do Tesouro	Total
1866	33,3	84,6	38,9	156,8
1867	60,1	62,3	59,6	182,0
1868	120,6	56,5	72,7	249,8
1869	150,7	43,1	64,6	258,4
1870	151,9	40,7	42,6	235,2
1871	150,8	38,3	18,6	207,7

FONTE: Ministério da Fazenda, *Relatório 1872*, p. 17.

³ Sua biografia pode ser encontrada em Barão do Rio Branco, *O Visconde do Rio Branco* (Rio de Janeiro: Gráfica Editora A Noite, s.d.). Para uma exposição de seus pontos de vista sobre política monetária e medidas a serem tomadas, ver o relatório do Ministro da Fazenda para 1872, pp. 17 e seguintes.

TABELA V.4

EMISSÃO DE NOTAS E NOTAS EM PODER DO PÚBLICO — 1870/75

(milhares de contos de réis)

Anos	Emissão de Notas	Notas em Poder do Público
1870	193,8	183,8
1871	197,6	186,0
1872	187,9	176,7
1873	185,0	171,7
1874	183,1	171,0
1875	181,8	166,5

FONTE: Apêndice Estatístico.

fixa de papel-moeda de 4 a 5 mil contos de réis. A Tabela V.4 mostra a execução dessa política.

Um declínio de 8% no estoque de moeda em poder do público ocorreu entre 1871 e 1874. Em 1875, como analisado na seção seguinte, houve contração pronunciada. O Gráfico V.1 mostra a estabilidade do estoque de moeda na primeira metade do período 1870/80.

5.2.2

A Estrutura do Sistema Bancário

No começo da década de 1870, o Brasil já possuía uma espécie de “sistema bancário”, que se compunha principalmente do Banco do Brasil. Mas havia também outras quatro diferentes variedades de instituições bancárias: os bancos de emissão estabelecidos no período 1850/60, que conseguiram sobreviver à contra-reforma metalista; os bancos estabelecidos no período 1860/70 e no início do período 1870/80; e as associações bancárias. Nesta seção tratamos da origem, operações e relevância dessas instituições.

Depois da promulgação da lei de 1866, o Banco do Brasil deixou em parte de financiar atividades comerciais. O propósito da reforma desse ano foi converter o Banco num instrumento de

crédito para a lavoura.⁴ O fornecimento de crédito iniciou-se em agosto de 1867 com as novas operações sobre hipotecas e penhor agrícola. O prazo era comumente de 6 anos e a taxa de juros de 8% ao ano. Essas hipotecas eram consideradas muito onerosas. Além disso, somente 35.000 contos de réis foram entregues ao Banco para tais operações.

A maior parte das filiais foi liquidada no fim do período 1860/70. A liquidação teve caráter gradual, reduzindo-se as operações, e já no começo do período 1870/80 somente existia a filial de São Paulo. O capital do Banco continuava sendo de somente 33.000 contos de réis e os dividendos chegavam a 10% em média. As operações cautelosas do Banco simplesmente eram orientadas de modo a manter uma remuneração constante e segura do capital dos acionistas.

Com o desenvolvimento da economia cafeeira, o Banco voltou a atenção para as grandes oportunidades de lucro no fornecimento de crédito agrícola. Em 1872, propôs ao Governo o desenvolvimento dessa linha de crédito. Queixou-se o Banco que o crédito à agricultura através da carteira de hipotecas agrícolas não podia ser realmente eficiente do ponto de vista do desenvolvimento. Os prazos eram muito curtos, as condições impunham uma carga muito pesada e as más colheitas causavam a falência de numerosas fazendas. Mas a lei de setembro de 1864 proibiu crédito à agricultura que não fosse hipotecário. Assim, o único procedimento legal para a expansão das atividades era a carteira de hipotecas do Banco.

A proposta tentava melhorar as condições das hipotecas em troca de privilégios a serem concedidos ao Banco pelo Governo. A taxa de juros seria reduzida para 6% e o prazo esten-

⁴ *Ibid.*, p. 21. A lei de 1860 também ordenava que os bancos submetessem ao Governo seus balancetes e outras informações relevantes sobre as operações. A informação era resumida e analisada pelo Ministro da Fazenda nos seus relatórios anuais e essa é a fonte de informação para esta seção. Ver, especialmente, o relatório do Ministro da Fazenda para os anos de 1860. Detalhes e documentos sobre o problema do crédito rural no Brasil encontram-se em Brasil, Ministério da Fazenda, *Proposta e Relatório Apresentados à Assembléa-Geral Legislativa pelo Ministro e Secretário de Estado dos Negócios da Fazenda, Visconde do Rio Branco* (Rio de Janeiro: Tipografia Nacional, 1873), p. 43; e Brasil, Ministério da Fazenda, *Proposta e Relatório Apresentados à Assembléa Legislativa na Terceira Sessão da Décima Quinta Legislatura pelo Ministro e Secretário de Estado dos Negócios da Fazenda, Visconde do Rio Branco* (Rio de Janeiro: Tipografia Nacional, 1874), pp. 44-50. Todas as informações permitem concluir que houve grande escassez de crédito para a lavoura.

dido a 12 anos. Três privilégios foram solicitados pelo Banco. Como a carta patente venceria em 1866, o Banco solicitou uma prorrogação até 1900. A lei de 1860 estipulava a redução da emissão em circulação do Banco à taxa de 5 a 8% ao ano. O Banco pediu uma redução anual de somente 2,5%. Finalmente, pleiteou mudanças seletivas nas leis hipotecárias sobre a venda de escravos, que foram aprovadas pela Lei n.º 2.400, de 17 de setembro de 1873.⁵ Posteriormente, o Banco aumentou sua carteira de hipotecas para 25.000 contos de réis.

No começo do período 1870/80 havia em funcionamento apenas três bancos de emissão dos autorizados nos anos de 1850: o Banco da Bahia (1858), o Banco do Maranhão (1857) e o Banco do Rio Grande do Sul (1857). Todos se dedicavam à emissão, redesconto e depósitos. Os três foram afetados consideravelmente pela lei de 1860 e forçados a retirar gradualmente a emissão em circulação. As informações disponíveis mostram que o resgate estipulado pela lei foi estritamente cumprido, já que nenhum dos bancos conseguiu tornar conversíveis suas notas.

O maior dos três bancos de emissão era o da Bahia. Sua emissão em 1869 chegava a apenas 1.896 contos de réis. Como no caso dos outros bancos, ia sendo resgatada gradualmente devido à lei de 1860. O total dos depósitos e contas-correntes era de somente 542 contos de réis. Os redescontos somavam 3.400 contos de réis. O dividendo foi de aproximadamente 7%. O Banco do Maranhão, por outro lado, tinha um capital de 600 contos de réis. Os depósitos somavam 1.679 contos de réis, sendo a maior parte constituída de depósitos à vista. A emissão era insignificante.

Novos bancos foram estabelecidos nas décadas de 1860 e 1870, mas sem o direito de emissão, sendo estes o Banco de Campos (1863), o Banco Rural e Hipotecário (1868), o Banco Comercial do Pará (1869) e o Banco Comercial do Rio de Janeiro (1866). O capital total desses bancos era de 11.800 contos de réis, sendo o maior deles o Banco Rural e Hipotecário, com capital de 8.000 contos de réis. As operações principais consistiam no redesconto de títulos comerciais, depósitos, hipotecas e

⁵ Brasil, Ministério da Fazenda, *Proposta e Relatório Apresentados à Assembléa-Geral Legislativa na Quarta Sessão da Décima Quinta Legislatura pelo Ministro e Secretário de Estado dos Negócios da Fazenda, Visconde do Rio Branco* (Rio de Janeiro: Tipografia Nacional, 1875), p. 90.

alguns empréstimos. Todos esses bancos encontraram considerável dificuldade em subscrever o capital autorizado nas suas cartas patentes. O Banco Rural e Hipotecário, por exemplo, tinha capital autorizado de 16.000 contos de réis, dos quais somente 8.000 foram subscritos. Isso mostra o estado não lucrativo do funcionamento do mercado monetário imposto pela legislação de 1860.

Existiam na época sete associações bancárias, cinco das quais funcionavam na Bahia.⁶ O capital total das associações era de 13.106 contos de réis, com depósitos muito reduzidos. A principal operação consistia no redesconto de títulos comerciais. Algumas aceitavam também hipotecas.

5.2.3 O Pânico de 1875

A Tabela V.5 mostra as variações percentuais do estoque de moeda e dos determinantes imediatos para o período de recessão, 1874/76. A contração começou no último trimestre de 1874 e refletiu-se em quedas do estoque de moeda e da base monetária. Ocorreu também um aumento das relações. O impacto maior, de acordo com os documentos da época, foi sentido em fevereiro de 1875. O estoque de moeda continuou a declinar ao longo de 1875, ao mesmo tempo que as relações aumentaram, parecendo ter havido alguma recuperação na primeira metade de 1876. Os registros históricos, entretanto, sugerem que as condições desfavoráveis aos negócios continuaram até 1878.

Como nas contrações anteriores, as autoridades brasileiras tomaram diversas medidas. No início de 1875, havia a preocupação de que um pânico bancário generalizado pudesse destruir o que restava do sistema bancário brasileiro. O Governo tomou imediatas medidas para assistir os bancos de redescontos e impedir o pânico. O Banco do Brasil, o Banco "Alemão" e o Banco Rural e Hipotecário beneficiaram-se com essas medidas.

A contração agravou-se, porém, estendendo-se por todo o Império. O Tesouro julgou insuficientes os recursos disponíveis para assistir todas as instituições. O Visconde do Rio Branco,

⁶ Eram elas a Reserva Mercantil da Bahia, Caixa Econômica da Bahia, Caixa Hipotecária da Bahia, Sociedade Comercial da Bahia, Banco Comercial do Pará e Caixa Comercial das Alagoas.

TABELA V.5

VARIAÇÕES PERCENTUAIS TRIMESTRAIS DO ESTOQUE DE MOEDA E DOS
DETERMINANTES IMEDIATOS — 1874/76

Períodos (Trimestres)	Base Monetária	M_1	M_2	Relação Encaixe dos Bancos/ Depósitos à Vista	Relação Encaixe dos Bancos/ Depósitos Totais	Relação Moeda em Poder do Público/ M_1	Relação Moeda em Poder do Público/ M_2
1874							
IV	-0,3	-1,6	-1,3	13,0	7,1	1,3	1,5
1875							
I	0,7	-1,2	-1,1	7,7	6,7	1,3	0,0
II	0,3	-2,0	-1,8	17,9	6,3	1,3	1,5
III	0,9	-1,5	-1,3	30,3	23,5	0,0	0,0
IV	0,8	-1,9	-1,8	27,9	19,0	1,3	1,0
1876							
I	0,5	-0,6	-0,1	12,7	12,0	-1,3	-1,5
II	1,2	1,4	1,2	- 4,8	- 3,6	-1,3	-1,5
III	1,1	1,7	1,5	- 8,5	- 7,4	-1,3	-1,5
IV	0,5	1,2	1,1	- 9,3	- 8,0	-1,3	0,0

FONTE: Apêndice Estatístico.

Ministro da Fazenda na ocasião, propôs medidas que foram incorporadas à legislação em maio de 1875. ⁷ O Governo foi autorizado a emitir até 25.000 contos de réis em bilhetes, sendo o prazo dos mesmos de 12 meses e os juros de 5%. Além disso, a legislação autorizou a emissão de 25.000 contos de réis em dinheiro. Ambas as emissões foram usadas para ajudar aos bancos de redescontos a contornar a crise. As medidas foram bem fortes: o total autorizado de novas emissões representava 24% de M_1 e 20% de M_2 .

Rio Branco foi substituído na Fazenda pelo Barão de Cotegipe, que executou as medidas do ato legislativo. O Governo não emitiu os bilhetes devido à recuperação dos negócios e também porque não se usava esse tipo de instrumento no Brasil. Mas emitiu 9.149 contos de réis em notas. Os empréstimos aos bancos, contudo, chegaram a 16.033 contos de réis. Os bancos começaram a pagar seus empréstimos em junho, sem pressão por parte do Governo, pagamento esse completado em janeiro de 1876. ⁸ Uma consequência trágica do pânico de 1875 foi a falência do Banco Mauá & Cia. ⁹ O mais ilustre empresário brasileiro daquela época encerrava sua carreira. Outros dois bancos foram forçados a suspender os pagamentos. As medidas de Rio Branco, contudo, impediram um pânico geral e profundo.

Um dos movimentos do estoque de moeda a ser explicado, ainda em termos de política, é o rápido aumento ocorrido em 1878. Nesse ano, M_1 aumentou em 12,1% e M_2 em 10,9%. A base monetária expandiu-se em 11,1% e a moeda em poder do público em 9,0%. O saldo de papel-moeda emitido elevou-se em 18,5%. Esses aumentos foram em grande parte devidos à nova legislação de 1878. ¹⁰ O Nordeste havia sido afligido dramatica-

⁷ "Lei n.º 2.565, de 29 de maio de 1875", in *Legislação sobre Papel-Moeda* (Rio de Janeiro: Imprensa Nacional, 1923), pp. 42-3.

⁸ Ver a tabela 9 de Brasil, Ministério da Fazenda, *Proposta e Relatório Apresentados a Assemblêia Geral Legislativa pelo Ministro e Secretário de Estado dos Negócios da Fazenda, Barão de Cotegipe* (Rio de Janeiro: Tipografia Nacional, 1877), para detalhes sobre empréstimos aos bancos e outros dados.

⁹ *Ibid.*, "Débito do Banco Mauá & Cia.", pp. 42-3. Ver Visconde de Mauá, *Autobiografia*.

¹⁰ Decreto n.º 6.882, de 15 de abril de 1878.

mēnte por uma das secas periódicas que têm causado tanta desolação e miséria. Além disso, o Governo precisava financiar os *deficits* orçamentários. A legislação autorizou um aumento da emissão de notas até 60.000 contos de réis, a serem distribuídos nos anos fiscais de 1877/78 e 1878/79. Assim, a maior parte da emissão ocorreu no ano de 1878. A legislação também previa o resgate gradual das notas.

5.2.4

A Lei Bancária de 1888

No fim do Império, a organização econômica do Brasil foi gravemente distorcida pela Abolição da Escravatura em 1888. A economia dependia da agricultura. A principal atividade agrícola era o café, seguida por outras culturas de exportação. De certa forma, as fazendas cafeeiras dependiam da mão-de-obra escrava. A abolição da escravatura, conseqüentemente, implicava que os fazendeiros necessitavam de abundantes recursos líquidos para financiar a produção agrícola. De acordo com Teixeira Vieira, essa situação precária da agricultura foi o fator mais importante da reforma monetária durante o último ano do Império.¹¹ Mas não há dúvida de que a abolição não foi o único fator de reforma. No fim do Império, São Paulo já produzia dois terços do café brasileiro, principalmente com mão-de-obra européia. Além disso, a abolição não constituiu um choque súbito, tendo sido precedida pela liberação espontânea, e também substituída pela imigração européia.¹² Tão importante (ou talvez mais importante) do que a abolição foi a oferta inadequada de moeda. O monopólio de emissão do Tesouro agravava a falta de liquidez, acentuando-se durante períodos de políticas monetárias austeras e rígidas.¹³

Em 7 de junho de 1888, o Partido Liberal assumiu o poder no Brasil sob a liderança do Visconde de Ouro Preto,¹⁴ um

¹¹ Dorival Teixeira Vieira, *Evolução do Sistema Monetário Brasileiro* (São Paulo: Faculdade de Ciências Econômicas e Administrativas, 1962), pp. 176-7.

¹² Antonio Delfim Netto, *op. cit.*, p. 22.

¹³ Antonio Carlos Ribeiro de Andrada, *Bancos de Emissão no Brasil* (Rio de Janeiro: Imprensa Nacional, 1923), pp. 171-2.

¹⁴ Antonio Carlos Ribeiro de Andrada, *Finanças e Financistas de 1822-1922* (Rio de Janeiro: Imprensa Nacional, 1922), p. 19.

acontecimento importante na época. Desde meados de 1887, os Viscondes de Ouro Preto e Cruzeiro vinham propondo reformas monetárias radicais do Senado.¹⁵ A principal foi a autorização da criação de bancos de emissão. Outra, a contratação de um empréstimo oficial de 100.000 contos de réis (ouro) para serem usados no financiamento da lavoura.

A proposta de Cruzeiro-Ouro Preto foi aprovada pelo Senado sem emendas, convertendo-se na lei bancária de 1888 — o marco institucional de onde se propagou uma das inflações mais notórias na história brasileira.¹⁶ Primeiro, bancos poderiam ser estabelecidos para emitir notas conversíveis em moeda do Império. As emissões não poderiam exceder o valor dos títulos depositados. As emissões do Tesouro seriam resgatadas com a emissão de títulos. Assim, no começo, as notas dos bancos poderiam ser convertidas em títulos governamentais; numa fase intermediária, as notas seriam convertidas em títulos e ouro; e quando todas as notas do Tesouro houvessem sido resgatadas, as notas bancárias seriam totalmente convertidas em ouro.¹⁷ O resultado esperado era a criação de um sistema bancário com 100% de reservas.

A permissão de emissão máxima concedida aos bancos atingiu 200.000 contos de réis. Desse total, 100.000 seriam emitidos pelos bancos estabelecidos no Rio de Janeiro. As notas bancárias constituiriam moeda legal para todos os propósitos. Apesar do fato de as notas bancárias serem conversíveis em títulos governamentais, os bancos deveriam manter 20% da emissão em encaixe metálico. Um dos primeiros bancos a se beneficiar com a nova legislação foi o Banco do Brasil. Mesmo antes da publicação da nova lei, o Banco já havia alterado seu regulamento para incluir a emissão de notas.¹⁸ O Governo

¹⁵ Ribeiro de Andrada, *Bancos...*, p. 171.

¹⁶ 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*, 1892, Vol. 3, pp. 389-92; *Legislação sobre Papel-Moeda*, pp. 46-9; Victor Viana, *O Banco do Brasil*, pp. 530-7; Teixeira Vieira, *op. cit.*, pp. 178-9.

¹⁷ Teixeira Vieira, *op. cit.*, p. 179.

¹⁸ Decreto n.º 10.077, de 17 de novembro de 1888, citado por Victor Viana, *op. cit.*, pp. 537-8.

regulamentou a lei rapidamente, em 5 de janeiro de 1889.¹⁹ A República foi estabelecida no Brasil em 15 de novembro de 1889. A volta aos princípios de Souza Franco ocorreu tarde demais.

5.3 Resumo do Império

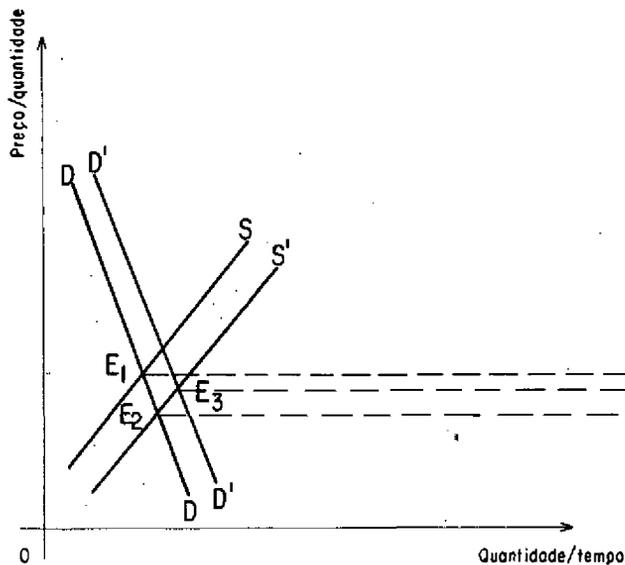
5.3.1 A Análise Convencional

Na análise histórica do crescimento econômico moderno documentou-se amplamente a vantagem da divisão internacional do trabalho, especialmente durante o período áureo de crescimento acelerado do comércio internacional do século XIX. Assim, aceita-se comumente que o comércio exterior constituiu um “motór de crescimento” para o desenvolvimento econômico das “regiões de colonização recente”. No período moderno, entretanto, também se criticou a teoria clássica do comércio exterior, tal como desenvolvida na Grã-Bretanha, substituindo-a por hipóteses complexas sobre os efeitos positivos e normativos do comércio internacional dos países tropicais. A teoria consiste em argumentos a longo prazo, assim como cíclicos.

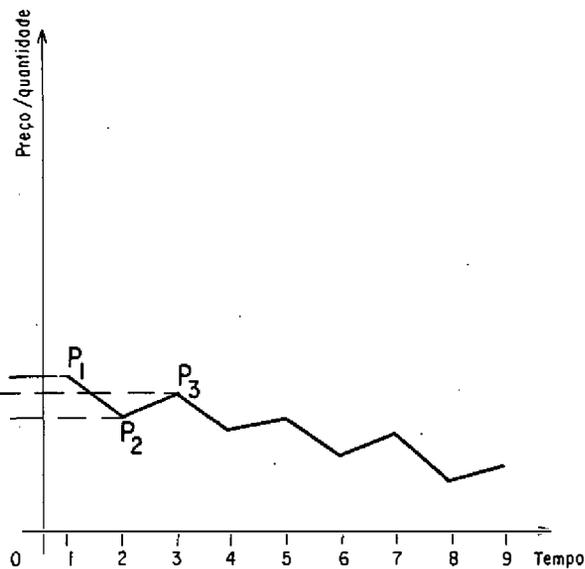
Diversos economistas argumentaram independentemente que, devido à baixa elasticidade-renda e de preço da procura, os preços das exportações de produtos primários caíram a longo prazo. Uma explicação teórica simples encontra-se no diagrama a seguir em termos de um modelo de equilíbrio parcial para um produto primário. Existe um equilíbrio de mercado em E_1 na parte A (mostrando equilíbrio parcial da oferta e procura) e um ponto correspondente P_1 no lado B (mostrando a tendência através do tempo do preço do produto primário). Após novos investimentos nas plantações e emprego de mão-de-obra adicional no setor de subsistência, a oferta aumenta de SS para $S'S'$. O resultado é um novo preço de equilíbrio parcial, em E_2 , e um

¹⁹ *Ibid.*, p. 215.

DIAGRAMA



A. Equilíbrio Parcial, Mercado de Produtos Primários



B. Tendência do Preço dos Produtos Primários

ponto correspondente de tendência, P_2 . Dado que E_1 se situa abaixo do ponto médio da linha de demanda, a receita declina, já que o movimento de E_1 para E_2 ocorreu ao longo do segmento inelástico da linha de demanda. Assim, a expansão da capacidade produtiva resulta simplesmente no declínio das receitas totais. No século XIX, entretanto, a renda nos países industriais aumentou rapidamente. Destarte, a procura aumentaria, de DD para $D'D'$. Mas devido à baixa elasticidade-renda da procura, a mudança da linha de demanda não seria suficiente para que o novo ponto de equilíbrio, E_3 , ficasse acima de E_1 . O processo repetir-se-ia com o resultado de flutuações no preço do produto primário com tendência declinante, como se mostra no lado B do diagrama para períodos de tempo além de três. Portanto, as receitas das exportações de produtos primários, e os preços, cairiam a longo prazo. O argumento implica que a curva de oferta a longo prazo, E_1E_3 , é inelástica e com inclinação negativa.

A teoria também postula que, devido a mercados monopolistas e sindicatos poderosos nos países industriais, os preços dos produtos manufaturados importados pelas regiões atrasadas permanecem rígidos, isto é, não declinam durante as contrações econômicas.

Como resultado das duas características estruturais — preços e receita de exportação de produtos primários em declínio e preços rígidos de produtos manufaturados — as relações de troca dos países produtores de bens primários agravaram-se durante todo o período de crescimento acelerado do comércio internacional do século XIX. São dois os tipos de benefícios resultantes do progresso tecnológico: aumentos dos rendimentos dos produtores e declínio dos preços pagos pelos consumidores. A hipótese padrão argumenta que os países industriais desfrutaram o melhor de dois mundos, recebendo rendimentos crescentes como produtores de bens manufaturados, cujos preços não declinaram, e consumindo produtos primários, cujos preços caíram através do tempo. Assim, os países industriais colheram todos os benefícios do progresso tecnológico e da divisão internacional do trabalho. O padrão contemporâneo de países ricos e pobres no mundo consolidou-se antes de 1913. Não houve quase qualquer alteração nesse padrão após 1913. Portanto, o insucesso dos países tropicais explica-se em termos de distribuição inadequada dos benefícios do comércio e investimentos internacionais durante o século XIX.

Celso Furtado aperfeiçoou a teoria para o caso brasileiro na sua *Formação Econômica do Brasil*, desenvolvendo argumentos cíclicos sobre os preços internacionais do café. Furtado argumentou que os preços do café caíram mais acentuadamente nas fases descendentes dos ciclos do que aumentaram nas fases ascendentes. Além disso, devido à rigidez dos preços dos produtos industriais, as relações de troca, que aumentaram na fase ascendente, caíram mais rapidamente na fase descendente. Portanto, as relações de troca da economia cafeeira agravaram-se durante o século XIX.

Furtado complementou a análise com argumentos detalhados sobre o sistema de distribuição, a política monetária e o ajustamento do balanço de pagamentos durante os ciclos dos preços do café.

Nas *fases ascendentes* dos preços, argumentou Furtado que os cafeicultores receberam lucros elevados mas que não investiram no melhoramento dos fatores de produção. A expansão das plantações de café em resposta ao aumento dos preços consistiu simplesmente no emprego de maior volume de mão-de-obra no setor de subsistência e na abertura de terras novas. Devido à quantidade ilimitada de mão-de-obra no setor de subsistência e à abundância de terra, os custos de produção do café permaneciam relativamente constantes. Assim, os aumentos dos preços eram absorvidos na forma de lucros mais elevados. A teoria alega que a atividade exportadora não contribuiu de forma relevante para o desenvolvimento a longo prazo. A estabilidade da taxa de câmbio — uma meta da política monetária — garantia a compra de bens importados de luxo a preços baixos, mas, ao mesmo tempo, impedia o desenvolvimento das atividades econômicas para o mercado interno. Portanto, as plantações de café resultaram em um grande custo social de oportunidade para a economia brasileira. O custo consistia em atividades econômicas para o mercado interno que poderiam ter contribuído significativamente para a modernização a longo prazo e para o progresso, mas que não foram desenvolvidas para garantir uma oferta estável de produtos primários aos países industriais, a preços em declínio, assim como um mercado para os bens manufaturados exportados pelos países industriais.

O comportamento durante as *fases descendentes* do preço do café põe em destaque ainda maior o sistema de exploração e luta de países e classes sociais. Quando uma contração econômica afetava os países industriais consumidores de café, a de-

manda e os preços de produtos primários caíam. Mas, devido aos mercados imperfeitos nos países industriais, não ocorria o mesmo com os preços dos bens manufaturados importados pelos países tropicais. As relações de troca da economia dependente deterioravam-se acentuadamente. Além disso, o comércio de café era dominado por casas exportadoras estrangeiras que preferiam manter seus saldos em libras esterlinas durante as fases descendentes do preço do café na expectativa de desvalorização cambial e suspensão da conversibilidade. A procura de bens importados respondia com defasagem ao auge da renda obtido no ponto mais alto do preço do café. A crise do balanço de pagamentos causava forte desvalorização cambial. A desvalorização era mais acentuada do que o declínio dos preços de exportação e isso mantinha as receitas dos cafeicultores em moeda brasileira. Ao mesmo tempo, a desvalorização causava uma inflação interna de custos através do aumento dos preços dos bens alimentares importados. O processo inflacionário reduzia a renda real da maior parte da sociedade. Mas a classe dos cafeicultores e exportadores sofria menos devido à manutenção parcial das receitas nominais através da desvalorização cambial. Em resumo, os países ricos transferiam o ônus de ajustamento à contração econômica aos países pobres — na forma de preços mais baixos de produtos primários e preços constantes de bens manufaturados — e nos países pobres a oligarquia latifundiária transferia por sua parte o ônus às classes pobres — na forma de desvalorização cambial e inflação.

Para a economia cafeeira do Brasil, os postulados da teoria podem ser enumerados sob a forma do comportamento preciso de variáveis e políticas.

Primeiro, existiu uma tendência a longo prazo de deterioração das relações de troca. As receitas de exportação de café declinaram a longo prazo enquanto os preços dos produtos manufaturados importados, principalmente da Inglaterra, permaneceram rígidos.

Segundo, a política monetária e a do balanço de pagamentos na economia cafeeira orientavam-se no sentido de absorver a maior parte do ônus do ajustamento à contração nos países industriais na forma de desvalorização cambial e inflação.

Terceiro, a debilidade estrutural das relações do comércio internacional constituiu o fator fundamental de atraso do Brasil. O comércio cafeeiro não contribuiu para a modernização e o crescimento econômico do País. O progresso ocorreu somente

nos períodos de crise da economia cafeeira durante o século XX.

Quarto, alguns historiadores salientaram que a influência neocolonialista da Grã-Bretanha no Brasil acentuou ainda mais o padrão de exploração, dependência e atraso permanente.

Esses aspectos da teoria constituem assunto das subseções seguintes.

5.3.2

A Tendência a Longo Prazo

O preço internacional relevante para o teste empírico da teoria foi obtido por Delfim Netto, dividindo o valor das importações de café em New York pela quantidade importada e corrigindo a série para conseguir valores anuais. A economia cafeeira começou seu processo de crescimento rápido no período 1830/50. Como ocorre com toda atividade econômica nova, altas taxas de crescimento foram experimentadas nos anos iniciais de expansão. No período 1840/50, por exemplo, a relação-renda de trocas aumentou à taxa extremamente alta de 8% ao ano. Para o propósito deste livro, esses anos iniciais favoráveis podem ser excluídos. O período 1850/60 constituiu o período de consolidação da economia cafeeira e 1857 pode ser tomado como ano inicial para a análise. Após 1906, o Brasil — e mais recentemente outros países — promoveu a retirada de estoques do mercado cafeeiro, causando uma elevada tendência do preço internacional do café a longo prazo. Destarte, o período relevante para a validade empírica da teoria é 1857/1906, quando o mercado era livre e as tendências podiam ser observadas e identificadas com precisão.

Delfim Netto analisou os preços internacionais do café em 1857/1906 com base em dois testes não-paramétricos clássicos. *Primeiro*, a hipótese nula de ausência de tendência foi aceita ao grau de 0,99. *Segundo*, a hipótese nula de não-oscilação, com base no teste de Wallis e Moore, foi rejeitada ao grau de 0,99. Portanto, no século XIX os preços internacionais do café flutuaram, mas sem tendência a longo prazo. Nossos resultados estatísticos com o preço de exportação brasileiro em libras esterlinas (valor das exportações brasileiras/quantidade exportada) são idênticos. Os fatos estatísticos refutam o argumento extremo de debilidade estrutural do comércio exterior do café.

Além disso, as exportações de café do Brasil aumentaram à taxa de 3,5% ao ano. As receitas brasileiras de café em libras esterlinas elevaram-se à taxa de 3,5% ao ano e as receitas em moeda brasileira a 4,5%. A Grã-Bretanha supria quase todas as importações da economia cafeeira. No período do mercado livre de café, os preços britânicos de exportação declinaram à taxa de 0,5% ao ano (ou com a aproximação de mínimos quadrados à equação de tendência, à taxa de 1,2% ao ano). Assim, as relações de troca da economia cafeeira melhoraram à taxa relativamente satisfatória de 4,0% ao ano (ou 4,4% com a aproximação de mínimos quadrados). Mas a taxa é somente um limite inferior ao melhoramento experimentado. Enquanto a qualidade dos produtos manufaturados melhorava significativamente durante os cinquenta anos observados, a qualidade do café exportado permanecia relativamente constante.

Os dados do comércio exterior e os testes não-paramétricos refutam indiscutivelmente a hipótese a longo prazo. O fato histórico válido é que a economia tropical de exportação absorveu quantidades crescentes de bens manufaturados produzidos nos países industriais. Portanto, o comércio cafeeiro constituiu uma oportunidade áurea de modernização no século XIX.

5.3.3

As Fases Ascendentes

No período de mercado livre de café ocorreram três ciclos do preço internacional do produto com amplitude crescente: 1857/68, 1869/85 e 1886/1906. O comportamento cíclico explica-se em termos de análise clássica da procura e condições econômicas nos países consumidores, fatores climáticos que afetaram a produção no Brasil e defasagens na resposta do produtor ao preço.

A Tabela V.6 e o Gráfico V.2 mostram o comportamento durante as fases ascendentes do preço internacional do café no período de mercado livre do século XIX. Nos três períodos, a relação-renda de trocas da economia cafeeira do Brasil melhorou rapidamente. Ao mesmo tempo, os preços britânicos de exportação também aumentaram mas com menor rapidez do que o preço internacional do café ou o preço brasileiro de exportação em moeda brasileira. Com exceção da segunda fase ascendente, as exportações declinaram durante os três ciclos observados.

TABELA V.6

BRASIL, TAXAS MÉDIAS DE CRESCIMENTO DE INDICADORES SELECIONADOS DURANTE AS FASES ASCENDENTES DOS CICLOS DO PREÇO INTERNACIONAL DO CAFÉ — 1857/1906

Indicadores	(percentagens anuais)		
	Primeira Fase Ascendente 1857/62	Segunda Fase Ascendente 1869/73	Terceira Fase Ascendente 1886/91
M_1	-1,1	1,7	18,0
M_2	-0,1	2,6	17,0
Taxa de Câmbio	0,2	- 6,6	3,8
Taxa de Câmbio x Preços Ingleses	0,7	- 3,2	4,5
Preço Internacional do Café	4,4	12,6	10,4
Preço Brasileiro de Exportação em Mil-Réis	6,1	6,5	14,0
Exportação de Café	-4,8	3,0	- 3,3
Receita da Exportação de Café em Libras Esterlinas	4,5	17,3	9,9
Receita da Exportação de Café em Mil-Réis	5,0	10,1	13,7
Preços Britânicos de Exportação	0,8	2,2	0,8
Relação-Renda de Trocas da Economia Cafeeira	3,7	15,1	9,1

FONTES: Dados monetários: Apêndice Estatístico;

Café e taxa de câmbio: Peláez (ed.), *Ensaio sobre Café e Desenvolvimento Econômico*;

Taxa de câmbio x preços ingleses por atacado: Leff, "A Technique for Estimating Income Trends from Currency Data", in *Review of Income and Wealth*, XVIII (dez., 1972);

Preços britânicos de exportação: A. H. Imlah, *Economic Elements in the Pax Britannica*.

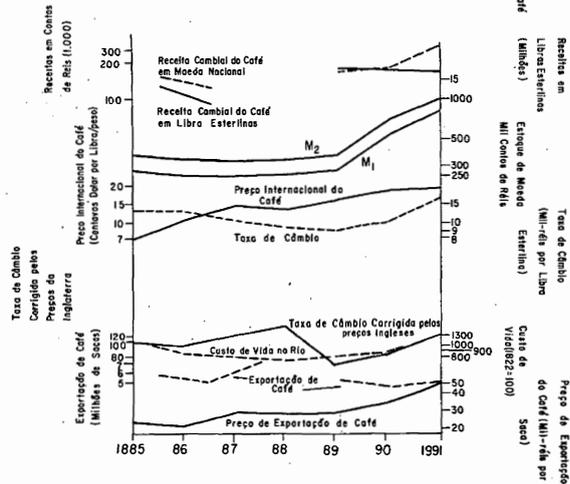
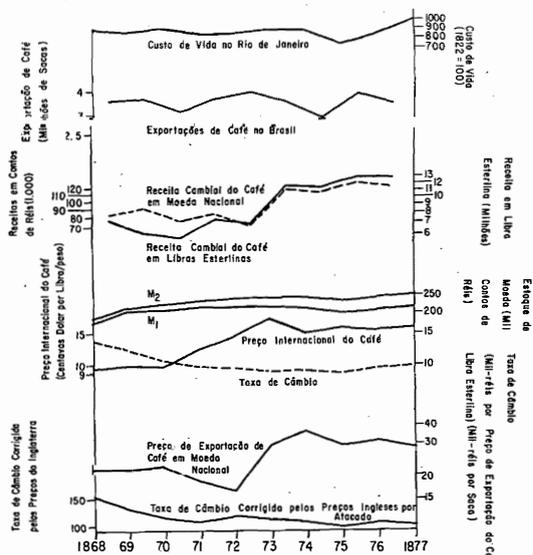
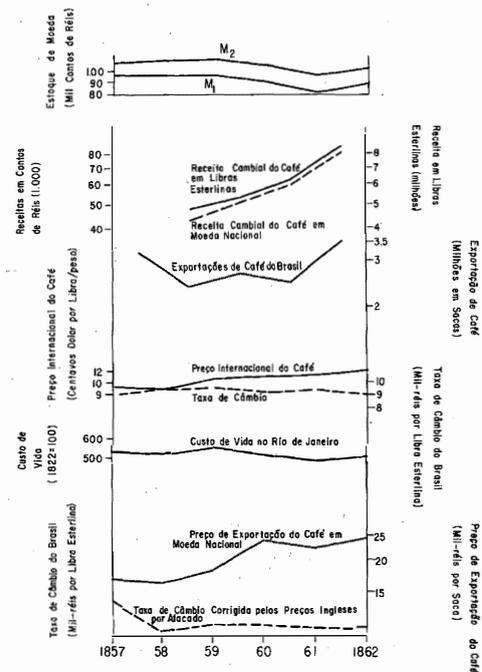
Indubitavelmente, o comércio cafeeiro foi benéfico durante as fases ascendentes, fornecendo saldos cambiais crescentes e a oportunidade de absorver recursos ociosos, com baixo custo de oportunidade (devido a serem “específicos”, no sentido de Myint, para a produção de café) em atividade exportadora de alto rendimento.

As exportações de café flutuaram acentuadamente devido a dois fatores. *Primeiro*, devido a um problema biológico, o pé de café experimenta grandes variações de rendimento. Após uma colheita abundante, o rendimento declina significativamente por causa do esgotamento do cafeeiro. *Segundo*, a produção no Estado de São Paulo flutua mais do que em outros lugares. As geadas e outros fenômenos climáticos no Estado explicam esse fato. No período aqui analisado, a produção de café concentrava-se no Estado de São Paulo.

A política monetária e de ajustamento do balanço de pagamentos durante as fases ascendentes seguia as regras do padrão ouro. A primeira regra do jogo, definição da paridade ouro, havia sido estabelecida por legislação em 1846. Nas retrações, porém, as duas “regras do jogo” remanescentes — conversibilidade e livre movimento de ouro e políticas monetárias que não impedissem os efeitos de tal movimentação sobre a renda e preços internos — eram esquecidas. Tão logo, porém, se iniciava a recuperação, esforços significativos eram levados a efeito com o propósito de retornar-se ao padrão ouro. O estoque de moeda era sensivelmente reduzido, ou pelo menos se diminuía seu ritmo de expansão, com o objetivo de valorizar a taxa de câmbio, até a paridade ouro anterior. Assim foi a política monetária nos dois primeiros surtos de progresso, conquanto no terceiro surto ela tenha sido invertida.

O primeiro surto (1857/62) caracterizou-se pela estrita aplicação das regras metalistas. Essa orientação, aliás, foi facilitada pela crença geral de que o pânico de 1857 havia sido causado pela política monetária mais liberal dos defensores do papel-moeda e dos bancos emissores, na primeira metade dos anos da década de 1850. A legislação de 1860 restringiu as operações de tais bancos, ao mesmo tempo que tentava aplicar a conversibilidade e a livre movimentação do ouro e ainda recomendava políticas monetárias restritivas durante as recessões, com o propósito de manter a paridade da taxa de câmbio. Daí o estoque de moeda ter-se reduzido durante 1860 e 1861. No mesmo período, a taxa de câmbio retornou à sua paridade, enquanto baixava o nível geral de preços.

INDICADORES SELECIONADOS DA ECONOMIA BRASILEIRA E DO MERCADO DE CAFÉ DURANTE AS FASES ASCENDENTES DO PREÇO INTERNACIONAL DO CAFÉ — 1857/1906



O segundo surto do café (1869/73) foi acompanhado por política monetária muito semelhante à do primeiro. O financiamento inflacionário da Guerra do Paraguai, na segunda metade dos anos da década de 1850, havia provocado forte elevação dos preços. A taxa de câmbio havia-se depreciado em relação à sua paridade. A política monetária voltou a ser controlada por metalistas típicos que diminuíram o ritmo de crescimento do estoque de moeda, forçando a taxa de câmbio a retornar à paridade.

Com a aproximação da Proclamação da República, em (1886/91) foi predominantemente orientada pelos defensores da política econômica que acompanhou o terceiro ciclo do Café (1886/91) foi predominantemente orientada pelos defensores do papel-moeda e dos bancos emissores. Concederam-se inúmeras cartas patentes para tais bancos, enquanto o estoque de moeda crescia rapidamente através do aumento da base monetária. Daí resultou o notório *Encilhamento* e, posteriormente, a volta do metalismo estrito, no final da década de 1890. Pela primeira vez, durante um surto de progresso, a taxa de câmbio acusava forte depreciação.

5.3.4 As Fases Descendentes

As fases descendentes dos ciclos dos preços do café merecem atenção especial porque as teorias de Prebisch e Furtado, amplamente difundidas, podem ser objeto de análise crítica precisamente nesses períodos. A Tabela V.7 e o Gráfico V.3 oferecem excelente moldura de evidência quantitativa, permitindo uma avaliação breve mas adequada das hipóteses convencionais, no que se relaciona com o comércio internacional do café.

A primeira conclusão evidente é que a relação-renda de trocas melhorou em todos os ciclos de queda de preços. Mesmo durante o segundo ciclo (1873/85), quando a taxa média foi menos significativa, conquanto positiva, há que considerar que esse período coincidiu com uma das mais longas retrações da história americana. Por isso mesmo, foi um dos ciclos mais desfavoráveis para o Brasil. Dificilmente, porém, se pode afirmar que tenha havido exploração da economia brasileira, pois, do outro lado, a economia americana não se encontrava em situação muito melhor.

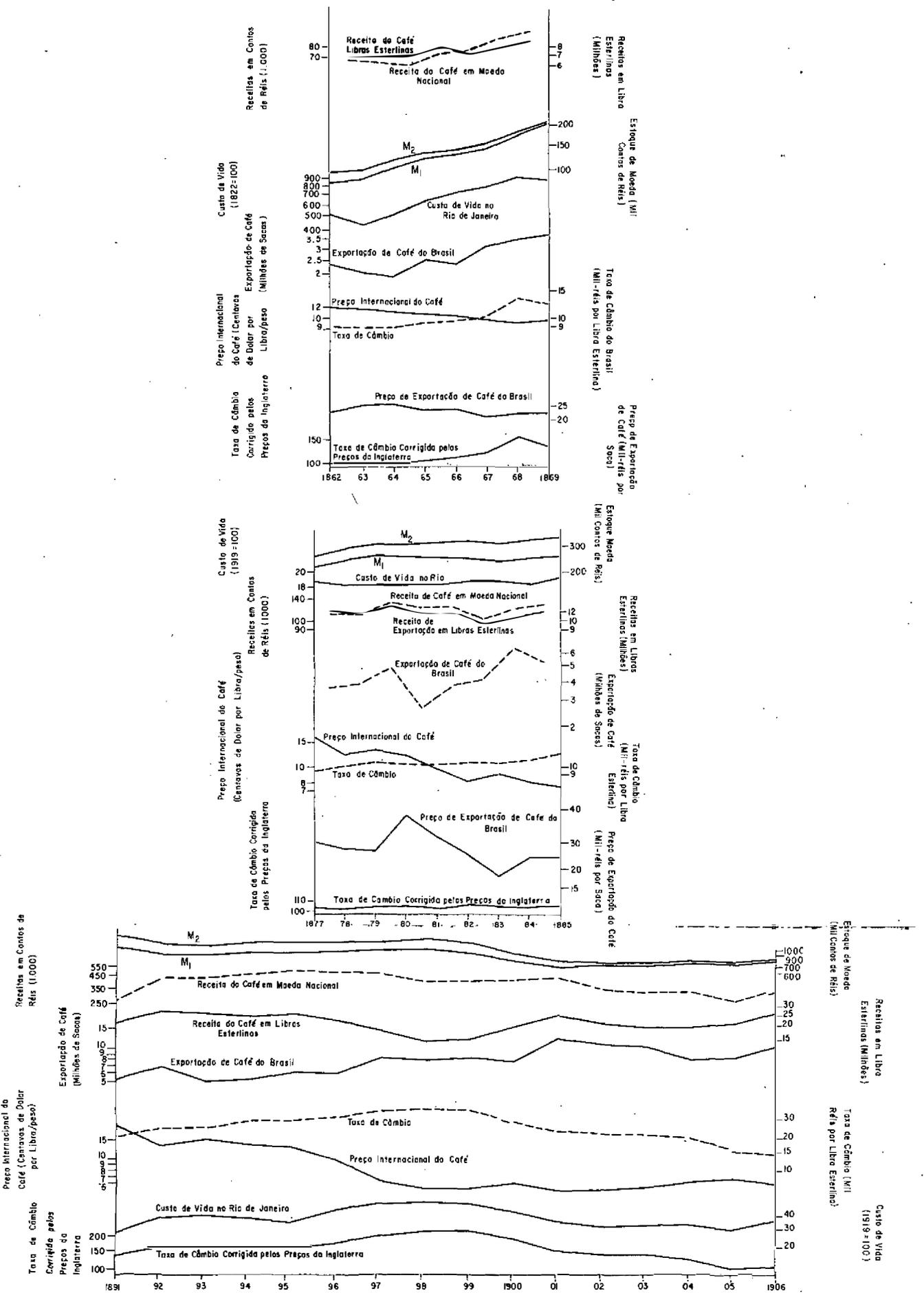
TABELA V.7

BRASIL, TAXAS MÉDIAS DE CRESCIMENTO DE INDICADORES SELECIONADOS DURANTE AS FASES DESCENDENTES DOS CICLOS DO PREÇO INTERNACIONAL DO CAFÉ — 1857/1906
(percentagens anuais)

Indicadores	Primeira Fase Descendente 1862/68	Segunda Fase Descendente 1873/85	Terceira Fase Descendente	
			1891/1906	1898/1906
M_1 Médio	9,9	1,1	0,1	-2,2
M_2 Médio	8,6	2,6	-1,0	-3,5
Taxa de Câmbio	6,3	2,6	-0,5	-9,0
Taxa de Câmbio x Preços Ingleses	5,7	-0,3	0,1	-6,8
Preço Internacional do Café	-3,6	-7,2	-5,8	2,2
Preço de Exportação de Café em Mil-Réis	-0,5	-2,3	-3,6	-5,8
Exportação de Café	5,8	4,1	5,9	4,5
Receita da Exportação de Café em Libras Esterlinas	3,1	-1,5	2,8	7,7
Receita da Exportação de Café em Mil-Réis	5,1	0,6	2,4	-1,2
Preços Britânicos de Exportação	0,6	-3,4	0,1	1,7
Relação-Renda de Trocas da Economia Cafeeira	2,5	1,9	2,7	6,0

FONTES: As mesmas da Tabela V.6.

INDICADORES DA ECONOMIA BRASILEIRA E DO MERCADO DE CAFÉ DURANTE AS FASES DESCENDENTES DOS CICLOS DO PREÇO INTERNACIONAL DO CAFÉ 1857/1906



Outro fato importante é que o fator relevante de que resultou a manutenção da receita em mil-réis da exportação de café, em certos níveis, não foi a depreciação da taxa de câmbio, mas sim os ajustamentos de quantidades no mercado, sob a forma de aumento físico das exportações. Tal fato constituiu-se, aliás, em mecanismo endógeno da economia cafeeira, ilustrando, assim, a consistência interna do sistema.

A conclusão a que se pode chegar dessa evidência quantitativa é que a teoria da exploração econômica dos países da *periferia* (produtores de bens primários) pelos do *centro* (produtores de bens manufaturados) deve ser modificada. O comércio internacional foi também benéfico durante os períodos de queda dos preços do café. As suposições principais daquela teoria convencional — aumento ou manutenção dos preços britânicos de exportação, deterioração da relação-renda de trocas e estabilização da renda dos cafeicultores através da desvalorização da taxa de câmbio — são, em verdade, destruídas pela observação empírica disponível.

Outro ponto relevante que merece atenção é o que se relaciona com as origens da inflação crônica que o Brasil experimentou durante todo o século XIX. O índice geral de preços acusa uma tendência ascendente cumulativa em torno de 1% ao ano.

Ao analisarmos acima a consolidação do sistema bancário brasileiro, no período 1849/69, tivemos oportunidade de afirmar que a política monetária liberal, de caráter anticíclico, durante recessões pouco prolongadas tinha freqüentemente seu efeito defasado para o período de recuperação. Até certo ponto, a tendência secular da inflação brasileira durante o século XIX encontra sua explicação nessa defasagem, como veremos a seguir.

O primeiro ciclo do café foi analisado detalhadamente no Capítulo IV. Na primeira fase descendente do preço do café, 1862/69, o aumento do estoque de moeda e a inflação daí resultante tiveram sua origem, em parte, na política monetária liberal implementada para combater a recessão de 1864. Mas a principal causa da inflação residia no financiamento da Guerra do Paraguai, 1864/70.

Na segunda fase descendente, 1877/85, alguns surtos inflacionários esporádicos e desvalorizações do câmbio foram também consequência da política monetária. Em 1875, o Governo havia sido autorizado a elevar o estoque de moeda, através de emissões de papel-moeda, em virtude de uma retração do comércio internacional. A emissão autorizada representou 24% de M_1

e 20% de M_2 . Tais acréscimos tão significativos da base monetária resultaram em consideráveis aumentos do estoque de moeda quando não mais havia necessidade de qualquer ação de caráter monetário. Mas nesse segundo ciclo de queda dos preços do café, sua profundidade e duração foram também severamente sentidas durante alguns anos, uma vez que a desvalorização cambial foi substancialmente compensada pela queda dos preços por atacado na Inglaterra.

No terceiro ciclo de queda dos preços, 1891/1906, as políticas monetárias alternadamente liberais e restritivas explicam o comportamento do nível de preços. Como já dito anteriormente, o advento da Proclamação da República foi caracterizado por políticas liberais. Durante oito trimestres, no período 1890/91, M_1 cresceu à taxa média trimestral de 11,9%, M_2 a 11,0% e a base monetária a 9,4%. Após esses dois anos, houve alguma estabilização, mas os aumentos voltaram em 1896/99. Tais políticas monetárias liberais explicam a forte elevação dos preços então ocorrida.

Em 1898, porém, ocorreu uma importante contra-reforma dirigida pelo Ministro da Fazenda, o metalista Joaquim Murinho. Incinerou-se dinheiro, controlou-se o comércio internacional e tomaram-se várias outras medidas de caráter financeiro, com o propósito de valorizar-se a taxa de câmbio e atingir-se o equilíbrio monetário. Tal orientação resultou, na verdade, em política deflacionária durante uma recessão, uma vez que ela coincidiu com o período de queda mais pronunciada dos preços do café. O resultado econômico de tal política foi o declínio da receita cambial do café. No período 1901/04 a receita cambial em mil-réis reduziu-se à taxa média extremamente elevada de 10,2% ao ano. A valorização da taxa de câmbio impediu o funcionamento pleno do mecanismo endógeno do aumento das quantidades exportadas. Ameaçados de ruína financeira, os cafeicultores organizaram-se sob a forma de um grupo de pressão de extremo poder, forçando a intervenção governamental no mercado cafeeiro a partir de 1906.

5.4 Conclusões

A depreciação da taxa cambial durante os períodos de contração do comércio internacional encontra plena justificativa na

teoria moderna do balanço de pagamentos. O sistema de paridade cambial fixa levaria à transmissão dos efeitos da crise internacional à economia cafeeira do Brasil. Foi, pois, acertada a orientação do Governo brasileiro de adotar um padrão fiduciário durante as crises internacionais, assim como um sistema de taxas de câmbio relativamente flexíveis e uma política monetária mais liberal, com o propósito de limitar o efeito das contrações econômicas originárias do exterior sobre a moeda, renda e preços internos. As recessões internacionais não eram, assim, necessariamente acompanhadas de inflação no Brasil, em consequência de desvalorizações cambiais, como claramente se verifica no segundo ciclo de baixa dos preços do café. Tanto o primeiro como o terceiro ciclos foram muito afetados, por fatores exógenos, para que possam ser devidamente generalizados: a Guerra do Paraguai, no primeiro, e a política contracionista do padrão ouro, no terceiro.

É, pois, justo concluir que as políticas monetária e de balanço de pagamentos da economia cafeeira do Brasil por si mesmas não agravaram o desequilíbrio inflacionário. Pelo contrário, o Governo brasileiro valeu-se de um engenhoso mecanismo de medidas econômicas, com o propósito de isolar a atividade econômica interna dos efeitos das crises econômicas mundiais. Tal mecanismo, porém, permitia suficiente estabilidade durante os períodos de expansão do comércio internacional, de modo a não prejudicar o dia-a-dia dos negócios. Além disso, as medidas postas em prática eram não só consistentes com a teoria moderna do balanço de pagamentos, como também defensáveis do ponto de vista da estabilização interna. Se alguma crítica pode ser feita ao sistema monetário brasileiro da época, ela diz respeito às restrições impostas à atividade bancária, tanto no que se relaciona à expansão do número de bancos como à sua função intermediadora. A expansão das operações bancárias foi um dos principais aspectos do crescimento econômico dos países industriais que compuseram o grupo do padrão ouro internacional. Já o Brasil impedira demasiadamente cedo o crescimento de seu sistema bancário, com a legislação de 1860. Gradativamente, porém, a oposição ao desenvolvimento dos serviços de natureza financeira foi diminuindo.

Do ponto de vista do bem-estar econômico, é possível criticar o esquema institucional de mercados livres seguido pelo Brasil. De acordo com o teorema de Mill-Bickerdike, se todos os países menos um comerciarem livremente, esse país quase sempre poderá ganhar em relação à situação de livre comércio pela

imposição de restrições ao comércio internacional para aproveitar a demanda recíproca exterior menos do que perfeitamente elástica. Destarte, mesmo que todas as condições marginais do bem-estar ideal de Pareto fossem satisfeitas, o Brasil poderia ter ganho pela imposição de um impedimento ao comércio internacional. Igualmente, uma política de distribuição de renda provavelmente beneficiaria a diversificação da atividade econômica e promoveria a estabilidade social.

Os aspectos de bem-estar são diferentes da análise contrafactual, tão em moda recentemente. Ao se afirmar que o sistema da economia cafeeira não foi proveitoso ao Brasil, diversos autores da hipótese convencional não levaram em consideração a proposição implícita contrafactual de que o Brasil teria progredido mais rapidamente através de políticas introvertidas de crescimento. Metodologicamente, nenhuma das hipóteses pode ser testada adequadamente para o caso brasileiro. As hipóteses convertem-se, portanto, em meras suposições sem comprovação empírica.

VI

A POLÍTICA E INSTITUIÇÕES MONETÁRIAS DURANTE A PRIMEIRA REPÚBLICA

6.1

O Terceiro Ciclo dos Preços do Café — 1886/1906

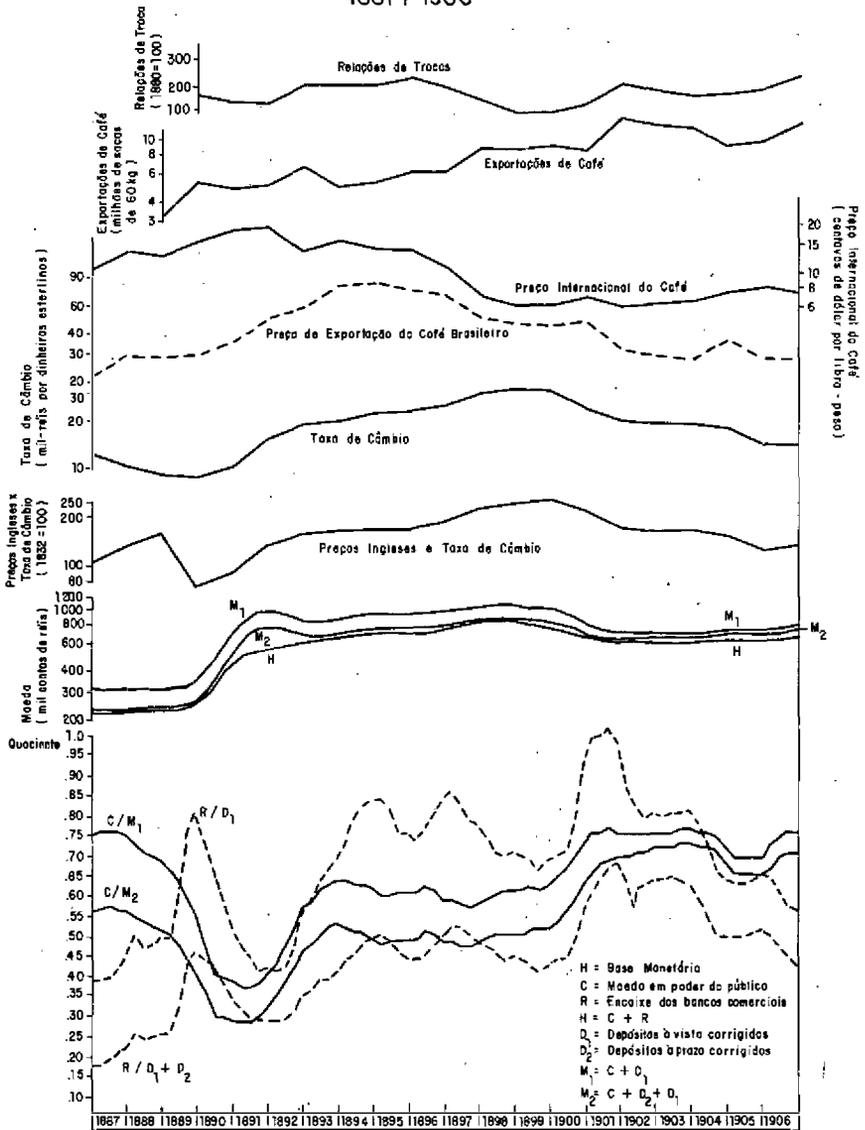
6.1.1

O Movimento dos Indicadores Agregados

O Gráfico VI.1 mostra o comportamento do estoque de moeda e dos determinantes próximos, os preços agregados e o custo de vida, a taxa de câmbio, os preços e as exportações de café durante o último ciclo do mercado livre no século XIX. A fase ascendente consistiu em seis anos, 1886/91, e a descendente em 15 anos, 1892/1906.

Da Tabela VI.1 constam as taxas médias de crescimento dos indicadores relevantes durante a fase ascendente, durante a fase descendente e ao longo do ciclo. A fase ascendente foi caracterizada por aumento acelerado do estoque de moeda e dos pre-

BRASIL, MOEDA, PREÇOS E INDICADORES DO MERCADO DE CAFÉ 1887 / 1906



Fontes : dados do café : Peláez, ad. *Essays on Coffee and Economic Development*; dados monetários: Apêndice Estatístico; Custo de Vida: Eulália Lobo et al., "Evolução dos Preços e do Padrão de Vida no Rio de Janeiro, 1820 - 1930", *Revista Brasileira de Economia*, out./dez. 1971; Nathaniel H. Leff, "A Technique for Estimating Income Trends from Currency Data and an Application to Nineteenth-Century Brazil", *Review of Income and Wealth*, Dec. 1972

TABELA VI.1

TAXAS MÉDIAS DE CRESCIMENTO DE INDICADORES SELECIONADOS DA ECONOMIA BRASILEIRA E PNL DOS ESTADOS UNIDOS DURANTE O TERCEIRO CICLO DO PREÇO INTERNACIONAL DO CAFÉ — 1886/1906

(percentagens anuais)

Indicadores	Fase Ascendente 1886/91	Fase Descendente		Ciclo 1886/1906
		1891/1906	1898/1906	
M_1	18,0	0,1	-2,2	5,2
M_2	17,0	-1,0	-3,5	4,1
Base Monetária	14,5	1,5	-2,1	5,3
C/M_1	-11,0	4,0	2,3	-0,1
C/M_2	-10,1	5,2	3,6	1,1
R/D_1	2,9	1,9	0,0	2,3
R/D_2	9,5	2,5	0,0	4,6
Taxa de Câmbio	3,8	-0,5	-9,0	0,7
Custo de Vida no Rio de Janeiro	5,2	3,4	-3,0	4,0
Preços Ingleses x Taxa de Câmbio	4,5	0,1	-6,8	1,4
Preço Internacional do Café	10,4	-5,8	2,2	-1,4
Preço de Exportação do Café (Brasil)	14,0	-3,6	-5,8	1,3
Exportações de Café	-3,3	5,9	4,5	9,0
Receita das Exportações de Café (£)	9,9	2,8	7,7	5,0
Receita das Exportações de Café (Mil-Réis)	13,7	2,4	-1,2	5,8
PNL Real dos Estados Unidos	2,8	3,8	4,2	3,7
População	1,9	1,9	1,9	1,9

FONTES: As mesmas do Gráfico VI.1;

PNL dos Estados Unidos: Simon Kuznets, *Capital in the American Economy*;

População: IBGE, Rio.

C : estoque de moeda em poder do público; R : encaixe dos bancos; D_1 : depósitos à vista; D_2 : depósitos à vista mais depósitos a prazo;
 $M_1 = C + D_1$; $M_2 = C + D_2$.

ços. Como salientado anteriormente, entre 1870 e 1887 o Brasil seguiu políticas monetárias austeras: M_1 cresceu à taxa média de 0,6% ao ano e M_2 a 1,9%. Entre 1869 e 1887, o custo de vida no Rio de Janeiro caiu à taxa média de -0,2% ao ano e o índice obtido com os preços ingleses por atacado permaneceu estável. Um importante aspecto do crescimento monetário durante a fase ascendente foi sua concentração nos anos de 1890 e 1891. Nesses oito trimestres, M_1 aumentou à taxa média de 11,9% ao trimestre, M_2 a 11,0% e a base monetária a 9,4%. Enquanto a relação moeda em poder do público/estoque de moeda caía, para ambas as definições, contribuindo positivamente para o crescimento da moeda, as relações encaixe/depósitos dos bancos aumentavam, contraindo o estoque de moeda.

O rápido aumento do estoque de moeda causou inflação e desvalorização cambial. Mas, com exceção de alguns anos (1896/97), o processo inflacionário foi controlado rapidamente. Em comparação com outros períodos inflacionários no Brasil, o *Encilhamento* foi caracterizado por pequenos aumentos de preços. Contudo, o período tem sido considerado como de profunda especulação, inflação descontrolada e desperdício de recursos.¹ Não foi senão recentemente que uma análise mais adequada do Prof. Fishlow mostrou os aspectos realmente substanciais do comportamento econômico daqueles anos, chegando a concluir que nesse período a indústria brasileira começou a progredir com base na substituição de importações. Tudo indica que a indústria foi então, pela primeira vez, substancialmente promovida no Brasil, pelas reformas liberais de Rui Barbosa em 1889 e 1890.² O propósito fundamental desta monografia é a análise da moeda, dos preços e da renda. Os indicadores existentes sugerem que a inflação foi superestimada pelos autores contemporâneos do *Encilhamento*, assim como por escritores posteriores, provavelmente devido à comparação estrita com os períodos anteriores, de preços estáveis. A evidência monetária apóia as conclusões do Prof. Fishlow.

A taxa de crescimento dos preços internacionais do café acusa uma recuperação vigorosa durante a fase ascendente, ape-

¹ Vide Peláez, "As Conseqüências Econômicas da Ortodoxia Monetária, Cambial e Fiscal no Brasil entre 1889 e 1945", in *Revista Brasileira de Economia* (julho/setembro, 1971), nota 5, pp. 8-9.

² Albert Fishlow, "Origins and Consequences of Import Substitution in Brazil", in *International Trade and Economic Development: Essays in Honor of Raul Prebisch*, editado por Luis Eugenio Di Marco (New York: Academic Press, 1972)

sar de concentrar-se em uns poucos anos. A taxa negativa de crescimento das exportações foi relativamente menor do que a taxa de aumento dos preços. A inflação, não obstante, reduziu as receitas reais do setor café em moeda brasileira. O surto cafeeiro deve ter tido repercussões favoráveis sobre as atividades internas como em outros períodos anteriores e posteriores. Durante a década houve imigração européia para o Brasil, atraída em parte pelo desempenho favorável da economia e o futuro potencial do País.³ A corrente imigratória constituiu-se em fator importante do progresso e da industrialização brasileira em períodos posteriores.

Durante as fases descendentes dos ciclos anteriores, o dinamismo da demanda na economia internacional do século XIX, caracterizado por uma divisão de trabalho bem eficiente, compensava o declínio dos preços com aumentos das exportações. Na fase descendente do último ciclo dos preços do café registrou-se uma compensação endógena semelhante sob forma de maiores exportações: enquanto os preços caíram à taxa média de 5,8% ao ano, as exportações aumentavam à taxa de 5,9%.

A diferença significativa com os ciclos anteriores registrou-se no comportamento do estoque de moeda, dos preços e da taxa de câmbio. As políticas excessivamente austeras do Ministro Murinho, 1898/1902, analisadas em maior detalhe na subseção seguinte, causaram declínios do estoque de moeda, valorização artificial do câmbio e deflação. Pela primeira vez na economia cafeeira houve declínio das receitas nominais das exportações cafeeiras, que caíram à taxa de 10,2% ao ano entre 1901 e 1904. Naqueles anos formou-se o movimento de intervenção no mercado cafeeiro. As políticas monetárias de Murinho constituíram-se em fator decisivo na organização dos cafeicultores em grupo superpoderoso de pressão política. Entre 1898 e 1901, Murinho forçou declínios trimestrais médios de 1,8% para M_1 , de 2,4% para M_2 e de 1,3% para a base monetária. Uma das definições da relação encaixe/depósitos dos bancos chegou a atingir o valor unitário em setembro de 1901. As medidas constituem um caso típico de políticas procíclicas durante forte contração econômica. A consequência desses desmandos resultou numa distorção do mecanismo endógeno do sistema econômico do mer-

³ . Annibal Villanova Villela e Wilson Suzigan, *Política do Governo e Crescimento da Economia Brasileira: 1889-1945*, Série Monográfica (Rio de Janeiro: IPEA/INPES, 1973), n.º 10; Douglas H. Graham, "Migração Estrangeira e a Questão da Oferta de Mão-de-Obra no Crescimento Econômico Brasileiro, 1880-1930", in *Estudos Econômicos*, n.º 1 (1973).

TABELA VI.2

FONTES DAS ALTERAÇÕES DA TAXA DE CRESCIMENTO DO ESTOQUE DE MOEDA DO
BRASIL — 1886/1906

(percentagens)

Estoque de moeda	Taxa Média Anual Contribuída* por:				Contribuição** Relativa de:			
	Total	Base Monetária	Relação Moeda em Poder do Público/ M_1	Relação Encaixe/ D_1	Total***	Base Monetária	Relação Moeda em Poder do Público/ M_1	Relação Encaixe/ D_1
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
M_1	5,2	5,3	-0,1	-0,7	100	102	-2	-13

FONTE: Apêndice Estatístico.

* Computada pela aproximação da fórmula no texto, equação (5), Capítulo I. Os fatores $(M/H) (1-R/D)$ e $(M/H) (1-C/M)$ foram aproximados pelas médias dos valores no início e no fim do período.

** Colunas (1) até (4) divididas pela coluna (1).

*** As linhas não somam exatamente o total devido a erros de aproximação e arredondamento.

cado cafeeiro, causando reduções significativas da renda dos cafeicultores e organizando a oligarquia cafeeira que, por fim, encontrou um argumento convincente para a intervenção monopolista no mercado internacional.⁴

A Tabela VI.2 mostra a análise dos fatores de variação da taxa de crescimento monetário.⁵ Evidentemente, a base monetária, refletindo o comportamento do setor governo, contribuiu com a maior parte do aumento do estoque de moeda.

6.1.2 A Orientação da Política Monetária

O propósito desta subseção é fornecer uma breve exposição analítica da política monetária durante o ciclo de preços do café, procurando-se explicar melhor o comportamento dos indicadores econômicos. As políticas monetárias liberais de Rui Barbosa, as primeiras medidas de austeridade monetária de Rodrigues Alves e o triunfo definitivo das políticas procíclicas de Murinho são analisados nos parágrafos a seguir, usando-se os registros históricos para explicar o comportamento das variáveis econômicas.

Não foi senão em 1888 que se registrou um esforço bem sucedido de reforma monetária, liderado pelo Visconde de Ouro Preto e o Partido Liberal.⁶ Dois fatores sugeriam a necessidade de reforma monetária. *Primeiro*, a escravidão tinha sido abolida em 1888. A transição para uma economia monetária nas fazendas de café seria feita com base na atração de imigrantes europeus. O estoque de moeda teria que aumentar mais rapidamente do que a

⁴ As intervenções no mercado após 1906 retardaram o Brasil, concentrando artificialmente recursos e renda no setor cafeeiro. *Vide* Antonio Delfim Netto, "Foundations for the Analysis of Brazilian Coffee Problems" e Peláez, "An Economic Analysis of the Brazilian Coffee Support Program 1906-45: Theory, Policy and Measurement", ambos in *Essays on Coffee and Economic Development*, editado por Peláez (Rio de Janeiro: Fundação Getulio Vargas para o Instituto Brasileiro do Café, 1973, tradução de Magnolia Maciel Peláez). Ver também Peláez, *História da Industrialização Brasileira* (Rio de Janeiro: APEC Editora S.A., 1972).

⁵ Não foi possível aproximar a equação com os dados de M_2 devido à grande variabilidade da relação encaixe/depósitos totais.

⁶ Angelo de Amaral e Visconde de Ouro Preto, *Finanças e Riqueza Pública* (Rio de Janeiro, s.d.).

taxa de 1% ao ano registrada a partir de 1870. Segundo, o surto cafeeiro gerava anualmente um *superavit* acima do consumo interno do setor. De acordo com critérios de eficiência dinâmica, faziam-se necessárias instituições financeiras para canalizar as poupanças criadas pelo *superavit* de exportação. A reforma de Ouro Preto consistiu na autorização de criação de bancos de emissão.⁷

Com a Proclamação da República em 15 de novembro de 1889, Rui Barbosa foi nomeado Ministro da Fazenda. Apesar de defender um enfoque conservador da política monetária — moeda metálica, atividade bancária restrita e monopólio de emissão pelo Banco do Brasil, fortemente relacionado com o Governo — Rui Barbosa continuou as reformas de Ouro Preto. A austeridade monetária conflitava com sua ênfase no crescimento econômico acelerado como objetivo principal da política do Governo.⁸ Nesse sentido, sua atuação e pensamento constituem, juntamente com os de Mauá e Souza Franco, uma das grandes realizações do passado econômico brasileiro. Os bancos de emissão contribuiriam de forma crucial para atingir esse objetivo, fornecendo os “recursos líquidos” necessários à transferência das poupanças do setor cafeeiro para a atividade urbano-industrial e outros empreendimentos econômicos voltados para o mercado interno.

O breve período de Rui Barbosa no Ministério da Fazenda foi bastante prolífico em legislação bancária.⁹ Mas a lei fundamental foi a de 17 de janeiro de 1890. Esse documento tentava de forma clara fornecer o arcabouço legal para a execução dos pontos básicos de seu “plano de desenvolvimento”. As notas dos bancos de emissão seriam aceitas como moeda legal. Os bancos poderiam trabalhar em todo tipo de transações financeiras: empréstimos e depósitos, operações cambiais, empréstimos a curto e longo prazo à agricultura e à indústria, hipotecas e todo tipo de

⁷ “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”, in *Documentos Parlamentares, Meio Circulante*, Vol. 3 (Rio de Janeiro: Imprensa Nacional, s.d.). Ver também Ministério da Fazenda, *Legislação sobre Papel-Moeda* (Rio de Janeiro: Imprensa Nacional, 1923), pp. 46-9.

⁸ “Do Relatório Rui Barbosa (1890)”, in *Documentos Parlamentares, Meio Circulante*, Vol. 1, pp. 543-4.

⁹ O plano de Rui Barbosa consistia em nove leis e decretos importantes. Para datas e outras informações ver Peláez, “As Consequências...”, Tabela 1, p. 15

transações comerciais e industriais. Parecia que o sistema bancário brasileiro iria converter-se no motor do crescimento econômico, tal como na Alemanha segundo a interpretação de Gerschenkron. A lei básica de Rui Barbosa não era essencialmente uma legislação bancária, mas sim uma regulamentação do estabelecimento de sociedades anônimas bancárias, semelhante ao *joint stock banking* europeu, tendo como objetivo fundamental a *industrialização e o crescimento acelerado da economia*. Rui Barbosa foi um dos poucos ministros da Fazenda do período histórico brasileiro que encarou devidamente a necessidade de desenvolver o País.

A falha principal de Rui Barbosa, apesar de sua grande visão, consistiu na falta de regulamentação apropriada das operações das novas instituições. Em parte considerável, isto também se deveu à falta de instituições monetárias no Governo brasileiro. O crescimento do País tinha sido igualmente restringido durante um período prolongado após 1860 e a República gerou uma euforia que talvez não pudesse ter sido controlada. Em retrospecto, parece que se tentou fazer demais num período muito curto. Sem dúvida, houve especulação descontrolada nas ações de empresas estabelecidas para atividades as mais fantásticas que se possa imaginar, chegando-se até a vender nomes para novas empresas. Entre maio de 1888 e outubro de 1890, o capital das sociedades anônimas estabelecidas no Brasil aumentou aproximadamente 377%. Durante os 66 anos finais do Império, até maio de 1888, o capital total das empresas estabelecidas no Brasil sob a forma de sociedade anônima atingiu a 410 milhões de contos. Entre 15 de novembro de 1889 e 20 de outubro de 1890 o capital total das sociedades anônimas estabelecidas no Brasil foi de 1,1 milhão de contos.¹⁰ Esses dados devem ser analisados cuidadosamente, pois trata-se de valores históricos nominais. Contudo, eles sugerem uma atividade frenética num período de tempo muito curto.

O Prof. Fishlow salientou que o *Encilhamento* foi mais do que outro *South Sea Bubble* e que se registrou um progresso significativo nesse período.¹¹ Além disso, a reforma das leis de criação de sociedades anônimas e a reforma monetária por si mesmas (permitindo o crescimento mais rápido do estoque de moeda) constituíram-se em medidas necessárias ao progresso. O País fora restringido por políticas monetárias excessiva-

¹⁰ *Documentos Parlamentares. Meio Circulante*, Vol. 1, pp. 600-9.

¹¹ Fishlow, *op. cit.*

mente austeras que impediam a mudança institucional tão essencial ao processo de desenvolvimento econômico. Quase toda a segunda metade do Império caracterizou-se por essa atitude negativa e, portanto, a longo prazo impediu-se a modernização. Entretanto, mesmo até em nossos dias tem havido condenação quase que unânime no Brasil das reformas de 1898/91.¹² As críticas dão ênfase indevida aos aumentos do estoque de moeda e dos preços, concentrados num período relativamente pequeno, assim como nos aspectos mais dramáticos da especulação na Bolsa de Valores. Além disso, não houve uma comparação sensata com a ortodoxia monetária do período.

Os primeiros esforços de contra-reforma foram feitos pelo Ministro da Fazenda Rodrigues Alves, inicialmente em 1892 com o apoio político do então Senador Campos Salles (que seria Presidente da República do Brasil em 1898/1902)¹³ e novamente em 1894.¹⁴ Nesse período, formulou-se a *política de deflação durante a contração econômica*. Acreditava-se que as medidas a serem tomadas durante uma contração seriam a valorização cambial de acordo com a paridade de 1846, a redução do estoque de moeda e o equilíbrio orçamentário. As políticas eram defendidas com base no argumento de que promoveriam a entrada de capitais e o crescimento econômico acelerado.¹⁵ Encoberto por essa filosofia, havia um esforço para manter a imagem do País' no exterior para assim garantir as operações de crédito necessárias ao financiamento normal dos empréstimos do Governo junto aos banqueiros europeus. O enfoque carecia de qualquer perspectiva de crescimento no futuro. Certa estabilização monetária foi alcançada por Rodrigues Alves, que até reconheceu que a economia se encontrava em período de contração. O custo de vida do Gráfico VI.1

¹² Ver a lista de críticas a Rui Barbosa in Peláez, "As Consequências...", nota 5, pp. 8-9.

¹³ "Relatório Rodrigues Alves (1892)", in *Documentos Parlamentares, Meio Circulante*, Vol. 3, p. 393.

¹⁴ "Relatório Rodrigues Alves (1896)", in *Documentos Parlamentares, Meio Circulante (1895-6)*, Vol. 5; *Retrospecto Comercial do Jornal do Comércio 1895*, pp. 3-6; Victor Viana, *O Banco do Brasil* (Rio de Janeiro: Tip. do Jornal do Comércio, 1926), pp. 644-52; Ministério da Fazenda, *Legislação...*, pp. 105-9; "Relatório Rodrigues Alves (1895)", in *Documentos Parlamentares, Meio Circulante*, Vol. 4, pp. 592-619; *Manifesto 1898* (Rio de Janeiro: s.a., s.d.), pp. 67-76; Antonio Carlos Ribeiro de Andrada, *Bancos de Emissão no Brasil* (Rio de Janeiro: Livraria Leite Ribeiro, 1923), p. 326.

¹⁵ "Relatório Rodrigues Alves (1896)", p. 401.

mostra que a estabilização foi atingida entre 1892 e 1895. A taxa de câmbio é menos útil nesse período como indicador dos preços devido ao grande *deficit* no balanço de pagamentos e ao impacto do declínio dos preços do café.

O estoque de moeda aumentou em 1896 e 1897, causando maior inflação. A instabilidade política do Brasil constituiu-se em fator importante do segundo período inflacionário.

Mas o evento histórico realmente lamentável neste período foi a contra-reforma monetária do Ministro Joaquim Murinho após 1898, que se aconselhava com o economista inglês J. P. Wileman.¹⁶ Ambos seguiam a forma mais estrita da teoria quantitativa da moeda e a execução da lei do padrão ouro de 1846. O objetivo fundamental da política econômica era a manutenção da taxa de câmbio na paridade de 1846. As flutuações da taxa de câmbio poderiam causar expectativas adversas no setor empresarial e reduzir a entrada de capitais. No curto prazo experimentar-se-ia uma contração econômica e a longo prazo crescimento a taxas muito baixas ou até mesmo estagnação. A política monetária deveria então ser orientada para manter a relação entre o papel-moeda e o ouro definida pela legislação de 1846. Aumentos além desse nível ótimo causariam desvalorização cambial. O argumento implicava a necessidade de contrair a renda monetária através de medidas austeras com o objetivo de alcançar a taxa cambial desejada. Mas não levava em consideração, como faria Vieira Souto em suas críticas a Murinho, o nível de emprego e a renda real.

Murinho foi além de Wileman, argumentando que a indústria não era viável no Brasil devido à inferioridade racial de seus habitantes em relação aos dos países industriais norte-americanos e europeus. O progresso somente poderia ser conseguido através do livre intercâmbio comercial, da construção de ferrovias e de políticas monetárias austeras.¹⁷ As institui-

¹⁶ J. P. Wileman, *Brazilian Exchange: The Study of an Inconvertible Currency* (Buenos Aires: Galli Bros., 1896); Ministério da Fazenda, *Introdução ao Relatório do Ministro Joaquim Murinho* (Rio de Janeiro: Imprensa Nacional, 1899); Joaquim Murinho, *Relatório Apresentado ao Presidente da República dos Estados Unidos do Brasil pelo Ministro de Estado dos Negócios da Fazenda, Joaquim Murinho, no Ano de 1900* (Rio de Janeiro: Imprensa Nacional, 1900); Alcindo Guanabara, *A Presidência Campos Salles: Política e Finanças* (Rio de Janeiro: Laemmert, 1902).

¹⁷ Joaquim Murinho, "Introdução ao Relatório da Viação", in *Documentos Parlamentares, Meio Circulante*, Vol. 6, pp. 406-23.

ções bancárias eram indesejáveis devido à expansão do estoque de moeda, que causaria desvalorização cambial. Surpreendentemente, em perspectiva histórica, houve apoio quase unânime às políticas de Murtinho até em trabalhos recentes.¹⁸ Suas teorias têm sido consideradas como verdade revelada em assuntos econômicos brasileiros e tiveram influência constante na formação da política monetária do Brasil no período 1902/45.¹⁹

As medidas econômicas de Murtinho consistiam em deflação durante a contração econômica. O Ministro pretendia corrigir as distorções no setor cafeeiro, estabilizar o câmbio e controlar a inflação interna. Consideremos em detalhe esses três tipos de políticas.

Murtinho acreditava quase que religiosamente na existência de produtores ineficientes no mercado cafeeiro como responsáveis pela superprodução e pelo declínio dos preços. A política para eliminar essas distorções seria o "darwinismo econômico": a produção do café seria feita pelos produtores mais fortes e melhor equipados para a luta.²⁰ Mas também negociou a redução dos impostos de importação na Europa e tomou medidas internas para restringir o plantio de café.

O problema-chave no mercado de câmbio, de acordo com Murtinho, era a desvalorização da taxa em relação à paridade de 1846. Isso poderia levar o País à inflação descontrolada e à ruína econômica dentro do esquema teórico de Wileman (que não tem o menor sentido econômico). A entrada definitiva do Brasil no clube do padrão ouro era retardada por causa da taxa desvalorizada. O Ministro tomou duas medidas: arrecadação dos impostos de importação em "ouro" e o *funding* da dívida externa. O pagamento dos impostos em ouro foi uma forma de controle cambial. O *funding* permitiu ao Brasil suspender o pagamento dos serviços da dívida externa por um período de 13 anos.²¹ De acordo com contrato com a Casa de Rothschild,

¹⁸ Para maiores detalhes, *vide* Peláez, "As Conseqüências...", nota 5, pp. 8-9.

¹⁹ Quase todos os Ministros da Fazenda do Brasil até 1945 seguiam Murtinho, pelo menos intelectualmente. Ver Peláez, "As Conseqüências...", pp. 5-82.

²⁰ Murtinho, *Relatório Apresentado...*, pp. iii-iv.

²¹ *Retrospecto Comercial do Jornal do Comércio* 1898, p. 5.

o Brasil depositaria periodicamente recursos a serem usados para o resgate das apólices a curto prazo dos banqueiros londrinos. As receitas aduaneiras do Brasil garantiriam as operações creditícias em Londres.

O terceiro conjunto de medidas de Murinho pretendia controlar a inflação. O contrato do *funding* continha uma cláusula prevendo a incineração periódica de cédulas bancárias do Governo brasileiro.²² A segunda medida consistia na abolição do direito de emissão do Banco do Brasil e de outros bancos comerciais. A reforma fiscal e o equilíbrio orçamentário através de declínio das despesas complementarizavam o plano de restrição. Devido à queda dos impostos de importação com a redução do comércio (causada pela contração e pelos controles cambiais), Murinho criou um imposto de consumo.²³

Murinho não chegou a entender a natureza da profunda contração econômica que afetava a economia do Brasil no fim do século XIX.²⁴ A consequência de curto prazo de suas "reformas" foi um pânico bancário em 1900 que quase destruiu o sistema monetário brasileiro desenvolvido paulatinamente através dos anos. Diversas instituições faliram e até mesmo o Banco do Brasil ficou ameaçado de falência definitiva,²⁵ sendo obrigado a suspender os pagamentos. Em setembro de 1900 já havia uma crise financeira generalizada. Nesse ponto, o Congresso concedeu um milhão de libras esterlinas ao Banco do Brasil para ajudar as instituições do mercado monetário, e o pânico financeiro foi gradualmente controlado. Durante o período de execução das reformas de Murinho, 1898/1901, M_1 caiu à taxa trimestral continuamente composta de 1,8%, M_2 a 2,4% e a base monetária a 1,3%. O pânico, induzido pela política monetária, também forçou os bancos a operarem com encaixes de quase 100% dos depósitos. Friedman e Schwartz observaram que o estoque de moeda somente declina durante contrações econômicas

²² Ministério da Fazenda, *Introdução...*, p. v.

²³ *Ibid.*

²⁴ Uma crítica penetrante de Murinho incorporando alguns dos elementos da teoria moderna de análise da renda nacional e do mercado de câmbio, que Murinho e Wileman confundiram, se encontra no trabalho de Luis Raphael de Vieira Souto, *O Último Relatório da Fazenda* (Rio de Janeiro: E. Malafaia Junior, 1902).

²⁵ J. Pandiá Calógeras, *A Política Monetária do Brasil* (São Paulo: Companhia Editora Nacional, 1960), p. 346. Registre-se que 17 instituições de crédito faliram.

“severas”.²⁶ Os dados e registros históricos para o Brasil nesse período confirmam essa observação. Em termos de política cíclica compensatória, as medidas de Murtinho careciam de qualquer justificativa.

Em ciclos anteriores dos preços do café, os aumentos das exportações haviam impedido a desvalorização da taxa cambial durante a fase descendente. A política de Murtinho, de valorizar o câmbio para expulsar os produtores ineficientes do mercado (e paralelamente causar desemprego generalizado), impedia o funcionamento do mecanismo endógeno de compensação. Como salientado anteriormente, as receitas da exportação de café em moeda brasileira caíram à taxa de 10,2% ao ano no período 1901/04. A oligarquia cafeeira organizou-se em grupo de pressão política superpoderoso dedicado à manutenção de sua riqueza e à preservação da sociedade estratificada e das instituições da economia de exportação. Paradoxalmente, Murtinho e Rodrigues Alves opunham-se corretamente, baseados nos seus princípios de honestidade e patriotismo sincero, à defesa do café e dos interesses oligárquicos. Ironicamente, as políticas agregadas deflacionárias serviram para unir os cafeicultores que executaram a intervenção no mercado em 1906 através de vários Estados sob a liderança de São Paulo e opoñdo-se ao Presidente da República, Rodrigues Alves.²⁷

6.1.3

Conclusões

Primeiro, não havia debilidade estrutural na distribuição internacional dos ganhos do comércio cafeeiro na economia do século XIX. Na fase descendente dos ciclos dos preços do café sempre ocorreu compensação sob a forma de aumentos do volume exportado.

Segundo, no longo prazo, a ênfase no Brasil em unir-se ao clube do padrão ouro não conduziu ao crescimento. Furtado já havia salientado esse fato, mas apoiando Murtinho e Wileman,

²⁶ Milton Friedman e Anna Jacobson Schwartz, *A Monetary History of the United States, 1867-1960* (Princeton: Princeton University Press, 1963).

²⁷ Delfim Netto, *op. cit.*, e Peláez, “An Economic...”, ambos in *Essays...*, editado por Peláez.

aos quais atribuiu algumas de suas próprias teorias.²⁸ O caso brasileiro é um bom exemplo de como estruturas financeiras deficientes podem retardar o crescimento e a modernização. Essa experiência, portanto, é uma *contraprova* das teorias desenvolvidas pelo Prof. Rondo E. Cameron para os países industriais e *late comers*:²⁹ o subdesenvolvimento foi acompanhado por arranjos extremamente ineficientes para a intermediação financeira. Muito se tem dito sobre a influência da *teoria clássica* sobre a distribuição desfavorável dos lucros do comércio exterior e do progresso técnico entre os países industriais e as regiões menos desenvolvidas.³⁰ A história brasileira mostra a existência de uma transmissão das *políticas* econômicas ortodoxas. Mas aquelas políticas jamais foram favorecidas pelos economistas clássicos.

Terceiro, como já salientou Keynes, o padrão ouro internacional do século XIX conflitava a curto prazo com a estabilização. Enquanto o Brasil sempre teve um padrão fiduciário, a experiência de 1898/1904 constituiu um de muitos casos em que se imitava o comportamento do padrão ouro mas com grandes custos sociais em termos de desemprego e redução do bem-estar.

Quarto, as políticas restritivas do Ministro Murinho impediram o funcionamento do mecanismo de compensação sob a forma de aumentos das exportações durante a fase descendente dos ciclos dos preços do café. O declínio da renda do setor cafeeiro, resultante de políticas austeras, alterou o balanço de poder político e econômico no Brasil, servindo para unir os cafeicultores. As intervenções que se seguiram tiveram lamentáveis conseqüências sobre a evolução sócio-econômica do País. Um aspecto importante foi a concentração artificial de recursos

²⁸ Furtado, *The Economic...*, pp. 176-7.

²⁹ Rondo E. Cameron, *Banking in the Early Stages of Industrialization* (New York e Londres: Oxford University Press, 1967); *id.*, *Banking and Economic Development: Some Lessons from History* (New York e Londres: Oxford University Press, 1972); *id.*, "Metrópole e Hinterlândia na História das Finanças", in *Revista Brasileira de Economia* (julho-setembro, 1972).

³⁰ Para críticas teóricas ver H. W. Singer, "The Distribution of Gains between Investing and Borrowing Countries", in *American Economic Review* (May, 1950); e Hla Myint, "The 'Classical Theory' of International Trade and the Underdeveloped Countries", in *Economic Journal* (June, 1958). As políticas do padrão ouro seguidas no Brasil baseavam-se nos trabalhos de economistas como Hermann Heinrich Gossen, *The Laws of Human Relations* (tradução e nova edição de Rudolph C. Blitz com introdução de Nicholas Georgescu-Roegen, New Jersey: Augustus M. Kelley, a sair). Os caros amigos e colegas de faculdade de Peláez, Profs. Blitz e Georgescu-Roegen, tiveram a amabilidade de tratar destes pontos.

na produção de café, caracterizada por diversos tipos de desperdícios de recursos e distorções da eficiência econômica dinâmica do Brasil,³¹ com uma redistribuição da renda interna em benefício dos plantadores e exportadores de café. Essas foram as conseqüências tristes dos esforços continuados para conseguir a entrada do Brasil no grupo fechado do padrão ouro.

6.2 A Política Monetária durante a Valorização de Siciliano-Taubaté — 1906/12

6.2.1 O Movimento dos Indicadores Agregados

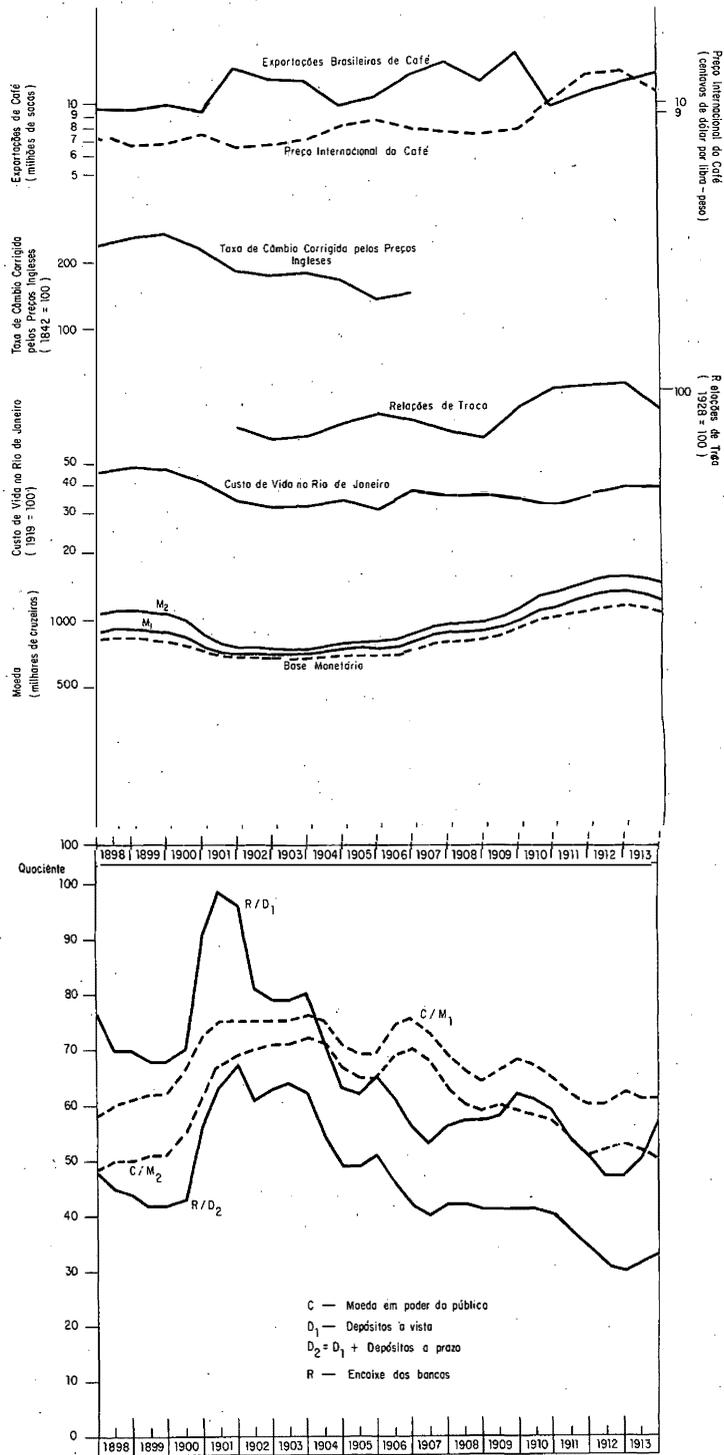
A Tabela VI.3 e o Gráfico VI.2 fornecem dados para a análise do comportamento durante o período de valorização 1906/12. As taxas de crescimento do estoque de moeda eram muito altas em comparação com as taxas mais baixas vigentes durante o século XIX. Entre 1857 e 1906, M_1 e M_2 cresceram à mesma taxa de 4,2% ao ano. Taxas duas vezes maiores prevaleceram durante a valorização. Evidentemente, a política de Murinho não foi seguida. Os resultados do exercício de aproximar a equação do crescimento monetário para M_1 , encontram-se na Tabela VI.4.³² A base monetária, refletindo o comportamento do Governo, contribuiu com aproximadamente 90% do crescimento monetário.

A Tabela VI.5 contém as taxas de crescimento do estoque de moeda real *per capita*, o qual, como é evidente, aumentou a taxas muito altas. Não existem dados para a taxa de declínio da

³¹ Delfim Netto, *op. cit.*, Peláez, "An Economic...", ambos in *Essays...*, editado por Peláez.

³² A aproximação com taxas continuamente compostas num período tão curto resultou num erro de 14%. Para os períodos maiores o erro é em torno de 3% devido principalmente a arredondamento.

BRASIL, MOEDA, PREÇOS E INDICADORES DO MERCADO DE CAFÉ
1898 — 1913



Fonte: dados do café: Peixes, ed. *Essays on Coffee and Economic Development*; dados monetários: Apêndice Estatístico; Custo de Vida: Eulálio Lobo et. al., "Evolução dos Preços e do Padrão de Vida no Rio de Janeiro, 1820-1930", *Revista Brasileira de Economia*, out./dez. 1971; Nathaniel H. Leff, "A Technique for Estimating Income Trends from Currency Data and an Application to Nineteenth-Century Brazil", *Review of Income and Wealth*, Dec. 1972.

TABELA VI.3

BRASIL, TAXAS MÉDIAS DE CRESCIMENTO DE
INDICADORES SELECIONADOS — 1906/12

(percentagens anuais)

Indicadores	Taxas de Crescimento
M_1	7,5
M_2	8,8
Base Monetária	6,5
C/M_1	- 2,8
C/M_2	- 4,3
R/D_1	- 2,0
R/D_2	- 5,3
Taxa de Câmbio	0,1
Taxa de Câmbio x Preços Ingleses	1,4
Custo de Vida no Rio de Janeiro	0,1
Preço Internacional do Café	8,0
Preço de Exportação do Café (Brasil)	9,4
Exportação de Café	- 2,0
PNL Real dos Estados Unidos	2,3
População	2,0
Relações de Troca	4,9

FONTES: As mesmas do Gráfico VI.1 e da Tabela VI.1.

velocidade monetária. Mas duas taxas prováveis podem ser usadas. *Primeiro*, tem sido observado que a relação moeda em poder do público/estoque de moeda e a velocidade monetária são estreitamente correlacionadas, com sinal positivo. A estimativa *a*, linha 2, é baseada na suposição de correlação perfeita entre a relação moeda em poder do público/estoque de moeda e a velocidade monetária. *Segundo*, a taxa a longo prazo de declínio da velocidade no período 1920/45 foi estimada em 2,5% ao ano. A estimativa *b*, linha 3, utiliza essa taxa a longo prazo. Aparentemente, o índice do custo de vida fornece melhores informações para esse período, permanecendo estável e igual à taxa de câmbio. O programa de valorização foi suplementado pelo mecanismo de manutenção da taxa de câmbio através da Caixa de Conversão. Assim, o índice da taxa de câmbio corrigido pelas variações dos preços por atacado na Inglaterra reflete simplesmente os movimentos dos preços naquele país. Portanto, as estimativas baseadas no custo de vida merecem maior crédito.

TABELA VI.4

**FONTES DAS ALTERAÇÕES DA TAXA DE CRESCIMENTO DO ESTOQUE DE MOEDA DO
BRASIL — 1906/12**

(percentagens)

Estoque de Moeda	Taxa Média Anual Contribuída* por:				Contribuição** Relativa de:			
	Total	Base Monetária	Relação Moeda em Poder do Público/ M_1	Relação Encaixe/ D_1	Total***	Base Monetária	Relação Moeda em Poder do Público/ M_1	Relação Encaixe/ D_1
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
M_1	7,5	6,5	1,4	0,8	100	86	18	10

FONTE: Apêndice Estatístico.

* Computada pela aproximação da fórmula no texto, equação (5), Capítulo I.

** Colunas (1) até (4) divididas pela coluna (1).

*** As linhas não somam exatamente o total devido a erros de aproximação e arredondamento.

TABELA VI.5

BRASIL, TAXAS PROVÁVEIS DE CRESCIMENTO DO
PRODUTO REAL *PER CAPITA* — 1906/12

(percentagens anuais)

	Custo de Vida no Rio de Janeiro		Taxas de Câmbio x Preços Ingleses	
	M_1	M_2	M_1	M_2
\dot{m}	5,4	6,7	4,1	5,4
a	2,6	2,4	1,3	1,1
b	2,9	4,2	1,6	2,9

FONTES: As mesmas do Gráfico VI.1.

NOTA: \dot{m} é a taxa de crescimento do estoque de moeda real *per capita* (taxa de crescimento do estoque nominal — taxa de crescimento dos preços — taxa de crescimento da população). As estimativas foram computadas com base na teoria quantitativa da moeda, $x \dot{y} = \dot{m} + v$, onde y é o produto real *per capita*, v é a velocidade-renda da moeda e as letras minúsculas são logaritmos naturais. O limite superior de crescimento do produto real *per capita*, a é obtido com base na hipótese de que v é exatamente igual à taxa de declínio da relação moeda em poder do público/estoque de moeda. O limite superior b é obtido com base na suposição de que v é igual à taxa de declínio a longo prazo da velocidade monetária em 1920/45.

Nos anos em torno de 1919 o índice é relativamente preciso, parecendo indicar que durante a valorização a economia brasileira experimentou pela primeira vez uma taxa de crescimento real *per capita* superior à dos Estados Unidos. A taxa foi provavelmente maior do que 2% ao ano. Com base em qualquer dos indicadores de preços pode-se concluir que a economia cresceu rapidamente.

O crescimento econômico real acelerado foi derivado incontestavelmente do sucesso do programa de valorização em aumentar os preços internacionais do café, acarretando também uma melhoria nas relações de troca. A Tabela VI.3 mostra que os preços internacionais do café aumentaram à taxa de 8,0% ao ano, os preços em moeda brasileira a 9,4% e as relações de troca a 4,9%. O declínio das exportações, causado pelos aumentos dos preços, processou-se à taxa de - 2,0% ao ano. Além disso, a

indústria progrediu significativamente.³³ A informação qualitativa dos registros históricos confirma os resultados obtidos quantitativamente com dados mais precários e suposições relativamente arbitrárias. Não há dúvida de que durante o período de expansão rápida do comércio exterior, mesmo com valorização cambial, a economia e a indústria progrediram a taxas bastante altas.

6.2.2

A Política de Valorização³⁴

Vários argumentos em prol do programa de sustentação do café surgiram na ocasião. Afirmavam alguns que a precária situação financeira do setor café em 1905, e em futuro predizível, ameaçava o bem-estar social do Brasil. Outros, que o Brasil possuía uma produção de café próxima da monopolista, já que respondia por 75% da produção mundial. O País poderia, portanto, obter grandes lucros com a retirada monopolista de café do mercado mundial. Havia ainda os que argumentavam que os preços a varejo do produto, nos Estados Unidos, permaneciam estáveis mesmo que os preços internacionais declinassem. Os brasileiros esperavam apropriar-se de parte do lucro dos varejistas através de intervenção no mercado.

De todas as propostas, a mais popular foi a do Conde Siciliano, que advogava a intervenção governamental no mercado do café no sentido de elevar os preços do produto. Isso, é claro, baseado na condição monopolista do País, em projeções otimistas de consumo e na inelasticidade da demanda. A proposta preparou o caminho para legislação posterior e marcou o fim do mercado livre cafeeiro, cujas condições nunca mais voltaram a ocorrer.

Logo a seguir, em 26 de fevereiro de 1906, os então presidentes dos Estados de São Paulo, Minas Gerais e Rio de

³³ Warren K. Dean, "The Coffee Trade Begets Industry", e Stanley J. Stein, "The Golden Years of the Brazilian Cotton Manufacture", ambos in *Essays...*, editado por Peláez.

³⁴ As seções sobre café baseiam-se também no trabalho "A Política Cafeeira do Brasil 1859/1972: Mercado Livre, Intervenção e Planejamento Racional", publicado na revista *Conjuntura Econômica*, nos números de maio e dezembro de 1973 e depois como folheto pelo Instituto Brasileiro do Café.

Janeiro reuniram-se na Cidade de Taubaté para examinar as medidas que evitariam a falência iminente de grande parte do setor cafeeiro nacional. As duas propostas mais importantes foram a fixação do preço do café entre 55 e 65 francos por saca (ou entre 32 e 36 mil-réis) e o levantamento de um empréstimo de 15 milhões de libras esterlinas para financiar a retirada do produto do mercado.

O que se nota, examinando em retrospecto a política econômica da época, é que a conseqüência mais importante da deflação drástica de Murtinho foi o fato de os Estados imporem a Rodrigues Alves e Leopoldo de Bulhões a política econômica a que ambos correta e veementemente mais se opunham — a intervenção no mercado de café.

A valorização de Taubaté perdurou até cerca de 1916. Os aspectos mais importantes dessa política são a identificação dos objetivos alcançados pelos instrumentos de política econômica e o estudo de sua conveniência. A verificação ideal da valorização seria construir um modelo empírico do mercado cafeeiro sob intervenção e não-intervenção. Poder-se-ia, então, cotejar ambas as conjunturas para obter conclusões seguras. Porém, isso é quase impossível em vista dos métodos atuais e da escassez de dados disponíveis. Na melhor das hipóteses, tudo que se poderia fazer seria conjecturar à luz do que teria acontecido em um modelo de mercado livre. E isso apenas qualitativamente. Mas essas conjecturas, embora carentes de sentido quantitativo preciso, não são inteiramente desprovidas de valor.

Em primeiro lugar, parece, quando analisados os dados disponíveis, que não havia necessidade de um programa de valorização. É o que já foi sustentado por economistas brasileiros que estudaram o assunto. A verificação dessa conjectura baseia-se nos dados de produção e exportação de 1900 a 1912. Depois dessa data, nenhuma análise é válida, porquanto a valorização foi gradualmente amortecida, sendo o impacto da guerra por demais aleatório para servir de análise. Uma deficiência importante dos dados é que diferem dos que seriam obtidos sob condições de mercado livre e não se sabe até que ponto vai a diferença. No entanto, é evidente que os aumentos das exportações teriam provavelmente solucionado o problema criado pela safra anormal de 1906/07. Esta asserção baseia-se

no fato de que, nesse período, a produção permaneceu estável no resto do mundo. Destarte, a intervenção, na realidade, complicou a situação, forçando aumento dos preços a curto prazo.

Em segundo lugar, a Caixa de Conversão logrou manter fixa a taxa de câmbio que, ao que tudo indica, foi supervalorizada. Pelo menos é o que se conclui, tomando-se como base os dados de preços disponíveis. É bem possível que esta supervalorização do câmbio tenha encorajado a indústria nacional. Mas ela não repousava em alicerces verdadeiramente eficientes. A melhor solução para o Brasil, como para um grande número de países produtores de bens primários em circunstâncias semelhantes, teria sido, talvez, uma taxa de câmbio livremente flexível. Recentemente, essa política tem sido usada no Brasil com resultados positivos. Entretanto, nas circunstâncias atuais, far-se-ia mister uma análise mais complexa. É com base nesse tipo de análise que foi elaborada recentemente a política brasileira de minidesvalorizações, de acordo com a conjuntura interna e internacional e levando em consideração diversas metas econômicas.

Como último ponto, vale salientar que a política conseguiu elevar os preços internacionais do café e melhorar as relações de troca do Brasil. O preço de importação nos Estados Unidos aumentou significativamente. A pressão da valorização foi mais forte nos mercados americanos que nos demais. Pelo menos parte do aumento de preço pode ter sido provocado pela retirada de café do mercado. Mas, em termos de bem-estar da sociedade brasileira, o objetivo político não está imune a dúvidas. Há quem acredite que a retirada do café atuou no sentido de sustentar a riqueza e a lucratividade de um setor da sociedade às custas de outras oportunidades mais duradouras para o crescimento, sacrificando a diversificação da atividade econômica. O País tinha, realmente, vantagem comparativa nesse setor, mas não era verdade que possuísse poder monopolista inatacável. É o que os fatos provariam posteriormente. Os objetivos dos que traçaram a política de valorização conflitava seriamente com a alocação de recursos a curto e a longo prazo. Nenhum país tem conseguido escapar da penosa aritmética dos custos alternativos.

6.3

A I Guerra Mundial e a Economia Brasileira

6.3.1

A Teoria dos Períodos Adversos

O desenvolvimento latino-americano tem sido interpretado comumente com base na assim chamada teoria dos "períodos adversos".³⁵ De acordo com essa interpretação, não houve qualquer progresso nas atividades internas e na indústria durante os períodos de surto do comércio internacional. Essas atividades não foram estabelecidas anteriormente devido à rentabilidade relativamente maior da agricultura de exportação e à falta de políticas de desenvolvimento industrial, tais como tarifas alfandegárias protecionistas. Somente houve progresso na indústria e nas atividades internas durante os períodos de crise em que o comércio exterior foi interrompido: na I Guerra Mundial, na Grande Depressão e na II Guerra Mundial.

Durante esses períodos adversos sempre houve declínio significativo das importações. Esforços bélicos e bloqueios marítimos durante as guerras e crise cambial durante a Depressão impediram que o Brasil obtivesse produtos importados. O declínio das importações causou aumentos nos preços dos manufaturados importados e, conseqüentemente, dos preços dos artigos manufaturados concorrentes, produzidos internamente. Ao mesmo tempo, houve quedas dos preços dos produtos primários devido ao fechamento dos mercados no exterior, durante as guerras, ou ao declínio da renda, durante a Depressão. Os preços dos produtos manufaturados nacionais somente aumentaram em relação aos preços dos produtos primários durante esses períodos. O resultado foi uma mudança em favor da indústria dos lucros relativos na economia brasilei-

³⁵ Raul Prebisch, *The Economic Development of Latin America and its Principal Problems* (Lake Success: Nações Unidas, 1970); Alexandre Kafka, "The Theoretical Interpretation of Latin American Development", in *Economic Development for Latin America*, editado por H. S. Ellis (New York: St. Martin's Press, 1963); Economic Commission for Latin America, *Development Problems in Latin America* (Austin: University of Texas Press, 1970).

ra. O capital e a mão-de-obra transferiram-se da agricultura de exportação para a atividade industrial, ocorrendo rápida substituição de importações. De acordo com a teoria, os períodos adversos eram indispensáveis para quebrar a resistência, tanto do lado da oferta como da procura, aos bens industriais nacionais. Alegou-se que essa foi a origem da indústria latino-americana.

Aplicadas ao Brasil sem qualquer alteração,³⁶ essas idéias se impuseram durante certo tempo através dos estudos publicados por alguns autores estrangeiros.³⁷ Antes de surgir o debate recente, contudo, alguns autores brasileiros haviam argumentado que a guerra foi o período inicial de estabelecimento da indústria no Brasil.³⁸ Com fundamento no índice de produção industrial, baseado nos pagamentos do imposto de consumo, deflacionado pelo índice do custo de vida, estimou-se que entre 1914 e 1919 a indústria cresceu à taxa de 13,6% ao ano. Além disso, alegou-se que as fábricas mais importantes tinham sido estabelecidas em grande número de anos naquele período.

A primeira crítica, comumente chamada de revisionismo, foi feita por historiadores sociais, trabalhando nas fronteiras da história econômica.³⁹ Diversos erros na análise anterior foram salientados. *Primeiro*, o uso de 1913/14 como base introduziu um viés altíssimo na taxa de crescimento. O Brasil sofreu forte depressão durante esses dois anos iniciais. *Segundo*, os dados de produção industrial eram precários. O índice não se baseava no valor adicionado. Os preços dos produtos importados, dos produtos intermediários e dos combustíveis aumentaram significativamente durante a guerra. Assim, o índice superestimava o crescimento econômico. *Terceiro*, o índice do custo de vida era inapropriado para deflação dos dados industriais. Não somente

³⁶ Werner Baer, *Industrialization...*; Baer e Isaac Kerstenetzky, *Patterns of Brazilian Economic Growth* (ensaio apresentado na Conferência sobre a Próxima Década de Crescimento na América Latina, Universidade Cornell, 1966).

³⁷ Para uma avaliação dos trabalhos, vide Dênio Nogueira e Carlos Manuel Peláez, "Introdução: Ensaio sobre a Economia Brasileira, 1822-1972", in *Revista Brasileira de Economia* (julho-outubro, 1972), número especial em homenagem ao Sesquicentenário da Independência do Brasil.

³⁸ Roberto C. Simonsen, *Brazil's Industrial Evolution* (São Paulo: Escola Livre de Sociologia e Política, 1939).

³⁹ Warren Dean, *The Industrialization of São Paulo 1880-1945* (Austin, Texas: University of Texas Press, 1969). Para críticas especializadas sobre a indústria de tecidos de algodão, ver Stanley J. Stein, *The Brazilian Cotton Manufacture: Textile Enterprise in an Underdeveloped Area, 1850-1950* (Cambridge, Mass.: Harvard University Press, 1957).

era precário como índice do custo de vida, como também excluía totalmente os preços dos produtos importados. Os preços dos produtos manufaturados aumentaram muito mais rapidamente durante a guerra do que os dos produtos incluídos no índice. *Quarto*, outra fonte de viés foi a inclusão de produção temporária durante a guerra, imediatamente abandonada durante os anos da década de 20. Parte da produção não era para o mercado interno, consistindo simplesmente em exportações de tecidos e produtos alimentares para outros países latino-americanos que não podiam suprir suas necessidades nos países industriais. *Quinto*, os registros históricos mostram que a maior parte da capacidade na indústria tinha sido estabelecida anteriormente. A expansão da produção consistiu somente na utilização mais intensiva de capacidade já instalada, como, por exemplo, os turnos de 24 horas. A indústria sofreu bastante devido à impossibilidade de instalar novos equipamentos. Numerosas oficinas mecânicas foram estabelecidas com o propósito exclusivo de consertar equipamentos importados para que durassem até o fim da guerra, mas foram fechadas no fim do período bélico. Toda essa evidência leva a pensar que talvez tivesse sido melhor para a indústria brasileira não ter sofrido a interrupção do comércio internacional, isto é, o período foi realmente adverso.

Uma terceira posição sobre o debate foi tomada por Fishlow, que chegou a sugerir que a verdade não era estruturalista nem revisionista e que deveria estar entre as duas posições, mas bem perto da estruturalista.⁴⁰ Argumentou ele que a guerra produzira um impacto favorável sobre a produção de tecidos: um aumento de 57% de 1914/18 ou de 25% de 1911/13 a 1918. Além disso, alegou que a expansão durante a guerra consistiu na substituição de importações: antes da guerra menos de dois terços do consumo eram supridos pela produção nacional, enquanto a parcela subiu a 85% durante a guerra.⁴¹ Baseando-se no índice construído com os pagamentos do imposto de consumo, Fishlow estimou que a taxa de crescimento da

⁴⁰ Fishlow, *op. cit.*, pp. 319-22.

⁴¹ A comparação é deveras artificial e confusa. O período foi caracterizado por estagnação e até declínio da renda. Devido aos baixos níveis de renda e consumo causados pelo período adverso, a comparação perde significado. O fenómeno é comum a todos os períodos adversos. Uma vez que as condições normais prevaleceram de novo, o consumo aumentava mais rapidamente do que a produção interna e a participação da indústria nacional declinava.

produção industrial de 1914/18 tinha sido de 8,5% ao ano, ou 4,4% ao ano se a base menos favorável de 1911/13 for usada. Em contraste com os anos de 1920, portanto, alegou que o desempenho econômico durante a guerra foi bem melhor.

Outra fonte de mudança estrutural de acordo com Fishlow foi o crescimento rápido da produção de ferro-gusa na única fundição do País, que utilizava carvão de lenha. Entre 1911 e 1913 a produção nessa fundição aumentou à taxa de 13,3% ao ano.⁴² Ademais, Fishlow argumentou que os lucros durante a guerra encorajaram o estabelecimento definitivo da indústria de aço e de cimento na década de 20.⁴³ Em resumo, nessa versão a guerra permitiu o uso da capacidade ociosa, gerou grandes lucros que foram depois reinvestidos na indústria nos anos 20 e quebrou a resistência à oferta interna de ferro, aço e cimento.

Ademais, registrou-se atualmente um quarto estágio do debate, caracterizado por ainda maiores revisões.⁴⁴ *Primeiro*, os dados do censo industrial de 1919 mostram que a indústria foi estabelecida principalmente no período 1902/13. *Segundo*, um novo índice industrial preparado por Suzigan mostra que a taxa de crescimento foi de 3,8% ao ano em 1911/19 e 6,3% ao ano em 1914/18. As taxas são bem mais baixas que as estimadas por Fishlow. Portanto, o contraste com os anos de 1920 não é tão pronunciado como se alegou. *Terceiro*, houve um severo corte na formação de capital. Usando 1911/13 como ano-base e 1919 como ano final, as importações de bens de capital *caíram* à taxa de 13,9% ao ano, o consumo de laminados de aço a 7,4% e o consumo de cimento a 8,8%. Devido ao fato de serem esses os componentes básicos da formação de capital no período, já que o País não produzia bens de capital, a guerra constituiu um recuo lamentável para a expansão de capacidades em todos os setores. *Quarto*, os novos dados mostram que em 1912/13 a produção de tecidos já supria 85% do consumo. Fishlow comparou um ano de contração profunda, 1914, com um ano de

⁴² Os dados usados por Fishlow se encontram em Peláez, "O Desenvolvimento da Indústria de Aço no Brasil", in *Revista Brasileira de Economia* (julho-outubro, 1970).

⁴³ Para uma análise do estabelecimento das indústrias básicas no Brasil ver Peláez, *História*. . . .

⁴⁴ Annibal Villanova Villela, "Surto Industrial durante a Guerra de 1914-8", in *Ensaios Econômicos: Homenagem a Octavio Gouvea de Bulhões*, editado por Mircea Buescu (Rio de Janeiro: APEC Editora S.A.); Villela e Suzigan, *op. cit.*

relativa utilização de capacidade, 1918. ⁴⁵ *Quinto*, Suzigan argumentou que os aumentos da produção de ferro-gusa foram irrelevantes. A produção da pequena fundição Queiroz Junior representava menos de 3% das importações de produtos metálicos em 1918/19, aproximadamente 5% do valor adicionado na metalurgia e 0,2% do valor adicionado pela indústria de transformação. Poderia também levar-se em consideração que a maior parte da produção era usada por pequenas oficinas sem qualquer importância. Em resumo, a guerra impediu a continuação da industrialização e do desenvolvimento e os fatos demonstram que a substituição de importações ocorreu antes e em condições de expansão do comércio internacional.⁴⁶

6.3.2

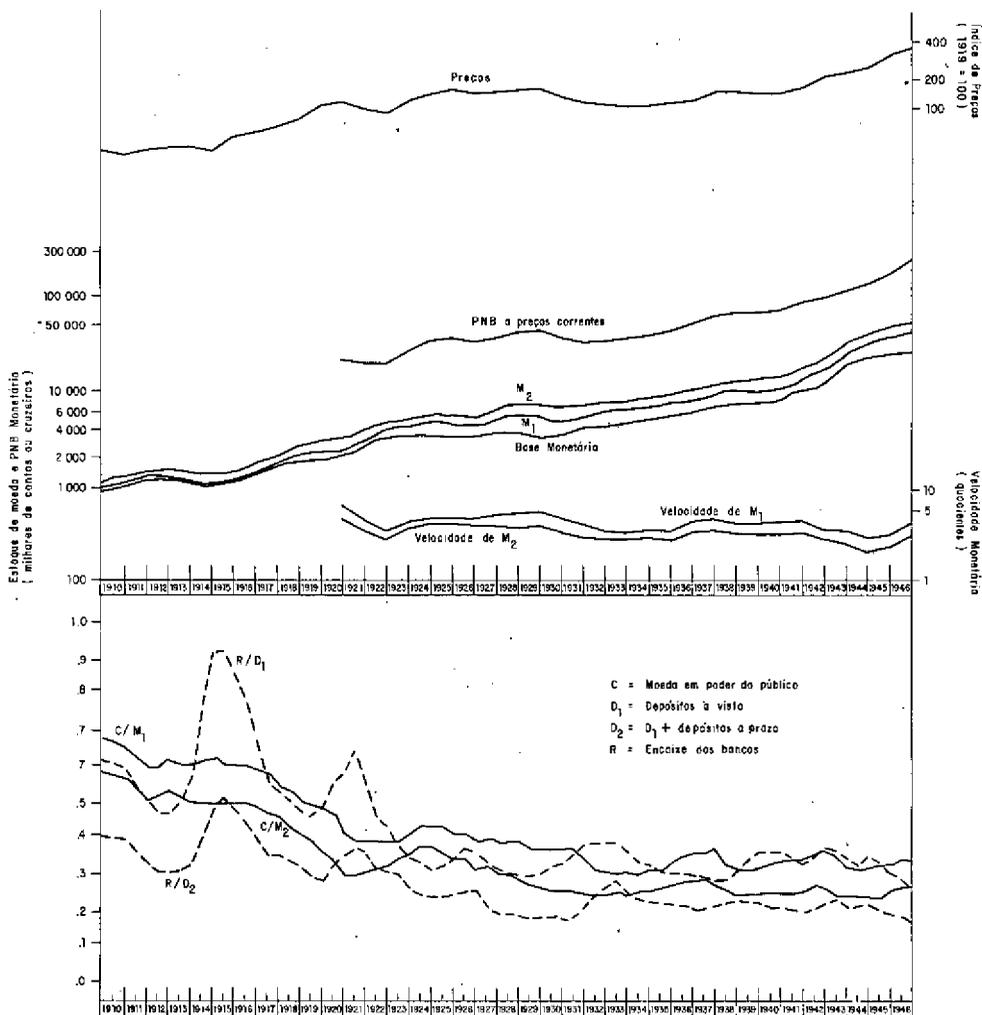
O Comportamento Monetário no Brasil durante a I Guerra Mundial

O Gráfico VI.3 mostra os dados do estoque de moeda e os determinantes próximos para o período que compreende os períodos adversos. Após introduzir as estimativas de crescimento monetário real *per capita* nos parágrafos seguintes, as políticas de comércio internacional e monetárias são analisadas em certo detalhe.

⁴⁵ Wilson Suzigan, "Uma Nota sobre Origens e Conseqüências da Substituição de Importações no Brasil, de Albert Fishlow", in *Estudos Econômicos*, n.º 1 (1973), p. 122.

⁴⁶ Fishlow, "Algumas Observações Adicionais sobre a Discussão", in *Estudos Econômicos*, n.º 1 (1973), argumenta que a guerra deveria comparar-se com a década de 20 e não com o período anterior. Na sua opinião, os revisionistas deram ênfase demais às comparações com períodos anteriores. Entretanto, para a análise empírica da teoria dos períodos adversos, a comparação com o período extrovertido 1906/12 é crucial. Sobretudo, a guerra foi o primeiro período adverso e o mais importante, já que ocorreu após o período da economia de exportação do século XIX. Se a indústria progrediu independentemente da redução maciça do comércio exterior, então a teoria convencional é irrelevante empiricamente. Ademais, os acontecimentos durante a década de 20 foram dominados por defesa excessiva do café, que em certo sentido impedia as rentabilidades consistentes com eficiência dinâmica. A defesa era uma distorção do mecanismo de preços e portanto um fenômeno puramente *exógeno* ao sistema. Além disso, a política monetária do Brasil afetou a indústria desfavoravelmente durante a década de 20. Mas os seguidores de Murtinho não pretendiam ajudar os cafeicultores. Pelo contrário, constituíam o grupo que mais veementemente atacava a defesa do café.

BRASIL, MOEDA, RENDA, PREÇOS E VELOCIDADE DA MOEDA - 1910/45



Fontes: Apêndice Estatístico, Villela e Suzigan, *op. cit.*

A Tabela VI.6 mostra as taxas médias de crescimento dos indicadores-chave da economia brasileira durante vários subperíodos considerados por autores que têm escrito sobre esse assunto. Há dois indicadores de preços. O novo índice do custo de vida, calculado por Eulália Lobo, baseia-se em ponderações para o ano de 1919 e fornece informações consistentes para os anos em torno dessa data. Para os períodos históricos, entretanto, superestima a taxa de inflação. O índice de Eulália Lobo apresenta os mesmos defeitos de outros índices de custo de vida, já que não inclui preços de produtos importados e de manufaturados estrangeiros e nacionais.

Para os períodos do século XIX, o índice obtido com a taxa de câmbio corrigida pelo índice de preços por atacado da Inglaterra é de certa utilidade. Mas, durante a I Guerra Mundial, os mercados ingleses foram fechados para o Brasil. Destarte, um novo índice foi construído com a taxa de câmbio, corrigida pelas variações dos preços por atacado nos Estados Unidos.

O próximo passo consiste em computar as taxas de crescimento do estoque de moeda real *per capita*, m , para os vários subperíodos e para os dois índices de preços do qual advém um resultado óbvio: o estoque de moeda real *per capita* declinou em todos os períodos e com qualquer dos dois índices. Portanto, para conseguir uma taxa de crescimento do produto real *per capita* igual a zero teria sido necessário que a velocidade-renda da moeda aumentasse a taxas variando entre 1,5% e 6,9% ao ano. Expectativas inflacionárias podem ter causado aumentos da velocidade. Contudo, mesmo durante a II Guerra Mundial, caracterizada por maior escassez de bens e inflação acelerada, a velocidade monetária caiu. Os dados monetários sugerem, portanto, que a economia do Brasil estagnou ou regrediu durante o período bélico.

A Tabela VI.7 mostra os resultados da análise dos fatores do crescimento monetário. A base monetária e a relação moeda em poder do público/estoque de moeda, refletindo o comportamento do Governo e do público, respectivamente, contribuíram com a maior parte do crescimento do estoque de moeda. O financiamento do *deficit* orçamentário, o *superavit* do balanço de pagamentos e a emissão de moeda para o financiamento do programa de defesa do café constituíram-se nos mais importantes fatores do crescimento da base monetária, apesar de não existirem dados precisos para ponderá-los. O declínio da relação moeda em poder do público/estoque de moeda era a continuação de

TABELA VI.6

BRASIL, TAXAS MÉDIAS DE CRESCIMENTO DE INDICADORES SELECIONADOS — 1912/19
(percentagens anuais)

	1912/19	1913/19	1914/18	1914/19
M_1	7,5	9,2	12,4	12,6
M_2	8,5	10,1	12,2	13,0
Custo de Vida no Rio de Janeiro	12,1	14,1	15,4	17,4
Taxa de Câmbio x Preços dos Estados Unidos	10,4	9,8	15,6	12,5
População	2,0	2,0	2,0	2,0
\dot{m}_1 (Custo de Vida no Rio)	- 6,6	- 6,9	- 5,0	- 6,8
\dot{m}_2 (Custo de Vida no Rio)	- 5,6	- 6,0	- 5,2	- 6,4
\dot{m}_1 (Taxa de Câmbio x Preços dos Estados Unidos)	- 4,9	- 2,6	- 5,2	- 1,9
\dot{m}_2 (Taxa de Câmbio x Preços dos Estados Unidos)	- 3,9	- 1,7	- 5,4	- 1,5
Preço Internacional do Café	4,3	8,0	7,7	11,8
Preço de Exportação do Café (Brasil)	6,2	10,3	3,9	14,8
Relações de Troca	- 7,5	- 4,9	- 11,9	- 2,8
Taxa de Câmbio	1,3	1,5	2,7	,3

FONTES: As mesmas do Gráfico VI.1 e da Tabela VI.1;

Preços dos Estados Unidos: *Historical Statistics of the United States*.

NOTA: \dot{m} é a taxa de crescimento do estoque de moeda real *per capita*.

TABELA VI.7

FONTES DAS ALTERAÇÕES DA TAXA DE CRESCIMENTO DO ESTOQUE DE MOEDA DO
BRASIL — 1913/19

(percentagens)

Estoque de Moeda	Taxa Média Anual Contribuída* por:				Contribuição** Relativa de:			
	Total	Base Monetária	Relação Moeda em Poder do Público/ Estoque de Moeda	Relação Encaixe/ Depósitos dos Bancos	Total***	Base Monetária	Relação Moeda em Poder do Público/ Estoque de Moeda	Relação Encaixe/ Depósitos dos Bancos
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
M_1	9,2	7,5	1,8	0,8	100	82	19	9
M_2	10,1	7,5	4,0	0,4	100	74	40	18

FONTE: Apêndice Estatístico.

* Computada pela aproximação da equação (5) no texto, Capítulo I.

** Colunas (1) até (4) divididas pela coluna (1).

*** As linhas não somam exatamente o total devido a erros de aproximação e arredondamento.

uma tendência a longo prazo, como também refletia a liberalização do setor bancário, que sofrera restrições severas desde o começo do século e que agora se encontrava numa posição de oferecer melhores condições aos depositantes.

A Tabela VI. 8 mostra as variações percentuais trimestrais do estoque de moeda e seus determinantes imediatos no período analisado. O estoque nominal de moeda somente declina durante contrações econômicas profundas. Além disso, as relações moeda em poder do público/estoque de moeda e caixa/depósitos dos bancos aumentam durante as contrações. O declínio do estoque de moeda e o aumento das relações, especialmente em 1913 e 1914, confirmam a conclusão qualitativa dos historiadores sociais, como também dos economistas, com base nos dados industriais, de que 1913 e 1914 foram anos de contração profunda no Brasil. Parece que as expectativas negativas no setor cafeeiro após 1913, quando os preços começaram a cair, explicam o fim do surto econômico geral que se iniciara com o programa de defesa de 1906. O comportamento da relação moeda em poder do público/estoque de moeda, por sua vez, sugere que a economia brasileira não começou a se recuperar até 1918 e 1919. O fator de recuperação foi a melhoria da situação do setor café, analisada em maior detalhe a seguir.

Os dados do crescimento real *per capita* estimados para 1906/12 contrastam fortemente com as estimativas para a I Guerra Mundial. Um fato importante, por exemplo, é o de que o estoque de moeda real *per capita* aumenta a taxas bastante altas com qualquer dos indicadores de preços. Durante a I Guerra Mundial o estoque de moeda real *per capita* declinou a taxas bem altas.

As condições econômicas no Brasil em 1915 ainda eram bem difíceis. O País encontrava-se no meio de uma crise na atividade extrativa da borracha natural. A maior parte dos mercados europeus não estava aberta ao comércio internacional. As exportações e os preços do café caíram bruscamente. O Brasil estava ameaçado por uma drástica crise econômica. O Banco do Brasil poderia até falir.⁴⁷ Grandes *deficits* orçamentários foram registrados pela primeira vez desde as reformas de 1898/1902, principalmente devido à queda da receita do imposto de importação. Novos enfoques sobre política econômica foram buscados com urgência.

⁴⁷ Banco do Brasil, *Relatório 1915*, p. 3.

TABELA VI.8
BRASIL, VARIAÇÕES PERCENTUAIS TRIMESTRAIS DOS INDICADORES MONETÁRIOS — 1913/19

Trimestres		M_1	M_2	Base Monetária	R/D_1	R/D_2	C/M_1	C/M_2
1913	I	-1,3	-0,8	-0,8	2,1	0,0	0,0	-1,9
	II	-1,8	-1,1	-1,3	4,2	3,3	-1,6	0,0
	III	-3,1	-2,0	-2,5	4,0	0,0	0,0	-1,9
	IV	-3,8	-2,3	-2,3	9,6	6,5	0,0	-2,0
1914	I	-3,6	-2,5	-1,0	14,0	6,1	1,6	0,0
	II	-2,3	-1,5	1,0	16,9	14,3	0,0	0,0
	III	-0,8	-0,6	2,0	13,2	12,5	0,0	0,0
	IV	-0,3	-0,3	1,3	7,0	6,7	1,6	0,0
1915	I	1,0	0,6	1,5	2,2	6,3	0,0	0,0
	II	2,5	2,4	1,5	-2,1	0,0	-1,6	0,0
	III	3,0	2,7	1,7	-4,3	-2,0	0,0	0,0
	IV	2,2	2,4	1,6	-2,3	-2,0	0,0	0,0
1916	I	3,6	3,5	3,0	-1,2	-2,0	0,0	0,0
	II	5,6	5,7	3,4	-7,0	-6,3	-1,6	0,0
	III	4,1	4,5	6,7	-6,3	-6,7	0,0	0,0
	IV	5,1	4,3	2,5	-8,1	-4,8	-1,6	0,0
1917	I	5,7	4,9	3,3	-8,8	-5,0	0,0	0,0
	II	5,7	5,2	3,4	-6,5	-5,3	-1,7	-2,0
	III	5,0	3,8	4,0	1,7	2,7	-1,7	0,0
	IV	6,9	6,9	4,2	-5,3	-2,7	-3,4	-2,1
1918	I	5,8	7,2	4,3	-1,9	-2,8	0,0	-4,3
	II	6,6	7,0	4,1	-3,8	-2,9	-3,6	-2,2
	III	5,2	5,2	4,2	-2,0	0,0	-1,9	-2,3
	IV	4,9	5,7	3,0	-4,0	-2,9	-3,8	-2,3
1919	I	3,3	4,2	3,0	-4,2	-6,1	0,0	-2,4
	II	2,7	3,3	2,4	2,2	-3,2	-2,0	-2,4
	III	0,5	2,7	0,7	0,0	-3,3	0,0	-2,5
	IV	1,1	3,6	2,1	4,2	0,0	-2,0	-5,1

FONTE: Apêndice Estatístico.

Na impossibilidade de obter empréstimos nos mercados estrangeiros para financiar os *deficits*, a única alternativa era a emissão de notas. Diversas reformas monetárias foram sugeridas pelo Presidente da República e pelo Ministro da Fazenda.⁴⁸ A idéia principal era executar efetivamente a reorganização do Banco do Brasil, que fora proposta pelo Ministro Leopoldo de Bulhões em 1905. A proposta pretendia gerar dois efeitos. *Primeiro*, a crise do Banco seria resolvida e se evitaria um pânico bancário. *Segundo*, o Banco do Brasil poderia emitir notas e assim o Governo poderia disfarçar sua atuação no processo de criação de moeda e evitar a responsabilidade pela inflação. O Presidente pediu ao Congresso autorização para contratar operações de crédito interno com o propósito de aumentar o capital do Banco do Brasil e financiar o *deficit* de caixa do Governo. Uma das mudanças importantes a serem efetuadas no Banco do Brasil seria o fornecimento de recursos líquidos para ajuda financeira à “produção nacional”, que se encontrava em crise. A crise tinha sido ocasionada, de acordo com o Governo, pelas dificuldades de exportar para a Europa. Posteriormente, houve criação de moeda para manter os preços do café em níveis elevados com a retirada de estoques.

Em 28 de agosto de 1915, um decreto do Executivo permitiu a emissão de 350 mil contos de réis a serem usados no pagamento do *deficit* orçamentário do Governo Federal, na defesa da produção nacional e no aumento do capital do Banco do Brasil para que a instituição pudesse redescotar títulos do Governo e das empresas privadas.⁴⁹ A emissão chegou a representar 31,1% do estoque de M_1 e 25,2% do de M_2 em 1915. Em 11 de novembro, o Governo Federal aprovou o contrato com o Banco do Brasil, pelo qual a instituição receberia 50 mil contos. Os recursos seriam empregados na defesa da produção nacional.⁵⁰ Em maio do ano seguinte, o Governo aprovou mudanças nos estatutos do Banco, tendo sido a inclusão das operações de desconto dos papéis comerciais e títulos do Tesouro a mudança mais importante.⁵¹

⁴⁸ Ministério da Fazenda, *Relatório 1915* (J. Pandiá Calógeras), p. 17.

⁴⁹ “Decreto n.º 2.986, de 28 de agosto de 1915”, in *Relatório 1915*, editado pelo Ministério da Fazenda, pp. 45-6; Banco do Brasil, *Relatório 1916*, p. 15.

⁵⁰ Ministério da Fazenda, *Relatório 1915*, pp. 45-6.

⁵¹ “Decreto n.º 12.081, de 31 de maio de 1916”, in *Relatório 1916* (J. Pandiá Calógeras), editado pelo Ministério da Fazenda, p. 48.

À primeira vista, pareceria que o financiamento do *deficit* havia sido amplamente facilitado pela reforma monetária mas que não se tinham tomado medidas essenciais para ajudar a indústria. Entretanto, a indústria foi considerada como parte da produção nacional a ser defendida dentro do novo papel do Banco do Brasil. Além disso, a ajuda à indústria pelo Banco foi prevista em reformas subseqüentes. Em janeiro de 1911, o Banco autorizou crédito aos produtores de tecido e algodão. Conquanto o prazo fosse de seis meses e a taxa de juros de 6%, a medida constituía uma novidade nas finanças brasileiras. Os empresários têxteis garantiriam os empréstimos com suas mercadorias. O estoque de moeda foi aumentado inicialmente em 50 mil contos para permitir ao Banco do Brasil levar a cabo seus novos serviços.⁵² Desde que as firmas receberam um aumento no seu capital de giro, recursos internos às empresas foram assim liberados para investimentos.

Outro importante aspecto das finanças durante a guerra foi a execução de uma forma limitada de controle cambial. O objetivo da política governamental era a eliminação dos especuladores e dos movimentos de *hot-money*. Com o suposto propósito de obter dados sobre o mercado cambial, o Governo determinou que as operações cambiais deveriam ser registradas no Ministério da Fazenda.⁵³ Finalmente, em 1917, diversas medidas foram tomadas para combater mais drasticamente a especulação no mercado cambial.⁵⁴ Somente três tipos de operações cambiais seriam permitidas no futuro: o pagamento de dívidas públicas e privadas, o pagamento de produtos importados e a manutenção de brasileiros (e estrangeiros em países amigos) no exterior. Entrementes, diversas leis determinaram o fechamento da Caixa de Conversão, que ficara inativa desde 1910.⁵⁵

Os dados da Tabela VI. 6 ainda mostram outro aspecto relevante que precisa ser explicado: o comportamento aparentemente satisfatório do setor café. Tanto os preços internacionais de produto como os preços em moeda brasileira aumentaram a taxas altas durante um período em que a guerra fechou os mercados europeus. As relações de troca caíram a taxas elevadas,

⁵² "Decreto n.º 13.407, de 13 de janeiro de 1919", in *Relatório 1919*, editado pelo Ministério da Fazenda, pp. XXXIV-XXXVI.

⁵³ Ministério da Fazenda, *Relatório 1918*, pp. XII em diante.

⁵⁴ "Decreto n.º 13.110, de 19 de julho de 1917", in *Relatório 1918*, op. cit., p. XVI.

⁵⁵ *Ibid.*, pp. 192-3.

mas isto se deveu principalmente a aumentos dos preços de importação. Se não tivessem ocorrido acontecimentos favoráveis no setor café durante os últimos anos da guerra, o Brasil teria sofrido uma contração e crise muito maiores. Surpreendentemente, não se tem feito referências a esses fatores do setor cafeeiro, os quais, mesmo que concentrados somente nos últimos anos da guerra, foram de grande importância para a economia brasileira, especialmente após 1917.

A valorização de Taubaté já tinha sido quase concluída em 1916 com a venda dos últimos estoques na França. O Estado de São Paulo abolira o imposto de exportação do café, o último instrumento do programa de defesa. O aspecto mais importante da intervenção de 1906 fora a floração dos cafeeiros para a safra de 1906/07, indicando uma produção que não poderia ser vendida totalmente. Um fenômeno semelhante aconteceu em 1917/18: a floração dos cafeeiros em São Paulo sugeria outra safra gigante. Com o consumo mundial restringido pela guerra, estimou-se que a produção excederia o consumo em 4 milhões de sacas, exatamente a mesma situação que causara a intervenção de Taubaté.⁵⁶ Devido às expectativas dessa safra, os preços do café começaram a cair drasticamente. Uma crise aguda desenvolveu-se no setor e a pressão dos interesses forçou o Governo a retirar café do mercado. O Congresso votou uma emissão de dinheiro e São Paulo solicitou que parte dela fosse utilizada na compra de estoques, dadas as dificuldades de obter empréstimos no exterior.

Assim, em 16 de agosto de 1917 um ato legislativo concedeu ao Estado de São Paulo um crédito federal de até 150 mil contos.⁵⁷ O crédito foi aberto por contrato em 28 de agosto.⁵⁸ O Estado de São Paulo retirou inicialmente 100 mil contos do cré-

⁵⁶ "Mensagem Presidencial Apresentada ao Congresso Legislativo pelo Presidente do Estado de São Paulo, Sr. Altino Arantes (1918)", in *Defesa do Café no Brasil: Coletânea de Documentos Oficiais II*, editado pelo Departamento Nacional do Café (Rio de Janeiro: DNC, 1935), pp. 90-3; Roberto C. Simonsen, "Aspectos da História Econômica do Café", in *Revista do Instituto de Café do Estado de São Paulo* (janeiro, 1940), pp. 34-5; V. D. Wickizer, *The World Coffee Economy with Special Reference to Control Schemes* (Stanford: Stanford Food Research Institute, 1943), pp. 142-3. As seções de café são parte do trabalho de Peláez, "A Política Cafeeira do Brasil, 1859-1972".

⁵⁷ "Lei n.º 3.316", "Relatório Apresentado ao Presidente da República Epitácio da Silva Pessoa, pelo Ministro de Estado dos Negócios da Fazenda, Homero Batista (1920)", in *Defesa... I*, p. 150.

⁵⁸ "Mensagem Presidencial Apresentada ao Congresso Nacional pelo Presidente da República Epitácio da Silva Pessoa (1920)", in *Defesa... I*, p. 24.

dito aberto no Banco do Brasil. Mas, posteriormente, um total de 110 mil contos foi utilizado no novo programa de defesa.⁵⁹ O propósito dos créditos federais era, obviamente, a retirada de café do mercado.⁶⁰ Um total de 3,1 milhões de sacas foi comprado em Santos e no Rio, embora a quantidade comprada neste último porto tenha sido muito menor.⁶¹

Fortes geadas assolaram o Estado de São Paulo em junho de 1870, maio de 1886 e agosto de 1902. Mas as geadas de 24, 25 e 26 de junho de 1918 foram totalmente desproporcionais em relação à experiência registrada. Trezentos milhões de pés de café, de um total de oitocentos milhões existentes em São Paulo, foram afetados. Outras lavouras importantes de São Paulo, como a da cana-de-açúcar, também sofreram com a geada. Essas geadas afetam os rendimentos ao longo de vários anos. Também incentivam o plantio de culturas entre os cafeeiros, com um impacto negativo sobre os rendimentos no futuro. Contudo a geada evitou a segunda intervenção no mercado. Os preços aumentaram rapidamente tanto em resposta à redução do produto causada pela geada como à abertura dos mercados fechados durante a guerra. Os lucros contábeis dessa segunda intervenção foram os maiores da história dos programas de defesa.⁶²

A Tabela VI.9 mostra os números índices dos preços internacionais do café das exportações brasileiras do produto, da taxa de câmbio, das relações de troca e do novo índice de produção industrial. A segunda parte da tabela indica as variações percentuais médias anuais dos indicadores. A difícil situação do setor cafeeiro após 1913 tornou-se imediatamente evidente, re-

⁵⁹ "Mensagem Presidencial Apresentada ao Congresso Legislativo pelo Presidente do Estado de São Paulo, Sr. Altino Arantes (1919)", in *Defesa... II*, p. 101. Ver também Chase National Bank, *A General Survey of the Coffee Situation* (New York, mimeografado, 1947); *Retrospecto do Jornal do Comércio 1919*, p. 192; Crepory Franco, *A Política Econômica do Café e a Quota de Equilíbrio* (Rio de Janeiro, 1944), p. 5.

⁶⁰ "Mensagem Presidencial Apresentada ao Congresso Legislativo pelo Presidente do Estado de São Paulo, Sr. Altino Arantes (1920)", in *Defesa... II*, p. 106.

⁶¹ A. Taunay, *História do Café no Brasil XI* (Rio de Janeiro: DNC, 1943), pp. 489-90, 501.

⁶² Vide Theophilo de Andrade, "O que Foi o Ciclo do Café", in *Observador Econômico e Financeiro* (maio, 1944); id., "A Evolução de uma Política Abandonada", in *Revista do Departamento Nacional do Café* (novembro, 1937); Alcides Lins, "As Origens do Convênio de Taubaté", in *Revista do Departamento Nacional do Café* (outubro, 1934), p. 523.

TABELA VI.9

BRASIL, NÚMEROS ÍNDICES DE INDICADORES SELECIONADOS E VARIAÇÕES
PERCENTUAIS ANUAIS — 1911/19

Anos	Preço Internacional do Café	Preço de Exportação do Café Brasileiro	Taxa de Câmbio	Relações de Troca	Produto Industrial
A. Números Índices 1911= 100					
1911	100	100	100	100	100
1912	104	107	100	102	106
1913	83	86	100	78	103
1914	70	72	109	66	83
1915	70	68	128	50	123
1916	76	84	134	49	116
1917	68	77	126	37	135
1918	106	88	124	36	122
1919	147	176	111	56	142
B. Variações Percentuais Anuais					
1911/12	4,0	7,0	0,0	2,0	6,0
1912/13	-20,2	-19,6	0,0	-24,0	- 2,8
1913/14	-15,7	-16,3	9,0	-15,0	-19,4
1914/15	0,0	- 5,6	17,4	-24,0	48,2
1915/16	8,6	23,5	4,7	- 2,0	- 5,7
1916/17	-10,5	- 8,3	- 6,0	-24,0	16,4
1917/18	55,9	14,3	- 1,6	- 3,0	- 9,6
1918/19	38,7	100,0	-10,5	56,0	16,4

FONTES: As mesmas do Gráfico VI.1

Produto industrial: Villela e Suzigan, *Política do Governo e Crescimento da Economia Brasileira: 1889-1945*.

sultando em recessão industrial em 1913 e 1914. Sem dúvida, a crise do setor café deve ter sido a causa fundamental da contração devido à interrupção do processo de rápido crescimento da renda real que havia começado em 1906/07. O processo tinha sido gerado por aumentos dos preços e melhoramento das relações de troca obtidos pela retirada de café através do programa de sustentação.

Além disso, é óbvio que a recuperação após 1914 concentrou-se em três anos: 1915, 1917 e 1919. Como após toda contração profunda, a recuperação em 1915 foi ainda mais rápida. Ademais, houve uma melhoria significativa na posição do setor café. Os preços internacionais permaneceram estáveis e até melhoraram no ano seguinte. Se 1914 é usado como ano-base e 1918 como ano final, a taxa de crescimento industrial obtida carece de significado. A maior parte da recuperação deve-se simplesmente a um fenômeno cíclico: recuperação rápida após forte contração. Outra parte é explicada pela melhoria da situação do setor café. O resto foi devido a aumentos de preços dos produtos industriais devido ao começo da escassez provocada pela guerra. Não obstante, a produção industrial declinou de novo em 1915/16, apesar da melhoria nos preços do café. Expectativas adversas sobre o futuro do café podem ter sido a causa do declínio. Em 1917 a produção industrial cresceu a uma taxa elevada. A retirada de estoque de café do mercado nesse ano, financiada por criação de moeda, deve ter estimulado positivamente a economia. Deve-se levar em consideração, não obstante, que a produção industrial dependia quase que exclusivamente da demanda nas fazendas de café. Os tecidos de algodão chita e os produtos alimentares baratos constituíam uma parte importantíssima da produção industrial nacional e eram consumidos pela mão-de-obra das fazendas de café. O declínio dos preços do café em 1916/17 provavelmente afetou as condições em 1917/18 e explica a queda do produto industrial. O melhoramento acelerado do setor café em 1918/19, resultante da geada de 1917, que reduziu a produção e as exportações, afetou positivamente a procura por bens industriais.

Restam poucas dúvidas de que a guerra foi um período de adversidade. Em nove anos (1911/19), a produção industrial caiu em quatro deles. Em quatro anos (1914/18), nos quais Fishlow e outros concentram suas análises, a produção caiu em dois. Evidentemente, uma contração maior foi evitada devido à melhoria experimentada pelo setor café. Surpreendentemente, esse fator essencial e aleatório foi totalmente ignorado.

6.3.3

O Teste da Estimativa de Crescimento da Renda com Base nos Dados Monetários

A Tabela VI.10 mostra os dados necessários para o teste. Um número arbitrário de períodos (1920/45) forma as colunas (1) até (4), para que se possa apreciar todos os tipos de considerações feitas por diversos autores. O período 1927/41 corresponde mais ou menos aos auge da série de PNB real e supõe-se que naqueles dois anos a economia tenha usado totalmente a capacidade instalada.⁶³

O período de maior interesse desta seção é provavelmente o de 1939/45 devido a condições semelhantes de guerra e inflação. Da Tabela VI.11 constam as fontes de variação da taxa de crescimento do estoque de moeda durante a II Guerra Mundial. Nesse período, a expansão da base monetária foi responsável por quase todo o crescimento monetário. O processo de criação de moeda, contudo, foi relativamente diferente do vigente durante a I Guerra. O fator-chave de aumento da base monetária foi o *superavit* do balanço de pagamentos. As autoridades monetárias foram forçadas a emitir grandes quantidades de dinheiro para comprar os saldos cambiais. A impossibilidade de importar, devido ao esforço bélico e aos bloqueios, a elevação das receitas de exportação, devido ao aumento dos preços do café decorrente do Acordo Interamericano do Café,⁶⁴ e a entrada de capitais refugiados da Europa a taxas bastante altas contribuíram para aumentar o *superavit* do balanço de pagamentos e para a acumulação de imensos saldos cambiais.

A Tabela VI.12 (parte A) mostra os erros percentuais da simulação do produto real *per capita* com dados monetários e a teoria quantitativa da moeda. Com exceção do período 1939/45, a estimativa da taxa de crescimento do produto real *per capita* com base nos dados monetários acusa erros relativamente pequenos, devidos principalmente a arredondamentos.

⁶³ Os auge da série de PNB são 1927 e 1941. Supõe-se que nesses anos tenha havido uma total utilização de capacidade. Para uma exposição do método, ver Albert G. Hart, *Fluctuations et Croissance Économique en France (1820-1952)* (Paris: Presses Universitaires de France, s. d.). A base teórica é o trabalho clássico de John R. Hicks, *A Contribution to the Theory of the Trade Cycle* (Londres: Oxford University Press, 1950).

⁶⁴ Peláez, "The Interamerican Coffee Agreement and Brazilian Coffee during World War II", in *Essays...*, editado por Peláez.

TABELA VI.10

BRASIL, TAXAS MÉDIAS DE CRESCIMENTO DE INDICADORES SELECIONADOS — 1920/45
(percentagens anuais)

	1920/28	1928/39	1939/45	1920/45	1927/41
M_1	9,7	5,3	18,0	10,7	6,5
M_2	9,1	5,4	18,2	10,5	7,1
Preços	3,3	0,5	11,8	4,6	1,5
População	1,9	1,9	2,0	1,9	1,9
m_1	4,5	2,9	4,2	4,2	3,1
m_2	3,9	3,0	4,4	4,0	3,7
Velocidade de M_1^*	-2,5	-1,4	-3,6	-2,5	-0,4
Velocidade de M_2^{**}	-2,0	-1,5	-4,1	-2,5	-1,1
Produto Real <i>Per Capita</i> Estimado com M_1	2,0	1,5	0,6	1,7	2,7
Produto Real <i>Per Capita</i> Estimado com M_2	1,9	1,5	0,3	1,5	2,6
PNB Monetário	7,2	3,8	14,3	8,2	6,0
PNB Real <i>Per Capita</i>	2,0	1,4	0,7	1,7	2,6
PIB Real <i>Per Capita</i>	1,8	1,4	0,7	1,7	1,8
Relações de Troca	9,3	-8,7	5,1	0,5	-1,5
Renda Real Bruta <i>Per Capita</i> ***	3,6	0,1	1,2	1,6	1,6
Produção Industrial (Villela e Suzigan)	3,2	6,5	4,4	5,3	6,7
Produção Agrícola (Villela e Suzigan)	3,9	1,6	1,4	2,5	3,1
Produção Industrial (Fishlow)	3,8	4,5	4,3	4,6	5,0
Produção Agrícola (Fishlow)	2,8	2,3	0,4	2,1	2,4

FONTES: As mesmas do Gráfico VI.1 e da Tabela VI.1.

PNB: Villela e Suzigan, *Política do Governo e Crescimento da Economia Brasileira: 1889—1945*.

PIB: Fishlow, "Origins and Consequences of Import Substitution in Brazil".

* PNB Nominal/ M_1 ;** PNB Nominal/ M_2 ;

*** Produto real corrigido pelas relações de troca.

TABELA VI.11

FONTES DAS ALTERAÇÕES DA TAXA DE CRESCIMENTO DO ESTOQUE DE MOEDA DO
BRASIL — 1939/45

(percentagens)

Estoque de Moeda	Taxa Média Anual Contribuída* por:				Contribuição** Relativa de:			
	Total	Base Monetária	Relação Moeda em Poder do Público/Estoque de Moeda	Relação Encaixe/Depósitos dos Bancos	Total***	Base Monetária	Relação Moeda em Poder do Público/Estoque de Moeda	Relação Encaixe/Depósitos dos Bancos
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
M_1	18,0	17,3	-0,4	0,8	100	96	-2	4
M_2	18,2	17,3	0,0	1,8	100	95	0	10

FONTE: Apêndice Estatístico.

* Computada pela aproximação da fórmula (5) no texto, Capítulo I.

** Colunas (1) até (4) divididas pela (1).

*** As linhas não somam o total devido a erros de aproximação e arredondamento.

TABELA VI.12

BRASIL, ERROS PERCENTUAIS DA ESTIMATIVA DO CRESCIMENTO DO PRODUTO REAL PER CAPITA COM DADOS MONETÁRIOS (1920/45) E TAXAS CORRIGIDAS DO CRESCIMENTO DO ESTOQUE REAL DE MOEDA PER CAPITA — 1912/19

Períodos	PNB		PIB	
	M_1	M_2	M_1	M_2
A. Erros Percentuais				
1920/28	0	5	-11	-6
1928/39	-7	-7	-7	-7
1939/45	14	57	14	57
1920/45	0	12	0	12
1927/41	-4	0	-50	-44
B. Taxas Anuais Corrigidas				
	PNB		PIB	
	\dot{m}_1	\dot{m}_2	\dot{m}_1^*	\dot{m}_2^*
1912/19	-5,7	-2,2	-4,2	-1,6
1913/19	-5,9	-2,4	-2,2	-0,7
1914/18	-4,3	-2,1	-4,5	-2,2
1914/19	-5,8	-2,6	-1,6	-0,6

FONTES: As mesmas do Gráfico VI.1 e das Tabelas VI.1 e VI.10.

NOTA: erro percentual = estimativa com as contas nacionais — estimativa com dados monetários/estimativa com as contas nacionais.
As taxas foram corrigidas pelos erros percentuais — 1939/45.
 \dot{m} : taxa corrigida de crescimento do estoque de moeda real *per capita*.

No período 1939/45 os erros são muito maiores. Obviamente, a parte de erro devida à aproximação é responsável pelo aumento do erro total percentual, principalmente por causa do pequeno número de anos. A parte B da Tabela VI.12 mostra as estimativas da taxa de crescimento do estoque de moeda real *per capita* no período da I Guerra Mundial corrigidas para cima pelos erros observados na parte A relativa à II Guerra Mundial. Mesmo após aumentarem-se as estimativas, as taxas de crescimento do estoque de moeda real *per capita* são negativas. A variação situa-se entre $-0,6\%$ e $-5,9\%$ ao ano. Na Tabela VI.10 pode-se observar que a velocidade de M_1 declinou à taxa de $3,6\%$ ao ano e a de M_2 a $4,1\%$ durante a II Guerra. Mesmo numa conjuntura de inflação rápida, a velocidade caiu a taxas altas. A conclusão qualitativa é, portanto, que durante a I Guerra a velocidade não poderia ter aumentado a uma taxa suficientemente alta para compensar o declínio do estoque de moeda real *per capita*. No período 1914/18, quando a economia supostamente beneficiou-se com a substituição de importações, o estoque de moeda real *per capita* caiu a taxas bastante altas e não é improvável que tivesse havido aumentos compensatórios na velocidade monetária.

6.3.4. Conclusões

Três tipos de conclusões podem ser formulados. O primeiro conjunto refere-se ao método de simular o crescimento do produto com base nos dados monetários.

Primeiro, o método é relativamente fidedigno, como comprovado nos períodos para os quais existem contas nacionais. Para períodos mais curtos, os erros são grandes devido à maior dificuldade em aproximar a equação básica. Mas para períodos longos as estimativas merecem certa confiança. Finalmente, os dados monetários podem também ser usados para conferir as estimativas das contas nacionais quando os dados existentes são precários.

Segundo, as suposições necessariamente arbitrárias sobre o movimento e magnitude da taxa de variação da velocidade monetária constituem uma fraqueza relevante do método. Não obstante, para períodos longos, em que existe uma estimativa de velocidade nos anos finais, é possível formular hipóteses sobre

o comportamento da velocidade. Os dados sobre a relação moeda em poder do público/estoque de moeda são muito úteis nessas circunstâncias devido à covariação positiva e estreita entre a relação e a velocidade monetária. Contudo, as estimativas do estoque de moeda real *per capita* por si mesmas são extremamente importantes.

Há quatro conclusões básicas a tirar da tese revisionista.

Primeiro, a guerra foi indubitavelmente um período adverso em termos de produto real. O estoque de moeda real *per capita* declinou segundo todos os indicadores de preços e em todos os períodos possíveis que podem ser considerados ou que foram usados pelos diversos autores. De fato, são poucos os casos na história econômica brasileira em que tal fenômeno ocorreu. Fishlow argumentou que o período bélico deve ser comparado com a década de 20 e não com os anos de 1906/12. A verdade é que em ambas as comparações a guerra é o pior período. A teoria quantitativa sugere neste caso o provável declínio das taxas de crescimento do *produto real per capita*. Mas pouco reflete o comportamento da taxa de crescimento da *renda*. Para conjecturas sobre o movimento da renda real, as mudanças da série de produto real teriam ainda que ser corrigidas pelas variações nas relações de troca. A Tabela VI.13 mostra as taxas de crescimento da capacidade de importar (isto é, o *quantum* de exportações corrigido pelas relações de troca) para os períodos na década de 10 considerados pelos diversos autores. Uma taxa positiva somente é obtida quando a baixa base de 1914 é usada juntamente com o ano final de 1919, quando houve aumentos extraordinários dos preços do café ocasionados pelas baixas exportações e produção resultantes da geada de 1918. Mas essa melhoria concentrou-se em apenas um ano. Na maior parte da década houve redução significativa da capacidade de importar e, conseqüentemente, pode-se concluir que a renda real *per capita* declinou durante a guerra, o que contrasta com as altas taxas de aumento durante o período de crescimento extrovertido (1906/12), assim como durante a década de 20. Para um crescimento positivo da renda real, teria sido ainda necessário que os aumentos da velocidade monetária houvessem ultrapassado as taxas negativas de crescimento do estoque de moeda real *per capita* mais as variações das relações de troca. No período 1914/18, que é arbitrariamente usado no debate, a capacidade de importar declinou à taxa de 11,1% ao ano e, portanto, a renda real deve ter caído.

TABELA VI.13

BRASIL, TAXAS MÉDIAS DE CRESCIMENTO DA
CAPACIDADE DE IMPORTAR — 1912/19

(Percentagens anuais)

Períodos	Taxas Médias
1912/19	— 4,0
1913/19	— 1,8
1914/18	— 11,1
1914/19	2,8

FONTE: Villela e Suzigan, *op. cit.*

Segundo, o papel do setor cafeeiro na recuperação e na prevenção de uma contração ainda maior foi ignorado. A grande quantidade de estudos especializados sobre indústria, substituição de importações, etc., não tentou resolver o problema principal de pesquisa, que é saber como funcionava, e funciona, realmente a economia brasileira.

Terceiro, os pontos de vista anteriores ao debate, principalmente a análise de Roberto Simonsen e o argumento extremo da teoria dos períodos adversos, carecem de valor. A guerra foi um período difícil para a indústria, em certos anos, assim como para toda a economia do Brasil. São muitas as indicações de que o período bélico interrompeu o processo de industrialização que se iniciara a todo vapor em um período de comércio internacional crescente. A experiência refuta o postulado básico da teoria dos períodos adversos, de que a indústria *somente* poderia estabelecer-se nas economias de exportação latino-americanas em períodos de redução maciça do comércio exterior.

Quarto, o impacto da guerra na formação de capital, em todos os setores, foi assaz adverso. Os incentivos à produção ineficiente simplesmente contribuíram para acentuar a inferioridade tecnológica do País. De fato, uma das causas do atraso industrial e econômico do Brasil encontra-se precisamente nos períodos adversos, que interromperam o intercâmbio internacional de idéias, bens e fatores. O Brasil teve a má sorte de co-

meçar sua modernização tarde demais, nò período 1870/1913, caracterizado por uma eficiente divisão internacional do trabalho, crescimento baseado nas exportações, difusão eficaz de tecnologia e migração internacional dos fatores de produção. A expansão industrial não começou senão nos períodos 1890/1900 e 1906/12.⁶⁵ Nas décadas seguintes, as grandes guerras e a Depressão impediram uma transfêrencia adequada de tecnologia e o padrão de desenvolvimento e subdesenvolvimento do mundo consolidou-se permanentemente. O único período favorável para a aquisição de equipamentos verdadeiramente eficientes transcorreu durante a década de 20. A taxa mais baixa de crescimento da indústria nesses anos reflete parcialmente a incapacidade de adquirir imediatamente os equipamentos. Além disso, a solução dos problemas técnicos de produção consumiu vários anos. Os investimentos dos anos de 1920 não produziram um impacto na produção até o começo da crise de 1930, em parte devido às políticas monetárias e de comércio internacional, mas em maior parcela devido à dificuldade em resolver os problemas físicos e técnicos da produção. Os investimentos somente causam aumentos na produção com certa defasagem. Em resumo, é igualmente válido argumentar que os períodos adversos provocaram um recuo da economia devido a terem forçado uma industrialização substitutiva de importações com métodos tecnicamente inferiores de produção. *A redução do comércio internacional e a interrupção do fluxo de idéias e capital impediu a modernização do País sobre alicerces realmente eficientes.*

Certo número de pontos válidos na posição de Fishlow pode ser também salientado.

Primeiro, a guerra não acelerou a industrialização nem gerou prosperidade. O Brasil, porém, reagiu da melhor forma possível a acontecimentos adversos impostos do exterior. A existência de um setor produtivo interno tornou possível essa prosperidade. As políticas monetárias liberais e as condições relativamente favoráveis do setor cafeeiro, entretanto, contribuíram igualmente para a recuperação.

Segundo, a guerra propiciou lucros elevados à indústria nacional, especialmente aos setores de manufatura de tecidos e metalurgia. Desta forma, a distribuição setorial da renda e da disponibilidade de recursos produtivos alterou-se em benefício

⁶⁵ O Prof. Fishlow, *op. cit.*, chamou a atenção corretamente para a necessidade de uma nova apreciação dos anos de 1890.

da indústria. Os elevados lucros dos produtores nacionais devem ter constituído fonte de formação de capital durante os anos de 1920.⁶⁶ Além disso, os lucros elevados da atividade industrial atraíram outros empresários que contribuíram para a importante expansão da capacidade industrial durante a década de 20.⁶⁷ Ademais, a oportunidade de exportar produtos manufaturados a outros países constituiu uma experiência importante, mesmo que temporária, para os industriais brasileiros. Conquanto a produção de ferro-gusa fosse uma parte insignificante em relação ao total das importações, uma das fundições estabelecidas durante o período bélico transformou-se na primeira usina de aço do Brasil, a *Companhia Siderúrgica Belgo-Mineira*, com ajuda de capital belga e que começou a produzir em 1925. A escassez de produtos básicos mostrou aos brasileiros a necessidade de produzir substitutos nacionais. O uso de carvão de lenha, contudo, não foi apenas um resultado da interrupção da transferência de tecnologia, já que outros fatores contribuíram: o regionalismo do Estado de Minas Gerais, onde os depósitos de minério de ferro estavam localizados, a falta de coque metalúrgico no Brasil, a corrida às jazidas de ferro e as intenções monopolistas de alguns consórcios internacionais, como também a impaciência emocional do Brasil, tentando desenvolver a siderurgia nacional a qualquer custo.⁶⁸ Contudo, a guerra eliminou as resistências internas à produção nacional de aço e ferro, além de cimento. Finalmente, o período bélico estimulou o plantio de algodão em São Paulo. Investimentos em pesquisas e desenvolvimento de novas sementes que pudessem concorrer no tamanho das fibras com as americanas, o estabelecimento de contatos com mercados europeus através do sistema consular brasileiro, o treinamento de técnicos na Bolsa de Mercadorias de São Paulo e a ajuda do Governo a esses investimentos de grande rendimento social permitiram ao Brasil entrar no mercado mundial do algodão. A expansão não ocorreu senão nos anos 30, quando a defesa dos preços internacionais do algodão pelos Estados Unidos tornou o plantio de algodão no Brasil uma atividade altamente rentável. O algodão não só contribuiu para a expansão da indústria de tecidos como também impediu uma maior contração durante a Grande Depressão.⁶⁹

⁶⁶ Stanley J. Stein, *op. cit.*

⁶⁷ *Ibid.*

⁶⁸ Peláez, *História...*

⁶⁹ Stein, *op. cit.*; Peláez, "Análise Econômica do Programa Brasileiro de Sustentação do Café, 1906-45: Teoria, Política e Medição", in *Revista Brasileira de Economia* (outubro/dezembro, 1971).

Em resumo, os dados e registros históricos confirmam algumas das conclusões revisionistas. Mas alguns dos pontos básicos da interpretação de Fishlow são igualmente válidos. Além disso, o debate não teve conclusão. Para uma conclusão definitiva seria mister construir um modelo de crescimento a longo prazo da economia brasileira com especificações para os efeitos positivos e de bem-estar das mudanças estruturais. Muitas dessas mudanças foram qualitativas e não poderiam ser ordenadas com números. Nem o modelo nem os dados existem atualmente. Mas a conclusão original de Dean é perfeitamente válida: a indústria e a economia em geral teriam progredido em ritmo mais acelerado e com menos perda de recursos se não tivessem ocorrido os períodos adversos.

6.4

A Década de 20: Insucesso da Política Monetária-Fiscal

6.4.1

O Movimento dos Indicadores Agregados

A Tabela VI.14 mostra as taxas médias de crescimento dos indicadores disponíveis para a economia brasileira durante a década de 20. O ano de 1928 caracterizou-se por relativa utilização de capacidade, enquanto o de 1929 já mostrava sintomas de forte contração. Em contraste com o declínio dos preços nos países industriais, como, por exemplo, nos Estados Unidos, o Brasil experimentou inflação. Os preços internacionais do café não aumentaram rapidamente, mas os preços em moeda nacional cresceram em ritmo muito mais acelerado devido à desvalorização cambial. As relações de troca melhoraram bastante não somente devido ao moderado aumento dos preços internacionais do café como também ao declínio dos preços das importações. A velocidade monetária caiu a taxas bem altas. A taxa de crescimento do *produto* real *per capita* não foi alta. Entretanto, ainda precisa ser corrigida pelas mudanças nas relações de troca para se obter a taxa de crescimento da *renda* real *per capita*.

TABELA VI.14

BRASIL, TAXAS MÉDIAS ANUAIS DE
CRESCIMENTO DE INDICADORES
SELECIONADOS — 1920/29

Indicadores	(percentagens)	
	1920/28	1920/29
M_1	9,7	8,6
M_2	9,1	8,5
Base Monetária	7,8	6,7
C/M_1	— 1,8	— 1,9
C/M_2	— 1,1	— 1,6
R/D_1	— 7,2	— 6,8
R/D_2	— 5,6	— 5,6
Preços	3,3	3,5
População	1,9	1,9
Velocidade de M_1	— 2,5	— 1,5
Velocidade de M_2	— 2,0	— 1,6
PNB Monetário	7,2	7,9
PNB Real <i>Per capita</i>	2,0	1,6
PIB Real <i>Per Capita</i>	1,8	1,4
Produto Industrial (Vilela e Suzigan)	3,2	2,5
Produto Agrícola (Vilela e Suzigan)	3,9	1,6
Produto Industrial (Fishlow)	3,8	3,1
Produto Agrícola (Fishlow)	2,8	2,7
Relações de Troca	9,3	8,2
Renda Real Bruta <i>Per Capita</i>	3,6	3,1
Preço Internacional do Café	1,0	0,5
Preço de Exportação do Café (Brasil)	11,2	9,4
Taxa de Câmbio	9,9	9,0

FONTES: As mesmas da Tabela VI.10.

Velocidade monetária: PNB nominal/estoque de moeda, já que não existem dados sobre PNL.

Devido às condições favoráveis do comércio exterior, a *renda real per capita* cresceu a taxas bastante favoráveis, especialmente levando-se em conta o rápido crescimento demográfico e dos preços internos.

A Tabela VI.15 fornece os subsídios para comparar os diversos períodos considerados pelos autores que contribuíram para o estudo deste assunto. O uso arbitrário de bases e anos finais resulta em taxas diferentes. Sem dúvida, os períodos

TABELA VI.15

BRASIL, TAXAS MÉDIAS ANUAIS DE CRESCIMENTO DE INDICADORES
SELECIONADOS — 1906/39

(percentagens)

Indicadores	1906/12	1912/19	1914/18	1920/28	1920/29	1928/39	1929/39
Produto Industrial	n.d.	3,3	6,3	3,2	2,5	3,2	7,4
m_1	5,4	- 5,7**	- 4,3**	4,5	3,2	4,5	3,9
m_2	6,7	- 2,2**	- 2,1**	3,9	3,1	3,9	3,6
Produto Real <i>Per Capita</i>	2,6 - 4,2*	n.d.	n.d.	2,0	1,6	1,4	1,8
Capacidade de Importar	3,8	- 4,0	- 11,0	10,9	10,1	- 3,1	- 3,7
Renda Real Bruta <i>Per Capita</i>	n.d.	n.d.	n.d.	3,6	3,1	0,1	0,2
Importações de Bens de Capital	16,2	- 14,4	- 10,6	2,3	5,4	- 2,4	- 5,6
Consumo de Laminados de Aço	12,2	- 6,7	- 21,2	6,2	6,7	- 0,1	- 1,2
Consumo de Cimento	10,2	- 7,7	- 25,1	12,7	13,0	1,2	1,3

FONTES: Apêndice Estatístico; Villela e Suzigan, *op. cit.* m : estoque de moeda real *per capita*.

* Tabela VI.5.

** Tabela VI.13.

1914/18 e 1929/39 mostram melhor *performance* industrial do que qualquer período na década de 20. Entretanto, como salientado anteriormente, a base de 1914 resulta em taxas distorcidas. Se for usada a base de 1912, quando houve bastante utilização da capacidade instalada, então a taxa de crescimento industrial da guerra e dos anos de 1920 é quase idêntica. O fenômeno da Grande Depressão é analisado em maior detalhe no Capítulo VII.

Em termos de crescimento do produto real *per capita*, os períodos de crescimento extrovertido foram melhores. O período de crescimento extrovertido a ser comparado é 1906/12, quando não havia políticas de austeridade monetária e fiscal. Nesse período o estoque de moeda real *per capita* aumentou a taxas elevadas. Durante a guerra, o estoque de moeda real *per capita* caiu a taxas também elevadas. E nos anos de 1920, apesar das políticas austeras implementadas, o produto real *per capita* e o estoque de moeda real *per capita* aumentaram a taxas bastante favoráveis.

O mesmo tipo de conclusões decorre da análise das taxas de crescimento da *renda real per capita*. Durante a guerra, a capacidade de importar caiu à taxa anual de 11,0%, quando usada a base arbitrária de 1914. Portanto, no período selecionado nas análises convencionais a *renda real per capita* caiu, e provavelmente a taxas bastante altas. Durante os períodos extrovertidos, a *renda real per capita* aumentou a taxas bem altas e estagnou durante a década de 30. Condições adversas de comércio internacional anularam os aumentos da produção interna.

O último subsídio de análise é a taxa de formação de capital. Não existem dados precisos sobre o estoque de capital no Brasil. Mas a formação de capital naqueles períodos pode ser indicada pela importação de bens de capital e pelo consumo aparente de laminados de aço e cimento. Os períodos de crescimento extrovertido caracterizaram-se por taxas elevadas de formação de capital, enquanto os períodos introvertidos, especialmente a I Guerra Mundial, foram totalmente adversos. Os dados de formação de capital comprovam a afirmação baseada em dados censitários de que a indústria expandiu-se durante os períodos extrovertidos. Além disso, a impossibilidade de obter equipamentos no exterior e a interrupção da entrada de idéias incentivaram a produção nacional ineficiente. A inferioridade tecnológica do País acentuou-se, impedindo que fosse aproveitada a vantagem da posição de *late comer*, o que só poderia ser feito com

TABELA VI.16

BRASIL, NÚMEROS ÍNDICES DE INDICADORES SELECIONADOS E VARIAÇÕES
PERCENTUAIS ANUAIS — 1911/19

Anos	M_1	M_2	Taxa de Câmbio	Preço Inter-nacional do Café	Preço Brasileiro de Exportação do Café	Relações de Troca	Produto Industrial	PNB Real	PIB Real	Preços	Renda Nacional Real Bruta Per Capita
A. Números Índices 1920 = 100											
1919	98	91	100	100	127	135	n.d.	n.d.	n.d.	91	n.d.
1920	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
1921	118	114	174	55	110	83	99	103	100	84	99
1922	156	140	201	66	159	133	114	106	110	81	107
1923	181	155	269	69	197	168	137	113	113	110	117
1924	203	173	242	90	276	236	114	112	115	135	122
1925	205	177	236	114	288	245	115	109	115	146	119
1926	191	170	202	111	229	238	114	103	117	132	117
1927	205	189	246	95	228	201	123	122	127	135	120
1928	239	226	244	109	274	231	133	142	140	135	138
1929	236	234	246	105	257	227	128	141	140	142	135
B. Variações Percentuais Anuais											
1919/20	2,0	9,9	0,0	0,0	-21,3	-25,9	n.d.	n.d.	n.d.	9,9	n.d.
1920/21	18,0	14,0	74,0	-55,0	10,0	-17,0	- 1,0	3,0	0,0	-16,0	- 1,0
1921/22	32,0	22,8	15,5	20,0	44,5	60,2	15,2	2,9	10,0	- 3,6	8,1
1922/23	16,0	10,7	33,8	4,5	23,9	26,3	20,2	6,6	2,7	35,8	9,3
1923/24	12,2	11,6	-10,0	30,4	40,1	40,5	-16,8	- 0,9	1,8	22,7	4,3
1924/25	1,0	2,3	- 2,5	26,7	4,3	3,8	0,9	- 2,7	0,0	8,1	- 2,5
1925/26	-6,8	-4,0	-14,4	- 2,6	-20,5	- 2,9	- 0,9	- 5,6	1,7	- 9,6	- 1,7
1926/27	7,3	11,2	21,8	-14,4	- 0,4	-15,5	7,9	18,0	8,5	2,3	2,6
1927/28	16,6	19,6	- 0,8	14,7	20,2	14,9	8,1	16,4	10,2	0,0	15,0
1928/29	-1,3	3,5	0,8	- 3,7	- 6,2	- 1,7	- 3,8	- 0,7	0,0	5,2	- 2,2

FONTES: As mesmas da Tabela VI.10.

desenvolvimento industrial baseado na utilização de métodos mais modernos.

O propósito desta seção é explicar o comportamento relativamente fraco da economia brasileira, especialmente em comparação com o outro período de crescimento extrovertido (1906/12). A Tabela VI.16 fornece os dados para a divisão da década em períodos de contração e recuperação. Devido à falta de datas de referência sobre o ciclo econômico não temos outra alternativa. O *primeiro* período considerado abaixo é 1921/23. Uma recessão profunda seguiu-se ao fim da guerra. Mas, como nos Estados Unidos,⁷⁰ não durou muito tempo. Uma recuperação rápida fez-se sentir em 1922 e parte de 1923, dando a impressão de que a economia repetiria o comportamento favorável de 1906/12. O *segundo* período caracterizou-se por políticas monetárias, fiscais e cambiais austeras que agravaram as condições desfavoráveis do comércio exterior. O *terceiro* período compreende os anos de 1927/29. Os dados sugerem que 1927 foi um ano de utilização completa de capacidade produtiva instalada no Brasil. Apesar da recessão que afetou o Brasil já no fim de 1928, o ano de 1929 foi incluído na análise a fim de facilitar comparações, já que alguns autores insistem em dividir a história em décadas.

6.4.2

Breve Recessão e Recuperação Rápida — 1920/23

A Tabela VI.17 mostra as variações percentuais trimestrais do estoque de moeda e seus determinantes imediatos em 1919/23. A contração começou no ano de 1919. No segundo e terceiro trimestres de 1919 houve uma redução da taxa de crescimento tanto de M_1 como de M_2 . Nos primeiros três trimestres de 1920, M_1 declinou, enquanto a taxa de crescimento de M_2 continuou a cair. A recuperação não começou senão no quarto trimestre de 1920, mas foi interrompida no primeiro trimestre de 1921. Aparentemente, a recuperação definitiva não se deu até o segundo trimestre de 1921.

O comportamento das relações apóia essas conjecturas. As relações aumentaram durante as contrações e declinaram du-

⁷⁰ Friedman e Schwartz, *op. cit.*, pp. 231-2.

TABELA VI.17

BRASIL, VARIAÇÕES PERCENTUAIS TRIMESTRAIS DE INDICADORES MONETÁRIOS
1919/23

Trimestres	M_1	M_2	Base Monetária	C/M_1	C/M_2	R/D_1	R/D_2
1919							
I	3,4	4,2	3,0	0,0	-2,4	-4,2	-6,1
II	2,7	3,4	2,4	-2,0	-2,4	2,2	-3,2
III	0,5	2,7	1,2	0,0	-2,5	0,0	-3,3
IV	1,0	3,6	1,6	-2,0	-5,1	4,3	0,0
1920							
I	-0,3	2,5	1,5	0,0	2,7	6,1	3,4
II	-0,1	1,2	2,3	-4,1	-5,6	9,6	6,7
III	-0,04	1,7	2,1	-4,3	-5,9	8,8	6,3
IV	4,8	4,1	5,6	-6,7	-6,3	3,2	5,9
1921							
I	0,3	0,2	4,4	0,0	3,3	7,8	8,3
II	8,1	6,2	6,0	-4,8	-3,2	-5,8	-2,6
III	9,0	6,2	7,0	0,0	0,0	-6,2	0,0
IV	9,0	7,2	6,8	0,0	3,3	-8,2	-2,6
1922							
I	5,4	4,1	3,8	-2,5	6,5	-7,1	-5,4
II	10,2	7,1	5,6	-2,4	-3,0	-9,6	-5,7
III	5,4	2,6	4,7	0,0	3,1	-4,3	3,0
IV	2,6	1,8	1,9	0,0	0,0	-2,2	-2,9
1923							
I	3,3	2,4	2,1	2,5	2,9	-6,8	-6,1
II	4,2	2,5	3,0	-2,4	2,9	-2,4	0,0
III	2,1	2,3	1,3	2,5	0,0	-2,5	-6,5
IV	1,9	2,6	1,2	2,4	2,9	-5,1	-6,9

FONTE: Apêndice Estatístico.

rante as expansões da economia. A contração afetou consideravelmente o sistema bancário, fato comprovado pelos aumentos rápidos da relação encaixe/depósitos. O comportamento coincide com o declínio ou estagnação do estoque de moeda. A experiência brasileira em circunstâncias semelhantes explica o comportamento da relação moeda em poder do público/estoque de moeda. Em contraste com os Estados Unidos, por exemplo, não ocorreram pânicos bancários generalizados durante as contrações. A concentração de um terço dos serviços bancários no Banco do Brasil explica esse comportamento, pois o Governo jamais permitiria a falência do Banco. Pouco ou nenhum risco existia de perder alguém seus depósitos no Banco do Brasil e o público não sentia premência em retirar seu dinheiro por causa de medo de um pânico bancário.

Ao fim da guerra houve certo desagrado com a estrutura monetária do País. O Banco do Brasil somente ajudara a indústria com um total de 1.300 mil contos de réis.⁷¹ Conquanto a soma representasse quase que a metade do estoque de moeda em 1920, o desembolso ao longo da década de 10 tinha sido muito menor. Além disso, a contração nos países industriais afetara o Brasil sob a forma de preços de exportação em declínio. Os observadores financeiros queixavam-se da falta de crédito para o financiamento das operações cafeeiras e dos negócios em geral. A taxa de câmbio desvalorizava-se e chegou-se a temer um pânico bancário.

O Presidente do Banco do Brasil queixou-se da falta de um prestamista de última instância no sistema monetário brasileiro, o que forçava os bancos a operarem com reservas de 50% dos depósitos em muitos casos.⁷² Três tipos de benefícios seriam obtidos com o estabelecimento de uma Carteira de Redescontos no Banco do Brasil aprovada por uma série de leis em 1920.⁷³ *Primeiro*, a oferta de moeda possuiria maior elasticidade. *Segundo*, a redução das reservas bancárias aliviaria a situação de crédito escasso. *Terceiro*, a taxa de juros para descontos cairia, contribuindo para a recuperação econômica do País.

A Carteira de Redescontos foi estabelecida com certa autonomia no Banco do Brasil.⁷⁴ O Executivo nomearia seu

⁷¹ Ministério da Fazenda, *Relatório 1920*, p. 12.

⁷² Banco do Brasil, *Relatório 1921*, p. 8.

⁷³ *Ibid.*, p. 9.

⁷⁴ *Ibid.*, p. 9.

diretor mas a Carteira ficaria sob a responsabilidade do Presidente do Banco. A Carteira redescontaria letras de câmbio e papéis comerciais endossados por bancos com um capital superior a cinco mil contos. Mas os papéis comerciais especulativos não seriam redescontados. O prazo fixado foi de quatro meses e a taxa de juros de 6%. A Carteira emitiria cédulas em troca de papéis comerciais. As cédulas teriam o cunho de moeda legal. Por modificação posterior, estipulou-se que as cédulas seriam emitidas diretamente pelo Tesouro mas teriam endosso do Banco do Brasil. A emissão máxima de 100 mil contos foi posteriormente aumentada para 400 mil.

Apesar das operações da Carteira, a contração perdurou durante o primeiro semestre de 1921.⁷⁵ Dois bancos estrangeiros suspenderam os pagamentos apesar de receberem ajuda da Carteira. Gradualmente, a emissão da Carteira atingiu 399 mil contos, o que representava 17% do estoque de M_1 , 9% de M_2 e 35% da moeda em poder do público. Contudo, os bancos comerciais não se beneficiaram da Carteira. A maior parte do ativo consistia em instrumentos do Tesouro. Assim, em vez de converter-se em prestamista de última instância para o sistema bancário, a Carteira de Redescontos dedicou-se ao financiamento do Governo. Em termos de contribuição ao financiamento da industrialização, ou mesmo ao fornecimento de recursos para as operações comerciais, o País pouco ganhou com a nova instituição. Artur Bernardes, Presidente eleito do Brasil, prometeu fechar a Carteira e cumpriu sua palavra em 1923.⁷⁶ Em perspectiva histórica, contudo, a Carteira permitiu o aumento do estoque de moeda através de aumentos da base monetária, resultantes do financiamento do *deficit* de caixa do Governo. Posteriormente, a emissão de dinheiro afluíu aos bancos na forma de depósitos. A queda da relação moeda em poder do público/estoque de moeda confirma essa suposição. Os bancos puderam aumentar seus empréstimos, o que é confirmado pela queda da relação encaixe/depósitos. Essa política de crédito fácil contribuiu positivamente para a recuperação, aliviando a escassez de crédito na economia brasileira e causando inflação, especialmente em 1923.

⁷⁵ Banco do Brasil, *Relatório 1922*, p. 7.

⁷⁶ *Retrospecto do Jornal do Comércio 1928*, p. 29.

A floração dos cafeeiros de São Paulo em 1920/21 indicou a chegada de mais uma safra gigante.⁷⁷ As perspectivas de superprodução causaram um declínio das cotações de café em New York, de 23,5 centavos de dólar por libra-peso em junho de 1920 para 9,5 centavos no início de 1921. Mas parte do declínio deveu-se também à aguda recessão econômica nos Estados Unidos, o maior consumidor de café do mundo.

O Estado de São Paulo começou imediatamente a sustentar os preços do café. Em fins de 1920, a retirada de café já chegava a 300 mil sacas. Uma segunda medida consistiu em um empréstimo internacional para financiar maiores retiradas de café do mercado. O empréstimo, obtido em moedas fortes, foi empregado na ajuda às instituições de crédito de São Paulo. Assim, contribuiu para aumentar a base monetária e o estoque de moeda.

Em 1921 a situação do setor cafeeiro era crítica. Os estoques no exterior chegavam a 4,5 milhões de sacas, à parte 4,6 milhões no Brasil. Em fins de 1921, porém, o Governo Federal já havia retirado 1,5 milhão de sacas do mercado. O assim chamado *Coffee Security Loan* foi assinado em maio de 1922 com as casas bancárias de N.M. Rothschild & Sons, Baring Brothers & Co. Ltd. e J. Henry Schroeder & Co. Ltd., num total de nove milhões de libras esterlinas. O empréstimo serviria para consolidar a dívida externa e para financiar as operações internas de crédito. Através do programa de defesa, o Banco do Brasil desempenhou papel decisivo no financiamento das operações. A retirada de café chegou a atingir 4,5 milhões de sacas, aproximadamente um terço da safra de 1920/21. O contrato com os banqueiros estipulava vendas anuais de 435 mil sacas. Contudo, ao término do programa, o Brasil recebeu a aprovação para vender os estoques restantes.

Em resumo, o programa de defesa contribuiu para a recuperação da economia brasileira sob dois aspectos importantes. *Primeiro*, impediu maior declínio das cotações do café, contribuindo depois para o aumento dos preços internacionais do produto. *Segundo*, as operações de retirada do café resultaram em aumentos da base monetária e do estoque de moeda, amenizando a situação de crédito escasso experimentada em 1920 e 1921.

⁷⁷ Peláez, "An Economic...", pp. 187-91.

6.4.3

Os Fatores da Contração Profunda — 1924/26

A crença nas políticas austeras durante as contrações dos negócios dominou a política econômica brasileira durante as primeiras décadas deste século.⁷⁸ O remédio para as contrações, de acordo com os seguidores de Murinho, consistia na valorização cambial, num esforço para manter a paridade do padrão ouro de 1846 ou, após 1926, à taxa artificialmente valorizada proposta por Washington Luís e seu Ministro da Fazenda, Getulio Vargas. Dado que as contrações afetavam a economia *via* queda dos preços do café, a valorização causava ainda maior debilitação ao setor de exportação, com todo tipo de repercussões secundárias na economia. Registravam-se, outrossim, esforços para manter o equilíbrio orçamentário. Devido à grande parcela representada pelo imposto de importação nas rendas governamentais, as crises comerciais resultavam em *deficits* orçamentários que eram considerados negativos tanto política como economicamente. O único remédio para alcançar o equilíbrio orçamentário, lamentavelmente, era a contração das despesas públicas, com declínio do estoque de moeda. A terceira medida consistia na incineração de dinheiro e em medidas austeras no mercado monetário para evitar a expansão do crédito pelo sistema bancário. Tais políticas eram erradas sob o ponto de vista de qualquer teoria moderna de determinação da renda nacional. Na verdade, sob ponto de vista acadêmico, consistiam num verdadeiro pesadelo. Mas existia no Brasil a crença generalizada de que a prosperidade era promovida por taxas cambiais valorizadas, equilíbrio orçamentário e estagnação do meio circulante, verdade revelada e aceita desde o tempo de Murinho. A contração de 1924/26, que realmente já se iniciara em 1923, foi ampliada pela repetição das políticas da ortodoxia monetária brasileira.

As variações trimestrais dos dados monetários encontram-se na Tabela VI.18. A contração começou em 1923, continuou ao longo de 1924 e aprofundou-se em 1925 e 1926. O estoque de moeda declinou, segundo ambas as definições, em quase todos os trimestres desses últimos dois anos. As relações comportaram-se ciclicamente como em outras contrações, especialmente a rela-

⁷⁸ Peláez, "As Conseqüências...", pp. 5-82.

TABELA VI.18

BRASIL, VARIAÇÕES PERCENTUAIS TRIMESTRAIS DE INDICADORES MONETÁRIOS
1924/26

Trimestres	M_1	M_2	Base Monetária	C/M_1	C/M_2	R/D_1	R/D_2
1924							
I	4,1	4,0	3,5	2,4	2,8	8,1	-7,4
II	2,9	2,7	2,8	2,3	2,7	0,0	0,0
III	2,3	2,6	1,6	0,0	0,0	-2,9	-4,0
IV	1,6	1,1	0,7	0,0	0,0	-3,0	0,0
1925							
I	1,2	1,6	0,3	0,0	-2,6	0,0	-4,2
II	-2,2	-1,6	-1,6	-2,3	0,0	3,1	4,2
III	-1,8	-1,1	-1,9	0,0	-2,7	0,0	0,0
IV	-2,2	-1,6	-1,2	-2,3	-2,8	6,1	4,2
1926							
I	-2,6	-1,1	-0,6	0,0	0,0	5,7	4,0
II	-2,1	-2,3	-1,4	0,0	0,0	2,7	0,0
III	1,1	1,0	-0,1	-2,4	-2,9	-2,6	0,0
IV	-0,5	1,4	-0,5	-2,4	-5,9	0,0	0,0

FONTE: Apêndice Estatístico.

ção encaixe/depósitos. Devido ao declínio do estoque de moeda, comportamento observado somente durante fortes contrações, pode-se concluir que a crise foi profunda.

A queda dos preços do café após o abandono do programa de defesa constituiu um fator importante da contração. O Governo abandonou temporariamente o setor cafeeiro. Mas o conjunto de medidas austeras da política econômica constitui o fator-chave da severidade da crise.

Um aspecto importante da ortodoxia monetária brasileira era a crença na monopolização do estoque de dinheiro pelo Banco do Brasil.⁷⁹ Portanto, o Banco recebeu novamente o monopólio de emissão em janeiro de 1923. Como em casos anteriores, a reforma do Banco relacionava-se estreitamente com o financiamento dos *deficits* do Governo. O Congresso autorizou o Executivo a consolidar a dívida federal com as operações de crédito que fossem necessárias, transferindo ao Banco do Brasil 10 milhões de libras esterlinas, a serem depositadas numa conta especial. Ao câmbio da época, os recursos montavam em 300 mil contos.⁸⁰

O Governo impôs certas condições ao Banco. O Tesouro transferiria o monopólio de emissão ao Banco por um período de 10 anos. A emissão de notas pelo Banco seria garantida por ouro (um terço) e papéis comerciais (dois terços). Quando o fundo de reserva atingisse 100 mil contos, o Banco iniciaria o resgate das cédulas do Tesouro. Os recursos seriam usados na compra de ouro à taxa de 12 dinheiros esterlinos por mil-réis. As notas do Banco constituiriam moeda legal e seriam conversíveis em ouro se a taxa de câmbio fosse mantida na paridade por um período de três anos.

Uma parte importante da reforma, naturalmente, consistiu no financiamento das despesas governamentais. Na lei orçamentária anual, o Governo Federal especificaria um crédito no Banco do Brasil de até 24% das receitas federais planejadas e o crédito seria amortizado durante o ano orçamentário. Na mesma legislação que concedeu o monopólio de emissão ao Banco do Brasil estipulou-se o fechamento da Carteira de Redescontos. O Governo tomou igualmente enérgicas medidas para equilibrar o orçamento. O *deficit* realizado declinou de 456 mil contos em

⁷⁹ *Ibid.*

⁸⁰ *Retrospecto do Jornal do Comércio* 1922, p. 29.

1923 para 22 mil em 1926. O *deficit* planejado caiu de 489 mil contos em 1923 para 39 mil em 1925.⁸¹

Medidas monetárias austeras foram também executadas. A revolta de 1924 caracterizou a inflação como uma infâmia nacional. Artur Bernardes, atuando sob pressão, determinou maior contração do estoque de moeda.⁸² Em 1926, o Presidente da República ordenou a incineração de 3 16 mil contos, ou sejam, 17% da moeda em poder do público, 7% de M_1 e 6% de M_2 . Em resumo, a contração do período 1924/26 foi acentuada crucialmente pelas políticas do Governo. A recessão por si mesma explica parte significativa do frágil desempenho da economia brasileira durante a década de 20. Começando em 1923, quando as perspectivas para o café ainda eram boas, as políticas austeras interromperam a recuperação iniciada em meados de 1921. O fenômeno não tem qualquer relação com a debilidade estrutural do comércio internacional, deficiências empresariais no Brasil ou exploração de classes. A contração foi acentuada pelas políticas econômicas internas devido a um evento histórico, a Revolta de 1924. Na ausência daquelas políticas pode-se conjecturar que o Brasil teria repetido a experiência de 1906/12.

6.4.4

A Recuperação — 1927/28

A Tabela VI. 19 mostra o comportamento dos dados monetários para o período 1927/29. A recuperação processou-se entre o segundo trimestre de 1927 e o terceiro de 1929, mas já durante grande parte de 1929 sentia-se o começo de uma crise no setor cafeeiro, ameaçado de superprodução. De fato, a profunda crise do setor antecipou-se à Grande Depressão por vários trimestres.⁸³ Mesmo que não tivesse ocorrido a contração mundial de 1929/33, o Brasil ainda sofreria um profundo declínio de sua atividade econômica.

O novo Governo do Brasil, encabeçado pelo Presidente Washington Luís, pretendia eliminar a crise econômica com um

⁸¹ Villela e Suzigan, *op. cit.*, p. 156.

⁸² Dean, *op. cit.*, Cap. VIII.

⁸³ Peláez, "An Economic..", pp. 193-9.

TABELA VI.19

BRASIL, VARIAÇÕES PERCENTUAIS TRIMESTRAIS DE INDICADORES MONETÁRIOS
1927/29

Trimestres	M_1	M_2	Base Monetária	C/M_1	C/M_2	R/D_1	R/D_2
1927							
I	0,9	2,0	0,1	0,0	3,1	2,7	-7,7
II	3,8	4,7	1,7	2,5	0,0	-8,3	-8,3
III	4,3	5,8	3,8	-2,4	-3,0	-3,0	-4,5
IV	4,5	5,8	3,4	0,0	-3,1	0,0	-4,8
1928							
I	4,5	5,0	4,6	0,0	0,0	-3,1	0,0
II	4,2	4,6	2,9	0,0	0,0	0,0	0,0
III	2,3	3,1	1,4	-2,5	-3,2	-3,2	-5,0
IV	0,2	1,3	-0,8	-2,6	-3,3	0,0	0,0
1929							
I	-0,9	0,4	-1,0	2,6	0,0	0,0	-5,3
II	-0,9	0,0	-1,2	-2,6	-3,4	0,0	5,6
III	-2,3	-1,1	-2,1	0,0	0,0	0,0	0,0
IV	-4,0	-1,3	-4,0	0,0	-3,6	3,2	0,0

FONTE: Apêndice Estatístico.

programa amplo de reforma, lançado em dezembro de 1926.⁸⁴ A reforma consistia na volta ao padrão ouro com nova paridade. A nova moeda brasileira seria conversível em ouro à taxa de 200 miligramas por mil-réis. O Governo criou uma Caixa de Estabilização cambial com o objetivo de desvalorizar ligeiramente o câmbio e mantê-lo no novo nível. Além disso, políticas de equilíbrio orçamentário seriam seguidas estritamente.⁸⁵

A situação favorável do setor cafeeiro, criada por aumentos dos preços internacionais do produto, permitiram o sucesso do programa de estabilização. O câmbio inundou o Banco do Brasil e 30 milhões de libras esterlinas foram acumuladas. Mas as divisãs abandonaram o País rapidamente em 1929 quando se sentiram os primeiros efeitos da crise.

Em 1924, São Paulo havia criado um instituto do café para executar um programa de defesa permanente dos preços do produto.⁸⁶ A instituição atravessou um período de ação limitada em 1924/26. Mas assumiu papel importante a partir de 1927. A floração de 1927/28 indicou outra grande safra. Na realidade, obteve-se naquele ano a maior safra de café até então registrada. A política de preços do instituto consistia em adiantamentos em dinheiro aos cafeicultores. O nível arbitrário desses adiantamentos, em relação ao crédito escasso recebido no passado, levou os cafeicultores a acreditarem em aumentos de preços no futuro, e houve grande aumento do plantio, financiado pela inundação de dinheiro fácil no interior de São Paulo. Além disso, o instituto prometia comprar toda a produção de café, em todas as safras, a um preço "justo". O plantio naqueles anos não produziu impacto na produção senão na década de 30, já que um pé de café leva quatro anos para fornecer seu primeiro rendimento e oito para chegar ao auge de produtividade. O Brasil experimentou colheitas semelhantes às de 1927/28 em períodos alternados de dois anos durante quase uma década. Nunca antes, nem depois, se registrou no Brasil fenômeno comparável. Posteriormente, o País teve que incinerar aproximadamente 80 milhões de sacas de café para impedir o colapso definitivo da sua principal atividade econômica.⁸⁷

⁸⁴ *Retrospecto do Jornal do Comércio* 1926, p. 48 em diante.

⁸⁵ *Retrospecto do Jornal do Comércio* 1928, p. 5.

⁸⁶ Delfim Netto, *op. cit.*, pp. 103-5; Peláez, "An Economic...", pp. 187-99.

⁸⁷ Peláez, "An Economic...", pp. 181-279.

6.4.5

Conclusões

Primeiro, as comparações dos anos de 1920 com os outros períodos são necessariamente artificiais. A economia sofreu contração em 23 trimestres dos 40 do período 1920/29 e em 19 dos 36 trimestres de 1920/28. Conquanto condições desfavoráveis do comércio internacional tenham causado contrações em anos isolados, a maior parte deveu-se às políticas deflacionárias. Dos trimestres de contração, 13 caracterizaram-se por recessão profunda e por declínio do estoque nominal de moeda. Não é possível isolar as tendências econômicas endógenas daquelas induzidas pelo fenômeno cíclico e pela política econômica.

Segundo, em termos de crescimento do produto real, a I Guerra Mundial produziu efeitos mais adversos do que os anos 20, apesar das políticas austeras dessa década, em contraste com políticas liberais durante a guerra.

Terceiro, os anos 20 foram desfavoráveis em relação aos de 1906/12. Mas uma parte importante da diferença é explicada pelo comportamento diferente do setor cafeeiro, assim como pelas políticas adversas seguidas na década de 20.

Quarto, a década de 20 não foi superior à década de 30 em termos de produção industrial. Contudo, a expansão do produto industrial a partir de 1930 ocorreu principalmente com base na capacidade instalada nos anos 20. Conquanto alguns problemas de insuficiente proteção alfandegária tenham afetado a indústria têxtil, o fator mais relevante do insucesso da indústria de tecidos consistiu na sua incapacidade para diversificar a produção. Os setores mais dinâmicos durante a década de 30, as indústrias de ferro e aço e a de cimento, estabeleceram-se na segunda metade dos anos 20 e já haviam começado a expandir a produção a taxas bem altas. No começo da Depressão, contudo, não se utilizava toda a capacidade devido a problemas técnicos.⁸⁸ Além disso, a Depressão foi menos grave em termos de crescimento do produto real, especialmente nos primeiros anos da fase ascendente do ciclo. Condições desfavoráveis do comércio exterior, causadas tanto pelo declínio da renda nos países industriais como pela crise de superprodução no setor cafeeiro, resultante da defesa permanente do produto, anularam grande parte do

⁸⁸ Peláez, *História...*

progresso na produção interna. A renda real *per capita*, portanto, aumentou rapidamente na década de 20 e estagnou na década de 30.

Quando se consideram todas as conclusões em conjunto, é possível rejeitar a proposição de que a realidade favorece as teorias convencionais, mesmo que revisadas. Nos períodos extrovertidos: *primeiro*, instalou-se a indústria (o importante fator de mudança estrutural); *segundo*, o produto e a renda real *per capita* aumentaram rapidamente; *terceiro*, o processo de difusão internacional da tecnologia, que constituía a única alternativa para implantar no Brasil o sistema fabril e modernizar eficientemente a economia, foi continuado; *quarto*, a formação de capital progrediu a taxas bastante elevadas. Nos períodos introvertidos: *primeiro*, quase que não houve instalação de fábricas; *segundo*, o produto real *per capita* caiu durante a guerra e cresceu durante a Grande Depressão; *terceiro*, a renda real *per capita* declinou durante a guerra e estagnou na década de 30; *quarto*, interrompeu-se a difusão internacional da tecnologia, o que incentivou a produção com métodos ineficientes, que acentuaram a inferioridade técnica do País e impediram-no de aproveitar a vantagem da posição de *late comer*; *quinto*, a economia sofreu um severo revés na formação de capital. Algumas transformações estruturais de segunda ordem de importância realmente aconteceram. Mas dificilmente compensaram — isto é impressão apenas, devido à falta de um modelo adequado e de dados para testá-lo, mas não carece de significado — as perdas registradas pelos indicadores convencionais.

Os historiadores econômicos tradicionais têm salientado que após 1913 até 1945 as oportunidades de progresso foram reduzidas pela interrupção das relações básicas da economia internacional. De outro lado, a teoria convencional afirma que as economias latino-americanas somente progrediram durante as interrupções do comércio e das relações com os países industrializados. Mas essas teorias não se aplicam ao Brasil. Em primeiro lugar, os períodos foram adversos e dificilmente se pode encontrar uma compensação em alguns acontecimentos supostamente favoráveis. Além disso, é indubitável que a economia brasileira e a indústria teriam progredido muito mais rapidamente se não houvessem ocorrido os períodos adversos. Aliás, a indústria foi estabelecida definitivamente durante períodos de rápida expansão do comércio internacional. Os períodos introvertidos simplesmente se beneficiaram com a autêntica transformação estrutural, ou seja, com a instalação de capacidade industrial durante os períodos extrovertidos.

VII

A GRANDE DEPRESSÃO E A II GUERRA MUNDIAL

7.1

O Movimento dos Indicadores Agregados — 1928/45

Os Gráficos VII.1 e VII.2 fornecem o comportamento dos indicadores agregados da economia brasileira para o período do primeiro governo Vargas.

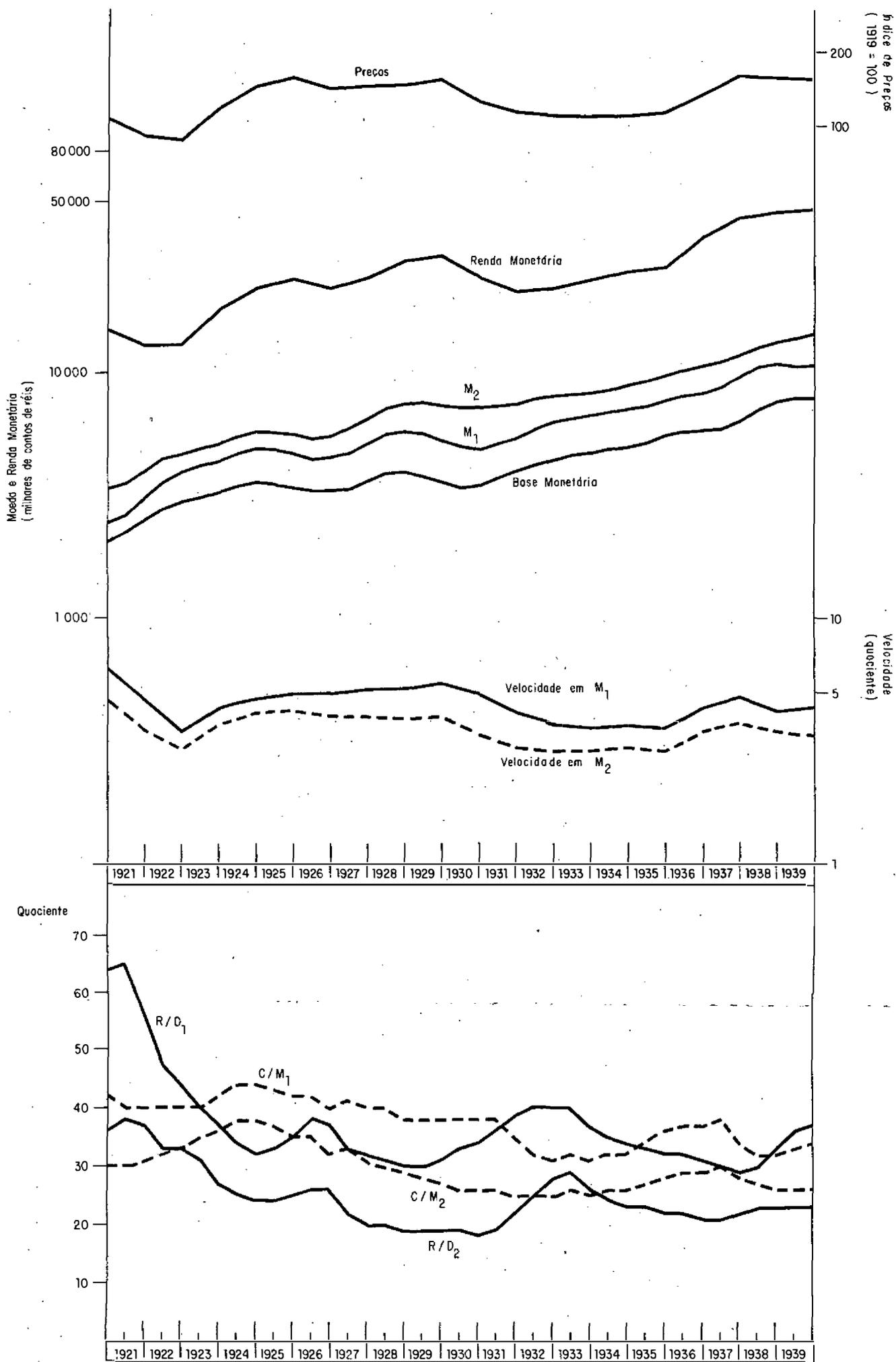
O Gráfico VII.1 mostra o comportamento monetário durante as décadas de 20 e 30. (O comportamento durante a guerra é analisado separadamente mais adiante, na seção correspondente.) Os indicadores monetários fornecem subsídios valiosos para a análise do comportamento da economia brasileira. A co-variância entre renda, preços e estoque de moeda, observada nos Estados Unidos por Friedman e Schwartz, é confirmada pelos dados brasileiros. Os desmandos monetários da década de 20 são amplamente documentados pelo comportamento do estoque de moeda: aumentou rapidamente em 1921/22; a taxa de crescimento caiu em 1923, estagnou em 1924 e caiu em 1925/26.

Como salientado anteriormente, a década de 20 caracterizou-se por contração continuada, provocada por políticas monetárias austeras, apesar de a capacidade de produção na indústria e em outros setores de atividade interna crescer a taxas bastante altas. Registrou-se atividade econômica acelerada apenas em 1927 e parte de 1928. Quando a Grande Depressão começou, a economia brasileira já se encontrava em processo de contração. A forte desvalorização cambial e os controles de câmbio impostos pela crise no balanço de pagamentos permitiram taxas rápidas de crescimento das atividades internas devido principalmente à existência de grande capacidade ociosa. Além disso, não houve desmandos monetários durante a década de 30, fato bem salientado pelo Prof. Fishlow.

O comportamento dos determinantes imediatos do estoque de moeda assemelhou-se também ao dos Estados Unidos. As relações, para todas as definições, aumentaram ou deixaram de crescer durante as contrações, caindo durante as fases de expansão. Se existissem datas de referência para o ciclo dos negócios poder-se-ia confirmar melhor esse comportamento. A velocidade monetária também se comportou como na economia americana, mostrando relação direta com o ciclo econômico, isto é, caiu em 1921 e 1922, reagindo com defasagem à contração do fim da guerra. Durante a contração dos anos intermediários da guerra a velocidade permaneceu relativamente constante. Durante a crise, a partir de 1929, a velocidade caiu a taxas bem altas, aumentando em 1936 para depois cair durante a contração do fim da década.

Os auge de atividade industrial e econômica são identificados no Gráfico VII.2 de acordo com um método sugerido pelo Prof. Hart. Unindo-os por meio de uma linha tracejada é possível obter uma idéia de expansão da capacidade — supondo que tivesse crescido linearmente como num ciclo de Hicks — da **economia brasileira. Nos anos de auge deve ter havido utilização quase que total da capacidade instalada.** Destarte, a identificação da recuperação econômica pode ser feita com base nos períodos de quase total utilização de capacidade produtiva. Obviamente, o auge de 1923 na produção industrial é em parte artificial e se deve ao provável erro de mensuração da produção têxtil. Contudo, foi um ano de auge tanto para a indústria como para a economia em geral. Os dados sugerem que não houve recuperação total da economia brasileira até 1939/41. As altas taxas de crescimento experimentadas durante a década de 30, principalmente 1932/36, foram possíveis devido ao excesso de

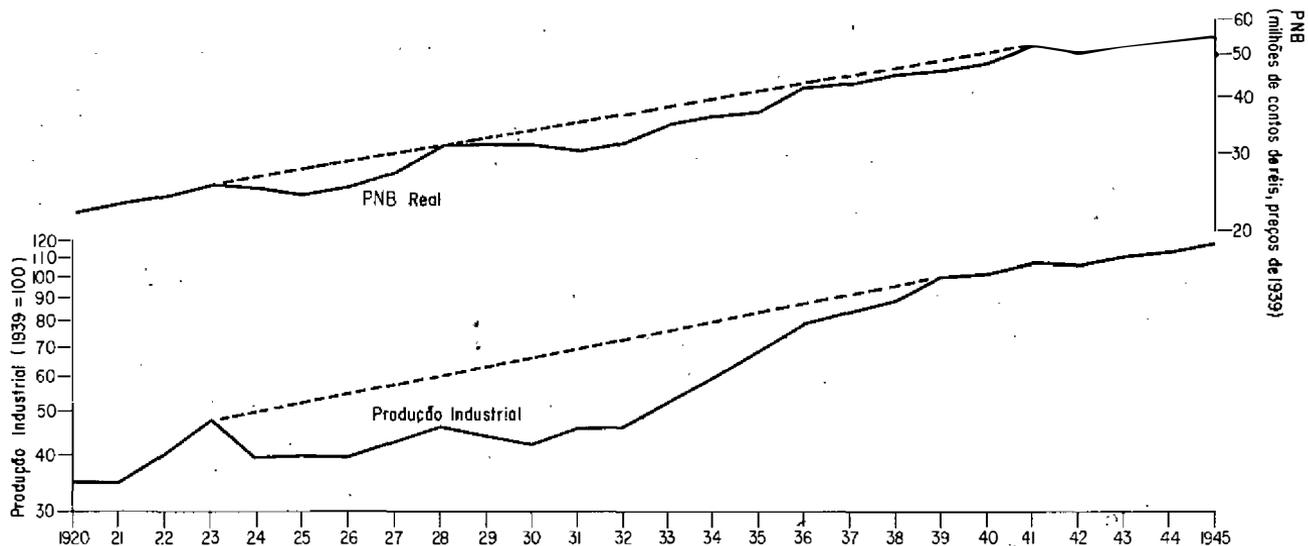
BRASIL, MOEDA, RENDA, PREÇOS E VELOCIDADE DA MOEDA - 1921 / 39



Fonte : Apêndice Estatístico ; Contas Nacionais ; Villela e Suzigan, *op. cit.*

GRÁFICO VII - 2

BRASIL, PNB REAL E PRODUÇÃO INDUSTRIAL - 1920/45



FONTE : Villela e Suzigan, op. cit.

TABELA VII.1

FONTES DAS ALTERAÇÕES DA TAXA DE CRESCIMENTO DO ESTOQUE DE MOEDA

1928/45

(percentagens)

Definição do Estoque de Moeda	Taxa Média Anual Contribuída* por:				Contribuição Relativa** de:			
	Total	Base Monetária	Relação Moeda em Poder do Público/ Estoque de Moeda	Relação Encaixe dos Bancos/ Depósitos	Total***	Base Monetária	Relação Moeda em Poder do Público/ Estoque de Moeda	Relação Encaixe dos Bancos/ Depósitos
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
M_1	10,5	10,6	0,75	-0,47	100	101	7	-5
M_2	10,6	10,6	1,2	-0,38	100	100	11	-4

FONTE: Apêndice Estatístico.

* Computada pela aproximação da equação explicando a taxa média de crescimento do estoque de moeda. Ver o texto do Capítulo I.

** Colunas (1) até (4) divididas pela coluna (1) e multiplicadas por 100.

*** As linhas não somam o total devido a erros de aproximação e arredondamento.

capacidade existente na economia. Na indústria, o fator mais importante foi o rápido crescimento da produção de ferro e aço e de cimento. As altas taxas explicam-se pela base inicial baixa — as indústrias foram estabelecidas nos anos de 1920¹ e os problemas técnicos de produção somente vieram a ser superados no início da década de 30. Devido às políticas protecionistas e cambiais durante a Grande Depressão, foi possível utilizar quase toda a capacidade produtiva, por volta de 1936, e até estabelecer novas fábricas na segunda metade da década.

A Tabela VII.1 mostra as fontes de variação do estoque de moeda no período 1928/45. A base monetária contribuiu com quase todo o crescimento monetário. A economia continuou a se monetizar, como é evidenciado pela queda da relação moeda em poder do público/estoque de moeda. O fator principal de expansão da base monetária foi o financiamento dos *deficits* governamentais. Ao longo de sua história, o Brasil financiou as despesas públicas com emissão de moeda e o orçamento foi quase sempre deficitário.

7.2

A Grande Depressão

A Depressão do período 1929/33 afetou o mundo inteiro. Mas, provavelmente, seu impacto mais violento ocorreu nos Estados Unidos.²

“...A renda monetária caiu 15% de 1929 a 1930, 20% no ano seguinte, 27% no seguinte e ainda em 5% de 1932 a 1933, embora o ponto mínimo do ciclo se situe em março de 1933. O rápido declínio dos preços reduziu substancialmente a queda da renda monetária, porém, mesmo assim, esta baixou 11%, 9%, 18% e 3% nos quatro anos sucessivos. Estes declínios são excepcionais para anos isolados,

¹ Carlos Manuel Peláez, *História da Industrialização Brasileira* (Rio de Janeiro: APEC Editora S.A., 1972), capítulos 4-6.

² Milton Friedman e Anna Jacobson Schwartz, *A Monetary History of the United States 1867-1960* (Princeton: Princeton University Press, 1963), p. 301.

mais ainda em se tratando de anos sucessivos. No total, a renda monetária caiu 53% e a renda real 36%, ou seja, a uma taxa anual contínua de 19 e 11%, respectivamente, ao longo do quadriênio...”

“Já em 1931, a renda monetária era inferior a qualquer outra desde 1917 e, em 1933, a renda real situava-se ligeiramente abaixo do nível de 1916, apesar de a população, no ínterim, ter crescido 23%. Em 1933, a renda real *per capita* era praticamente idêntica à do ano da depressão de 1908, um quarto de século atrás. Quatro anos de contração anularam temporariamente os avanços de duas décadas, porém não invalidaram obviamente os adiantamentos tecnológicos, mas deixaram ociosos homens e máquinas. Na fase mais aguda da depressão, o desemprego atingia uma em cada três pessoas.”

A contração das atividades econômicas foi acompanhada de pânicos bancários, falhas na administração monetária, queda violenta das cotações da Bolsa de Valores, redução do comércio internacional através das medidas adotadas para restringi-lo, colapso do padrão ouro e aflição e frustração generalizadas, decorrentes do desemprego.³ É provável que um nível de desemprego daquelas proporções causasse hoje em dia uma revolução radical, mesmo nos países industrializados de maior estabilidade política.

No Brasil, o PNB monetário aumentou em 5,1% em 1929, declinando em 18,7% em 1930, 11,7% em 1931 e aumentando de novo, em 1932, em 2,9%. O declínio da renda real foi de 0,3% em 1929, 0,7% em 1930, 3,0% em 1931, mas aumentou em 5,4% em 1932. Existe uma grande diferença entre a experiência brasileira e a americana. Em *primeiro* lugar, o declínio da renda foi muito menor. Em *segundo*, a recuperação parece ter acontecido antes — fins de 1931 e começo de 1932 em contraste com os Estados Unidos, fins de 1932 ou começo de 1933. A explicação da diferença tem originado um debate acadêmico sobre o modelo a ser utilizado para explicar o fundo anterior, impacto menor da contração e a rápida recuperação de 1932 a 1936. Os dois tipos de modelos são analisados a seguir.

³ *Ibid.*, pp. 299-407. Ver também as críticas de Elmus R. Wicker, “Federal Reserve Monetary Policy, 1922/33: A Reinterpretation”, in *Journal of Political Economy* (Aug., 1965).

7.2.1

A Explicação Keynesiana Revista da Depressão

Segundo Celso Furtado, durante a década de 30, “o Brasil praticou involuntariamente uma política anticíclica de maior amplitude do que qualquer uma antes defendida nos países industrializados”.⁴ As despesas na compra e destruição do café resultaram em grandes *deficits* orçamentários que anularam o efeito contracionista da queda da atividade econômica no estrangeiro, impedindo a propagação interna da depressão. O programa de sustentação do café do Governo Vargas, financiado com emissão de dinheiro, manteve a *renda monetária do setor café* a “níveis elevados”, com o qual também se manteve a procura de produtos industriais nacionais. Num estágio posterior, houve uma transferência de recursos líquidos do setor café para a indústria urbana, originando-se assim o setor industrial brasileiro.

A hipótese foi criticada por Peláez,⁵ argumentando que mesmo dentro de um modelo keynesiano tinham-se confundido as fontes de ajuste agregado, especialmente durante a fase de declínio e no início da recuperação. Grande parcela da renda criada pelos efeitos multiplicadores das despesas do programa de sustentação de café foi destruída pelos efeitos multiplicadores negativos dos impostos com que se financiou a destruição do produto. Furtado ignorou também os efeitos multiplicadores da balança comercial criada por medidas autônomas de política (também involuntárias). Os fatores de *deficit* orçamentário realmente autônomos foram a guerra civil de 1932, chamada de Revolução Constitucionalista, e as despesas com a seca do Nordeste. Além disso, salientou-se que os dados também permitiam o uso de um modelo clássico (analisado na seção seguinte).

Recentemente, Fishlow⁶ afirmou que a Depressão teve importância em virtude do aumento na taxa de crescimento e da continuação do processo de substituição de importações (prin-

⁴ Celso Furtado, *The Economic Growth of Brazil* (Berkeley e Los Angeles: University of California Press, 1963), pp. 222-24.

⁵ Carlos Manuel Peláez, *op. cit.*

⁶ Albert Fishlow, “Origins and Consequences of Import-Substitution in Brazil”, *op. cit.*

cialmente em indústrias de base) e que isto foi possível por causa da manutenção de alto nível de demanda interna. Enumera ele alguns fatores da política cafeeira que poderiam ter contribuído para a geração da demanda interna. Um desses fatores foi o empréstimo de 1930, que financiou inicialmente o programa de sustentação instituído pelo Estado de São Paulo. Dado que o programa foi financiado com fundos do exterior, ele realmente constituiu, inicialmente, política fiscal compensatória.⁷ Na realidade, o chamado *Coffee Realization Loan* resultou na instituição de uma taxa unitária sobre o café exportado, primeiro de 3, e subseqüentemente de 5 shillings.⁸ Não obstante, Fishlow argumenta, com base em um modelo padrão de equilíbrio parcial, que a incidência dos impostos de exportação deveria recair quase que totalmente sobre o consumidor estrangeiro. Assim, alegou que a geração de demanda pelo programa de sustentação não foi tão simples como apontou Furtado nem tão insignificante como deixou implícito Peláez.

Seria provavelmente melhor considerar um modelo de equilíbrio geral, onde as variáveis de maior importância — tarifa (ou restrição ao comércio) ideal de Mill-Bickerdike e relações de troca — são determinadas. O Professor Fishlow argumenta que o imposto é transferido ao consumidor estrangeiro na medida em que melhoram as relações de troca e o imposto se aproxima da tarifa ideal. A inelasticidade da demanda e a alta elasticidade da oferta garantiriam a transferência do imposto. Na realidade, as relações de troca caíram entre 1928 e 1939 à taxa média anual de 8,7% e os preços do café a 9,4% ao ano. Excluindo anos isolados, ocorreu um insucesso total em melhorar as relações de troca e os preços internacionais do café. A falta de êxito deveu-se às fortes quedas da procura causadas pela profunda contração que abalou os países consumidores do produto. Mesmo que o Brasil possuísse naquela época um técnico com conhecimento perfeito que conseguisse especificar a forma matemática de uma função social de bem-estar e que observasse a demanda recíproca internacional estrangeira, determinando o imposto de exportação ideal, não seria possível melhorar as relações de troca (ou, no modelo de equilíbrio parcial correspondente, o preço in-

⁷ Furtado argumentou que um programa de sustentação financiado com empréstimos externos não constituía política fiscal compensatória (*The Economic Growth of Brazil*, p. 212), o que, analiticamente, não condiz com a verdade.

⁸ Carlos Manuel Peláez, *op. cit.*, capítulo 1.

ternacional do café) através do tempo, devido à contínua queda da procura. Tudo o que conseguiria seria melhorar as relações de troca (e o preço internacional do café) em relação ao que prevaleceria na conjuntura de mercado livre;⁹ mas tanto preços como relações cairiam através do tempo. Os preços e as relações melhoraram quando se processou a recuperação econômica nos países industriais — e parcialmente também devido ao programa de sustentação do café, do qual não se pode identificar as magnitudes relativas, exceto em alguns anos.

Obviamente, a política cafeeira deve ser analisada em termos do sucesso em melhorar as relações de troca e o impacto positivo provável na renda real. A análise seria limitada pela impossibilidade de construir *a priori* um conceito de bem-estar que pudesse ser verificado empiricamente. Não obstante, tanto Furtado como Fishlow salientam a manutenção da renda do café, em termos monetários, como importante fator de recuperação, especialmente a partir de 1932. Nas estimativas de renda, ou melhor, *receita* (já que dados completos para estimar renda não existem) do setor cafeeiro nos anos de 30, Peláez não incluiu qualquer mensuração para o imposto em espécie, que se constituiu na forma mais importante de taxaço do setor cafeeiro. Somente numa das estimativas foram descontados os impostos por unidade, relativamente menores, para melhor acompanhar os fluxos monetários internos e a provável transferência de recursos. Assim, *aquelas estimativas supõem que quase todo o imposto de exportação de café foi pago pelos consumidores estrangeiros*. “Níveis elevados” requerem considerar algum acréscimo através do tempo, e não uma série estacionária. Do contrário, o crescimento do PNB não seria derivado do crescimento da renda café. Esse é um ponto ignorado nessas teorias. Consideremos o diagrama a seguir e o Gráfico VII.3. O diagrama é baseado na suposição de que 1929 e 1939 são anos de auge nas séries (hipotéticas) e que representam substancial utilização de capacidade produtiva. Assim, os valores para esses dois anos são unidos por uma linha tracejada que poderíamos chamar de “linha de expansão”. O coeficiente angular dessa linha fornece-nos a “taxa de expansão de capacidade”. Os valo-

⁹ Os trabalhos de Peláez sobre o café salientam precisamente esse tipo de análise. Ver: “Análise Econômica do Programa Brasileiro de Sustentação do Café 1906-1945: Teoria, Política e Medição”, in *Revista Brasileira de Economia*, vol. 25, n.º 4, (out/dez, 1971), pp. 81 e 170. O propósito não foi argumentar que o programa do café em nada contribuiu para a recuperação e sim para corrigir os exageros e deficiências de documentação no trabalho de Furtado.

DIAGRAMA

PNB E RENDA CAFÉ HIPOTÉTICOS

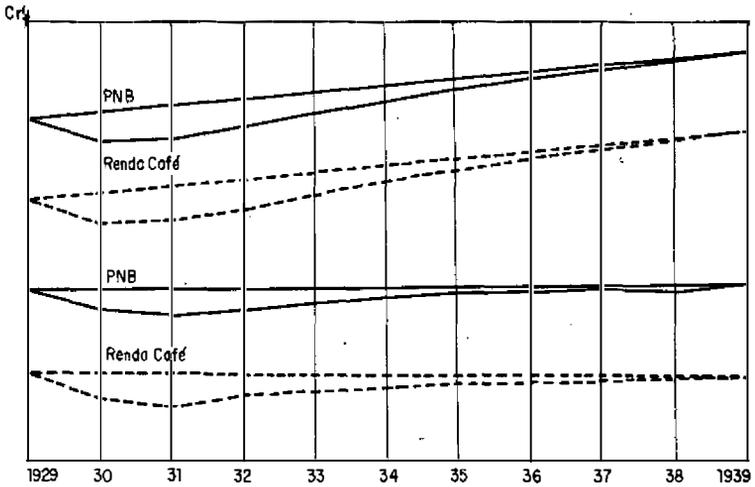
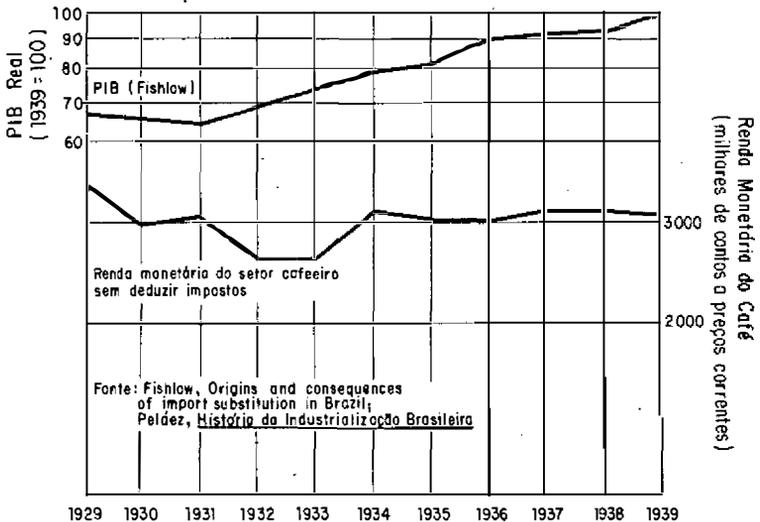


GRÁFICO VII. 3

BRASIL, PIB (FISHLOW) E RENDA MONETÁRIA DO SETOR CAFÉ SEM DEDUZIR IMPOSTOS



res das séries flutuam por baixo da linha de expansão, coincidindo com ela em 1929 e 1939. Naturalmente, devido às flutuações do preço do café e à natureza do processo produtivo agrícola, a “linha de expansão” não tem o mesmo significado para a renda café.

Duas situações teóricas são consideradas. Na primeira, tanto o PNB como a renda cafeeira apresentam aumentos através da década: a melhoria das relações de troca causada pelas tarifas ideais aumentaria a renda do café, convertendo-se no fator de crescimento acelerado do PNB. Na segunda, se existisse a mesma relação entre a renda café e o PNB, ambas as séries ficariam estacionárias caso não fosse possível aumentar a renda café com políticas protecionistas. O Gráfico VII.3 mostra os dados do Professor Fishlow para o PIB, juntamente com a estimativa da receita cafeeira feita por Peláez, *sem* deduzir qualquer imposto. Partimos da suposição, portanto, de que todo o imposto — tanto em espécie como unitário — foi pago pelo consumidor estrangeiro. Obviamente, este é um limite máximo da renda café. Assim, a curva do gráfico é a aproximação da renda bruta máxima do setor cafeeiro. O gráfico mostra que o PIB cresceu a uma taxa positiva e alta enquanto que a renda decresceu, jamais chegando a atingir os níveis de 1929. A Tabela VII.2 fornece maiores dados para verificar a hipótese de Furtado-Fishlow. Incluiu-se igualmente a variação anual da renda real do setor café, deflacionando-a com o indicador de preços de Villela e Suzigan. Nem mesmo admitindo um padrão de defasagem qualquer é possível explicar o comportamento bem diferente das primeiras diferenças do PNB e da renda café, tanto monetária como real. Mesmo a renda total do setor exportador não fornece uma explicação suficiente do comportamento do PNB. No começo do período, a renda café era aproximadamente 12% do PNB, em termos reais; nos últimos anos essa proporção caiu para 6%. Portanto, ao longo da década houve uma queda significativa da importância relativa do setor café na atividade econômica global. Existe então a possibilidade de que outros fatores tenham contribuído significativamente para a geração da demanda, uma vez que o setor cafeeiro parece não ter sido tão dinâmico como foi salientado.

Em resumo, os efeitos combinados da balança comercial exógena, as despesas governamentais durante a revolução de 1932 e com os programas de assistência à seca do Nordeste, alguns aspectos compensatórios das políticas cafeeiras, os efeitos

TABELA VII.2
BRASIL, VARIÇÕES PERCENTUAIS DA RENDA
BRUTA DO SETOR CAFÉ E DO PRODUTO REAL
1928/39

Anos	Variações da Renda Nominal Bruta do Setor Café*	Variações do PNB Real	Variações da Renda Real Bruta do Setor Café*
1928/29	— 4,1	— 0,3	— 9,0
1929/30	—14,5	— 0,7	4,6
1930/31	4,2	— 3,0	14,1
1931/32	—16,6	5,4	—14,5
1932/33	0,5	10,3	2,8
1933/34	19,9	6,7	18,1
1934/35	— 3,1	1,6	— 4,9
1935/36	0,4	11,1	—16,5
1936/37	5,5	2,4	—10,1
1937/38	— 1,1	4,5	— 0,6
1938/39	— 1,4	3,2	9,9

FONTE: Carlos Manuel Peláez, "An Economic Analysis of the Brazilian Coffee Support Program, 1906-45: Theory, Policy, and Measurement", in *Essays on Coffee and Economic Development*, editado por Peláez; Villela e Suzigan, *op. cit.*

* Sem deduzir impostos. Contém todos os aumentos reais e potenciais causados pelo programa de sustentação do café.

multiplicadores do orçamento equilibrado (1931/33), certo keynesianismo fiscal após 1934 (salientado por Fishlow mas não necessariamente válido), a substituição de importações favorecida pela depreciação e controle cambial e a existência de capacidade ociosa, contribuíram para proteger a economia do Brasil da Depressão Mundial e explicam o fundo anterior e a rápida recuperação. A escassez de dados impede mensurar com precisão a contribuição relativa desses fatores. (Mesmo com dados perfeitos não existem modelos teóricos suficientemente aptos para resolver o problema.)

7.2.2

Um Novo Ponto de Vista sobre a Depressão

Sem dúvida, com os métodos e teorias disponíveis seria impossível, para nós, demonstrar que um modelo clássico expli-

caria melhor o comportamento dos dados do que um modelo keynesiano. Na realidade, nem mesmo para um país com tão excelente informação estatística e estudos secundários sobre muitos setores da atividade econômica, como é o caso dos Estados Unidos, pode-se discriminar entre um modelo "neoquantitativo" e um modelo keynesiano.¹⁰ Nosso interesse, mais modesto, é fornecer uma interpretação diferente com elementos selecionados do trabalho anterior de vários autores, além dos novos dados. Mas isto não implica necessariamente a validade relativa de um modelo específico para o Brasil durante os anos 30.

Seria de esperar que devido à natureza aberta da economia brasileira, a Depressão Mundial deveria ter-se propagado com rapidez e violência no País. No erudito trabalho sobre a história monetária americana, Friedman e Schwartz apontaram um importante mecanismo de transmissão internacional da Depressão dentro do sistema monetário internacional daquela época e salientaram uma de várias exceções à rápida e profunda propagação:¹¹

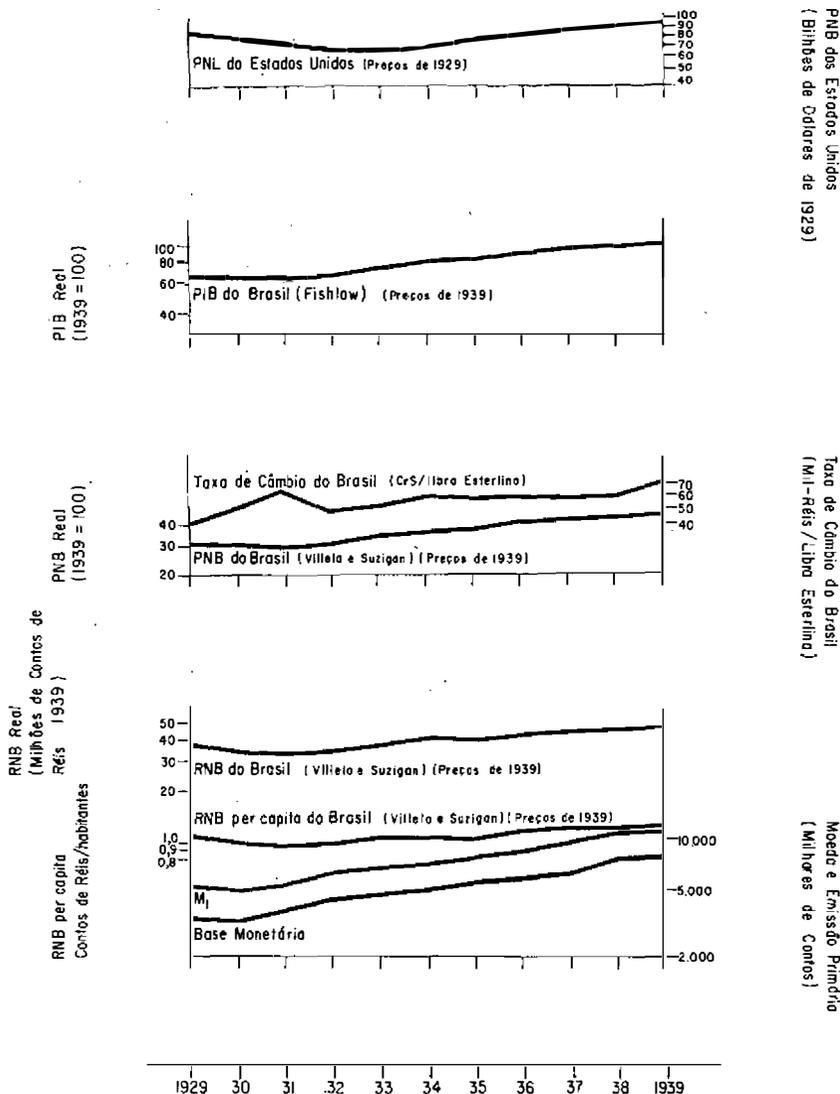
"O papel-chave das taxas de câmbio fixas na transmissão internacional da Depressão é esclarecido no caso da China. Esse país tinha um padrão prata ao invés de um padrão ouro. Assim, tinha o equivalente a uma taxa de câmbio flexível com respeito aos países do padrão ouro. Um declínio no preço ouro da prata tinha o mesmo efeito que uma depreciação no valor cambial do yüan chinês. O efeito foi insular as condições econômicas internas chinesas da Depressão Mundial... A China podia continuar a manter o equilíbrio externo sem sofrer uma deflação interna. E isto foi o que aconteceu. De 1929 a 1931, a China quase não foi afetada internamente pelo holocausto que estava se expandindo pelo mundo do padrão ouro..."

Depois do malogro da estabilização de Washington Luís, no começo da crise, uma experiência similar à chinesa ocorreu no Brasil. Os Gráficos VII.4 e VII.5 fornecem alguns elementos para a análise deste argumento. A diferença entre a experiência dos Estados Unidos, onde a Depressão foi mais forte

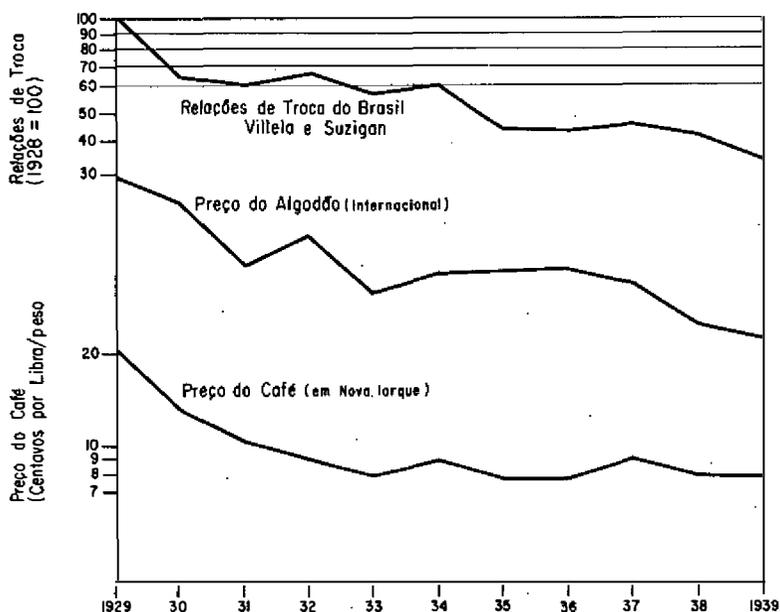
¹⁰ Ver os ensaios in *American Economic Review* (Sept., 1965). Na realidade, pouco se tem ganho com todo esse debate, mesmo teoricamente.

¹¹ Friedman e Schwartz, *op. cit.*, pp. 361-2.

INDICADORES ESCOLHIDOS DO BRASIL E PNL DOS ESTADOS UNIDOS — 1929/39



FONTE : Kuznet, *Capital in the American Economy*;
 Fislow, "Origins and Consequences of Import Substitution in Brazil", Villero e Suzigan, *op.cit.*;
 Apêndice Estatístico.

BRASIL, RELAÇÕES DE TROCA E PREÇOS INTERNACIONAIS
DO CAFÉ E DO ALGODÃO - 1929/39

FONTE : Relações de Troca: Estimativas de Vilela e Suzigan, *op. cit.*
 Preço do Algodão: Anuário Estatístico do Brasil 1939/40
 Preço do Café: Delfim Netto, Antônio. O Problema do Café no Brasil.

que no resto do mundo, e a do Brasil, consistiu em um impacto menor sobre o produto real, a recuperação em 1931/32 e altas taxas de crescimento durante a fase ascendente (1932/36.) Isto é bem demonstrado tanto nos índices de Fishlow como nos de Suzigan. A forte depreciação da taxa de câmbio no período 1929/31, como no caso da China, explica parte significativa da insulação da economia do Brasil dos efeitos da Grande Depressão. Sem dúvida uma importante política, mesmo não consciente, que impedia a transmissão da contração mundial às atividades internas.

Mas a taxa de câmbio foi valorizada entre 1931 e 1932. Em outro trabalho, foi salientado que o comércio internacional e as

políticas visando ao seu controle foram de importância no Brasil durante a Depressão.¹² Um dos mais importantes elementos da chamada interpretação “revisionista” da industrialização e crescimento a longo prazo do Brasil é o forte relacionamento entre o setor cafeeiro e a indústria, especialmente em termos de geração de demanda. Isto é especialmente importante no caso das indústrias tradicionais. Provavelmente, tem-se dado ênfase exagerada ao setor *café* durante os anos de crise. O importante fator do comércio internacional foi parcialmente camuflado pela divisão arbitrária em dois argumentos interdependentes sobre recuperação e transferência de recursos. O Gráfico VII.5 mostra a importância fundamental do comércio internacional em termos de geração de demanda. Entre 1929 e 1931, os preços internacionais do algodão e café sofreram rápido declínio. Mas o declínio nas relações de troca foi convertido em melhoria precisamente no período de recuperação, 1931/32. Entre 1932 e 1933, o preço do algodão declinou de novo, mas a taxa de câmbio foi depreciada continuamente até 1934. Em 1933/34, as relações de troca melhoraram novamente como resultado dos aumentos temporários dos preços do café e algodão, causados pela recuperação mundial da crise. Como depois de toda forte depressão, as economias dos países industriais recuperaram-se a altas taxas de crescimento. Assim, tudo parece indicar que esse processo alternado de depreciação cambial e melhoria nos preços de exportação, juntamente com o extraordinário surto do algodão e a mudança na estrutura das exportações brasileiras, explicam parte da insulação e recuperação da economia do Brasil durante os anos 30. --

A Tabela VII.3 fornece a análise das fontes de crescimento do estoque de moeda durante o período considerado. O fator de maior importância, como em quase todo subperíodo da história brasileira, foi a expansão da base monetária. O Prof. Fishlow salientou que a emissão foi causada pela política cafeeira, assim como pela natureza clássica da política monetária na fase ascendente. Na realidade, não houve desmandos monetários no Brasil semelhantes aos acontecidos nos Estados Unidos, onde o *Federal Reserve* reduziu a oferta de moeda, aprofundando a contração. A maior parte do crescimento monetário, contudo, originou-se do financiamento dos imensos *deficits* orçamentários ocasionados pela queda das receitas alfandegárias e por outros

¹² Carlos Manuel Peláez, *op. cit.*, capítulo 2

TABELA VII.3

FONTES DAS ALTERAÇÕES DA TAXA DE CRESCIMENTO DO ESTOQUE DE MOEDA

1928/39

(percentagens)

Definição do Estoque de Moeda	Taxa Média Anual Contribuída* por:				Contribuição Relativa** de:			
	Total	Base Monetária	Relação Moeda em Poder do Público/ Estoque de Moeda	Relação Encaixe dos Bancos/ Depósitos	Total***	Base Monetária	Relação Moeda em Poder do Público/ Estoque de Moeda	Relação Encaixe dos Bancos/ Depósitos
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
M_1	5,3	5,8	1,4	-1,1	100	109	26	-22
M_2	5,4	5,8	1,7	-1,5	100	107	32	-29

FONTE: Apêndice Estatístico.

* Computada pela aproximação da equação explicando a taxa média de crescimento do estoque de moeda.

** Colunas (1) até (4) divididas pela coluna (1) e multiplicadas por 100.

*** As linhas não somam o total devido a erros de aproximação e arredondamento.

fatores diversos. Dentro do modelo keynesiano, um *deficit* não planejado não surte efeito na renda nacional a não ser através do multiplicador do orçamento equilibrado. No modelo monetarista, os aumentos do estoque de moeda resultantes do *deficit*, sejam planejados ou não, afetam a renda e os preços. Portanto, a política monetária (em muitos sentidos involuntária e indubitavelmente oposta às teorias e crenças da época) foi um fator marcante da rápida recuperação da economia brasileira. Se existissem melhores informações sobre o perfil da procura de bens industriais seria possível identificar fontes urbanas e processos não ligados ao setor exportador — existentes desde o tempo da economia de exportação — que melhor explicariam a experiência brasileira. Furtado ignorou-os no seu esforço de negar qualquer progresso antes dos anos 30. Assim, explicou a geração de demanda durante a Depressão em termos de uma manutenção da renda do setor café pela política cafeeira. A parcela já relativamente pequena do café na geração do PNB desmente a alegação de que o café ainda era a única fonte de demanda no Brasil.

A Tabela VII.4 fornece maiores subsídios para uma análise da década de 30. A parte A mostra os números índices de indicadores-chave (1929/39) e a parte B as variações percentuais anuais. Após contração em 1929 (vários trimestres antes da crise mundial) e 1930, o estoque de moeda aumentou em 1931, ano de grande importância. A recuperação do PNB ocorreu entre 1931 e 1932. Contudo, a indústria não se recuperou totalmente até 1933, já que 1932 foi um ano de contração após a recuperação aparente em 1931. Nos Estados Unidos, as quedas do PIL foram muito maiores e continuaram quando já o Brasil tinha superado a crise.

Entretanto, em 1935 e 1936/37 novas contrações ocorreram na economia brasileira. A forte deterioração das relações de troca em 1935 parece ter sido um fator marcante na queda da atividade econômica nesse ano. A contração de 1936 a meados de 1937 acompanhava a recessão nos Estados Unidos. Tudo indica que os anos de 1937 a 1939 foram caracterizados por contínua contração. Em resumo, a economia brasileira sofreu contração econômica em 6 dos 10 anos. Esse comportamento choca-se seriamente com a alegação de que a década constituiu um período de progresso continuado.

A controvérsia originou-se nas altas taxas de crescimento industrial em apenas quatro anos, 1933/36. A experiência

TABELA VII.4
NÚMEROS ÍNDICES E VARIAÇÕES PERCENTUAIS ANUAIS DE INDICADORES
SELECIONADOS DA ECONOMIA BRASILEIRA — 1929/39

Anos	M_1	M_2	Preço Inter- nacional do Café	Taxa de Câmbio	Relações de Troca	Produto Industrial	PNB Real	Renda Real Bruta <i>Per Capita</i>	PNB dos Estados Unidos
A. Números Índices 1929=100									
1929	100	100	100	100	100	100	100	100	100
1930	96	96	64	122	66	95	99	90	94
1931	97	97	50	154	63	103	96	85	88
1932	104	104	45	118	68	103	102	87	81
1933	108	108	39	130	58	119	112	93	80
1934	115	115	43	147	61	134	120	98	83
1935	124	124	37	143	44	153	121	94	91
1936	138	138	38	144	45	175	135	102	98
1937	151	151	44	140	46	187	138	102	104
1938	171	171	34	142	41	198	144	101	111
1939	184	184	34	175	36	225	150	103	117
B. Variações Percentuais Anuais									
1929/30	- 9	- 4	-36	22	-34	- 5	- 1	-10	-6
1930/31	4	1	-22	26	- 5	8	- 3	- 6	-6
1931/32	15	7	-10	-23	8	0	6	2	-8
1932/33	10	4	-13	10	-15	16	10	7	-1
1933/34	5	6	10	13	5	13	7	5	4
1934/35	7	8	-14	- 3	-28	14	1	- 4	9
1935/36	10	11	3	1	2	14	12	9	8
1936/37	10	9	16	- 3	2	7	3	0	6
1937/38	19	13	-23	1	-11	6	4	- 1	7
1938/39	0	8	0	23	-12	14	4	2	5

FONTES: Apêndice Estatístico; Delfim Netto, "Foundations for the Analysis of Brazilian Coffee Problems"; e Carlos Manuel Peláez, "An Economic Analysis of the Brazilian Coffee Support Program 1906-45: Theory, Policy, and Measurement", in *Essays on Coffee and Economic Development*, editado por Peláez; Villela e Suzigan, *op. cit.*; Kuznets, *Capital in the American Economy*.

anterior da indústria deve ser levada em consideração na análise dessa *performance*. Nos dez anos anteriores ao período de rápido crescimento, ou sejam, 1923/32, registraram-se anos de contração e apenas três de expansão, 1927, 1928 e 1931. A capacidade instalada nos anos 20, quando houve grandes investimentos na indústria, não tinha sido utilizada. Após a depreciação cambial e a conseqüente escassez de bens importados, a produção industrial cresceu a taxas bastante altas. Grande parte da explicação dessas taxas reside na recuperação após um período muito prolongado de estagnação, causado pelas políticas de Artur Bernardes nos anos 20. Qual, então, o significado dessa atividade industrial concentrada em quatro anos? Certamente, aquele não foi o período de formação da indústria brasileira. Mesmo que não houvesse ocorrido a Grande Depressão, a proteção excessiva aos preços do café teria criado uma séria crise no mercado do produto. Sem dúvida, o câmbio seria desvalorizado e a indústria conseguiria utilizar a capacidade ociosa. O “choque” não era necessário e nem causou o progresso e, portanto, acarretou adversidade para o Brasil.

Do ponto de vista de política econômica, a revisão da tese de Furtado é válida. O único aspecto de relevância durante a década de 30 foi a política de promover o emprego interno com restrições ao comércio exterior — controles cambiais e desvalorização. Em perspectiva histórica, a política funcionou admiravelmente porque a indústria nacional compensou o revés ocorrido na agricultura. A existência de capacidade ociosa na indústria nacional garantiu o sucesso do processo.

A Tabela VII.5 mostra as variações percentuais trimestrais dos indicadores monetários. A contração afetou fortemente a economia brasileira em 1929 e 1930, como confirmam o declínio do estoque de moeda e da base monetária e os aumentos das relações — a relação moeda em poder do público/estoque de moeda deixou de crescer para ambos M_1 e M_2 , e a relação encaixe/depósitos dos bancos aumentou, tanto para D_1 como para D_2 .

Um dos fatores mais importantes foi o aumento do estoque de moeda, tanto M_1 como M_2 , durante os trimestres intermediários de 1931. Obviamente, o fator de crescimento foi o aumento da base monetária, já que as relações atuaram no sentido de contrair os meios de pagamento, com exceção de C/M_1 no terceiro trimestre de 1931. Portanto, o comportamento do setor público provocou aumentos do estoque de moeda no período crucial de recuperação. A política de sustentação do café

TABELA VII.5

BRASIL, VARIAÇÕES PERCENTUAIS TRIMESTRAIS
DE INDICADORES MONETÁRIOS — 1929/39

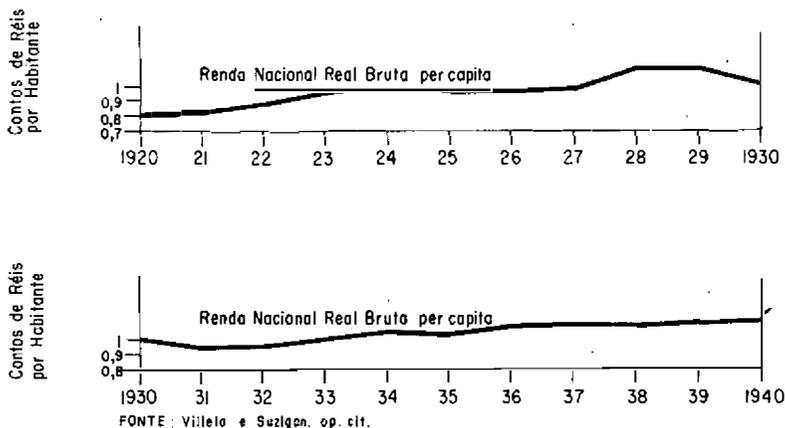
Trimestres		M_1	M_2	H	C/M_1	C/M_2	R/D_1	R/D_2
1929	I	-0,9	0,4	-1,0	2,6	0,0	0,0	-5,3
	II	-0,9	0,0	-1,2	-2,6	-3,4	0,0	5,6
	III	-2,3	-1,1	-2,1	0,0	0,0	0,0	0,0
	IV	-4,0	-1,3	-4,0	0,0	-3,6	3,2	0,0
1930	I	-3,4	-1,6	-3,2	0,0	0,0	3,2	0,0
	II	-3,1	-0,9	-2,4	0,0	-3,7	3,1	0,0
	III	-16,3	-1,0	-0,2	2,6	0,0	0,0	0,0
	IV	0,5	0,7	1,6	-2,6	0,0	3,0	-5,3
1931	I	1,9	0,0	3,9	0,0	0,0	2,9	5,6
	II	3,3	1,5	4,6	0,0	0,0	2,9	0,0
	III	3,3	-0,9	4,7	-5,3	0,0	5,6	10,5
	IV	1,6	0,3	1,1	-2,8	-3,8	2,6	4,8
1932	I	4,9	3,0	2,4	-5,7	0,0	0,0	4,5
	II	4,4	2,1	4,8	-3,0	0,0	2,6	8,7
	III	2,6	1,0	3,1	0,0	0,0	2,5	8,0
	IV	3,7	1,2	2,1	-3,1	0,0	-2,4	3,7
1933	I	4,4	2,7	3,3	0,0	0,0	-2,5	0,0
	II	-1,0	-1,7	0,8	3,2	4,0	2,6	3,6
	III	1,0	0,7	0,1	0,0	0,0	-5,0	-6,9
	IV	2,2	1,8	1,6	0,0	-3,8	-2,6	-3,7
1934	I	1,2	1,8	2,1	0,0	0,0	-2,7	-3,8
	II	1,0	1,4	1,9	3,1	4,0	-2,8	-4,0
	III	2,0	2,3	1,7	0,0	0,0	-2,9	0,0
	IV	1,5	1,5	1,3	0,0	0,0	0,0	-4,2
1935	I	1,5	1,6	1,6	3,1	0,0	-2,9	0,0
	II	1,2	2,3	1,5	3,0	3,8	0,0	0,0
	III	2,9	2,6	3,1	2,9	3,7	-3,0	-4,3
	IV	2,8	2,9	3,7	2,8	0,0	0,0	0,0
1936	I	-2,3	3,0	2,2	0,0	3,6	0,0	0,0
	II	2,4	2,7	2,1	2,8	0,0	0,0	0,0
	III	1,1	1,4	0,5	0,0	0,0	0,0	0,0
	IV	1,7	2,9	-0,3	0,0	0,0	-3,1	-4,5
1937	I	2,3	2,1	-0,3	2,7	0,0	-6,5	-4,8
	II	2,8	1,5	1,4	0,0	3,4	3,4	5,0
	III	3,9	2,2	2,1	-5,3	-3,3	-3,3	0,0
	IV	6,8	4,0	4,9	-5,6	-3,4	0,0	4,8
1938	I	4,9	3,0	5,1	-2,9	-3,6	0,0	0,0
	II	4,5	3,7	6,7	-3,0	0,0	3,4	4,5
	III	2,0	3,6	4,4	-3,1	-3,7	3,3	-4,3
	IV	0,4	2,3	3,1	3,2	0,0	6,5	4,5
1939	I	-1,5	1,2	1,1	0,0	-3,8	3,0	-4,3
	II	-0,8	1,4	1,3	3,1	4,0	5,9	4,5
	III	-0,8	1,4	-0,2	3,0	-3,8	5,6	0,0
	IV	0,9	1,6	0,2	0,0	4,0	-2,6	0,0

FONTE: Apêndice Estatístico.

iniciou-se naquele ano. O Governo experimentou grandes *déficits* em 1930 e 1931 e ambos os fatores foram responsáveis por aumentos da emissão. O mesmo processo deve ter ocorrido em 1932, quando o estoque de moeda cresceu vigorosamente. Entretanto, nos dois trimestres intermediários de 1933 observam-se indicações de nova contração. A experiência brasileira, como a norte-americana, sugere um duplo fundo durante a Grande Depressão. O ano de 1934 caracterizou-se por uma redução no crescimento do estoque de moeda. Nova contração ocorreu em 1936 até o terceiro trimestre de 1937. A economia contraiu-se novamente desde meados de 1938 e ao longo de 1939. Em vez de ser um período de progresso ininterrupto, a Grande Depressão no Brasil, como em outros países, causou instabilidade econômica ao longo de toda a década de 30.

A análise da Depressão deve ser completada com um exame das taxas relativas de crescimento da renda *per capita* durante os anos de 1920 e 1930. Uma aproximação da renda *per capita* do Brasil encontra-se no Gráfico VII.6. Trata-se, na verdade, do Produto Nacional Bruto corrigido pelas variações das relações de troca e dividido pela população, o que evidentemente difere do conceito usual de renda *per capita* das contas nacionais. Em última análise, a determinante unidimensional de demanda é a renda *per capita*. Do ponto de vista de bem-estar — visto ser impossível estimar empiricamente o “produto social de bem-estar” — é também o indicador último da *performance* de um país. Os dados mostram a melhor aproximação existente para o Brasil e é possível concluir com base neles que em termos da renda *per capita* o País progrediu relativamente pouco durante os dois subperíodos considerados. A análise correta dos anos 30 muito depende do ano-base escolhido para a estimação das taxas médias de crescimento. Se 1930, um ano de depressão, é usado como base, então a taxa de crescimento é de 1,3% ao ano. Mas se escolhermos a base de 1929, ano que também já mostrou alguns efeitos da contração, a taxa é de 0,2% ao ano. A renda *per capita* do Brasil era 1.097 mil-réis por habitante em 1929. Depois da Grande Depressão e das vicissitudes da década de 30, a renda era de 1.132 mil-réis por habitante em 1939. O Brasil, indubitavelmente, contornou a Depressão da melhor forma possível. Mas dificilmente se poderia considerar aqueles anos como período de progresso ou confirmação empírica das vantagens do modelo latino-americano de crescimento introvertido e muito menos como justificativa para maiores controles governamentais da atividade econômica.

RENDA NACIONAL BRUTA PER CÁPITA DO BRASIL 1920/30 E 1930/40



7.2.3

A Política Cafeeira

Os preços internacionais do café caíram bruscamente a partir de 1929 mas o declínio já se iniciara em 1928. Há um elemento importante na crise do café que se torna óbvio quando se examinam os dados da produção brasileira. A quantidade produzida aumentou abruptamente em 1927/28. Ainda que não tivesse ocorrido a Grande Depressão, a crise do café teria sido incontrolável. A queda dos preços internacionais, na verdade, resultara num aumento limitado das exportações que, não obstante, estava completamente fora de proporção em relação àquele declínio. Os responsáveis pela política brasileira não entenderam a natureza da crise. A queda dos preços não era suficiente para fazer face à redução substancial dos níveis de renda que resultaram em novas funções de procura, as quais correlacionavam menores quantidades procuradas para cada preço. Ainda que se obtivessem os fundos necessários, uma nova valorização nessa época não poderia lograr êxito. Mas o abandono da sustentação do café era um convite à revolta armada. O Brasil exaurira as alternativas tradicionais.

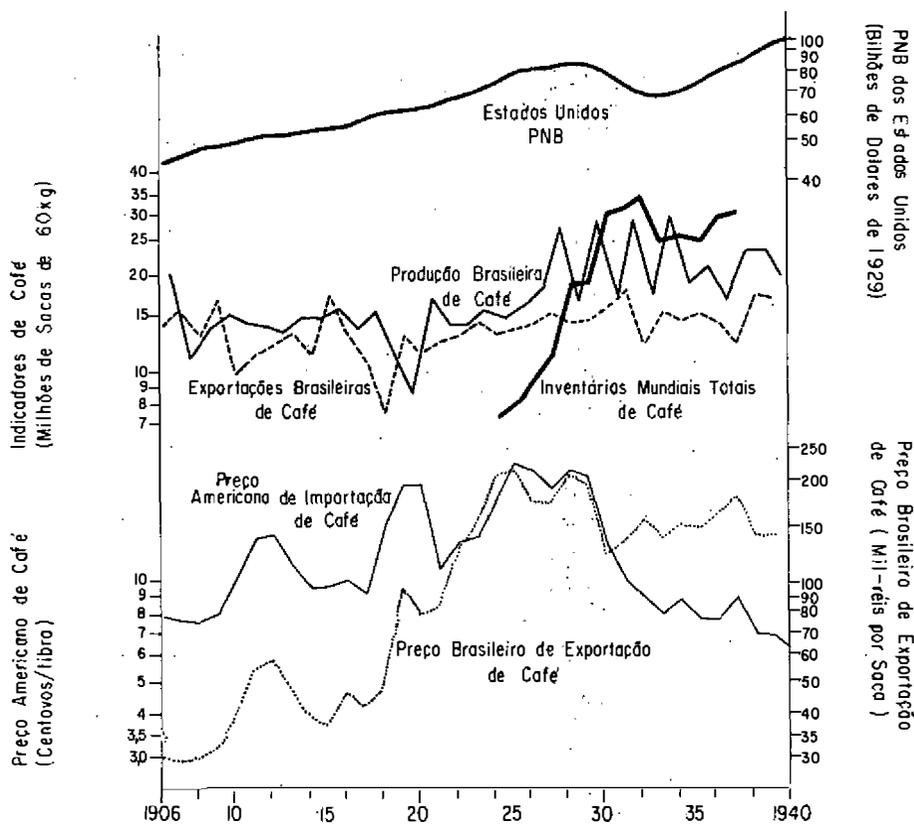
O Gráfico VII.7 mostra os dados disponíveis para a análise do impacto da Grande Depressão sobre o setor cafeeiro, do ângulo dos períodos de crise e intervenção oficial. Entre 1928 e 1940, as relações de troca do Brasil deterioraram-se em 65% e os preços internacionais do café caíram em 66%. Nos últimos três anos da década, porém, os preços e as relações de troca foram afetados pela dificuldade de exportar para a Europa. Mas os preços continuaram caindo na década de 30, mesmo depois da recuperação dos níveis de renda dos Estados Unidos, a partir de 1933. As cotações mundiais do café eram inferiores às que tinham prevalecido no primeiro período de crise em 1908. É óbvio, contudo, que o comportamento dos preços não pode ser atribuído exclusivamente às repercussões internacionais da Depressão.

As políticas cafeeiras também ajudam a explicar o colapso dos preços. Considerando-se que um pé de café demora oito anos até atingir a produção plena, o aumento constante da produção, depois de 1925, decorreu do plantio efetuado no surto de 1917/18 para substituir, em parte, os cafeeiros danificados pela geada. A safra de 1926/27 foi o primeiro indício de que a capacidade superaria amplamente as exportações possíveis. Entretanto, o indício foi distorcido pela abundância de recursos do Instituto Paulista de Café e a convicção de que o plano permanente de defesa garantiria a colocação de qualquer volume produzido no Brasil a um preço *justo*. Os estoques mundiais totais — extremamente difíceis de calcular — aumentaram bastante e superaram o ponto máximo das maiores safras. Aumentos de produtividade sem precedentes vieram agravar a situação. Uma safra excepcional foi seguida de outras também de proporções extraordinárias, num total de quatro colheitas enormes, quase consecutivas. Tal foi o resultado da institucionalização da sustentação do café. A produção não conseguiu se ajustar até por volta de 1936/37.

Os dados e registros históricos indicam que a crise cafeeira teria exercido impacto menor se o Instituto Paulista do Café não houvesse implantado a valorização. O plantio e a especulação em terras de 1926/27 atingiram seu auge nos primeiros anos da Grande Depressão.

Durante o período de intervenção observou-se a crescente importância da concorrência no mercado mundial do café (Gráfico VII.8). O fator mais marcante foi a rápida expansão das exportações africanas. A taxa de crescimento dessas exporta-

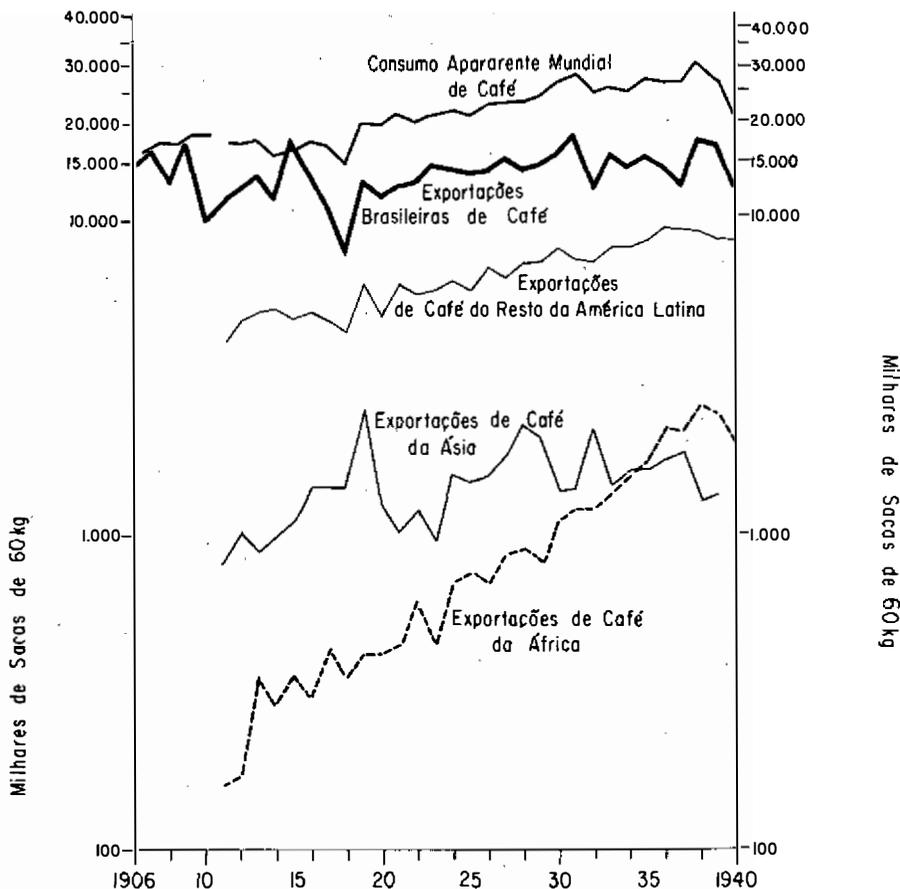
FATORES NO MERCADO BRASILEIRO DE CAFÉ - 1906/40



FONTE : Kuznets, Capital in the American Economy;
 Antônio Delfim Netto, "Foundations for the Analysis of Brazilian Coffee Problems" e
 Carlos Manuel Peláez, "An Economic Analysis of the Brazilian Coffee Support Program 1906/45:
 Theory, Policy, and Measurement", ambos in Essays on Coffee and Economic Development,
 Editado por Peláez.

GRÁFICO VII-8

CONSUMO APARENTE MUNDIAL DE CAFÉ E EXPORTAÇÕES DE CAFÉ DO BRASIL, DO RESTO DA AMÉRICA LATINA, ÁFRICA E ÁSIA - 1906/40



Exportações da Ásia, África e América Latina.

Secretaria da Fazenda do Estado de São Paulo. Superintendência dos Serviços do Café
Anuário Estatístico 1946. São Paulo. p. 133.

ções superou amplamente a de qualquer outro grupo de nações, bem como a do consumo mundial.

Enquanto as exportações asiáticas e brasileiras permaneciam relativamente estáveis, as do resto da América Latina intensificavam-se. A predestinação do Brasil como monopolista na produção de café não se estava concretizando.

Talvez o fator mais significativo dessa concorrência tenha sido o baixo custo de produção de países de mão-de-obra barata e que produziam café de boa qualidade em pequenas lavouras. Os casos mais importantes da América Latina foram a Venezuela, alguns países centro-americanos e, principalmente, a Colômbia. Como mostra o Gráfico VII.8, a produção das colônias africanas, onde a mão-de-obra era extremamente barata, representava ameaça ainda mais perigosa às condições de concorrência do Brasil, pois essas colônias se beneficiavam de tratamento tarifário preferencial nas nações-mãe. O incentivo ao plantio decorrente dos programas brasileiros de sustentação de preços foi, decididamente, vital.

Os elevados preços de 1925/29, decorrentes do Programa de Defesa Permanente, provocaram acentuada intensificação do plantio mundial. De 3,2 bilhões de cafeeiros em 1926, o plantio expandiu-se para 5 bilhões de pés, com um impressionante aumento de 1,8 bilhão de cafeeiros. A segunda expansão verificou-se na Colômbia com um aumento de 223 milhões de pés.

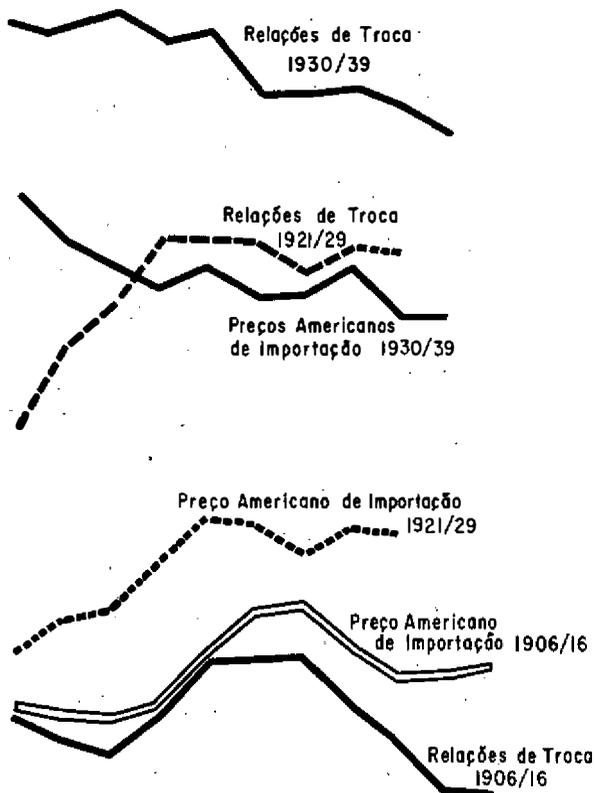
Um dos propósitos da nova política cafeeira a partir de 1937 era elevar as exportações físicas do Brasil. Infelizmente, 1938 foi o único ano dessa política em que as condições de mercado não haviam sido ainda afetadas pela crise que fechou os mercados europeus ao Brasil durante quase seis anos (1939/45). As exportações de 1938 superaram as do ano anterior em mais de 5 milhões de sacas. Mesmo no início da crise européia, em 1939, as exportações superaram todos os demais anos, com exceção de 1937 e 1938, pois alcançaram 16,5 milhões de sacas. Assim, a nova política cafeeira conseguiu elevar o nível das exportações brasileiras. Outro objetivo da política era aumentar a participação do Brasil nos mercados mundiais, que se reduzira a 48% em 1937. Em 1938, subiu para 57,2% e, em 1939, para 57,4%, mas voltou a declinar durante a crise européia, em 1940, para 53,6%. Vê-se, assim, que o café brasileiro realmente chegou a competir nos mercados mundiais e o desempenho foi sa-

tisfatório. A terceira meta era forçar o declínio internacional dos preços do café para afastar outros produtores do mercado. Também este foi cumprido. Porém, teve efeito inesperado na receita das exportações. O valor das vendas brasileiras, em libras esterlinas, declinou de 17,9 milhões, em 1937, para 16,2 milhões, em 1938, e para 14,9 milhões, em 1939. Essa queda foi parcialmente compensada por um aumento da taxa cambial, depois da abolição dos controles de câmbio, em 1937. Os técnicos brasileiros pretendiam compensar a queda da receita em moeda estrangeira com o aumento das exportações. No entanto, sendo a demanda do café inelástica, o resultado era duvidoso. O declínio dos preços teria, então, redundado no declínio do total das receitas.

O propósito da história econômica é usar os fatos e as teorias econômicas para reconstituir os aspectos significativos do passado. A análise correta do estudo da sustentação há de alicerçar-se na teoria formulada, no século passado, por John Stuart Mill: o teorema da tarifa ideal. A retirada do café do mercado tinha por fim manter o seu preço em níveis mais altos do que os que seriam obtidos em condições de mercado livre. Mas a melhoria dos preços das exportações brasileiras poderia ser contrabalançada por um incremento dos preços das importações. Destarte, o que é de interesse considerar é o comportamento dos preços de exportação, dos quais o café é o maior componente, face aos preços das importações. As relações de troca são, precisamente, a medida de tal comportamento.

O Gráfico VII.9 mostra os dados disponíveis para testar o sucesso de três programas de valorização: o primeiro, de 1906 a 1914, o programa de valorização e defesa permanente, de 1921 a 1929, e o programa de sustentação do Governo Vargas, de 1930 a 1939. A valorização de 1917 a 1920 decorreu de um acidente histórico — a geada de 1918 — sendo de pouco interesse e, provavelmente, não comparável. Admitindo-se que todos os outros fatores tenham sido constantes, a primeira valorização elevou o preço do café e melhorou as relações de troca. Porém, depois de certo ponto, tanto uma quanto outra variável declinaram substancialmente. O fracasso da primeira valorização decorreu do fechamento dos mercados durante a I Guerra Mundial. As valorizações de 1921 e 1929 exerceram, na fase inicial, sensível impacto sobre os preços do café e as relações de troca. Não houve fase baixista, e sim um período estável nos últimos anos da valorização. Conseqüentemente, a política protecionista adotada pelo Brasil teve algum sucesso. Durante o pro-

PREÇO AMERICANO DE IMPORTAÇÃO E RELAÇÕES DE TROCA DO BRASIL DURANTE AS VALORIZAÇÕES DE 1906/16, 1921/29 E 1930/39



FONTE: Antônio Delfim Netto, "Foundations for the Analysis of Brazilian Coffee Problems" in Essays on Coffee and Economic Development, Editado por Peláez; Estimativas Villela e Suzigan, op. cit.

grama de valorização do café do Governo Vargas, porém, não melhoraram nem os preços do café nem as relações de troca — em parte devido à contração econômica mundial e igualmente ao resultado da superprodução, ocasionada por anos de intervenção.

7.3

A II Guerra Mundial¹³

7.3.1

O Movimento dos Indicadores Agregados

A Tabela VII.6 fornece os dados para a análise do comportamento da economia brasileira durante o período arbitrário chamado de guerra. Pela primeira vez na história do País experimentaram-se taxas de crescimento monetário absolutamente altas: 18,0% ao ano para M_1 e 18,2% para M_2 . A expansão da base monetária contribuiu com a maior parte do crescimento do estoque de moeda, crescendo à elevada taxa de 17,2% ao ano. O fator de maior importância dos aumentos do estoque de moeda constituiu-se no aumento da base monetária causada pela compra de cambiais a que o Governo se viu forçado devido aos grandes *superavits* da balança comercial e à entrada de capitais. Enquanto a relação moeda em poder do público/estoque de moeda permaneceu mais ou menos estável, a relação encaixe dos bancos/depósitos declinou, contribuindo igualmente para o crescimento monetário.

O produto industrial cresceu a taxas bem mais baixas do que durante a década de 30 e a produção agrícola quase que estagnou. Mesmo assim, devido à melhoria das relações de troca, a renda nacional real bruta *per capita* aumentou a taxas mais altas do que no período anterior.

¹³ Para uma análise da economia brasileira durante a guerra, ver Mircea Buescu, "Le Commerce Extérieur du Brésil pendant la Seconde Guerre Mondiale", in *Revue d'Histoire de la Deuxième Guerre Mondiale* (avril, 1974).

TABELA VII. 6

BRASIL, TAXAS MÉDIAS DE CRESCIMENTO DE INDICADORES SELECIONADOS — 1939/45

(percentagens)

Indicadores	Taxa Média Anual
M_1	18,0
M_2	18,2
Base Monetária	17,2
C/M_1	0,4
C/M_2	0,0
R/D_1	— 0,8
R/D_2	— 1,3
Preços	11,8
População	2,0
PNB Monetário	14,3
PNB Real	2,7
PNB Real <i>Per Capita</i>	0,7
V_1 (PNB Monetário/ M_1)	— 3,6
V_2 (PNB Monetário/ M_2)	— 4,1
Relações de Troca	5,1
Produto Industrial	4,4
Produto Agrícola	1,4
Renda Nacional Bruta <i>Per Capita</i>	1,2

FONTE: As mesmas da Tabela VII. 4^a

O Gráfico VII.10 permite examinar em maior detalhe o comportamento monetário durante a guerra. Novamente, observa-se o paralelismo do comportamento da moeda, preços e renda (PNB nominal). A contração que começara nos últimos anos da década de 30 continuou durante os anos de 1940 e 1941. Quase todo o aumento do estoque de moeda concentrou-se nos anos de 1941/44. A partir de 1945 houve uma grande queda da taxa de crescimento do estoque de moeda. Provavelmente, ocorreu nova contração imediatamente após o período bélico.

A relação moeda em poder do público/estoque de moeda sugere contração até 1941, nova recessão em 1942, expansão até 1944 e novamente contração a partir de 1945. O comportamento da velocidade monetária é muito mais difícil de explicar, especialmente devido à falta de datas de referência e de maiores conhecimentos sobre o padrão de defasagens da velocidade com respeito ao ciclo dos negócios.

7.3.2

A Política Cafeeira durante a II Guerra Mundial¹⁴

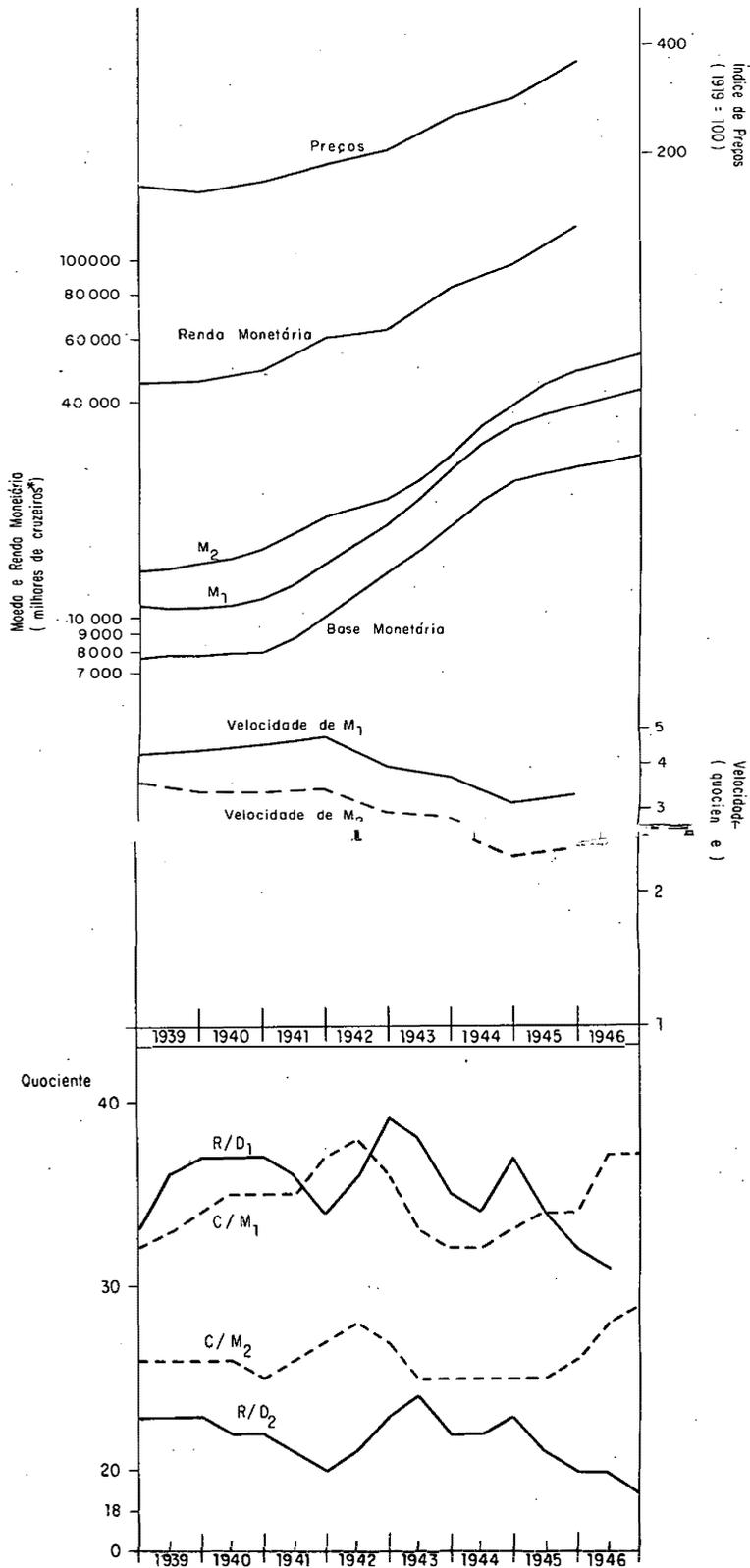
Foi crítico o impacto da Guerra européia no mercado mundial de café. Ao serem fechados os mercados europeus após 1939, as exportações caíram sensivelmente e os preços atingiram seu nível mais baixo. A perda de exportações sofrida pelo Brasil foi estimada em mais de 7 milhões de sacas por ano, enquanto a de outros produtores talvez tenha ultrapassado os 10,2 milhões de sacas. Nessa conjuntura de crise, o Bureau Pan-Americano do Café convocou a III Conferência Pan-Americana do Café, em 1940.

A III Conferência realizou-se em New York em junho e julho de 1940. Os Estados Unidos enviaram um observador. O Bureau preparara um esquema experimental para as quotas de exportação, que mais uma vez não foi aprovado, em face da ameaça de maior recuo dos preços devido às novas safras. Os Ministros de Relações Exteriores das Américas haviam-se reunido no Panamá em 1939, estabelecendo um Comitê Interamericano de Assessoria Econômica e Financeira, dotado de grandes poderes para solucionar os problemas econômicos do hemisfério. Por sua vez, o Comitê nomeara um subcomitê para a elaboração de um plano cafeeiro, que foi formulado entre agosto e dezembro de 1940. Em 28 de novembro do mesmo ano, o **plano formulado pelo subcomitê foi assinado com a denominação de Acordo Interamericano do Café**. Entrou em vigor em 15-4-41, tendo sido assinado formalmente na União Pan-Americana.

O suposto objetivo do estabelecimento do Acordo Interamericano era a “comercialização adequada do café, com vistas a garantir condições eqüitativas tanto aos produtores quanto aos consumidores, ajustando-se a oferta à demanda”. O propósito real foi outro: elevar as cotações internacionais. Porém, um aumento acima do preço estipulado pelo nível de comercialização leva, precisamente, a um excesso de oferta. Logo, o Acordo Interamericano do Café foi, em certos aspectos, uma repetição, em nível hemisférico, da “filosofia” dos esquemas brasileiros de controle.

¹⁴ Esta subseção é parte do trabalho de Peláez, “The Interamerican Coffee Agreement and Brazilian Coffee during World War II”, in *Essays on Coffee and Economic Development* editado por Peláez (Rio de Janeiro: Fundação Getúlio Vargas para o Instituto Brasileiro do Café, 1973).

BRASIL, MOEDA, RENDA, PREÇOS E VELOCIDADE DA MOEDA - 1939/46

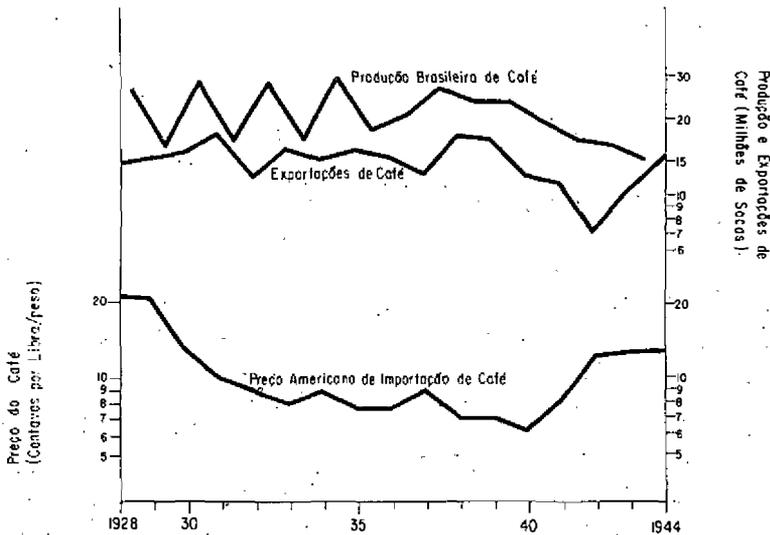


* O Cruzeiro (Cr \$) substituiu o mil-réis como unidade monetária do Brasil em 1942.
 Vide Notas de Esclarecimento

Os Estados Unidos, por sua vez, desejando impedir o estabelecimento de aliança entre os países latino-americanos e os poderes do Eixo, e sendo o café importante atividade econômica em vários desses países, passaram a pagar preços mais elevados em troca de uma possível aliança estratégica e diplomática. Em 1940, contudo, o preço americano de importação de café situava-se em 6,2 cents de dólar por libra-peso, o mais baixo do período compreendido nas estatísticas de preços. O principal fator determinante dessa queda foi a ameaça de que os produtores poderiam exportar para os Estados Unidos — o último mercado restante — o café que não pudesse ser vendido na Europa. Entretanto, os preços subiram sensivelmente em 1941. O Gráfico VII.11 mostra o fato. Contudo, os níveis de 1928 não foram mais atingidos durante a Grande Depressão e a II Guerra Mundial. Os técnicos brasileiros em política econô-

GRÁFICO VII-11

PRODUÇÃO E EXPORTAÇÕES BRASILEIRAS DE CAFÉ E PREÇO AMERICANO DE IMPORTAÇÃO DE CAFÉ - 1928/44



FONTE: Antônio Delfim Netto, "Foundations for the Analysis of Brazilian Coffee Problems" e Carlos Manuel Példez, "An Economic Analysis of Brazilian Coffee Support Program 1900/45: Theory, Policy, and Measurement", ambas in *Essays on Coffee and Economic Development*, Editado por Példez.

mica atribuíram a elevação dos preços ao AIC. Este, porém, não previra qualquer política de preços. O mecanismo de uma majoração de preços exclusivamente decorrente do AIC é confuso. A divisão do mercado em parcelas poderia manter a cotação corrente ou ocasionar aumentos gradativos no caso de serem previstos períodos de escassez. Na realidade, os aumentos observados decorreram, principalmente, das políticas latino-americanas de preços mínimos de exportação.

A destruição de café foi, talvez, a forma de controle mais dramática no Brasil. Os observadores contemporâneos ficaram surpresos com a quantidade de café destruído em poucos anos. Para se ter uma idéia, mesmo que toda a produção tivesse sido suspensa durante uma safra inteira, o Brasil teria continuado a fornecer café, normalmente, durante quatro safras e meia, utilizando apenas os estoques destruídos. O Brasil era, e é, um país relativamente pobre em termos de renda *per capita*. Sua estrutura industrial no período 1930/45 era muito limitada e os recursos também exigüos. Logo, a queima do resultado de quatro

TABELA VII.7

BRASIL, CAFÉ DESTRUÍDO PELO GOVERNO FEDERAL — 1931/44

Anos	Número de Sacas Destruidas
1931	2.825.784
1932	9.320.633
1933	13.687.012
1934	8.265.791
1935	1.693.112
1936	3.731.154
1937	17.196.428
1938	8.004.000
1939	3.519.874
1940	2.816.063
1941	3.422.835
1942	2.312.805
1943	1.274.318
1944	135.444
Total	78.214.253

FONTE: Superintendência dos Serviços do Café, Secretaria da Fazenda do Estado de São Paulo, *Anuário Estatístico 1946* (São Paulo), p. 55.

anos de sua principal atividade econômica foi, incontestavelmente, uma medida extrema.

A situação durante a Depressão e a Guerra tornou-se crítica. A Tabela VII.7 mostra as quantidades de café destruídas durante as administrações do Conselho Nacional e do Departamento Nacional do Café. O total destruído entre 1931 e 1944 atingiu 78.214.253 sacas. A necessidade de destruir o café desapareceu durante o período final da Guerra, quando fortes geadas mudaram a situação de superprodução à de subprodução.

VIII

A POLÍTICA MONETÁRIA DO BRASIL — 1947/72

8.1

O Movimento dos Indicadores Agregados

O Gráfico VIII.1 mostra o comportamento das duas definições do estoque de moeda e da base monetária, assim como da renda monetária e dos preços para o período 1947/69. Em vários sentidos este foi um período único na história econômica do Brasil. O estoque de moeda, os preços e a renda monetária aumentaram a taxas muito altas (mais que o dobro da taxa para longo prazo, aqui compreendido por uma série de mais de 100 anos) durante todo o período de 20 anos, com exceção dos dois anos iniciais. O estoque de moeda, a base monetária, a renda monetária e os preços sofreram substancial aceleração no período 1958/64. Após aquele ano, o programa de estabilização, com intensidade (ou gradualismo) mutável, reduziu a taxa de crescimento das variáveis.

A Tabela VIII.1 mostra os resultados da análise das fontes de variação do estoque de moeda para valores no meio do ano. A base monetária, refletindo o comportamento do setor público,

GRÁFICO VIII - 1

BRASIL, ESTATÍSTICAS MONETÁRIAS, PNB NOMINAL E PREÇOS - 1947/69

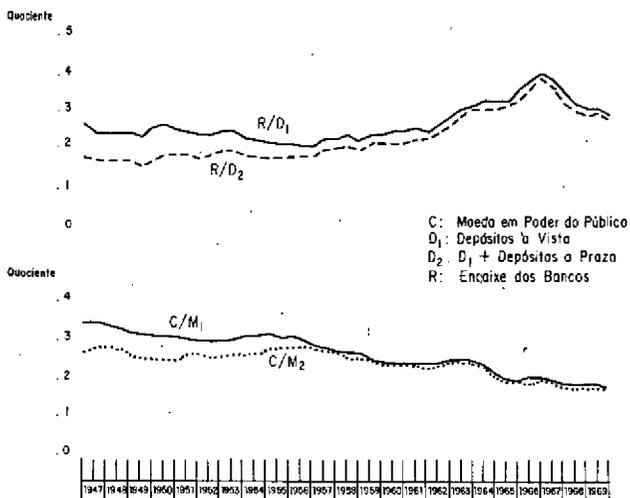
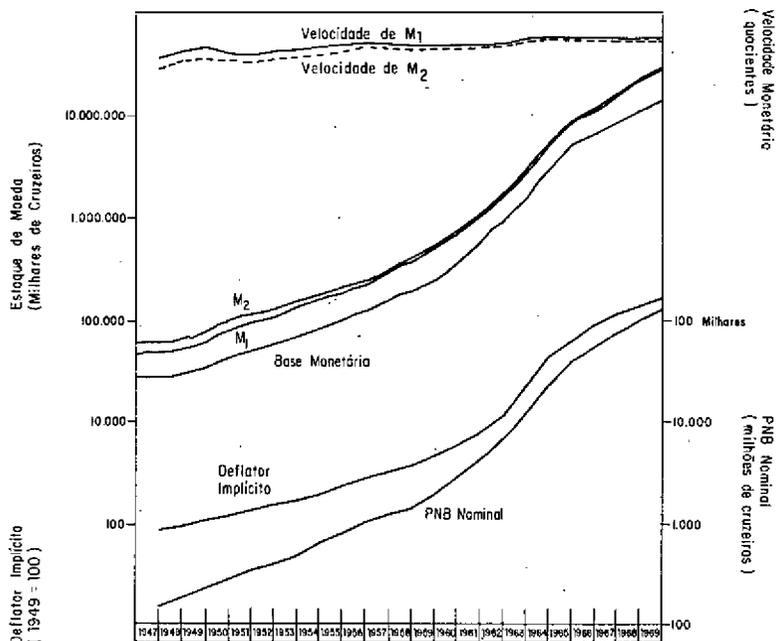


TABELA VIII.1

FONTES DAS ALTERAÇÕES DA TAXA DE CRESCIMENTO DO ESTOQUE DE MOEDA DO
BRASIL — 1947/65

(percentagens)

Definição do Estoque de Moeda	Taxa Média Anual Contribuída* por:				Contribuição Relativa ** de:			
	Total***	Base Monetária	Relação Moeda em Poder do Público/ Estoque de Moeda	Relação Encaixe dos Bancos/ Depósitos	Total***	Base Monetária	Relação Moeda em Poder do Público/ Estoque de Moeda	Relação Encaixe dos Bancos/ Depósitos
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
M_1	27,92	27,55	3,36	-1,54	100	99	12	- 6
M_2	26,64	27,55	2,79	-4,70	100	103	10	- 18

FONTE: Apêndice Estatístico.

* Computada pela aproximação da equação explicando a taxa média de crescimento do estoque de moeda. Ver o texto do Capítulo I.

** Colunas (1) até (4) divididas pela coluna (1) e multiplicadas por 100.

*** As linhas não somam o total devido a erros de aproximação e arredondamento.

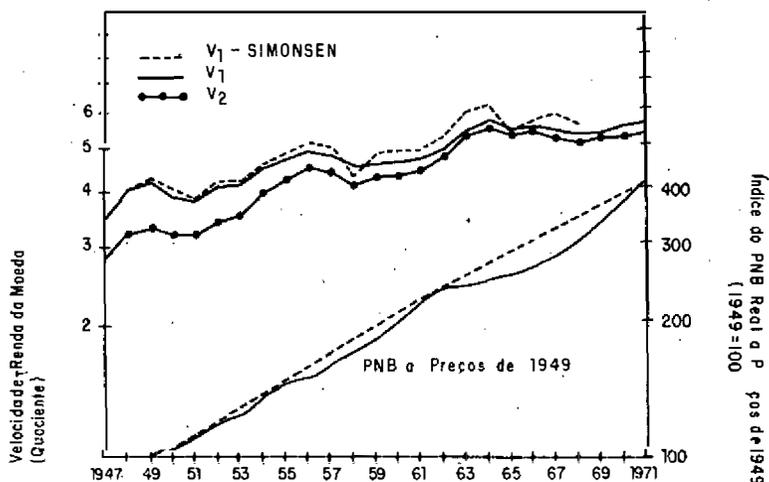
contribuiu com a maior parte do aumento da taxa para ambas as definições do estoque de moeda. As duas definições da relação *papel-moeda em poder do público*/estoque de moeda continuaram seu processo de longo declínio, iniciado no século XIX quando alcançavam valor próximo à unidade e a economia não era monetizada, contribuindo positivamente para a taxa de aumento da moeda durante todo o período. As duas definições da relação *encaixe dos bancos*/depósitos contribuíram negativamente para a taxa de crescimento do estoque de moeda. A definição para a relação M_2 , devido à base inicial menor, mostra uma taxa mais elevada. Isto resultou parcialmente da eliminação gradual dos depósitos a prazo pelas autoridades monetárias durante a última parte do período. O aumento desta relação durante tão longo período reflete as peculiaridades da estrutura bancária do Brasil durante o processo inflacionário, que tem sido amplamente analisado na literatura acadêmica.¹

Para o período 1947/65, usando agora valores do último trimestre para o estoque de moeda, M_1 aumentou à taxa média anual (continuamente composta) de 27,9% e M_2 a 26,6%. A taxa anual de crescimento da população foi também elevada: 2,7%. Os preços implícitos aumentaram à taxa de 23,0% e a renda real a 6,0%. Assim, a taxa de aumento de M_1 *per capita* (25,2%) pode ser decomposta em aumento de preços da ordem de 23,0%, um acréscimo da renda real *per capita* (PIB *per capita*) de 3,3% e um declínio de *meses-renda* mantidos pelo público em forma de M_1 (estoque de moeda multiplicado por 12 e dividido pela renda monetária) de 1,1%. De forma semelhante, o aumento médio de M_2 *per capita* (23,9%) pode ser decomposto numa majoração de preços de 23%, um incremento da renda real *per capita* de 3,3% e um declínio dos *meses-renda* mantidos pelo público na forma de M_2 da ordem de 2,4%. Esses dados mostram o grande dinamismo da economia brasileira, apesar das altas taxas de crescimento populacional e inflação. No período, a indústria cresceu à taxa média anual de 7,8% em cotejo com os 6,2% da agricultura.

O Gráfico VIII.2 mostra os dados para a velocidade-renda da moeda (renda monetária/estoque médio trimestral de moeda durante o ano) junto com o índice do PIB real (daqui em diante referido como renda). A velocidade para a primeira definição do

¹ Ver as referências em Denio Nogueira e Carlos Manuel Peláez, "Introdução: ensaios sobre a economia brasileira", in *Revista Brasileira de Economia*, Número Especial, vol. 26, n. 3 (jul/set, 1972) pp. 58-74.

VELOCIDADE-RENDA DA MOEDA E PNB REAL-1947/71



Fonte : Apêndice Estatístico,
Mário Henrique Simonsen, Inflação: Gradualismo x Tratamento de Choque,
op. cit.

estoque de moeda (M_1) aumentou à taxa média anual de 1,9% e a mensuração correspondente para M_2 a 2,6%. Uma estimativa independente feita anteriormente pelo Prof. Mario Henrique Simonsen² apresenta crescimento da velocidade-renda de 2,1% ao ano. Depreende-se, conseqüentemente, que a velocidade monetária, no Brasil, aumentou no pós-guerra. Em certo sentido esse é um resultado paradoxal. Os dados monetários, para a maior parte dos países, mostram relação inversa entre a renda real e a velocidade monetária através do tempo, isto é, a longo prazo. O crescimento econômico dos países industriais tem sido acompanhado por declínio contínuo da velocidade monetária. Não obstante, observou-se durante o ciclo que a velocidade aumenta na fase ascendente e declina na descendente. Isto é, a relação é direta. O período 1947/71 é suficientemente longo para se observar tendência declinante a longo prazo. Infelizmente, não há datas de referência para os ciclos de negócios no Brasil

² Mario Henrique Simonsen, *Inflação: Gradualismo x Tratamento de Choque* (Rio de Janeiro: APEC Editora S.A., 1970).

que permitam determinar precisamente o comportamento cíclico da velocidade monetária. Tal tipo de análise é também limitada pelo uso de dados anuais ao invés de dados trimestrais ou, ainda melhor, mensais. Os dados anuais tendem a *mascarar* o comportamento cíclico. Assim, tudo que se pode fazer no presente estágio de conhecimento empírico sobre a economia brasileira são comentários tentando explicar as causas da tendência ascendente da velocidade e algumas especulações sobre o comportamento cíclico.

A velocidade monetária é determinada pelo custo em manter saldos de moeda, rendimentos de substitutos monetários, expectativas sobre a taxa de inflação, renda, expectativas sobre a estabilidade dos negócios (como recentemente apontado por Friedman e Schwartz na sua história monetária dos Estados Unidos) e por fim preferências do público. Não há dados fidedignos para o Brasil sobre as taxas de juros adequadas a um modelo econométrico da procura de moeda. Entretanto, uma média ponderada de diferentes taxas foi construída pelo Prof. Simonsen no trabalho citado. Regressões simples da velocidade monetária sobre a taxa de inflação (usando tanto o índice 2 da *Conjuntura Econômica* como o deflator implícito) e a taxa de juros apresentaram resultados significantes. O uso de um conceito mais adequado de antecipações dos preços, não obstante, poderia ter aumentado o poder explicativo das equações. É óbvio que as expectativas inflacionárias e o aumento da taxa de juros contribuíram para a tendência ascendente da velocidade. A última parte do período, além disso, foi caracterizada pela introdução de muitos substitutos monetários. Isto pode ter contribuído para a expansão comentada, que também pode ter sido influenciada pela fase ascendente do ciclo dos negócios, o chamado *milagre brasileiro*. Esse fator, contudo, é muito difícil de quantificar devido à falta de informações. As expectativas sobre estabilidade são ainda mais difíceis de quantificar e poderiam ter atuado na direção diferente à tendência observada.

Devido à falta de datas de referência para os ciclos de negócios, os picos da série de PNB real foram unidos por uma linha tracejada, numa tentativa de identificar condições de utilização total de capacidade. Esse é um exercício grosseiro que deve ser suplementado com outras informações para se tornar útil. Os picos da série coincidem mais ou menos com os picos dos índices de produção industrial. A linha tracejada fornece, grosso modo, uma mensuração da expansão de capacidade sob hipóte-

se³ de trajetória linear. Nos anos de pico há a suposição de quase total utilização de capacidade. Os dados de PIB e os registros históricos brasileiros (contidos em *Conjuntura Econômica*) mostram taxa de crescimento muito alta para o período 1958/61. O período 1961/66 pode ser caracterizado como de contração de negócios. Sem dúvida havia grande capacidade ociosa na indústria. A recuperação não ocorre até 1967. Entretanto, e paradoxalmente, a velocidade aumentou durante todo o período de contração. As expectativas sobre estabilidade somente podem ter atuado no sentido de reduzir a velocidade devido à instabilidade econômica naquela época e à aplicação intermitente de medidas monetárias e fiscais para conter a inflação. Parece, portanto, que as expectativas inflacionárias foram mais importantes que outros fatores. De modo análogo, observou-se queda na velocidade nos períodos ascendentes de 1958/61 e 1967/71. Uma explicação deste comportamento terá que ser feita com melhores informações tanto das contrações de negócios como dos indicadores a curto prazo e dos determinantes da velocidade.

Para os propósitos deste livro, o período 1947/72 foi dividido em dois subperíodos que parecem incluir, mais ou menos, tanto um intervalo de crescimento limitado quanto uma fase de crescimento rápido. Isto, naturalmente, é um procedimento arbitrário. Mas as datas de referência do National Bureau of Economic Research são também relativamente arbitrárias. Os subperíodos considerados são 1947/61 e 1961/72. O objetivo principal é identificar os principais aspectos da política monetária e suas inter-relações com o comportamento agregado da economia e outras políticas macroeconômicas.

8.2

O Subperíodo 1947/61

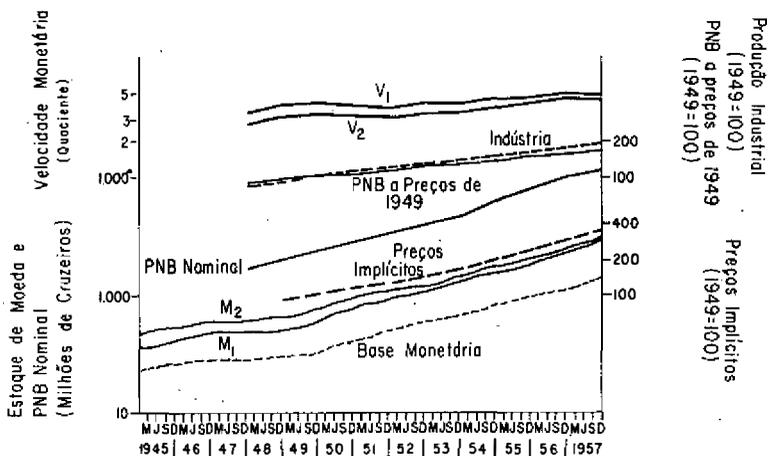
8.2.1

O Intervalo 1947/57

O Gráfico VIII.3 mostra alguns dos mais importantes indicadores agregados para a economia brasileira no intervalo

³ R. Hicks, *A Contribution to the Theory of the Trade Cycle* (Londres: Oxford University Press, 1950).

BRASIL, ESTATÍSTICAS MONETÁRIAS, RENDA REAL E NOMINAL E PRODUÇÃO INDUSTRIAL 1945/57



1947/57. O estoque de moeda e a base monetária mantiveram-se mais ou menos estáveis até 1949. Altas taxas de crescimento aconteceram após aquele ano. O mais importante fator de expansão do estoque de moeda foi o aumento da base monetária (*high-powered money*) refletindo o comportamento do setor público. Uma parte substancial foi absorvida por aumentos de preços. Todavia, a economia expandiu-se vigorosamente. O estoque de moeda *per capita* de M_1 aumentou à taxa média de 12,5% e o de M_2 à de 11,4%. Os preços cresceram à taxa média anual de 12,4%. O produto real *per capita* acusou incremento a uma taxa relativamente alta: 3,4%. Os meses-renda de M_1 declinaram à taxa de 3,2% e os de M_2 a 4,6%. Isto é, ambas as mensurações da velocidade-renda da moeda mostraram aumento. Tudo isto fornece uma decomposição precisa da taxa de aumento do estoque de moeda, para ambas as definições, em aumentos de preços, produto real *per capita* e mudanças na absorção de moeda pelo público. O fenômeno corresponde à teoria quantitativa da moeda.

Esta versão, é claro, supõe a velocidade-renda da moeda absolutamente invariável em curto período. Em certo sentido, devido à mensuração independente das diversas variáveis (com exceção do deflator implícito e a renda real), essa relação sugere certa correlação entre as variáveis monetárias e os preços e renda monetária. O setor dinâmico da economia foi a indústria que cresceu à taxa anual de 7,4%, contra os 4,0% da agricultura.

8.2.2

Política Monetária durante o Período da Taxa de Câmbio Supervalorizada

Devido aos debates de Furtado, Huddle e Fishlow,⁴ é comum analisar o intervalo 1946/52 em termos da política de câmbio seguida pelo Governo brasileiro. A política, defendida em certos pontos por Furtado e Fishlow e criticada por Huddle, consistiu na fixação da taxa de câmbio com o objetivo de subsidiar as importações de equipamentos de capital e maquinarias para a indústria. Os técnicos de política econômica também pretendiam impedir a inflação através da estabilidade da taxa de câmbio. Assim, a taxa de câmbio foi mantida ao nível aproximado de 18,50 cruzeiros (antigos) por dólar e o Governo racionou as divisas através do sistema de licenças. As vantagens (sociais) dessa política e seus prováveis efeitos sobre o crescimento têm sido assunto de importante debate acadêmico. Embora sejam problemas de grande importância, não representam o propósito primeiro deste livro que objetiva analisar o mecanismo e natureza da política monetária e seu impacto sobre o estoque de moeda e variáveis agregadas.

O estoque de moeda e a base monetária continuaram a aumentar em 1946 até que se atingiu a estabilização em 1947 e nos três primeiros trimestres de 1948. Havia duas autoridades mo-

⁴ Celso Furtado, *Formação Econômica do Brasil* (Rio de Janeiro: Fundo de Cultura, 1959); Donald Huddle, "O sistema brasileiro de taxas cambiais flutuantes — sua equidade distributiva, suas relações com a inflação e sua eficiência", in *Revista Brasileira de Economia*, Número Especial, vol. 26, n.º 4, (out/dez, 1972), e referências a outros trabalhos dele nesse ensaio; Albert Fishlow, "Origins and consequences of import-substitution in Brazil", *op. cit.*

netárias naquela época: a Caixa de Mobilização Bancária (CAMOB) e a Superintendência da Moeda e Crédito (SUMOC). Ambas faziam parte do Banco do Brasil, mas a SUMOC estava mais estreitamente ligada ao Ministério da Fazenda. A política da CAMOB foi idealizada para reprimir a inflação de crédito. Assim, a CAMOB assistiria os bancos durante o período de crise. Ironicamente, converteu-se no instrumento de aumento de crédito inflacionário. Sua assistência limitava-se a fornecer liquidez para os títulos de médio e curto prazos que constavam do ativo dos bancos comerciais. A Carteira de Redescontos (CARED) assistia o mercado com respeito aos papéis comerciais de curto prazo.

A SUMOC por sua vez tinha sido planejada como organismo para implementação da política monetária. Foi, em muitos aspectos, resultado do esforço do Departamento Econômico do Ministério da Fazenda (Seção de Estudos Econômicos e Financeiros). Tinha como objetivo fundamental operar de maneira semelhante a um banco central, devendo, no futuro, nele se converter. Sua principal política no começo do período de pós-guerra foi conter a inflação. Além disso, a SUMOC tinha grande número de amplas atribuições sobre o estabelecimento de bancos, fixação de seu capital mínimo, regulamentação dos negócios bancários etc. Nas localidades onde não havia filial do Banco do Brasil, a SUMOC poderia fixar as reservas mínimas dos bancos. Controlava ainda a política financeira internacional como depositária dos recursos do Fundo Monetário Internacional. Suas regulamentações primeiras visavam o controle das reservas compulsórias dos bancos. Essas reservas foram reduzidas em 1946 a 3% e 2% para os depósitos à vista e a prazo, respectivamente.

Na sua luta contra a inflação, o Governo incluiu também medidas fiscais. A medida fundamental foi o equilíbrio orçamentário. Mas, esse objetivo global deveria estar coerente com a expansão econômica no pós-guerra e a reforma tributária. O primeiro objetivo seria atingido através da eliminação dos controles sobre a produção e distribuição e também por meio do crédito bancário. A reforma tributária seria implementada no futuro para levar em consideração as conseqüências econômicas e sociais ao invés de somente os aspectos fiscais. O orçamento de 1947 foi programado para *superavit*.

O consumo de bens importados no Brasil tinha sido amplamente restringido durante a Grande Depressão dos anos de

30 e a II Guerra Mundial. A maior parte dos transportes brasileiros contava com equipamento obsoleto. Observava-se grande necessidade de novos equipamentos também no setor industrial. A intenção do Governo era liberalizar o mercado cambial tão rápido quanto possível para permitir a importação de bens. Pelo Decreto de 27-2-46 estabeleceu-se um mercado de câmbio perfeitamente livre. Garantiu-se ao capital estrangeiro repatriação total dos lucros. O decreto também estipulou o livre uso de câmbio no Brasil assim como de fundos no exterior. A sobre-taxa imposta às importações de bens foi abolida. Baseou-se a política na grande abundância de divisas em ouro acumuladas durante os anos de guerra, especialmente 1943 e 1944. Não somente limitaram-se as importações devido à escassez de bens no exterior e controles de exportação bélicos, mas também houve contínuo influxo de capital de origem européia. O estoque de ouro do Brasil atingiu US\$ 386 milhões em 1946, contra os modestos US\$ 122 milhões de 1942.

A situação do mercado cafeeiro continuou nas mesmas linhas traçadas durante a guerra. O produto era vendido ao preço-teto de 13,4 centavos de dólar por libra-peso, o que representava 58% do preço prevalecente em 1928.

O Brasil já havia experimentado algum crescimento de seu setor bancário, mas há razões para acreditar que ainda permanecia relativamente atrasado e não adequado à rápida expansão da economia no período de pós-guerra. A Tabela VIII.2 mostra a estrutura do setor bancário em termos da distribuição percentual dos depósitos e empréstimos por grupos de bancos. O destacado tamanho relativo do Banco do Brasil é imediatamente óbvio. Aquela instituição controlava 1/3 dos negócios bancários brasileiros. Um grupo de 29 bancos "grandes" contribuía com aproximadamente 40%. O grupo restante de bancos "menores" e "casas bancárias" tinha uma parcela bem pequena do mercado. Houve algum aumento no número de bancos estabelecidos durante os anos da guerra. De 377 bancos em 1941 passou-se para 484 em 1946.

Os países europeus encontravam-se em estado de pressão monetária depois da guerra. A Inglaterra congelou o pagamento de dívidas contraídas durante o conflito, causando perda de 52 milhões de libras esterlinas para o Brasil. Situação semelhante desenvolveu-se em outros países europeus. A escassez de capital na Europa também contribuiu para uma fuga de divisas do Brasil. A esperança de uma entrada de capital estrangeiro como

TABELA VIII.2

PARTICIPAÇÃO PERCENTUAL DOS GRUPOS BANCÁRIOS NOS DEPÓSITOS E EMPRÉSTIMOS
1943/46

Grupos Bancários	1943		1944		1945		1946	
	Empré- stimos	Depó- sitos	Empré- stimos	Depó- sitos	Empré- stimos	Depó- sitos	Empré- stimos	Depó- sitos
Banco do Brasil	36	36	37	35	32	35	32	34
29 Bancos Maiores	43	45	40	44	42	42	42	44
Outros Bancos	18	17	21	19	23	21	21	20
Casas Bancárias	3	2	2	2	3	2	2	2
Total	100	100	100	100	100	100	100	100

FONTE: *Conjuntura Económica* (nov. 1947), p. 27.

resultado das medidas sobre a repatriação de capital não chegou a se materializar. Assim, as abundantes reservas do País foram rapidamente perdidas ou gastas e em meados de 1947 uma situação de escassez de divisas começou a se delinear. Esse foi o começo de um problema mundial conhecido como escassez do dólar (*dollar shortage*).

Estabeleceu-se então um sistema de licenciamento das importações através da autoridade do Banco do Brasil para o comércio exterior, a famosa e tão discutida CEXIM. A política global era a escolha das importações e pagamentos ao exterior por meio de licenças discricionárias. Haveria restrições drásticas nas transações não comerciais e unilaterais. O câmbio seria racionado visando a atender as importações “essenciais” e o serviço da dívida externa. Paralelamente a essas medidas houve fixação da paridade do cruzeiro em Cr\$ 18,36 (antigos) por dólar, de acordo com as estipulações do acordo do FMI. O Brasil somente poderia desvalorizar sua moeda quando existisse um desequilíbrio fundamental. Isto, em parte, motivou os técnicos em política econômica a manterem a taxa de câmbio fixa para subsidiar as importações de equipamentos e “impedir” a inflação resultante da desvalorização. Esse marco institucional prevaleceu até 1953. Nem mesmo durante a desvalorização da libra esterlina foi possível obter uma desvalorização do cruzeiro apesar da campanha feita na imprensa por renomados economistas brasileiros.

O programa de estabilização do período inicial de pós-guerra foi abandonado em 1948. Houve queixas de que as restrições do crédito ao setor privado pelo Banco do Brasil influenciaram negativamente o Produto Nacional. Houve aumento de papel-moeda de 1 297 mil cruzeiros (antigos) pelo Banco do Brasil, através, principalmente, da Carteira de Redescontos e da CAMOB. O Banco do Brasil, na medida em que continuava a propor a austeridade monetária, liberava na realidade o mercado. Houve substanciais aumentos de depósitos à vista e em papel-moeda em poder do público.

Conjuntura Econômica registrou melhoria das condições econômicas em 1948. A renda real aumentou em mais de 7% naquele ano. As safras agrícolas favoráveis e boas expectativas para a indústria foram fatores importantes de tal situação. Essas condições continuaram durante 1949. Apesar de a economia mundial encontrar-se em estado de contração, os preços do café experimentaram aumentos consideráveis. Experimentou-se o

recorde de 29,8 centavos de dólar por libra-peso, cotação superior às que prevaleceram durante a valorização bem sucedida dos anos de 1920. O impacto dos aumentos da base monetária nos dois últimos meses de 1948 foi sentido sob forma de aumentos de preços em meados de 1949. O estoque de moeda continuou a aumentar rapidamente em 1949, enquanto o Governo abandonava totalmente o esforço de contenção dos preços. O estoque de M_1 médio aumentou em 13,9% em 1949 sobre o valor em 1948 e o de M_2 em 13%. O fator de expansão da base monetária eram as operações da CARED e da CAMOB. Parte do aumento de papel-moeda foi usado para as operações do Tesouro. Apesar da inflação, as safras agrícolas aumentaram em 13% enquanto a indústria continuou sua expansão, especialmente nos setores de cimento e aço. Os salários na indústria aumentaram em 15%. O *deficit* governamental também cresceu e foi parcialmente responsável pelo acréscimo das emissões. A economia encontrava-se em período de franca expansão. A renda real crescia a mais de 6% ao ano. Isto ainda permitia uma taxa de crescimento positiva para o produto *per capita* apesar das altas taxas de incremento demográfico. A velocidade monetária aumentou em 1948 e 1949 de forma semelhante ao comportamento cíclico observado para os Estados Unidos.

Apesar dos acréscimos das cotações internacionais do café, a situação cambial do Brasil continuava crítica. Parte do problema era, naturalmente, a supervalorização da taxa de câmbio. A primeira desvalorização da libra esterlina tinha ocorrido em 1948, e o Brasil havia experimentado substancial inflação. Mas as autoridades continuaram a manter fixa a taxa de câmbio. De fato, parte da elevação dos preços do café foi resultado de expectativa de que eventualmente o Brasil ver-se-ia forçado a desvalorizar o cruzeiro. Assim, os importadores de café mantiveram suas compras.

Em 1949, a CEXIM iniciou a elaboração de orçamentos cambiais, limitando certos pagamentos por semestre para assegurar a importação de bens essenciais e o pagamento de atrasados. Também chegou a publicar uma lista de bens considerados *essenciais*. Outro evento em 1949 foi a prorrogação por mais dois anos da lei de licenciamento. A CEXIM também levou a cabo numerosos estudos sobre as necessidades de vários produtos importados, na tentativa de tornar mais lógico o racionamento do câmbio e a concessão de licenças. O objetivo fundamental era obter o equilíbrio do balanço de pagamentos. As crises do balanço de pagamentos chegariam a ser de importância

fundamental nos anos de 1950. Em meados de 1949 a situação era crítica, ficando proibida a livre venda de câmbio para viagens, medicamentos, donativos etc. Outro grande problema era a campanha levada a efeito nos Estados Unidos contra os produtores latino-americanos de café acusados de especular para aumentar os preços do produto em detrimento dos consumidores.

As condições econômicas continuaram a melhorar durante o ano de 1950. A Guerra da Coréia causou elevação nos preços das matérias-primas e produtos primários na segunda metade do ano.⁵ Os preços atingiram níveis recordes e foi possível ao Governo regularizar o serviço da dívida externa e o pagamento dos atrasados. O balanço de pagamentos mostrou pequeno *superávit* de 52 milhões de dólares. Isto foi possível em parte devido ao saldo positivo de 106 milhões de dólares na conta de mercadorias e serviços.

As safras agrícolas não chegaram a ser extraordinárias, mas foram satisfatórias. A indústria continuou a expandir-se a altas taxas. Esses acréscimos de produção reduziram o impacto da expansão monetária sobre o nível de preços. O estoque de M_1 médio em 1950 aumentou em 25,9% sobre os níveis de 1949 e o de M_2 em 23,8%. Os preços implícitos cresceram de 11,2%, enquanto a renda real se elevou de 6,5%. Os registros mostram que o fator mais importante de expansão do estoque de moeda foram as operações do Banco do Brasil com o Tesouro Nacional.⁶ Os resultados favoráveis no balanço de pagamentos também contribuíram para a expansão do estoque de moeda porque o Banco do Brasil foi obrigado, por lei, a comprar as divisas estrangeiras que ingressaram no País. Além disso, houve aumentos nos empréstimos à agricultura para o financiamento das safras e ao setor comercial para vendas ao exterior:

O investimento estrangeiro aumentou em 1950. O Banco Mundial emprestou 13,7 milhões de dólares a Brazilian Traction e 1,2 milhão ao projeto hidrelétrico do São Francisco. O EXIMBANK dos Estados Unidos concedeu empréstimo de 25 milhões de dólares à Cia. Siderúrgica Nacional. O investimento privado direto, contudo, foi muito limitado com exceção de algumas inversões na agricultura.

⁵ Ver *Conjuntura Econômica* (nov., 1950), pp. 1-2 e (jan., 1951), pp. 1-2.

⁶ *Conjuntura Econômica* (set., 1950), p. 2; (out., 1950), p. 3; e (jan., 1951), p. 41.

O estoque de M_1 médio aumentou 22,9% em 1951 sobre a média de 1950 enquanto M_2 acusou acréscimo de 19,9%. Nesse ano, já havia grande preocupação com o problema da inflação. O objetivo da política fiscal, fortemente apoiada pelo Presidente da República, era atingir *superavits* orçamentários. Ao mesmo tempo, algumas medidas foram tomadas para tornar o crédito mais seletivo. O objetivo era relacionar os aumentos do estoque de moeda a acréscimos da produção para assim evitar maiores elevações de preços. Na agricultura, café, algodão, açúcar, arroz e trigo receberam a maior parte do crédito. O aumento do estoque de moeda em 1951 não foi devido ao *deficit* orçamentário e sim ao financiamento das safras. Houve inclusive *superavit* orçamentário naquele ano. No entanto, a economia continuou a se expandir satisfatoriamente. A renda real, apesar de todas essas pressões, aumentou em 6% em 1951.

O sistema de racionamento do crédito foi reformulado para fornecer maiores influxos de importações altamente essenciais e para acumulação de estoques de produtos que não poderiam ser importados se a guerra se expandisse. Um importante problema em 1951 foi a necessidade de importar trigo dos países da área do dólar. Em anos anteriores, o trigo havia sido importado da Argentina. Houve severas pressões no mercado de câmbio que causaram orçamentos de câmbio mais restritivos e racionamento mais controlado. O ano finalizou com um *deficit* de 468 milhões de dólares em conta-corrente. O *deficit* total do balanço de pagamentos foi de 291 milhões de dólares. A taxa de câmbio tinha sido mantida fixa durante 12 anos, durante os quais os preços haviam aumentado substancialmente. As reservas de divisas caíram de 4.678 milhões de cruzeiros (antigos) em 1950 para 987 milhões em 1951. Esta foi a primeira crise do balanço de pagamentos no pós-guerra, tendo-se agravado em 1952.

A Guerra da Coréia continuou a influenciar positivamente as cotações do café. O governo norte-americano, não obstante, restabeleceu o sistema de preços-teto. O preço do Santos 4 foi fixado em 54 centavos de dólar por libra-peso. Esse era um nível duas vezes mais alto em termos reais que o prevalecente em 1945. Como no período de guerra, o Governo brasileiro decidiu proibir a exportação de café a preços abaixo dos tetos. Diversas medidas já usadas pelas autoridades cafeeiras em outros períodos foram tomadas. Devido à falta de concorrência e aos preços elevados, o Brasil obteve altas receitas cambiais da exportação de café em 1951 e 1952. A média foi de aproximadamente 1.050 milhões de dólares em cada ano. Os cafeicultores foram recom-

pensados com rendas maiores do que nos anos anteriores. A natureza do desequilíbrio do balanço de pagamentos, consequentemente, não era debilidade das receitas cambiais do café, mas pressão das importações devida ao temor de escassez no futuro em uma provável guerra mundial. A política cafeeira começou a ser orientada com o propósito de maximizar as receitas cambiais das exportações sem qualquer consideração sobre os efeitos a longo prazo.⁷

Em 1952, o Governo começou a se preocupar seriamente com o problema da inflação e decidiu fixar linhas gerais para a política global. O Banco do Brasil aplicaria os mais rigorosos métodos de seleção de crédito de acordo com a importância relativa das atividades econômicas favorecidas. A produção agrícola seria assistida para se obter maior disponibilidade de bens e impedir pressões inflacionárias. O crédito industrial levaria em consideração a capacidade de economizar divisas da atividade favorecida. Os redescontos seriam usados somente como instrumento de política monetária compensatória.

O estoque médio de M_1 cresceu de 14,6% em 1952 com respeito ao nível de 1951 e o de M_2 de 12,6%. O ritmo de aumento havia arrefecido. O Governo continuou sua política de financiar *deficits* orçamentários com aumentos de moeda. O mais importante fator de expansão era o crédito concedido pelo Banco do Brasil. A economia continuou a se expandir. A renda real aumentou em 8,7%. Existiam condições relativamente favoráveis na indústria e na agricultura. Mas alguns sintomas de recessão nas vendas internas foram registrados.⁸ O esforço do Governo no sentido de reduzir a taxa de inflação não produziu resultados imediatos.

A crise cambial atingiu proporções dramáticas em 1952. O *deficit* em conta-corrente alcançou 707 milhões de dólares e o *deficit* total do balanço de pagamentos elevou-se a 615 milhões de dólares. A taxa de câmbio continuou a ser supervalorizada e deveu-se grande parte da crise aos acréscimos das importações. Elas se mantiveram em 934 milhões de dólares, passando para

⁷ Esse ponto é analisado com maiores detalhes por Antonio Delfim Netto e Carlos Alberto de Andrade Pinto, "O café do Brasil; vinte anos de substituição no mercado", publicado parcialmente in *Ensaio sobre café e desenvolvimento econômico*, editado por Peláez (Rio de Janeiro: Fundação Getúlio Vargas para o IBC, 1973).

⁸ Ver *Conjuntura Econômica* (jan., 1953), p. 3.

1.703 milhões em 1951 e permanecendo em 1.702 milhões em 1952. Isto refletia o temor de que o País atravessasse escassez de importações durante a guerra. Mas, refletia também as grandes necessidades de bens estrangeiros para o processo interno de industrialização. A situação cambial, entretanto, havia chegado a um estado de profunda crise e o movimento de reforma materializou-se no ano seguinte.

8.2.3-

A Reforma do Mercado Cambial e a Política Monetária — 1953/57

A crise cambial acentuou-se consideravelmente no começo de 1953. As exportações nos primeiros quatro meses foram de somente US\$ 341 milhões contra US\$ 421 milhões no mesmo período em 1952, acusando portanto redução de quase 20%. A capacidade de importar foi acentuadamente comprimida. A indústria começou a sentir os efeitos negativos da situação cambial. A redução das importações de bens semimanufaturados e matérias-primas influenciou severamente o setor.⁹ Uma escassez de energia elétrica complicou ainda mais a situação do setor industrial. O País enfrentava então a possibilidade de séria recessão industrial. Esses fatores, em conjugação com grande *deficit* do balanço de pagamentos (financiado na maior parte pela contratação de atrasados comerciais), forçou mudança drástica da política cambial.

A reforma fundamental veio através da Lei n.º 1807,¹⁰ de 6 de janeiro de 1953, que estabeleceu um sistema de taxas de câmbio múltiplas. Do lado da oferta, cinco taxas efetivas foram estipuladas. A taxa de paridade do FMI aplicar-se-ia a grande parte das exportações. Havia ainda três taxas flutuantes. Para os produtos “gravosos”, por exemplo, 30% das exportações seriam vendidos a taxa livre e o resto à taxa de paridade. Esses produtos “gravosos” estavam sofrendo grandes dificuldades nos mercados exteriores. Havia duas outras de acordo com a participação na taxa livre. Finalmente, havia a taxa livre do mercado que seria aplicada às transações financeiras com exceção de certos empréstimos estrangeiros. A SUMOC rece-

⁹ *Conjuntura Econômica* (jan., 1954), p. 55.

¹⁰ Ver *Coleção das leis do Brasil*.

beu autorização de alterar as percentagens da taxa livre a ser aplicada para um dado produto de exportação. Do lado da demanda, havia duas taxas. A taxa de paridade aplicar-se-ia às importações e serviços relacionados às remessas de natureza pública, e, até o possível, ao pagamento de certos empréstimos e à repatriação de lucros de investimentos estrangeiros. As importações restantes seriam avaliadas a taxa livre. De novo, a SUMOC recebeu poderes discricionários para incluir produtos na lista de essenciais, alterar as participações na taxa livre etc.

Diversos objetivos eram perseguidos com essa reforma. A taxa supervalorizada e certas limitações na repatriação de lucros do capital estrangeiro tinham limitado o influxo de capitais. A lei pretendia estimular o investimento estrangeiro. Além disso, alguns produtos de exportação não podiam ser vendidos nos mercados estrangeiros a taxa supervalorizada. A legislação pretendia facilitar a venda dessas mercadorias exportáveis e tinha também como objetivo o equilíbrio do balanço de pagamentos através da redução das importações. Mas os bens essenciais seriam subsidiados com a avaliação de suas importações à taxa de paridade.

Os atrasados comerciais constituíam um dos problemas críticos do balanço de pagamentos. Estes consistiam nos saldos cambiais devidos a exportadores norte-americanos e de outros países. Alguns já haviam vencido um ano atrás. As taxas de juros desses atrasados eram de 20 a 25% ao ano.¹¹ Em 21 de fevereiro o EXIMBANK concedeu empréstimo de 300 milhões de dólares ao Brasil a ser pago em três anos, a baixas taxas de juros, para liquidação dos atrasados comerciais. A Argentina recebeu empréstimo semelhante de 125 milhões de dólares. Isto retirava certas pressões do balanço de pagamentos de ambos os países. Mas, havia ainda atrasados com a Inglaterra e outros países europeus. Somente com a Inglaterra montavam a 61 milhões de libras esterlinas. O total para todos os países, excluído os Estados Unidos, era de 200 milhões de dólares. Os atrasados com os Estados Unidos foram pagos até novembro. Recursos do FMI e do Banco do Brasil permitiram o pagamento de atrasados no montante de 398 milhões de dólares durante todo o ano de 1953.

A reforma do mercado de câmbio e das transações internacionais permitiu moderado e relativamente precário equilíbrio do

¹¹ *Conjuntura Económica* (mar., 1953), p. 2.

balanço de pagamentos em 1953. As importações caíram em 34,5% enquanto as exportações aumentaram em 8,8%. A balança comercial negativa em 1952 foi convertida num *superavit* em 1953 de 424 milhões de dólares. Devido aos rendimentos do capital e às grandes despesas de invisíveis, a conta de serviço compensou o *superavit* comercial e em conta-corrente houve saldo positivo de somente 31 milhões de dólares. Isso era, no entanto, melhoria sensível em relação ao *deficit* de 707 milhões de dólares em 1952. O *superavit* do balanço de pagamentos chegou a ser de 16 milhões de dólares. O ajuste do balanço de pagamentos foi devido, em grande parte, à reforma do mercado de câmbio. Conseqüentemente, as políticas tinham sido bem sucedidas em seu objetivo de atingir o equilíbrio externo.

Houve mudança institucional importante na política cafeeira do Brasil em 1953. O Instituto Brasileiro do Café (IBC) foi autorizado a regular a natureza das medidas a serem tomadas. O Departamento Nacional do Café tinha sido eliminado anteriormente e muitas das decisões sobre a política cafeeira eram tomadas por um escritório do Ministério da Fazenda. A estrutura do IBC consistia numa junta administrativa com cinco diretores dos quais três eram nomeados pelos cafeicultores. Um dos diretores seria nomeado diretamente pelo Presidente da República e assumiria as funções de presidente do Instituto. Inicialmente, os cafeicultores não tiveram muito a dizer sobre o desenvolvimento da política cafeeira. Como foi salientado por diversos estudiosos, a natureza e direção da política era traçada pelo Ministério da Fazenda, SUMOC e Banco do Brasil que controlavam a taxa de câmbio e as políticas creditícias, básicas para os problemas cafeeiros internos. O IBC simplesmente executava políticas cujas decisões eram tomadas a níveis mais elevados. Através dos anos, a junta de diretores foi-se modificando gradualmente até converter-se num conselho consultivo. Isto contrastava com o Departamento Nacional do Café do primeiro período Vargas, que podia tomar decisões totalmente autônomas.

O ano de 1953 foi sem dúvida um período de dificuldades. O estoque médio de M_1 cresceu de 18,4% e o de M_2 , 16,3%. Os preços aumentaram 15,3%. O acréscimo da renda real, pela primeira vez em longo período, foi muito reduzido: 2,5%. A população cresceu quase 3%. Em termos de renda *per capita*, a economia estagnou. O aumento do estoque de moeda foi sobretudo devido à assistência do Banco do Brasil ao Governo e também à inflação de crédito através da CARED e CAMOB.

Isto traduziu-se em declínio de V_1 (renda monetária/ M_1 médio) e em redução da taxa de aumento de V_2 (renda monetária/ M_2 médio).

Outros problemas fizeram-se presentes. A seca do Nordeste forçava despesas governamentais e aumentos do estoque de moeda. Além disso, aconteceram várias greves em diversos setores da economia. A recessão dos negócios ocorreu principalmente no primeiro semestre. Em agosto, já se observava alguma recuperação.¹² Ao final do ano, a economia já experimentava fase de expansão.¹³

O processo de aumento do estoque de moeda tomou forma precisa no ano de 1953. Houve grandes aumentos das emissões de papel-moeda. A moeda em poder do público aumentou em 17,1%. Também aumentaram proporcionalmente os depósitos. Isto refletia os esforços dos bancos comerciais em atrair recursos a qualquer custo.¹⁴ Os registros contemporâneos mostram que o Banco do Brasil desempenhou papel primordial na expansão do estoque de moeda através de seus vários fundos. As emissões de papel-moeda para descontos foram de 5,3 bilhões de cruzeiros. Destes, a CARED do Banco do Brasil absorveu 4,8 bilhões, enquanto o restante do setor bancário 0,5 milhão. Do aumento de crédito, o Banco do Brasil recebeu 68,6%: 17 bilhões para assistência ao Governo e três bilhões para o setor privado.

O que fazia falta não era *política* monetária e sim *reforma* monetária. Infelizmente, o sistema político daquela época não permitia solução econômica do problema e com poucas exceções, descritas a seguir, *soluções políticas imediatistas foram dadas aos problemas fundamentalmente econômicos*.

As políticas cafeeiras foram muito importantes em 1954.¹⁵ Por esta época o Brasil já tinha decidido reassumir a intervenção no mercado cafeeiro. No fim de 1953, as cotações do café eram muito favoráveis no mercado novaiorquino. Esperava-se que os suprimentos brasileiros fossem reduzidos devido aos efeitos da geada na safra de 1953/54. A redução da safra poderia chegar a

¹² *Conjuntura Econômica* (jan., 1953), pp. 1-2; (set., 1953), pp. 1-2.

¹³ *Conjuntura Econômica* (jan., 1954), p. 1.

¹⁴ Há uma extensa literatura sobre o assunto e que foi analisada por Denio Nogueira e Carlos Manuel Peláez, *op. cit.*

¹⁵ "A crise no mercado do café", in *Conjuntura Econômica* (jan., 1955), pp. 2-4.

ser de até 30%. Em muitos sentidos, os brasileiros aproveitaram-se com sucesso das expectativas sobre safras pequenas. No último trimestre de 1953 as exportações atingiram recordes. Os preços do café aumentaram da média de 55 centavos de dólar por libra-peso nos três anos anteriores para 65 centavos de dólar por libra-peso. Em 2 de abril de 1954 os preços do café chegaram a 95 centavos. Em 3 de junho o Governo fixou um preço mínimo de 87 centavos para o tipo de café Santos 4. O café brasileiro passou então a ser melhor cotado do que o colombiano. Os altos preços tiveram impacto negativo sobre as exportações. O preço mínimo baixou para 64 centavos pela Instrução n.º 99 da SUMOC em 14 de agosto de 1954. O ajuste no mercado cafeeiro, contudo, não foi efetuado até novembro.

O aspecto mais importante da política monetária em 1954 foi o problema da inflação. O estoque médio de M_1 aumentou 20,6% sobre os níveis de 1953 e o de M_2 19,2%. Enquanto o crescimento da renda real foi de 10,1%, os preços acusaram majoração de 21,4%. Essa taxa de aumento de preços foi muito maior do que qualquer outra experimentada até então no período do pós-guerra. O maior esforço da política econômica do Presidente Vargas no primeiro semestre do ano foi o desenvolvimento de orientações para o controle da inflação. A morte do Presidente não causou abandono desse esforço. Um persistente crítico da inflação e das medidas inflacionárias, foi então nomeado Ministro da Fazenda. Entregou-se a SUMOC a seu criador, ficando a presidência do Banco do Brasil com Clementi Mariani. Assim, o Brasil contava, pela primeira vez em sua história econômica, com um grupo de técnicos em política econômica aptos a usar os princípios econômicos na solução dos principais problemas da economia. Todos estavam dispostos a reduzir a taxa de inflação. O programa teria alcançado viabilidade política, não fossem os sérios problemas da conjuntura cafeeira brasileira e das decisões tomadas antes da entrada desses novos técnicos.

A análise das fontes de expansão do estoque de moeda explica o insucesso dos esforços no fim do segundo período Vargas e de seus sucessores. Quase que toda a expansão originava-se da política do Banco do Brasil. Enquanto a expansão do crédito dos bancos privados em 1954 foi de somente 18,3%, isto é, menor do que o aumento de 19,8% em 1953, a expansão do crédito do Banco do Brasil foi 46,4%, superior à de 1953, e financiada por emissões de papel-moeda através do mecanismo de redescontos. A maior parte da expansão de

crédito foi absorvida pelo financiamento da sustentação dos preços do café, os empréstimos a diversos governos estaduais (especialmente São Paulo) para que regularizassem sua situação financeira e para financiar o *deficit* governamental. Devido às limitações políticas, o programa de estabilização de Gudin-Bulhões-Mariani tentava inicialmente a redução da taxa de aumento do estoque de moeda por meio de aumentos da taxa de redescontos de 6% para 8%. Essa taxa era na verdade irrisória em vista da elevada taxa de inflação. Na realidade, a taxa real era negativa. Os bancos comerciais foram forçados a depositar 50% dos aumentos de seus depósitos à vista no Banco do Brasil à disposição da SUMOC. As medidas tiveram impacto imediato no sistema creditício reduzindo-se os empréstimos aos bancos comerciais. Mas, a intensidade do aumento do estoque de moeda, e a complexidade das relações monetárias brasileiras, impediram ação mais concentrada nos problemas básicos: financiamento do café e crédito ao Governo.

Na verdade, seria necessário vasta reforma de todo o sistema monetário, mas não havia força política para tal ação.

As condições econômicas do Brasil em 1954 foram complicadas pela nova crise cambial. Os altos preços de sustentação do café causaram redução das vendas que continuaram até novembro. Assim, as exportações mantiveram-se quase nos mesmos níveis de 1953. As importações, contudo, passaram de 1.116 milhões de dólares para 1.410 milhões de dólares, isto é, aproximadamente 26% a mais. Houve *superavit* de 148 milhões de dólares na balança de comércio, mas o *deficit* em conta-corrente chegou a 230 milhões. O Brasil continuava a experimentar o sério problema estrutural com a sua conta de serviços. As despesas com invisíveis e a renda sobre capital absorviam qualquer *superavit* comercial. Devido à ausência de um influxo de capital privado, o Governo brasileiro teve que recorrer a operações de crédito com outros governos para cobrir o *deficit*. Dois empréstimos a curto prazo foram contraídos com o Federal Reserve Bank dos Estados Unidos. Um grupo de banqueiros americanos forneceu 200 milhões de dólares. Isto, naturalmente, ocasionou problemas no balanço de pagamentos em anos subsequentes.

Houve certa regularidade na política cafeeira brasileira de 1953 a 1955 apesar de mudanças ocasionais. Os subsídios cambiais ao café foram aumentados em três ocasiões diferentes naqueles anos. Assim, como salientam Delfim Netto e Andrade

Pinto, entre outubro de 1953 e fevereiro de 1955, os cafeicultores receberam aumento de 101% em subsídios cambiais. No mesmo período, os preços somente aumentaram de aproximadamente 33%. A reação do mercado mundial foi um declínio das cotações do café brasileiro. As autoridades cafeeiras foram forçadas a retirar o produto do mercado para obter preços melhores. Nessa época, a produção era reduzida devido aos efeitos das geadas. Os dados oficiais indicam que um total de 3,8 milhões de sacas foram retiradas de uma produção total de 14,5 milhões. No fim da safra de 1954/55, as exportações atingiram o mais baixo nível desde 1918 (após a severa geada de 1917) com exceção dos anos não comparáveis da II Guerra Mundial. Somente 10,8 milhões de sacas foram exportadas. Contudo, as receitas cambiais foram bem altas devido ao fato de os preços do café terem atingido seus mais altos níveis.

O estoque médio de M_1 aumentou em 1955 em 20,0% sobre a média de 1954 e o de M_2 em 17,5%. O aumento da renda real foi de 6,9%. A taxa de inflação foi reduzida para 16,8%. A maior fonte de expansão de papel-moeda em 1955 — por si só o principal fator de acréscimo da base monetária — foi o crescimento da dívida do Tesouro com o Banco do Brasil. Outras fontes de expansão foram o aumento dos depósitos dos bancos comerciais no Banco do Brasil e os subsídios cambiais. Esse padrão continuou mais ou menos sem interrupção durante o período aqui analisado.

O programa de controle inflacionário de Gudin-Mariani-Bulhões estendeu-se até abril de 1955. Em maio, já tinham renunciado todos os técnicos em política econômica, protestando contra a falta de decisão do Governo em continuar com o programa. Houve queixas, especialmente em São Paulo, segundo as quais o programa afetava negativamente a produção industrial. Os técnicos, além disso, arcaram com o ônus dentro do esquema de política econômica do programa de sustentação do café que conflitava seriamente com as políticas visando à contenção do crédito. As medidas básicas de controle inflacionário, porém, continuaram durante a administração de Gudin no Ministério da Fazenda. Seus críticos argumentaram que as políticas causariam severo choque negativo à economia brasileira. Mas, em retrospecto, as políticas foram bem pragmáticas refletindo o monetarismo eclético e gradualista de seus arquitetos. O Ministro da Fazenda já havia viajado aos Estados Unidos para obter o apoio indispensável do FMI e das autoridades monetárias internacionais no difícil e penoso esforço de reconstruir as finanças brasileiras.

Vale repetir, agora com maior detalhe, as mudanças básicas na estrutura da política monetária que foram implementadas como uma reforma preliminar. A primeira mudança foi a Instrução n.º 105 da SUMOC. Foram fixados limites nos juros pagos por vários tipos de depósitos. Havia três objetivos por trás dessa instrução: preparar o caminho para a eliminação das taxas de juros nos depósitos à vista, eliminação dos juros nos depósitos como meio de concorrência bancária e compensação ao setor bancário pela Instrução n.º 108 analisada mais abaixo.

A Instrução n.º 106 determinou aumento da taxa de redesconto. Essa era uma medida ampla que pretendia mostrar a intenção das autoridades monetárias de conter o mercado. O aumento foi acompanhado de medidas que tentavam tornar o crédito mais seletivo. Isto era indispensável no controle inflacionário devido à taxa negativa de juros.

A terceira medida foi a Instrução n.º 108. Ela estipulou que os bancos comerciais teriam que manter a parcela máxima de depósitos — 14% para os depósitos à vista e 7% para os depósitos a prazo — à disposição da SUMOC. As taxas vigorantes antes dessa medida eram 4% e 3% respectivamente. As novas taxas seriam aplicadas gradualmente. Dos novos depósitos que afluíssem aos bancos do Sul do País, 50% seriam recolhidos à SUMOC até que as novas parcelas fossem preenchidas.

Parte da racionalidade do programa de controle da inflação residia na eliminação do papel do Banco do Brasil no processo de expansão monetária. O controle sobre a oferta da moeda era gradualmente transferido à SUMOC. Uma medida complementar do programa era a fixação de limites superiores ao crédito de várias carteiras do Banco do Brasil que em muito contribuíram para a inflação. Os depósitos obrigatórios dos bancos comerciais foram, pela primeira vez, postos à disposição direta da SUMOC em lugar do Banco do Brasil para assim evitar seu uso na expansão ulterior do estoque de moeda. Conscientes das difíceis realidades políticas da época, os técnicos em política econômica tentavam atacar as raízes da inflação de forma indireta e gradual.

Após a renúncia dos técnicos, todas as instruções foram rapidamente abolidas.¹⁶ No fim de 1955 alguns sintomas de

¹⁶ “Profundas alterações na política monetária”, in *Conjuntura Econômica* (maio, 1955), pp. 5-6.

recessão foram sentidos no Brasil. Era o começo de uma queda da atividade econômica que se agravaria em 1956. O impacto no setor monetário foi sentido na forma de um pânico bancário de magnitudes limitadas que resultou num feriado bancário de três dias e umas poucas falências. O pânico restringiu-se aos mercados monetários do Rio e São Paulo e estava ligado aos crescentes problemas do balanço de pagamentos.

Houve ajuste no balanço de pagamentos em 1955. As exportações caíram em 8,9% devido à deterioração dos preços do café e cacau. Mas, o declínio das importações foi da ordem de 22,1%. O balanço comercial aumentou 116%, em dólares. O País continuava a experimentar o problema estrutural da conta de serviços. Assim, houve *deficit* em conta-corrente de 24 milhões de dólares. Isto foi compensado por uma grande entrada de capital estrangeiro autônomo. Dessa forma o balanço de pagamentos experimentou saldo positivo de 17 milhões de dólares; em 1954 observou-se *deficit* de 203 milhões.

O ajuste do balanço de pagamentos, porém, tinha resultado em redução drástica da capacidade de importar do País. A queda teve reflexo rápido na indústria no fim de 1955.¹⁷ A energia elétrica e o setor de construção sofreram, respectivamente, redução no ritmo de crescimento e acentuado declínio. A queda das importações de matérias-primas chegou a ser de 38% sobre o nível de 1954 e a dos bens de capital de 17%. No fim de 1955 e começo de 1956 as condições econômicas eram extremamente adversas. As principais preocupações eram as pressões do balanço de pagamentos e seu impacto adverso sobre a indústria e outras atividades econômicas. Havia crescente desapontamento com a reforma cambial como meio de resolver os problemas econômicos do Brasil. Esperavam-se crises ainda maiores devido à altíssima dívida brasileira a curto prazo. Uma solução apresentada foi a consolidação dessa dívida para evitar impactos sobre as condições econômicas internas.¹⁸

O estoque médio de M_1 aumentou em 20,4% em 1956 sobre o nível de 1955 e o de M_2 em 18,5%. Os preços acusaram elevação de 23,2%. Essa substancial inflação foi acompanhada por uma queda drástica da taxa de crescimento de renda real que só alcançou 3,2%. Isto não era suficiente para compensar em

¹⁷ "Reduziu-se o ritmo da atividade econômica", in *Conjuntura Económica* (jan., 1955), pp. 3-4.

¹⁸ *Conjuntura Económica* (jan., 1956), pp. 57-63.

virtude da alta taxa de crescimento demográfico. Parte substancial da explicação da recessão poderia encontrar-se no fraco desempenho do setor agrícola cuja produção caiu em 2,4%. Em boa parte, esse resultado foi devido às geadas que afetaram a safra de café. Mas houve outros eventos desfavoráveis no setor agrícola. A produção industrial recuperou-se, de certa forma, no final de 1956, da crise sofrida no fim de 1955. Para o ano como um todo o aumento foi de 6,9%.¹⁹

O mais importante fator de expansão do estoque de moeda durante 1956, de acordo com as autoridades monetárias, foi o grande *deficit* orçamentário. As autoridades estavam encontrando crescente dificuldade institucional no financiamento desses *deficits*. Um problema importante era a falta de concentração dos depósitos bancários obrigatórios à disposição da SUMOC. Aumentos da emissão de papel-moeda para o financiamento do *deficit* eram usados pelos bancos comerciais para expandirem seu crédito ao setor privado. Observava-se insucesso no desenvolvimento de instituições financeiras e instrumentos que pudessem financiar o *deficit* de outra forma.

O crédito bancário para o ano em geral aumentou em 21,3%. A maior parte do aumento concentróu-se nos primeiros seis meses do ano. A taxa de aumento foi tão elevada que o público e as autoridades temiam uma expansão totalmente incontrolável da inflação.²⁰ As autoridades monetárias tomaram ação rápida sobre esse panorama através da Instrução n.º 135 de 19 de julho de 1956. Em certo sentido, era uma medida semelhante à da Instrução n.º 108 do programa de controle inflacionário. Esta previa aumento dos depósitos obrigatórios dos bancos comerciais na SUMOC até 14% dos depósitos à vista e 7% dos depósitos a prazo. Esses recolhimentos seriam usados para adiantar fundos ao Governo com os quais financiar o *deficit*. Como na Instrução n.º 108, os bancos poderiam substituir recolhimentos obrigatórios por títulos do Tesouro. No Sul do País, 40% dos novos depósitos seriam recolhidos à SUMOC até que a nova parcela fosse completada. Para as áreas do Norte, 25% dos novos depósitos seriam recolhidos. Além disso, a carteira de redesconto foi ordenada a tornar mais seletivo o redesconto dos papéis comerciais. Com certos controles, a

¹⁹ "Ritmo da atividade econômica", in *Conjuntura Econômica* (fev., 1957), p. 3.

²⁰ "Volta a expandir-se o crédito", in *Conjuntura Econômica* (fev., 1956), p. 4; (abr., 1956), pp. 5-6; (jul., 1956), p. 25 e (ago., 1956), p. 5.

SUMOC conseguiu reduzir a taxa de aumento de papel-moeda para 16,6%; em 1955 era de 17,4% e em 1954 de 25,6%. As medidas foram extremamente bem sucedidas na contração do crédito ao setor privado.²¹

A situação do balanço de pagamentos em 1956 reduziu de certa forma a pressão sobre o mercado de câmbio. As exportações aumentaram de 4,5% e as importações caíram de 4,8%. A balança comercial apresentou novo saldo bem elevado chegando a 437 milhões de dólares. Contudo, o problema estrutural da conta de serviços somente permitiu saldo positivo de 18 milhões de dólares em conta-corrente. Houve transferências autônomas de capital de 201 milhões de dólares. Os donativos chegaram a 11 e os erros e omissões a 14 milhões, sendo o *superavit* do balanço de pagamentos da ordem de 194 milhões de dólares. Com exceção de 1961, *superavits* não seriam obtidos de novo até 1964.

Duas geadas afetaram as safras futuras do café, especialmente aquelas de 1956/57 e trouxeram certa estabilidade ao mercado cafeeiro. O período de três anos (1955/57) foi marcado por oscilações não acentuadas dos preços ao redor de 57 centavos de dólar por libra-peso. O ano de 1956 registrou recordes das exportações de café. As receitas cambiais aumentaram em 22%. Esse resultado foi em parte devido à habilidade brasileira em explorar no mercado internacional os efeitos da redução da safra devido às geadas. Ao mesmo tempo, houve grande entrada de capitais, especialmente destinados às indústrias nascentes como a de produção de veículos. Os restantes produtos de exportação, no entanto, experimentaram queda nos seus níveis de exportação e receita cambial e chegaram a ser cogitados aumentos dos subsídios cambiais.²²

O mercado cambial continuou sem grandes mudanças institucionais. Não obstante, a SUMOC periodicamente alterava alguns detalhes de acordo com as necessidades do momento. Uma das mudanças foi a classificação das importações em cinco categorias com diferentes taxas e as exportações em quatro categorias.

O Governo aplicava estímulos de acordo com as necessidades da economia. A Instrução n.º 131 de 1956 manteve o mesmo subsídio cambial para o café, mas aumentou-o para outras

²¹ *Conjuntura Econômica* (out., 1956), p. 4 e (dez., 1956), p. 3.

²² "A posição singular do café", in *Conjuntura Econômica* (fev., 1957), p. 2.

categorias, criando nova categoria com subsídio cambial destinado à venda de manufaturas brasileiras no estrangeiro. A Instrução n.º 127 pretendia assegurar o rápido desenvolvimento da indústria de veículos. Isto permitiu uma integração da política de câmbio com a nova política de desenvolvimento industrial.

O estoque médio de M_1 aumentou em 26,4% em 1957 sobre os níveis de 1956 e o de M_2 em 24,9%. Houve significativa redução das taxas de aumento dos preços. Em parte, isto se deveu ao grande aumento da produção agrícola (9,3%). Todo programa de contenção do processo inflacionário no Brasil tem que contar com bom desenvolvimento agrícola, a chamada “componente autônoma” no programa de estabilização. O problema é que essa componente depende de fatores totalmente fora do controle do técnico em política econômica. A análise, contudo, é confirmada pela experiência inflacionária brasileira. A indústria, porém, continuou em estado de relativa dificuldade. A produção aumentou somente de 5,7%. O crescimento da renda real foi bem elevado: 8,1%.

Em 1957 o Governo continuou a acumular grandes *deficits* que, somados ao financiamento da retirada do café do mercado para a sustentação dos preços, constituíram-se nos principais **fatores de expansão do estoque de moeda**. Ambas as fontes de aumento operaram através das medidas do Banco do Brasil. Consideremos uma de cada vez.

A SUMOC continuava a enfatizar a necessidade de financiar *deficits* orçamentários por meio de emissão de títulos e aumento de depósitos obrigatórios dos bancos comerciais nas autoridades monetárias, evitando-se ao máximo o aumento do papel-moeda em mãos do público, fator importantíssimo da base monetária (*high-powered money*) e do processo de aumento do estoque de moeda no Brasil. Mas, somente num pequeno círculo acadêmico cogitava-se sobre a necessidade de reforma do mercado monetário e de capitais que visasse à colocação dos títulos governamentais. Evitaram-se as emissões apenas durante o primeiro trimestre do ano, tendo-se expandido durante os outros trimestres. De fato, o financiamento do *deficit* no último trimestre chegou a níveis recordes. Nesse trimestre, a dívida do Tesouro com o Banco do Brasil mais do que duplicou. Além de financiar o *deficit*, o crédito do Banco do Brasil aumentou substancialmente em outros propósitos. O crescimento dos empréstimos sobre o nível de 1956 foi de quase 40%, dos quais

75% foram absorvidos pelo *deficit* orçamentário e pelo financiamento da retirada de café do mercado. As fontes foram as seguintes: 31% de ágios cambiais; 31% de transferência de fundos dos bancos comerciais às autoridades monetárias; 18% da emissão de papel-moeda e 20% do aumento dos depósitos do público e do Governo no Banco do Brasil.

As compras de café pelo Governo em 1957 chegaram a 11 bilhões de cruzeiros (antigos). Concentraram-se durante o último trimestre do ano e foram quase que financiadas por emissão de papel-moeda da ordem de 4% do total do estoque de moeda para qualquer das duas definições. As exportações de café caíram de 2,5 milhões de sacas sobre os níveis do ano anterior, originando perda de receita cambial de quase 118 milhões de dólares. Ao mesmo tempo, a política de recolhimentos de café causou alteração na diferença de preços dos cafés brasileiros, suaves e africanos. Essa diferença foi muito importante como determinante da participação do Brasil no mercado internacional.

Os problemas do balanço de pagamentos e o comércio exterior foram críticos para o Brasil em 1957. O valor das exportações em dólares caiu de 6,1%. Ao mesmo tempo, as importações aumentaram de 23%. A balança comercial mostrou o pequeno *superavit* de 107 milhões de dólares. Em contacorrente, o *deficit* atingiu 286 milhões de dólares. Ao mesmo tempo, houve acréscimo favorável na entrada de capital estrangeiro da ordem de 44%. A expansão do investimento privado foi de 61%, mas o nível absoluto ainda era reduzido. O *deficit* do balanço de pagamentos atingiu 180 milhões de dólares.

O declínio das exportações foi devido principalmente à situação desfavorável do café no mercado mundial. O aumento das importações deveu-se em grande parte às compras de maquinaria e peças para veículos.²³ Isso refletia a mudança na orientação da política pública que pretendia alcançar altas taxas de crescimento, especialmente através do rápido processo de substituição de importações na indústria. Uma importante mudança em 1957 foi a Lei das Tarifas, de 14 de agosto de 1957, que visava transferir as medidas protecionistas da área cambial para a fiscal, a fim de garantir maior proteção à indústria nacional. Essa lei estabeleceu somente duas categorias de importação: geral e especial.

²³ *Conjuntura Económica* (fev., 1958), p. 58.

8.3

O Subperíodo 1958/61

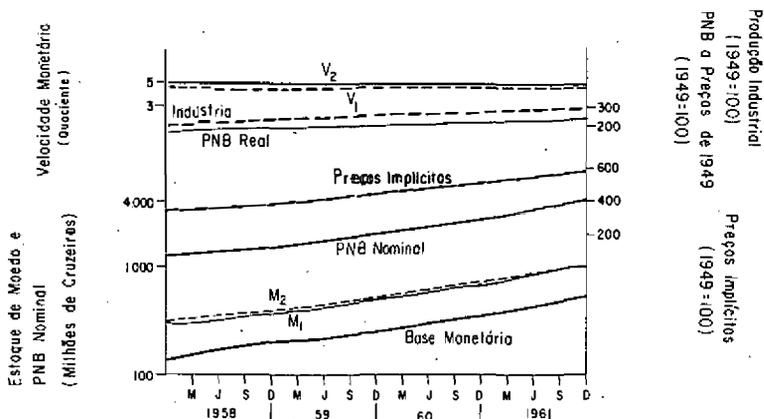
O período 1958/61 pode ser considerado como o das origens das violentas ondas inflacionárias que assolaram a economia brasileira até 1964. O desencadeamento do processo parece estar diretamente ligado ao abandono, pelo Executivo, do Plano Nacional de Estabilização (PNE), de 1958.

Para dar os limites aproximados dos problemas, basta indicar que no intervalo 1958/61 o estoque de moeda *per capita* em ambos os conceitos (M_1 e M_2), aumentou segundo médias anuais de 21,9% e 21,4%, respectivamente. Ambas as taxas podem ser subdivididas em três componentes, a saber: a) aumento de preços (deflator Implícito); b) crescimento do produto real *per capita*; e c) declínio em termos mensais, da parcela da renda mantida pelo público sob forma de moeda. Assim, a taxa média de crescimento de M_1 (21,9%) pode ser decomposta nas variáveis acima explicitadas: a) + 19,4%; b) 3,9%; e c) - 1,4%. Para M_2 (21,4%) as componentes foram: a) 19,4%; b) 3,9%; e c) - 1,9%. Estes e outros indicadores agregados disponíveis para a economia brasileira no período constam do Gráfico VIII.4.

Uma das características mais interessantes mostradas no gráfico é a estabilidade da relação entre as taxas de aumento do estoque de moeda e a base monetária, de um lado, e dos preços e renda monetária, do outro. Essa mesma correlação foi observada nos Estados Unidos. O que é singular com as estatísticas brasileiras é que a estabilidade das relações foi mantida mesmo em períodos de alta acelerada dos preços. A renda real cresceu a uma taxa relativamente elevada durante o período, mas a da produção industrial, devido às políticas “desenvolvimentistas”, foi ainda superior. A velocidade monetária declinou em 1958, aumentando daí por diante. Dado que este foi um período de notório crescimento, o comportamento é consistente com a tendência observada para os Estados Unidos.

O estoque de moeda se expandiu acentuadamente em 1958. O estoque médio de M_1 cresceu de 30,0% sobre a média de 1957 e o de M_2 em 28,8%. A renda real, não obstante, elevou-se de 7,7%. O incremento dos preços implícitos foi de somente 11,1%. Entretanto, o índice do custo de vida no Rio de Janeiro expandiu-se de 19,2% e os preços por atacado (excluindo o café)

BRASIL, ESTATÍSTICAS MONETÁRIAS, PNB REAL E NOMINAL, PREÇOS E PRODUÇÃO INDUSTRIAL 1958/61



de 32,8%.²⁴ A agricultura quase que estagnou (crescimento de somente 2,0%). Entretanto, a produção industrial mostrou elevada taxa de expansão: 16,2%. A maior parte do acréscimo ocorreu durante os primeiros dois trimestres do ano. Neste ponto, o salário médio se converteu em importante fator do processo inflacionário e num foco de tensão social. A expectativa do aumento, especialmente durante o segundo semestre, gerou incerteza nos setores que dependiam fortemente da mão-de-obra.

A política do Banco do Brasil continuou a liderar a expansão do estoque de moeda. A emissão de papel-moeda durante o ano foi de 22,3 milhões de cruzeiros (como definidos atualmente), representando um acréscimo de 24%. A maior parte destinou-se ao financiamento das operações do Banco do Brasil. O financiamento ao *deficit* do Tesouro exigiu fundos da ordem de Cr\$ 21,3 milhões. O restante do *deficit* (Cr\$ 9,4 milhões) foi coberto pelo público através da compra de títulos. O Banco do Brasil aumentou seu crédito ao setor privado em Cr\$ 22,1 milhões

²⁴ *Conjuntura Econômica* (fev., 1959), p. 88.

(+ 24, 1%) e outros Cr\$ 22 milhões foram emprestados às autoridades cafeeiras para financiar as compras de café. Este último crédito foi pago quase que totalmente com ágios cambiais. A Carteira de Redescontos foi a fonte mais importante de fundos para as operações do Banco do Brasil, fornecendo Cr\$ 18 milhões. Verificou-se também expansão dos depósitos do público da ordem de Cr\$ 4,3 milhões. Nesse ano, não houve crescimento dos recursos provenientes da Instrução 135 — que havia estipulado aumento das taxas de depósitos compulsórios dos bancos comerciais junto às autoridades monetárias — devido ao fato de a maioria dos bancos já ter preenchido suas quotas (14% para os depósitos à vista e 7% para os depósitos a prazo). Os empréstimos da Carteira de Redescontos e da Caixa de Mobilização Bancária aos bancos comerciais representaram outra fonte de expansão do papel-moeda. Em resumo, os fatores de expansão da base monetária foram emissões fiduciárias destinadas a cobrir o *deficit* do Tesouro e para o financiamento do setor privado.²⁵ A base monetária, por sua vez, foi o fator de maior importância na expansão do estoque de moeda.

A safra cafeeira de 1957/58 mostrou-se relativamente abundante e o mercado se encontrava novamente numa situação de expectativa de quedas das cotações.²⁶ O Governo estava outra vez disposto a retirar café do mercado e chegou a adquirir 1/3 da safra. Além disso, foi realizado um acordo com a Colômbia pelo qual o Brasil retiraria 20% de sua produção e aquele país 10%. Preços mínimos de exportação seriam também determinados pelas autoridades cafeeiras das duas nações.

Mas, a situação de mercado piorou consideravelmente em 1958. A safra de 1958/59 apresentava-se volumosa, o mesmo ocorrendo com a dos países africanos. Num esforço de reduzir sua parte do ônus da defesa do café, o Brasil obteve o apoio de 15 produtores através do Acordo Latino-Americano. Esse tratado, assinado em setembro de 1958, estipulava a retirada de 40% do café exportável do Brasil, 15% do da Colômbia e 10% para os países restantes. Além disso, Portugal e França prometeram cooperação informal como representantes de suas colônias do Ultramar. Entretanto, o Acordo não foi suficiente para evitar o declínio dos preços durante a segunda metade do ano. Assim, o

²⁵ *Conjuntura Econômica* (fev., 1959), pp. 79-89; e o *Relatório* da SUMOC (1958), pp. 131-3.

²⁶ Delfim Netto e Andrade Pinto, *op. cit.*

Governo desvalorizou ainda mais o câmbio-café aumentando as bonificações.

Existem argumentos de que essa política era paradoxal, posto que provocava maiores quedas das cotações da parte dos importadores de café.²⁷ A política reflete o que ocorria no Brasil àquela época: tentava-se resolver o problema do câmbio a curto prazo, sem se levar em conta os efeitos de longo prazo. Postergavam-se mudanças drásticas na estrutura produtiva do café, impedindo a solução do problema de superprodução. A política cafeeira começou a tomar as proporções dos *programas de defesa* dos anos de 20 e 30: 11 milhões de sacas da safra de 1958/59 foram retiradas do mercado.

As exportações brasileiras totais, medidas em dólares, declinaram novamente em 1958 (- 11%). As importações, contudo, caíram de apenas 8% resultando *superavit* comercial de somente US\$ 65 milhões. Devido ao problema estrutural da *conta de serviços*, o saldo do balanço de pagamentos em conta corrente foi de US\$ 262 milhões. Como em 1957, verificou-se substancial entrada de capitais autônomos: US\$ 202 milhões. Uma parcela consistia em financiamento privado estrangeiro para o surto industrial. O movimento oficial compensatório, não obstante, chegou a US\$ 253 milhões. Consistiu principalmente em redução do crédito com banqueiros estrangeiros, aumentos da dívida a curto prazo, retiradas de fundos do FMI e utilização definitiva do crédito do EXIMBANK.

A situação do balanço de pagamentos do Brasil se agravava rapidamente e havia ameaça de profunda crise no mercado de câmbio. Isto, entretanto, ficava parcialmente obscurecido pelo controle cambial e aumentos dos ágios que realmente constituíam desvalorização. Um importante fator a influenciar a crise do balanço de pagamentos foi a situação do mercado cafeeiro. As exportações brasileiras atingiram níveis consideravelmente mais baixos que os do começo da década. Além disso, o País despendia boa parte de suas reservas pagando empréstimos anteriores. Receava-se reduzir as importações, uma vez que isto poderia redundar em aumento da pressão inflacionária, devido à escassez interna de bens, e também porque o progresso rápido da indústria poderia ser freiado. Pretendeu-se solucionar o problema através da *lei das tarifas* que, acreditava-se, geraria *superavits* na balança comercial. A política cambial consistiu principalmente na

²⁷ *Ibid.*

manipulação do complexo sistema de taxas múltiplas. Numerosas instruções da SUMOC alteraram diversos aspectos da estrutura das taxas.

A ameaça da inflação descontrolada e a crise cambial motivaram o Plano Nacional de Estabilização (PNE).²⁸ O PNE tentava complementar o Programa de Metas. A filosofia dos arquitetos do plano era de que a inflação tinha provocado os clássicos problemas: distorção de investimentos e do planejamento público e privado, pressões no balanço de pagamentos, desestímulo à poupança privada e tensões sociais. Para obter o desenvolvimento econômico com estabilidade dos preços, os planejadores decidiram atacar a inflação por meio de medidas monetárias, fiscais e salariais, mas com certo gradualismo.

Na área da política monetária, os técnicos do PNE argumentaram que a taxa de expansão do crédito e do estoque de moeda tinha mais que excedido os limites garantidos pelo aumento da produtividade. Isto se devia à falta de coordenação das políticas fiscal e monetária, ao aumento da dívida do Banco do Brasil com a Carteira de Redescontos, que causava emissões de papel-moeda e por conseqüência expansão dos depósitos à vista no sistema bancário. Para corrigir essa situação, os técnicos propuseram limites para o aumento do estoque de moeda de 4% para a segunda metade de 1958 e de 10% para 1959. Isto seria implementado com tetos mensais para a emissão de papel-moeda, crédito do Banco do Brasil com a Carteira de Redescontos, diversas carteiras do Banco do Brasil e empréstimos dos bancos.²⁹ Além disso, a SUMOC seria autorizada a aumentar as taxas dos depósitos compulsórios dos bancos comerciais nas autoridades monetárias. Várias outras medidas foram também propostas para reformular as operações da Carteira de Redescontos e da Caixa de Mobilização Bancária.

No campo da política fiscal, os técnicos argumentaram que o Governo deveria evitar os *deficits*; os excessos de despesas orçamentárias seriam financiados com recursos não inflacionários. Acrescentavam que os saldos dos ágios cambiais deveriam ser usados somente para a promoção das exportações e a compra de

²⁸ "Plano Nacional de Estabilização", *Conjuntura Económica* (nov., 1958).

²⁹ Os tetos estipulados encontram-se em *Conjuntura Económica* (nov., 1958), p. 51.

excedentes de café. Advogavam também melhor distribuição da carga tributária federal e racionalização das despesas públicas através do aumento da parcela de investimentos produtivos. Por fim, estipulavam que a expansão da atividade pública não deveria se processar em detrimento da empresa privada. Para cumprir esses objetivos, foram propostas medidas tanto para as despesas como para as receitas. O *deficit* para 1959 foi estimado em Cr\$ 10 milhões a serem financiados da seguinte forma: Cr\$ 6 milhões pela venda de títulos aos bancos e outras instituições financeiras e Cr\$ 4 milhões através de operações de crédito do Banco do Brasil.

Foi também atribuída grande importância à política de salários. Os contratos salariais privados seriam celebrados de forma que os aumentos se fizessem em proporção às variações do custo de vida e da produtividade. Com respeito ao salário mínimo, argumentava-se que sua função primária seria remunerar os trabalhadores de modo a garantir-lhes nível mínimo de subsistência. Essa era, primordialmente, medida redistributiva de renda. Não obstante, argumentou-se que um rápido aumento do salário mínimo real poderia reduzir os fundos disponíveis para investimento, afetando a produtividade futura do trabalho e, conseqüentemente, o salário real. Aumentos só deveriam ocorrer de acordo com o critério gradual da política monetária de estabilização. O PNE propôs o reajuste do salário mínimo em proporção ao incremento do custo de vida desde o último acréscimo. Assim, foi fixado o nível de 6 cruzeiros (6.000 cruzeiros antigos) para o princípio de 1959, na Guanabara.

A política externa foi também considerada com razoável dose de detalhe pelo PNE. O objetivo fundamental era obter resultados positivos no balanço de pagamentos, que reconstituíam as reservas de divisas do Brasil. Dado que a entrada de capitais era sujeita a flutuações, a solução seria aumentar os *surpluses* da balança comercial. Devido à relativa inflexibilidade das exportações brasileiras, o PNE propôs que o País começasse um programa de diversificação das vendas. Mas, o sistema de câmbio daquela época, através de subsídios indiretos, camuflava os custos reais e, provavelmente, promovia atividades antieconômicas. Também onerava acentuadamente o setor exportador.

O PNE foi atacado pelos economistas denominados “estruturalistas”, pelos políticos de quase todas as filiações e pelo empresariado em geral. O Banco do Brasil se recusou a reduzir o crédito à indústria e também ocorreram conflitos com a política de recolhimentos do café. Até o FMI relutava em defender o

plano devido à sua proposta de tratamento gradualista; o Fundo defendia a terapêutica antiinflacionária de choque. Politicamente, o plano de estabilização tornou-se fonte de críticas generalizadas mesmo dentro do partido político do Presidente. Os economistas da linha “estruturalista” argumentavam que o PNE conflitaria com o plano de desenvolvimento e que traria a estagnação e a temida *crise de estabilização*. Naquela época, muitos economistas brasileiros acreditavam que uma taxa de inflação de 20% seria compatível com as necessidades de desenvolvimento da economia. O PNE foi abandonado em junho de 1959. O Executivo decidiu livrar-se do ônus político da estabilização e dar uma solução política aos problemas econômicos do País. Em agosto, o Presidente substituiu os técnicos que tinham arquitetado o plano. Parte da imprensa aplaudiu a saída. Na realidade, o que aconteceu foi explosão inflacionária, caos econômico, tensão social e crise política.

O estoque de M_1 aumentou em 30,1% em 1959 sobre os níveis médios de 1958 e o de M_2 em 28,1%. A renda real se elevou de 5,6%. Enquanto o produto agrícola crescia de somente 5,3%, o industrial se expandia de 11,9%. Enquanto isso, os preços implícitos mostraram expansão de 29,2%. Os preços por atacado apresentaram aumento à taxa recorde de 39,5%; para o custo de vida o acréscimo foi de 51,9%. Embora a taxa de inflação tenha sido elevada durante os anos de 1950, foi em 1959 que o processo inflacionário se agravou. Em parte, isso foi o resultado do abandono do programa de contenção inflacionária.³⁰ Olhando em retrospecto, é surpreendente que a economia brasileira tenha continuado a crescer satisfatoriamente, em termos reais, durante 1959, 1960 e até mesmo 1961. Depois daquele ano, a recessão prolongada e severa só pode ser explicada por numerosa e variada gama de fatores complexos, sendo difícil indicar qual ou quais os de maior influência.

O *deficit* de caixa do Tesouro em 1959, foi de Cr\$ 40,5 milhões, equivalendo a quatro vezes o previsto pelos técnicos do PNE (Cr\$ 10 milhões). As autoridades monetárias queixavam-se constantemente de que os únicos meios existentes para financiar o *deficit* eram inflacionários. Numa conjuntura como a daquela época, o necessário não era *política* monetária e sim *reforma* monetária. E ampla!

³⁰ Essa é uma das teses principais do trabalho de Mário Henrique Simonsen, *A experiência inflacionária no Brasil* (Rio de Janeiro: INPES/GB, 1964).

Os principais fatores de expansão do estoque de moeda em 1959 foram os aumentos da base monetária e quedas da relação moeda em poder do público/ estoque de moeda, especialmente durante os dois últimos trimestres do ano. Os aumentos se processaram através dos mesmos canais já institucionalizados pelo Banco do Brasil. O saldo do papel-moeda emitido se elevou de Cr\$ 34,8 milhões (ou 29,1% sobre a emissão de 1958). Já existiam grandes pressões dos setores público e privado na disputa pelo crédito bancário. O setor governamental recebeu Cr\$ 42,9 milhões e o privado Cr\$ 95,6 milhões.

O aumento do papel-moeda continuou a se processar através do Banco do Brasil.³¹ Uma análise do balancete do banco mostra que o setor governamental absorveu Cr\$ 34,6 milhões. Desse total, Cr\$ 31,6 milhões foram destinados ao Tesouro Nacional. O *deficit* de caixa requeria recursos da ordem de Cr\$ 41,0 milhões. Isto mostra quanto além do previsto pelo PNE foi a posição deficitária daquele ano. O Tesouro também obteve Cr\$ 8,9 milhões através da venda de títulos. O crédito ao setor privado, através das várias carteiras do banco, atingiu a cifra de Cr\$ 18,1 milhões. Devido à insuficiência de recursos, o banco foi forçado a obter Cr\$ 39,5 milhões na Carteira de Redescontos. Desse total, Cr\$ 34,8 milhões foram emissões diretas de papel-moeda e Cr\$ 4,7 milhões redução do crédito dos bancos privados e recursos próprios. Além disso, os depósitos do setor privado no banco aumentaram em Cr\$ 25,1 milhões e os do setor governo em Cr\$ 15,6 milhões. Não houve recursos provenientes dos ágios cambiais, posto que foram usados no programa de retirada do café do mercado. Esse programa também absorveu grande parte do crédito do banco, especialmente através da Carteira de Crédito Agrícola e Industrial. Em resumo, a expansão do papel-moeda foi devida a *deficits* governamentais, programa de defesa do café e crédito ao setor privado (especialmente a indústria), nessa ordem de importância.

A emissão de papel-moeda pelo Governo voltava ao setor bancário na forma de depósitos e contribuía para a concessão desordenada de crédito dos bancos comerciais aos setores público e privado. Os empréstimos dos bancos comerciais aumentaram em Cr\$ 85,8 milhões, em contraste com a expansão de Cr\$ 41,6 milhões em 1958. Os depósitos à vista se elevaram de Cr\$ 113,9 milhões, contra aumento de Cr\$ 40,1 milhões em

³¹ *Conjuntura Económica* (fev., 1960), pp. 66-8.

1958. Como foi apontado anteriormente, houve declínio da relação moeda em poder do público/estoque de moeda durante o segundo semestre, que contribuiu significativamente para a expansão do estoque de moeda.

Esse acréscimo de crédito teve diversas repercussões sobre as despesas do setor privado. O salário mínimo foi reajustado acentuadamente no começo de 1959, mas de certa forma somente compensou o rápido aumento do custo de vida. O setor privado, por seu turno, queixou-se de acréscimos substanciais de custos que impediam a expansão dos investimentos a uma taxa ideal; observaram-se pressões para maiores créditos.

No segundo semestre, devido ao rápido aumento do estoque de moeda, a disponibilidade de crédito foi acentuadamente maior. Os lucros voltaram a seus níveis anteriores e as firmas continuaram a reinvestir.³² Esse mecanismo permitiu a continuação das altas taxas de crescimento do produto interno, apesar das elevadas taxas de aumento dos preços.

O balanço de pagamentos continuou em 1959 a ser afetado pelos mesmos problemas de anos anteriores. As exportações e importações foram mantidas relativamente estáveis e o pequeno saldo positivo da balança comercial foi mais que superado pelo *deficit* da conta de serviços. Assim, em conta-corrente, o País enfrentou resultado negativo de US\$ 311 milhões. Isto foi parcialmente compensado pelos capitais autônomos da ordem de US\$ 182 milhões (sem incluir US\$ 34 milhões de reinvestimentos). Levando em consideração a saída de US\$ 10 milhões de donativos e erros e omissões negativos de US\$ 25 milhões, o *deficit* total chegou a ser de US\$ 154 milhões. O País não poderia continuar a depender de empréstimos do FMI. As negociações foram suspensas depois de abandono do PNE. A dívida a curto prazo com banqueiros estrangeiros aumentou em US\$ 59 milhões e as operações de *swap* forneceram outros US\$ 115 milhões.

Houve, em 1959, esforço no sentido de retirar os obstáculos cambiais à venda de manufaturados brasileiros no exterior. Isto foi em parte o resultado da lei das tarifas e do esforço para unificar a taxa de câmbio. Em janeiro, a Instrução 174 da SUMOC elevou as bonificações às exportações. Além disso, o

³² "Efeito da expansão monetária sobre as despesas do setor privado", *Conjuntura Econômica* (fev., 1960), pp. 70-1.

câmbio de custo foi aumentado. Diversas instruções incluíram vários produtos exportados no mercado livre. No último dia do ano, a Instrução 192 colocou todas as exportações no mercado livre, com exceção do café, cacau e alguns produtos menores.³³ Houve esforços para impedir que o processo inflacionário eliminasse o poder de concorrência das exportações brasileiras.

No começo de 1959, a taxa livre manteve-se no nível de 15 cruzeiros (antigos) por dólar. Não houve tendência para mudanças na taxa. Essa situação continuou até junho. A Instrução n.º 181 transferiu os serviços de importação para o mercado livre. Verificou-se então grande pressão sobre a paridade devido ao agravamento do *deficit* externo e à decisão de terminar as negociações com o FMI. Em dezembro, a taxa livre era cotada a 20 cruzeiros (antigos) por dólar.

Uma grande aspiração brasileira era um acordo internacional para defesa do café de modo a dividir o ônus da manutenção dos preços e o amortecimento das flutuações cíclicas entre os vários países produtores e consumidores. Após muitas negociações, o acordo foi assinado, em Londres, em setembro.³⁴ As expectativas para o café na ocasião eram totalmente explosivas. A safra brasileira de 1959/60 foi estimada em 44 milhões de sacas, volume superior às exportações *mundiais* num só ano. O Acordo Latino-Americano do Café não podia conter as quedas dos preços naquela conjuntura. O novo acordo internacional foi assinado por todos os produtores latino-americanos, Portugal (representando Angola) e França (representando a Comunidade Francesa). Também contou com a colaboração do Reino Unido e da Bélgica.

O Acordo estipulou quotas trimestrais fixas de exportação para os diversos produtores. Havia dois critérios pelos quais as quotas seriam fixadas: 90% das exportações durante o melhor ano entre 1949 e 1958 ou uma parcela mínima fixa de 88% da produção real exportável mensurada pelo Departamento de Agricultura dos Estados Unidos. No segundo ano do Acordo, contudo, o segundo critério foi eliminado, uma vez que poderia levar à expansão substancial das safras dos pequenos produtores. Não houve, porém, acordo sobre preços, dado que se esperava que o regulamento da quantidade no mercado resolve-

³³ *Conjuntura Econômica* (fev., 1960), pp. 58-60.

³⁴ "Acordo internacional do café", *Conjuntura Econômica* (out., 1959), pp. 16-20.

ria muitos dos problemas. O Acordo não conseguiu a cooperação dos grandes consumidores. Devido às abundantes colheitas, esperava-se substancial queda dos preços internacionais. Além disso, muitos dos países africanos e latino-americanos não dispunham de suficientes recursos físicos e financeiros, bem como experiência, para a retirada da produção. Também os concorrentes brasileiros poderiam beneficiar-se de uma estratégia de comercialização baseada na manipulação das diferenças de preços entre o café brasileiro e os de outros tipos devido à persistência do País na política de defesa.³⁵ No primeiro ano do Acordo, o Brasil retirou 18 milhões de sacas e não preencheu sua quota. A Colômbia retirou somente meio milhão de sacas e os países africanos exportaram suas quotas completas.

As variações percentuais dos indicadores agregados para 1960 mostram os efeitos do abandono dos esforços para conter a expansão do estoque de moeda: M_1 aumentou em 39,3% sobre a média de 1959 e M_2 em 39,0%. Apesar deste substancial acréscimo no estoque de moeda a taxa de aumento do deflator implícito foi menor do que em 1959: 26,3%. Os preços por atacado se elevaram de 30,5%. O custo de vida mostrou significativa redução no ritmo de crescimento, aumentando apenas de 23,8%. Isto foi devido principalmente à diferença entre as safras agrícolas de 1959 e 1960. O fato vem ilustrar a importância crucial das safras agrícolas na obtenção de níveis toleráveis de inflação. Assim, em muitos dos estudos sobre a economia brasileira tem sido dada grande importância à denominada *componente autônoma da inflação*: as safras agrícolas. A componente é considerada autônoma uma vez que é influenciada por fatores alheios ao processo econômico tais como geadas, chuvas excessivas, escassas ou extemporâneas e pragas, estando, portanto, fora do alcance dos técnicos em política econômica. Apesar da alta taxa de inflação, a renda real aumentou em 9,7%, a produção industrial em 9,6% e a agrícola em 4,9%. A indústria continuou sendo o setor mais dinâmico da economia. Devido às atividades da Cia. Vale do Rio Doce, a atividade mineira foi de grande importância em 1960.³⁶ Sem dúvida, o País tinha realizado grandes melhoramentos no setor industrial, obtendo também altas taxas de crescimento. Mas isto foi feito à

³⁵ Delfim Netto e Andrade Pinto, *op. cit.*, p. 34.

³⁶ "Indústria, ainda o setor mais dinâmico da atividade econômica", *Conjuntura Econômica* (fev., 1961); p. 14.

custa de forte inflação, *deficits* no balanço de pagamentos, tensão social e transferência de ônus às gerações futuras. Não há dúvida, contudo, que em termos reais o Brasil progrediu significativamente durante a segunda metade dos anos de 1950. Em certo sentido, este é um caso único de coexistência de alta taxa de inflação e elevado crescimento econômico real.

O mecanismo de expansão do estoque de moeda não foi alterado em 1960.³⁷ A emissão de papel-moeda através da Carteira de Redescontos foi de Cr\$ 51,5 milhões. O Banco do Brasil recebeu Cr\$ 38,2 milhões e os bancos comerciais Cr\$ 13,3 milhões. Assim, o fator principal de expansão do estoque de moeda foi a base monetária. Houve, não obstante, declínio da relação moeda em poder do público/estoque de moeda durante os dois últimos trimestres do ano. O acréscimo da base monetária se deu através das emissões fiduciárias do Banco do Brasil, grande artífice da inflação brasileira da época.

É importante reconstruir como se processaram as emissões, isto é, as pressões dos diversos setores sobre o Banco do Brasil. Seus empréstimos aumentaram em Cr\$ 148,6 milhões, dos quais Cr\$ 48,2 milhões foram concedidos ao setor privado, Cr\$ 100,4 milhões ao setor governamental e Cr\$ 1,1 milhão ao setor bancário. O Tesouro Nacional recebeu a maior parte dos aumentos dos empréstimos ao setor público: Cr\$ 69,4 milhões. O restante do *deficit* do Governo Federal, 7,2 milhões de cruzeiros, foi financiado pela emissão de títulos. O crédito do Banco do Brasil ao setor privado aumentou em aproximadamente 35,8%. Nesse ano, a expansão não se deveu basicamente ao financiamento de certos produtos exportáveis. As volumosas operações cambiais do Banco do Brasil para financiar o *deficit* do balanço de pagamentos constituíram um fator para contração do estoque de moeda. O Banco, contudo, obteve recursos através de outros países. O saldo dos ágios cambiais, após o pagamento das compras de café, atingiu Cr\$ 21,4 milhões. Os bancos depositaram Cr\$ 20,1 milhões, parte dos quais consistiu em depósitos compulsórios. Pelos setores privado e governo foi possível obter Cr\$ 24,6 milhões. Outros Cr\$ 10 milhões foram decorrentes de ágios dos importadores decretados pela Instrução n.º 192 da SUMOC. Apesar desses recursos, o banco foi forçado a obter fundos com a Carteira de Redescontos, como já foi salientado. O

³⁷ "Moeda e crédito: inalterado o processo inflacionário". *Conjuntura Econômica* (fev., 1961), pp. 55-63.

... aumento de papel-moeda resultante voltou aos bancos comerciais na forma de depósitos. Isto lhes permitiu expandir seus empréstimos em 40%, em contraste com o aumento de 32,5% em 1959. As operações da Carteira de Redescontos tornaram-se outro importante fator da expansão de crédito privado.

O *deficit* do balanço de pagamentos foi de importância crítica em 1960. Marcou recorde para o período de pós-guerra com exceção de 1952, quando as importações haviam sido artificialmente altas devido ao medo da escassez decorrente da possibilidade de expansão da guerra da Coréia. O *deficit* agravou a situação iniciada em 1957. Pela primeira vez desde 1947, com exceção de 1952, o Brasil não experimentava *superavit* na balança comercial; o saldo negativo foi de US\$ 23 milhões. O *deficit* em conta-corrente, principalmente devido aos invisíveis, atingiu a US\$ 533 milhões. Infelizmente, não houve compensação, como em anos anteriores, através de entrada de capitais autônomos. Tomando em consideração donativos de US\$ 15 milhões e um erro positivo de US\$ 26 milhões, o *deficit* total chegou a ser de US\$ 430 milhões, quase que o dobro do ocorrido em anos deficitários anteriores. Na estrutura das exportações, o aumento das vendas de algodão, açúcar e minério não foi suficiente para compensar o declínio das de café e outros produtos menores. A queda do investimento privado direto foi de importância chave na conta de capital. O *deficit* foi financiado através de empréstimos compensatórios do FMI e de um grupo de banqueiros, chefiado pelo First National City Bank, pelas operações de *swap* e aumento da dívida a curto prazo com banqueiros estrangeiros.

Um aspecto importante da política de promoção das exportações durante um processo de inflação galopante deveria ter sido a depreciação da taxa de câmbio para acompanhar mudanças nos preços internacionais relativos. Em certo sentido, esse foi o espírito da Instrução n.º 192 da SUMOC que incluiu grande número de produtos exportáveis no mercado livre de câmbio. Não obstante, a política foi anulada pela atuação do Banco do Brasil, num esforço de estabilização da taxa cambial.³⁸ Assim, a taxa de câmbio não acompanhou a inflação interna, eliminando-se possíveis vantagens da Instrução n.º 192 no campo de promoção das exportações.

³⁸ "Sistema cambial", *Conjuntura Econômica* (fev., 1961), p. 51.

O processo inflacionário foi acelerado consideravelmente durante 1961, e era óbvio que naquele ano a inflação seria incontrolável.

As variações percentuais dos indicadores agregados foram bem altas. O estoque médio de M_1 aumentou em 44,9% sobre a média de 1960 e o de M_2 em 44,1%. O deflator implícito cresceu de 33,3%, os preços por atacado em 47,7% e o custo de vida em 42,9%. A renda real mostrou acréscimo de 10,3% (isto entretanto deveu-se à abundante safra de café). Excluindo-se a superprodução não comerciável de café da produção agrícola, como foi sugerido por *Conjuntura Econômica* naquela ocasião, a expansão da renda seria bastante inferior ao nível antes indicado. A produção industrial continuou a expandir-se rapidamente, aumentando em 10,6%. A produção agrícola também incrementou-se substancialmente: 7,6%. Apesar da rápida inflação e dos *deficits* externos, o setor real da economia brasileira continuou a mostrar elevadas taxas de crescimento. O ano, não obstante, foi o último de rápida expansão real após 1957. Politicamente, foi cheio de vicissitudes, contando até com a renúncia do Presidente em agosto. Durante pequeno período do ano, um grupo distinto de técnicos voltou a tentar a reforma dos mercados monetários. Mas, esse esforço pereceu devido aos problemas políticos da época.

O fator de expansão do estoque de moeda em 1961 continuou a ser os aumentos da base monetária. A emissão de papel-moeda cresceu de 51,0%. Essa foi a maior expansão no período 1951/61. O aumento anual pode ser dividido em períodos trimestrais. O primeiro trimestre caracterizou-se por variações resultantes das políticas de fim de 1960, observando-se certa estabilização sazonal no período seguinte. Nos dois últimos trimestres a expansão foi rápida. De fato, aproximadamente 50% da expansão do estoque de moeda ocorreu no último trimestre. As autoridades monetárias atribuíram parte do aumento à renúncia do Presidente e às pressões do processo inflacionário sobre o setor bancário. Os *deficits* governamentais, porém, foram importante fator da expansão do papel-moeda. Nessa época, já se observara o problema do controle do *deficit* resultante dos fundos alocados pelo Governo Federal às autarquias. A política cafeeira foi relativamente neutra em sua contribuição ao aumento do estoque de moeda, dado que foi financiada, em boa parte, por recursos originados nos ágios cambiais e na venda de câmbio resultante do confisco da receita

cambial das exportações de café.³⁹ As operações de câmbio do Banco do Brasil foram responsáveis por um saldo negativo das autoridades monetárias da ordem de quase Cr\$ 27 milhões quase que totalmente coberto com novas emissões de papel-moeda.

Em 1961, o balanço de pagamentos do Brasil experimentou recuperação surpreendente. A balança comercial forneceu saldo positivo de US\$ 113 milhões. As exportações aumentaram em 10,6%, enquanto as importações mantiveram-se estáveis. Em conta-corrente, o *deficit* foi de US\$ 303 milhões. Não obstante, as importações autônomas de capital, em contraste com o ocorrido em 1960, chegaram a ser de US\$ 304 milhões. Levando em consideração donativos de US\$ 15 milhões e erros positivos de US\$ 49 milhões, houve *superavit* no total do balanço de pagamentos de US\$ 65 milhões.

Os resultados favoráveis da balança comercial foram devidos à reforma do mercado cambial descrita mais adiante. Os resultados em conta-corrente derivaram da nova confiança dedicada ao Brasil no estrangeiro e aos novos créditos recebidos pelo País.⁴⁰ O total de créditos obtidos chegou a US\$ 1.500 milhões: US\$ 160 milhões do FMI como *standby credit*, US\$ 168 milhões do EXIMBANK para o pagamento dos atrasados, US\$ 70 milhões do fundo de equalização cambial do Tesouro americano, US\$ 100 milhões da USAID, US\$ 48 milhões de um grupo de banqueiros americanos, US\$ 110 milhões de *standby credit* fornecido por banqueiros europeus, US\$ 212 milhões para consolidar a dívida do Banco do Brasil com o EXIMBANK e outros empréstimos para consolidar e refinaranciar diversas dívidas brasileiras. Apesar da crise política de agosto, o equilíbrio externo do Brasil foi atingido, pelo menos temporariamente. Mais uma vez, a crise política do País forçou toda a sociedade a perder uma oportunidade para solucionar sérios problemas econômicos.

Um fator importante do saldo comercial favorável de 1961 foi a reforma do mercado de câmbio iniciada após março, interrompida durante o ano e consolidada ligeiramente no fim do ano.⁴¹ O sistema de taxas fixas e variáveis múltiplas foi substi-

³⁹ *Conjuntura Econômica* (fev., 1972), p. 70.

⁴⁰ "Balanço de pagamentos: extraordinária sua recuperação", *Conjuntura Econômica* (fev., 1962), pp. 59-64.

⁴¹ "Sistema cambial", *Conjuntura Econômica* (fev., 1962), pp. 64-7.

tuido por um sistema de taxa única e flutuante. Os subsídios às importações de certos bens foram eliminados com a taxa de câmbio de custo. Com a transferência das exportações para o mercado de câmbio livre, novos horizontes foram abertos. Um resultado imediato foi o aumento das exportações tradicionais além do café. As importações normais deixaram de se processar através de leilões, passando a ser canalizadas através de operações entre importadores, exportadores e bancos autorizados a operar no mercado cambial. A política de sustentação do café e do cacau começou a ser financiada com recursos resultantes das exportações desses bens em lugar de recursos inflacionários. Em resumo, o mercado cambial foi reformado para exercer sua função específica de facilitar o equilíbrio das transações com o exterior, desligando-se da concessão de subsídios.

Verificou-se importante evento durante os anos de 1950 que corrigiu, em certo sentido, deficiência herdada do passado. Não se tinha observado até então, no Brasil, a implementação dos bancos de desenvolvimento semelhantes ao *crédit mobilière* francês. Devido à grande complexidade do processo de industrialização no período de pós-guerra, e também devido à escassez de capital social de infra-estrutura, sentiu-se na década de 50 a necessidade de estabelecer uma instituição que canalizasse os recursos aos setores básicos. A primeira instituição desse tipo foi o Fundo de Reaparelhamento Econômico (FRE), estabelecido pela Lei n.º 1474 de 26-11-51. O passo seguinte foi a criação do Banco Nacional do Desenvolvimento Econômico (BNDE). Com o BNDE objetivava-se a centralização do financiamento para diversos setores da indústria e para o sistema de transporte, energia e suprimentos. O Banco criava novo enfoque às relações entre o Estado e a empresa privada no Brasil. Tentava-se canalizar as poupanças privadas do público para os investimentos de natureza social, preponderantemente indivisíveis.

Havia três tipos de recursos estipulados para o BNDE: próprios, especiais e vinculados.⁴² No período de 1952 a 1959, o BNDE dispôs de recursos próprios da ordem de Cr\$ 45,2 milhões. É difícil converter essa quantia a dólares devido aos con-

⁴² "Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico: origem de seus recursos", *Conjuntura Econômica* (junho, 1960), pp. 61-7.

troles cambiais. A taxa livre oscilou entre 0,02 cruzeiros por dólar e 0,20. A taxa média poderia ter sido algo em torno de 0,11. Assim, os recursos próprios foram aproximadamente US\$ 411 milhões. Constituíram-se em 46% do total de recursos e originaram-se principalmente do FRE e das operações do Banco que já eram lucrativas. Outros dois tipos de fontes foram os adicionais do imposto de renda e os dividendos das empresas mistas devidos ao Tesouro Nacional. Esses últimos deveriam ser recolhidos ao BNDE. Na realidade, somente a metade foi entregue ao Banco.

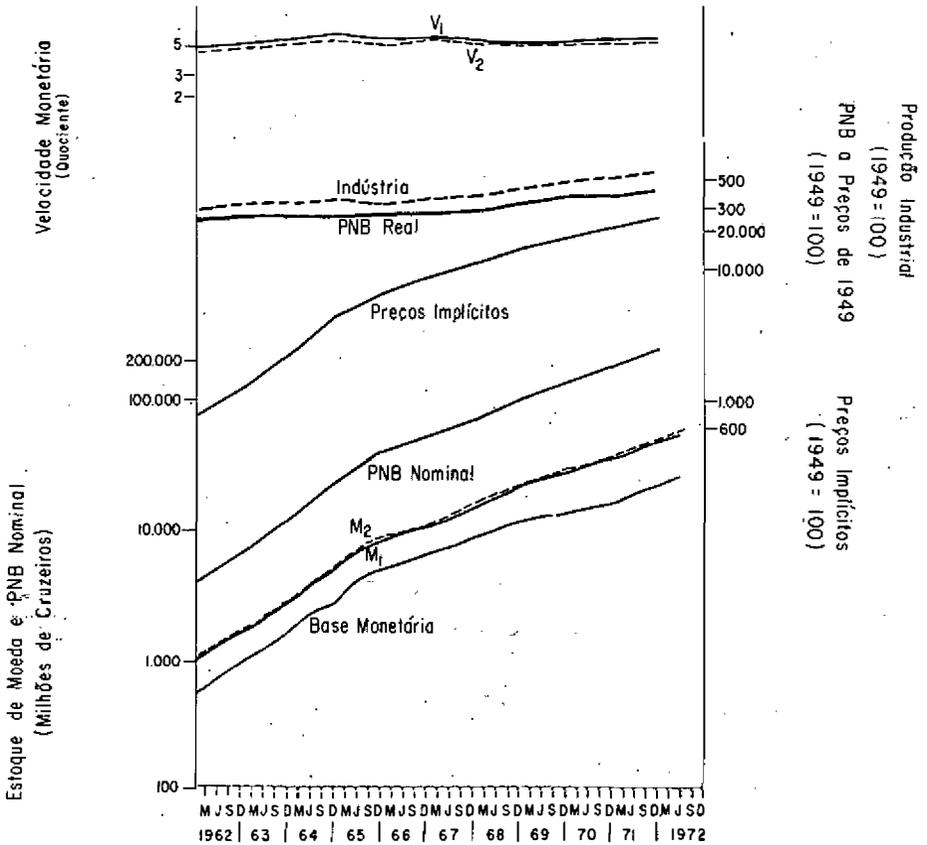
Os recursos especiais originavam-se de acordos entre os Estados Unidos e o Brasil. O excedente agrícola dos Estados Unidos foi fonte importante. A parcela entregue ao Brasil era vendida no País e os rendimentos auferidos entregues ao BNDE. Os fundos em cruzeiros foram considerados como empréstimo de longo prazo (40 anos) do governo dos Estados Unidos ao Brasil. Entre 1956 (quando os recursos foram concedidos pela primeira vez) e 1959, um total de Cr\$ 8,8 milhões (aproximadamente US\$ 80 milhões) foram recolhidos, representando 8,9% dos recursos totais do Banco.

Os recursos vinculados foram da ordem de Cr\$ 45,1 milhões, ou 45,1% do total. Isto é, aproximadamente outros US\$ 410 milhões. Na realidade, somente uma parte foi entregue ao BNDE. Originavam-se de vários fundos existentes no Brasil para melhoramento das ferrovias, pavimentação das rodovias, eletrificação etc.

8.4 Inflação, Estagnação e Recuperação

O Gráfico VIII.5 mostra os indicadores agregados mais importantes para a economia brasileira no período de 1962/71. A alta covariância dos preços, renda monetária e o estoque de moeda (para ambas as definições) é patente. Os dados da indústria indicam que todo o período 1961/67 foi de queda de atividade. Assim, o período foi caracterizado por estagnação e elevado crescimento dos preços. Em parte, isso foi devido à natureza

BRASIL, ESTATÍSTICAS MONETÁRIAS PNB NOMINAL E REAL, PREÇOS E PRODUÇÃO INDUSTRIAL-1962/72



Produção Industrial
(1949 = 100)
PNB a Preços de 1949
(1949 = 100)
Preços Implícitos
(1949 = 100)

esporádica e intermitente dos programas de estabilização. Após 1967, houve mudanças na natureza da política econômica, dando-se maior ênfase às altas taxas de crescimento econômico real. Um dos aspectos mais importantes da nova política foi a expansão do crédito ao setor privado, especialmente à indústria. Registraram-se altas taxas de crescimento da produção industrial.

A experiência e análise dos ciclos dos negócios mostram que fortes contrações são sucedidas por acentuadas recuperações. Em parte, isso reflete a existência de capacidade ociosa que permite altas taxas de crescimento a curto prazo. Essa foi a natureza das elevadas taxas de crescimento do PIB durante os anos 30 que em parte refletiam o uso de capacidade instalada durante a década de 20 e condições mais favoráveis para certas atividades econômicas internas. Da mesma forma, a recuperação rápida após 1967 deve-se em grande parte à utilização de capacidade ociosa na fase ascendente do ciclo de negócios após o período de profunda e prolongada contração. Não há dúvida, também, que a economia brasileira possui setores altamente dinâmicos. Esse é um fato histórico. A boa resposta da economia aos incentivos de mercado, bem explorada pela política econômica, explica também a possibilidade de terem sido obtidas elevadas taxas de crescimento a curto prazo.

Apesar da contração, a velocidade monetária aumentou até 1964, quando então começou a cair. O acréscimo nos primeiros anos da contração foi provavelmente causado por expectativas inflacionárias. Não existem dados suficientes para explicar com propriedade o comportamento da velocidade.

O fator mais importante de variação da taxa de crescimento do estoque de moeda no período foi a base monetária. Esse fator explica quase toda a variação. A contribuição positiva da relação moeda em poder do público/estoque de moeda cancela a contribuição negativa da relação encaixe dos bancos/depósitos. Para os anos de 1960 é possível especificar com precisão os fatores de mudança do saldo de papel-moeda em circulação. A Tabela VIII.3 fornece esses dados. As contribuições percentuais encontram-se no Gráfico VIII.6. É possível então, com base na tabela e no gráfico, identificar três períodos da política monetária.

TABELA VIII.3
CAUSAS DA EXPANSÃO DO PAPEL-MOEDA EM CIRCULAÇÃO

(variações em Cr\$ milhões)

Discriminação	1962/64	1965/67	1968/71
A. Operações com o Tesouro Nacional	+ 1 395	+ 779	- 4 143
B. Operações com outras Entidades Públicas	- 254	- 335	- 2 446
(Exp.): Empréstimos a Autarquias, Governos Estaduais e Municipais	+ 82	+ 217	+ 268
(Contr.): Depósitos de Autarquias à vista no Banco do Brasil	- 336	- 552	- 2 714
C. Operações com Agricultura, Indústria e Comércio	+ 737	+ 1 440	+ 12 039
(Exp.): Empréstimos do Banco do Brasil ao Setor Privado*	+ 1 128	+ 2 486	+ 16 130
(Contr.): Depósitos à vista e a prazo do Público no Banco do Brasil	- 391	- 1 046	- 4 091
D. Operações de Câmbio	+ 429	+ 748	+ 8 703
(Exp.): Contas Cambiais	+ 651	+ 1 991	+ 10 829
(Contr.)**	- 222	- 1 243	- 2 126
E. Operações com Instituições Financeiras	- 469	- 1 264	- 1 581
(Exp.): Empréstimos e Redescontos a Bancos Comerciais + Empréstimos a Instituições Financeiras	+ 160	+ 298	+ 2 459
(Contr.): Depósitos Voluntários e Compulsórios dos Bancos Comerciais no Banco do Brasil	- 629	- 1 562	- 4 040
F. Conta — Café (total de recursos)	- 345	- 330	- 3 959
G. Outras Contas	- 401	+ 1 032	- 2 573
Papel-moeda em Circulação	+ 1 092	+ 2 070	+ 6 040

FONTE DOS DADOS BRUTOS: boletins e relatórios do Banco Central do Brasil.

* Inclui empréstimos a café e compra e venda de produtos de importação e exportação.

** Inclui contrapartida em Cr\$ de recursos externos, depósitos em Cr\$ de entidades financeiras internacionais, depósitos para fechamento de câmbio.

Obs.: (Exp.) significa que a rubrica foi fator de expansão dos meios de pagamento e (Contr.) de contração. O sinal (+) indica expansão e o sinal (-) indica contração.

FATORES DE EXPANSÃO E CONTRAÇÃO DO SALDO DE PAPEL-MOEDA EM CIRCULAÇÃO
(DISTRIBUIÇÃO PERCENTUAL)

Destino dos fatores de expansão 0 Origem dos fatores de contração	1962/64	1965/67	1968/71
	Operações c/o Tesouro Nacional + 54,5 %	Operações c/o comércio, ind. e agr + 36,0 %	Operações c/o comércio, ind. e agr. + 58,0 %
	Operações c/o comércio, ind. e agr. + 28,8 %	Operações c/o Tesouro Nacional + 19,5 %	Operações de câmbio + 42,0 %
	Operações de Câmbio + 16,7 %	Operações de câmbio + 18,7 %	Operações de câmbio + 42,0 %
	Operações c/instituições financeiras - 31,9 %	Outras contas + 25,8 %	Operações c/o Tesouro Nacional - 28,2 %
	Conta café - 23,5 %	Operações c/instituições financeiras - 65,5 %	Conta café - 26,9 %
	Operações c/entidades públicas - 17,3 %	Operações c/instituições financeiras - 65,5 %	Operações c/entidades públicas - 16,6 %
	Outras contas - 27,3 %	Operações c/entidades públicas - 17,4 %	Operações c/instituições financeiras - 10,8 %
		Conta café - 17,1 %	Outras contas - 17,5 %

O primeiro deles — 1962/64 — caracterizou-se por altas taxas de expansão do estoque de moeda e esforços brandos de estabilização. Até 1964, não se observou mudança básica na política monetária. O financiamento do *deficit* do Governo foi o mais importante fator de crescimento da base monetária e, conseqüentemente, do estoque de moeda. Havia naquela época notória debilidade estrutural. Devido à falta de mercado para títulos do Governo, os *deficits* do setor público eram financiados com recursos inflacionários. O crédito ao setor privado foi também importante fator de crescimento do saldo de papel-moeda emitido.

O segundo período abrange 1965/67. Verificam-se, então, importantíssimas reformas estruturais, permitindo ao Governo obter recursos não inflacionários para financiar o *deficit*. Devido à rápida inflação foi seguida uma política de *inflação corretiva*. Uma completa equipe técnica de economia, que através dos anos tinha desenvolvido a *escola de monetarismo eclético*, passou a orientar a política econômica. Objetivou-se fazer as reformas de base sem levar em conta os ônus do desgaste político a curto prazo. Foram tentadas soluções econômicas para problemas fundamentalmente econômicos. Parte da política da inflação corretiva consistiu, para o setor público, na concessão de reajustamentos dos títulos da dívida nacional para acompanhar a inflação. Já em 1966 o público financiava 86% do *deficit* através da compra de ORTN. Assim, as operações com o Tesouro contribuíram com somente 19,5% do aumento do papel-moeda em circulação. Em 1965, um grande *superavit* do balanço de pagamentos, junto com deficiências estatísticas da época, que impediam as autoridades monetárias de formular corretamente a política a seguir, foi o fator mais importante de expansão do papel-moeda em circulação. As operações de câmbio continuaram a pressionar o crescimento do papel-moeda em circulação; o crédito ao setor privado também atuava no mesmo sentido.

O terceiro período começou em 1967. O crédito à agricultura, ao comércio e à indústria converteu-se no fator básico para o crescimento do papel-moeda em circulação. As operações de câmbio contribuíram com 42%. Em 1972, os aumentos extraordinários das reservas de moedas estrangeiras constituíram-se, isoladamente, no mais importante fator de expansão da base monetária. O Banco Central começou a tomar medidas para impedir os aumentos do estoque de moeda devidos a essa variável.

8.5 O Período de Inflação e Estagnação — 1962/67

8.5.1 Inflação Causada por Financiamento Deficitário

As circunstâncias especiais do Brasil entre 1962 e 1964 podem ser verificadas na Tabela VIII.4. Tais aumentos do estoque de moeda e dos preços nunca tinham sido antes verificados.

Enquanto a inflação e o crescimento real tinham coexistido durante a década de 50, o período em estudo foi caracterizado por declínio da taxa de crescimento real. Em 1963 e 1964, a taxa de crescimento do produto, embora positiva, era inferior à da expansão demográfica, decorrendo daí taxas negativas para o produto real *per capita*. A produção industrial, após experimentar altas taxas nos anos 50, estagnou-se. Existem numerosas explicações acadêmicas sobre a recessão: o efeito retardado da renúncia do Presidente e a crise política, a queda do investimento estrangeiro, crises cambiais devidas às frágeis políticas de exporta-

TABELA VIII.4
VARIAÇÕES PERCENTUAIS ANUAIS DE
INDICADORES AGREGADOS SELECIONADOS
PARA A ECONOMIA DO BRASIL — 1962/64

Indicadores	1962	1963	1964
Estoque Médio de M_1	56,6	64,9	82,0
Estoque Médio de M_2	53,5	63,1	81,3
Preços Implícitos	54,8	78,0	87,8
Preços por atacado	51,3	81,3	91,9
Custo de Vida	55,8	80,2	86,6
PIB Real	5,3	1,5	2,9
População	2,9	2,9	2,9
PIB Real <i>per capita</i>	2,4	- 1,4	0,0
Produção Agrícola	5,5	1,0	5,2
Produção Industrial	7,8	0,2	1,3

FONTES: Dados monetários: Apêndice Estatístico; outros indicadores: 25 anos de economia brasileira, *Conjuntura Econômica*, v. 26, (nov./72).

ção, estagnação a longo prazo devido ao esgotamento das oportunidades de substituição de importações e à falta de outras políticas de desenvolvimento introvertido como a redistribuição de renda.⁴³ Tem-se também argumentado que a estagnação foi o resultado de um período prolongado de inflação, caos monetário e desmando administrativo da economia. Todos esses fatores são difíceis de quantificar e é quase impossível selecionar os mais importantes. O objetivo desta subseção limita-se a fornecer uma narrativa analítica dos principais acontecimentos, com o propósito de mostrar os diversos enfoques das políticas monetárias durante a recessão e suas prováveis consequências.

Em 1962, o Brasil ainda não contava com um programa de controle da inflação. Naquela época, já existia amplo consenso entre os economistas, de todas as escolas e inclinações, de que a taxa de inflação era muito alta para ser consistente com a retomada do processo de crescimento. Um programa antiinflacionário foi construído para coordenar o Plano Trienal. Entretanto, houve abandono dos controles isolados da inflação. O *deficit* do Governo atingiu a cifra recorde de Cr\$ 238 milhões. O Banco do Brasil forneceu adiantamentos da ordem de Cr\$ 216 milhões. A venda de títulos do Governo chegou a Cr\$ 22 milhões, tendo sido usada quase que totalmente para financiar os saldos negativos dos Estados, perdendo-se assim seu caráter não inflacionário.

Os empréstimos totais do sistema bancário aumentaram em Cr\$ 717,3 milhões, dos quais Cr\$ 469,3 milhões foram recebidos pelo setor privado. Isto constituiu parte da política geral de crédito fácil e reajustamentos liberais dos salários. Dado que o Banco do Brasil não tinha saldos positivos com o sistema bancário e as operações de câmbio, a única fonte de recursos foi o desconto. Com esses recursos foram fornecidos créditos ao setor privado da ordem de Cr\$ 199,7 milhões. Desses fundos, Cr\$ 85,2 milhões foram concedidos à Carteira de Crédito Agrícola e Industrial que por sua vez orientou a maior parte (Cr\$ 71,5 milhões) na forma de crédito rural. A Carteira de Crédito Geral recebeu Cr\$ 114,5 milhões. Grande parte desse crédito foi concedido ao setor privado para o financiamento do 13.º salário. Apesar das compras de café da ordem de Cr\$ 100 milhões pelas autoridades cafeeiras, o financiamento foi coberto com recursos cambiais e houve *superavit* de Cr\$ 9 milhões. Durante o ano, o

⁴³ Alguns dos argumentos e referências se encontram em Nogueira e Peláez, *op. cit.*

Banco do Brasil continuou a concorrer pelos depósitos do público com o resto do sistema bancário. Também obteve da SUMOC aumento dos depósitos compulsórios de 14 para 22% para os depósitos à vista e de 7 para 14% para os depósitos a prazo. Como em outros períodos, 40% de todos os depósitos novos tiveram que ser depositados no banco até preencher a participação. Isto explica em parte o aumento das relações encaixe dos bancos/depósitos.

O Plano Trienal⁴⁴ indicava que a inflação já tinha ultrapassado os mais elevados níveis permissíveis. O ponto de vista fundamental foi de que a taxa de crescimento real deveria ser mantida a níveis altos, apesar das deficiências do padrão de desenvolvimento e da contínua inflação. A meta consistia numa redução da taxa de aumentos dos preços para 10% em 1965. Ao mesmo tempo, o País manteria taxa de crescimento real de aproximadamente 7%. Muitas reformas estruturais para a promoção do crescimento econômico foram propostas no plano educacional, agrário e administrativo. Em retrospecto, um dos problemas daquele programa consistia em tentar alcançar objetivos demasiadamente ambiciosos, em período curto e pontilhado de crises.

No tocante ao café, uma importante medida foi tomada pela SUMOC para a safra de 1961/62. Foi estabelecida uma quota de *contribuição* de modo a permitir boa remuneração aos exportadores. A intenção dessa medida era manter o mais estável possível a taxa de câmbio. Outra importante medida interna da política cafeeira foi o estabelecimento de uma instituição visando racionalizar a produção do café no Brasil. Na Organização Internacional do Café o Brasil tentou orientar da mesma forma outros países produtores que poderiam assim alcançar razoável diversificação em suas estruturas produtivas.

Não obstante, durante as três safras de 1961/64 a política brasileira foi de impedir declínios nas cotações internacionais do café, retirando consideráveis quantidades do mercado. Somente a Colômbia seguiu essa política e de forma limitada. No plano doméstico, o Governo tentou em 1961 e 1962 evitar incentivos à produção. Os excedentes foram comprados a preços baixos com a esperança de desestimular novo plantio. Havia um processo,

⁴⁴ Brasil, Presidência da República, *Plano Trienal de Desenvolvimento Econômico e Social 1963-1965* (Rio de Janeiro: Departamento de Imprensa Nacional, 1962).

porém, que contornava os desestímulos: a equalização de safras: Dado que o financiamento para as safras cafeeiras foi sempre abundante, os cafeicultores podiam obter financiamento e estocar o produto até poder vendê-lo em situação mais favorável. Esse processo impediu tornar mais racionais o plantio e a exportação de café no Brasil.

As condições econômicas internas agravaram-se severamente devido à situação do balanço de pagamentos. As exportações declinaram em 13,5%, enquanto as importações aumentaram em 1%. A balança comercial foi deficitária em US\$ 89 milhões. Devido à conta de serviços o *deficit* em conta-corrente chegou a US\$ 496 milhões. Os capitais autônomos forneceram US\$ 255 milhões. Levando em consideração doativos de US\$ 38 milhões e erros negativos de US\$ 140 milhões, o *deficit* foi de US\$ 343 milhões. Os itens maiores do financiamento compensatório foram créditos do EXIMBANK e USAID e atrasados comerciais. Um problema importante da conta de capital foi a nova lei sobre remessas de lucros do capital estrangeiro que estava sendo formulada. A perda de investimento estrangeiro resultante dessa expectativa foi da ordem de US\$ 233 milhões.⁴⁵

Um dos fatores importantes do *deficit* do balanço de pagamentos foi o abandono do programa de liberalização cambial de 1961. A nova política fixava a taxa de câmbio em níveis relativamente estáveis, fazendo-se todos os esforços para evitar oscilações. Assim, vários produtos menos expressivos da pauta de exportação perderam sua posição de concorrência nos mercados estrangeiros devido aos aumentos crescentes dos custos. Essa foi uma das distorções na economia brasileira introduzidas pela taxa de câmbio fixa durante período de rápida aceleração do processo inflacionário. Outro importante problema, sentido durante períodos de crise do balanço de pagamentos e inflação rápida, foi o forte peso das compras de petróleo e trigo no total das importações. Chegaram a corresponder a 1/3 das importações. Devido à alta participação do pão e de transportes no custo de vida e da dependência desses itens nas importações de petróleo e trigo, muitos governos tinham evitado aumentos desses bens por meio dos subsídios às importações. Em virtude das altas taxas de inflação, o problema de eliminação dos subsídios às importações de trigo e petróleo converteu-se num assunto

⁴⁵ *Conjuntura Econômica* (fev., 1963), pp. 58-9.

crítico na formulação de toda a política do Governo. Provavelmente, não houve outro período na história do Brasil em que um governo tenha sido sufocado com tantas perspectivas adversas nos assuntos econômicos: taxa de crescimento real *per capita* negativa, altíssima e crescente taxa de inflação, tensão social-política, elevado e crescente *deficit* no balanço de pagamentos.

Embora o Plano Trienal tivesse tentado resolver e/ou evitar muitos dos problemas, não existia base institucional para implementar um plano daquele tipo. Além disso, a conjuntura política foi totalmente desfavorável. Foi tentada a colaboração dos Estados Unidos (através da USAID) e do FMI. Infelizmente, não foi conseguida a cooperação total necessária. Embora um empréstimo tenha sido obtido junto ao governo americano, a liberação do total foi condicionada à implementação do programa antiinflacionário. Além disso, havia intensa oposição política ao programa no Brasil. O fator decisivo do abandono da estabilização foi o reajustamento salarial demandado pelos empregados públicos e militares no meio do ano. O Governo abandonou o programa por causa do ônus político.

Os registros históricos mostram que as autoridades monetárias tentaram combater a inflação sem sucesso.⁴⁶ O plano foi seguido tanto na área de inflação quanto em relação à participação do setor público no PIB. Além disso, não ocorreram maiores emissões de papel-moeda durante os primeiros meses do ano, quando os técnicos lutavam por suas reformas. O crédito bancário foi parcialmente controlado pelo aumento dos depósitos compulsórios nas autoridades monetárias. Houve até algum sintoma de “crise de estabilização” na forma de escassez de crédito para o setor privado. O financiamento do *deficit*, não obstante, continuou a ser um fator de difícil controle.

O balanço de pagamentos apresentou-se novamente deficitário. Verificou-se recuperação razoável nas exportações: + 15,7%. As importações caíram em 1%. O saldo positivo da balança comercial foi de US\$ 112 milhões. O *deficit* em corrente foi de US\$ 221 milhões.

Entretanto, os capitais autônomos quase que desapareceram situando-se em US\$ 23 milhões. O *deficit* total foi novamente elevado: US\$ 279 milhões.

⁴⁶ “Moeda e crédito: mais controlada a expansão”, *Conjuntura Econômica* (agosto, 1963), p. 61-3.

Em 1963, fatores políticos adversos impediam a obtenção do equilíbrio externo. Havia profunda desconfiança da parte dos investidores estrangeiros sobre o futuro da América Latina durante esse período, como resultado da Revolução Cubana. Além disso, o Brasil não regulou a Lei de Remessas de Lucros, contribuindo assim para a desconfiança. Se a entrada de capitais de 1962 tivesse sido mantida e o *deficit* pequeno, haveria possibilidade de financiá-lo com as reservas cambiais do País.⁴⁷

As autoridades brasileiras continuaram seu esforço para conseguir equilíbrio comercial por meio de controles seletivos das importações embora descuidando-se da promoção das exportações. Essa foi uma política típica do período de pós-guerra aqui analisado. Em maio houve desvalorização da taxa de câmbio da ordem de 30%. Óbvio, isto foi insuficiente em vista das altas taxas de inflação. A falta de desvalorização maior e de condições para as exportações além de café e cacau causaram substancial pressão na balança comercial ou, pelo menos, a perda de uma oportunidade para retirar a pressão. Os dados do período permitem essa conclusão. Em 1961, quando a taxa de câmbio acompanhou razoavelmente a inflação, as receitas de exportação dos produtos menores chegaram a ser de US\$ 144 milhões. Quando a taxa foi estabilizada em 1962 as exportações caíram para US\$ 113 milhões. Em 1963, as receitas da exportação caíram para US\$ 80 milhões. Dado que os produtos de exportação mais importantes mostraram comportamento rígido, as oportunidades de receita foram perdidas devido à falta de uma solução do problema do câmbio.

8.6

A Política de Inflação Corretiva: Primeira Estratégia de Controle Inflacionário

O novo Chefe de Estado do Brasil em 1964 foi assessorado por técnicos de alto nível sobre as reformas a serem implemen-

⁴⁷ "Balanço de pagamentos e câmbio", *Conjuntura Econômica* (fev., 1964), pp. 61-3.

tadas na estrutura econômica brasileira. O Governo pretendia então efetuar reformas básicas que reduzissem a inflação a curto prazo, resultando em *desenvolvimento com estabilidade de preços a longo prazo*.⁴⁸

Através dos anos, os economistas brasileiros tinham desenvolvido um enfoque pragmático sobre a estabilização monetária. Havia quase que acordo unânime de que a política econômica deveria atacar a inflação gradualmente. Essa filosofia havia sido elaborada nos documentos básicos do PNE e do Plano Trienal (mesmo levando em conta as diferenças entre ambos os planos). A política de *gradualismo* contrastava em muitas formas com o *tratamento de choque* defendido por alguns funcionários de instituições financeiras internacionais. Por trás de tal política havia esforço evidente para impedir as crises de estabilização causadas pelos programas antiinflacionários violentos. De fato, a nova política havia sido enunciada claramente em trabalhos dos técnicos em política econômica.⁴⁹

A política de *gradualismo* foi justificada em termos de fatores múltiplos. Primeiro, a inflação brasileira originou-se de *deficits* orçamentários do Governo Federal financiados por criação de moeda. A política de inflação corretiva permitia ganhar mais tempo para se encontrar novas fontes de receita e outras medidas tendentes a equilibrar o orçamento. Sem reduzir investimentos públicos socialmente produtivos, isto somente poderia ser feito dentro do enfoque gradualista.

Segundo, a inflação distorce a alocação de recursos efetuada através do sistema de preços, permitindo a existência de atividades econômicas que não existiriam numa conjuntura de crescimento com estabilidade de preços. Um tratamento de choque poderia eliminar essas atividades abruptamente com prováveis efeitos adversos através de toda a economia. Além disso, os preços não são tão flexíveis para baixo. A política de choque causaria muitos reajustes nas estruturas de produção, consumo e aumentos de preços em alguns setores. Devido ao

⁴⁸ A política tinha sido desenvolvida pelo Professor Octávio Gouvêa de Bulhões, *A Margem de um Relatório*, (Rio de Janeiro: Edições Financeiras, 1950). Alguns dos aspectos mais importantes da análise encontram-se, de forma resumida, em Octávio Gouvêa de Bulhões, "Problemas monetários de desenvolvimento econômico equilibrado" in *Ensaio sobre café e desenvolvimento econômico*, editado por Peláez.

⁴⁹ *Ibid.*; Roberto de Oliveira Campos, *Reflections on Latin American Development* (Austin: University of Texas Press, 1967).

insucesso em criar empregos realmente produtivos durante os anos de 1962/63, a estabilização através do desemprego não era socialmente desejável.

Terceiro, a justificativa original da política de inflação corretiva era o congelamento de muitos preços (como aluguéis) e taxas (como as dos serviços públicos) durante o processo inflacionário. O congelamento desses valores tinha causado distorções e subinvestimento em alguns setores básicos da economia. Assim, durante as fases iniciais do programa gradualista de ataque à inflação, haveria reajustes para cima dos valores congelados, num esforço de restaurar as relações de preços básicos. Como resultado líquido das políticas, esperava-se que os efeitos adversos da inflação corretiva residual causados por reajustes seletivos de preços e taxas congeladas seriam compensados pelos efeitos favoráveis sobre a estrutura produtiva originados da restauração dos preços relativos que teriam prevalecido se não tivesse havido o congelamento.

Quarto, o tratamento de choque requeria o congelamento de todos os salários. Isto foi considerado como socialmente injusto naquela época, devido ao fato de alguns salários terem sido reajustados recentemente e outros não.

Um aspecto fundamental do gradualismo brasileiro foi a ênfase num plano amplo de ataque à inflação. Uma redução abrupta da taxa de crescimento monetário não era consistente com os princípios de inflação corretiva. Assim, muitas das medidas complementares (não monetárias) eram também necessárias para reduzir a taxa de inflação. O gradualismo implicava na necessidade de medidas antiinflacionárias de caráter monetário, fiscal e salarial.

A política de inflação corretiva foi elaborada num plano governamental: Plano de Ação Econômica do Governo (PAEG). O documento incluía a filosofia do gradualismo junto com especificações quantitativas para 1964 e 1965 sobre os *deficits* orçamentários, taxa de crescimento do estoque de moeda e natureza dos reajustes salariais. As especificações quantitativas implicavam redução da taxa inflacionária para 70% em 1964 e aproximadamente 25% em 1965. Conquanto não tivessem sido formuladas especificações para 1966, esperava-se que a inflação fosse reduzida para 15%. O PAEG, conseqüentemente, foi elaborado dentro do que se chamaria de “gradualismo rápido”.

O objetivo da política fiscal era a redução gradual do *deficit* orçamentário considerado como o fator primário de inflação. Isto seria conseguido com economias nas despesas de empresas governamentais e autarquias, ao mesmo tempo que as despesas federais se fariam mais produtivas. A reforma tributária seria implementada de forma a tornar o sistema mais equitativo. Um aspecto importante foi a ênfase dada para melhorar o prestígio da dívida pública para assim financiar as despesas governamentais com recursos não inflacionários. Isto levou depois à outra forma de gradualismo, a *correção monetária* (na verdade a deflção mais adequada seria *reajustes de valores*).

O aspecto mais significativo do PAEG sob o ângulo da política monetária foi o esforço de garantir crédito ao setor privado. Sem dúvida, esse era também um fator importante do crescimento monetário. Não obstante, os técnicos em política econômica acreditavam que o setor privado não havia sido provido do crédito necessário para poder funcionar com flexibilidade. O critério adotado foi a manutenção do crédito ao setor privado nas mesmas proporções do que o aumento nominal do PIB. Esses dados, entretanto, não são disponíveis para formulação de política no momento de tomar-se a decisão. Baseados em prováveis relações estáveis entre o crescimento monetário e o PIB nominal, os técnicos decidiram manter o crédito ao setor privado em proporção estrita ao crescimento do estoque de moeda que se converteu em variável *proxy* (indicadora) para a renda monetária. Esse procedimento estava de acordo com a experiência histórica de muitos países, incluindo o Brasil. A justificativa para essa política foi, de novo, o princípio de inflação corretiva.

A política salarial do PAEG foi outra inovação em política macroeconômica, provavelmente a mais original do plano.⁵⁰ O objetivo fundamental era quebrar a espiral inflacionária de custos. No passado, os reajustes salariais tinham tomado como base os picos salariais anteriores. O PAEG selecionou a média do salário real nos 24 meses anteriores ao reajuste. O salário mínimo real que prevaleceria nos 12 meses seguintes seria computado pela soma do salário médio real dos 24 meses anteriores mais o aumento de produtividade realizada. Do ponto de vista social, o reajuste seria feito a nível mais alto do que a média. Sob o ângulo da política macroeconômica, as flutuações

⁵⁰ Mário Henrique Simonsen, *A experiência inflacionária no Brasil*.

reduzir-se-iam a um ponto médio inferior que prevaleceria se os picos fossem usados como base. Isto deveria ser esperado pela redução do ritmo inflacionário causado pelas outras medidas complementares — fiscais e monetárias — de controle inflacionário. Assim, o objetivo fundamental de romper-se a espiral inflacionária de salários-custos seria atingido.

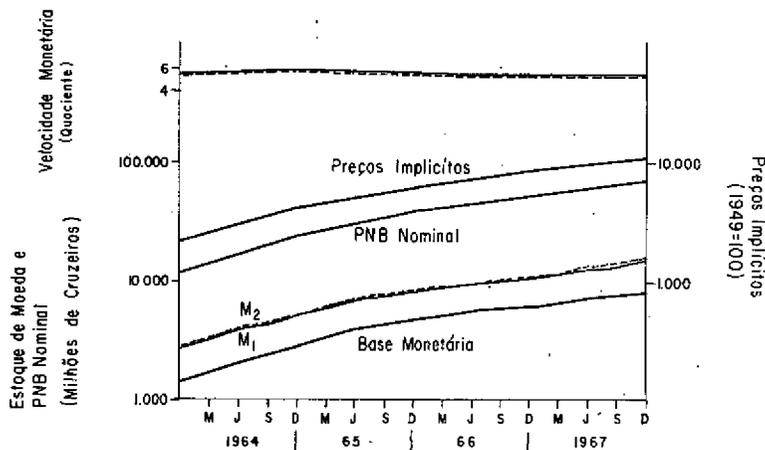
A Tabela VIII .5 e o Gráfico VIII .7 mostram as variações anuais dos indicadores agregados para a economia brasileira no período de implementação do PAEG. As políticas foram alteradas ligeiramente depois do primeiro trimestre de 1967, mas o comportamento para o ano todo ainda mostrou alguns dos efeitos do programa de estabilização. O gráfico mostra a estabilidade da relação entre moeda, renda nominal e preços, mesmo num período de reforma monetária significativa e profunda mudança institucional. Há poucos períodos na história econômica brasileira que assistiram tão profunda reforma das instituições econômicas como nos anos do Governo iniciado em 1964.

TABELA VIII .5
VARIAÇÕES PERCENTUAIS ANUAIS DE
INDICADORES AGREGADOS SELECIONADOS PARA
A ECONOMIA BRASILEIRA 1964/67

Indicadores	1964	1965	1966	1967
Estoque Médio de M_1	82,0	75,6	35,4	37,2
Estoque Médio de M_2	81,3	74,8	35,6	38,9
R/D_1 Médio	2,9	5,4	5,4	— 7,7
R/D_2 Médio	6,3	2,9	8,6	—10,5
C/M_1 Médio	— 8,0	—17,3	0,0	0,0
C/M_2 Médio	— 8,3	—15,8	0,0	— 5,2
Preços Implícitos	87,8	55,4	38,8	27,1
Índice 2 de <i>Conjuntura Econômica</i>	91,9	34,5	38,8	24,3
Custo de Vida na Guanabara	86,6	45,5	41,2	24,1
PIB Real	2,9	2,7	5,1	4,8
PIB Real <i>per capita</i>	0,1	— 0,1	2,3	2,0
Produção Agrícola	1,3	13,8	— 3,2	5,7
Produção Industrial	5,2	— 4,7	11,7	2,9

FONTES: Dados monetários: Apêndice Estatístico; outros indicadores: *Conjuntura Econômica*, v. 26, (nov./72).

BRASIL, ESTATÍSTICAS MONETÁRIAS, PNB REAL E NOMINAL,
PREÇOS E PRODUÇÃO INDUSTRIAL
1964/67



A Tabela VIII.5 mostra que as metas quantitativas do PAEG não foram atingidas na prática. Em 1966, a taxa de inflação era mais que duas vezes superior à estipulada no Plano. Parte do insucesso parece ter derivado da incapacidade em reduzir a taxa de crescimento monetário em 1965, quando houve certa moratória no controle da inflação. Isto foi devido a fatores fora do controle das autoridades monetárias, como analisado mais abaixo. No cômputo total, não obstante, houve significativa redução da taxa de crescimento dos preços. Entretanto, o programa foi caracterizado por duas severas crises de estabilização, principalmente no setor industrial, durante os dois trimestres intermediários de 1965 e no final de 1966 e primeiro trimestre de 1967. Isto está bem refletido nos dados anuais para produção industrial de 1965 e 1967. O comportamento da produção agrícola, um fator muito mais exógeno, foi de importância crucial no esforço de controle inflacionário. Em 1965, safras abundantes permitiram a redução da taxa de preços apesar da recessão industrial e uma taxa de crescimento monetário maior

do que a prevista. Uma situação diversa foi observada em 1966 quando o declínio da produção na agricultura impediu maior redução do ritmo inflacionário. E, em 1967, safras agrícolas relativamente mais abundantes permitiram declínio da taxa de aumento dos preços. O PIB real, tanto em termos globais como *per capita*, recuperou-se no fim da fase de estagnação experimentada desde 1961. Completa recuperação foi obtida posteriormente. Para avaliar cuidadosamente a implementação do PAEG, seus insucessos e méritos, é necessário considerar, com algum detalhe, as políticas e acontecimentos que caracterizaram individualmente os diferentes anos.

O programa de estabilização começou em 1964 com sucesso limitado. Para o ano como um todo, o insucesso em reduzir a taxa de aumento dos preços foi devido à continuação das políticas inflacionárias no primeiro trimestre do ano (que atuaram nas variáveis agregadas com certa defasagem), as colheitas não abundantes, a natureza gradualista do programa de estabilização e, com grande influência, os efeitos defasados de um longo período de rápida inflação.⁵¹ Contudo, é bastante claro que a taxa de aumento dos preços teria sido maior na ausência do programa de estabilização. E grande parte da alta de preços consistia de inflação corretiva com efeitos positivos sobre a estrutura econômica.

A política fiscal do programa de estabilização apresentou-se satisfatória. Foi inadequado o grande aumento dos salários do funcionalismo público em meados de 1964. Isto resultou em despesas de aproximadamente Cr\$ 600 milhões. Apesar desse problema inicial, o orçamento programado para aquele período foi executado com precisão. Do lado das receitas, houve mudanças nos impostos mais importantes (selo, renda e consumo), antecipação do recolhimento do imposto de renda para 1964, uniformização das taxas dos empréstimos compulsórios e reformulação do imposto único sobre combustíveis em relação ao aumento dos custos cambiais.⁵² O *deficit* programado era de Cr\$ 753,3 milhões enquanto o realizado atingiu Cr\$ 748,2 milhões.

A taxa de aumento do estoque monetário para 1964 prevista no PAEG era de 70%. O estoque médio de M_1 aumentou

⁵¹ Mário Henrique Simonsen, *Inflação: gradualismo x tratamento de choque* (Rio de Janeiro: APEC Editora S.A., 1970).

⁵² SUMOC, *Relatório 1964*, p. 71.

em 82,0% sobre os níveis de 1963 e o de M_2 em 81,3%. Assim, a execução da política monetária obteve menos sucesso do que a política fiscal.

A natureza da política monetária pode ser analisada com base nas operações das autoridades monetárias. A aplicação de fundos consistia em três categorias principais: empréstimos ao Tesouro Nacional, empréstimos em cruzeiros relacionados a operações de *swap* e empréstimos do Banco do Brasil ao setor não bancário da economia e aos bancos comerciais (sob a forma de redescontos). Três eram as principais fontes de recursos: os resultantes da expansão monetária (tais como os depósitos à vista do público no Banco do Brasil e os depósitos compulsórios e voluntários dos bancos comerciais), os não monetários que se originavam em várias transações externas (operações de câmbio, controle de importações, vendas do PL 480 e as operações líquidas da conta café) e; finalmente, variações do papel-moeda fora das autoridades monetárias (papel-moeda em circulação).

Houve substancial aumento da taxa de expansão das aplicações de fundos pelas autoridades monetárias em 1964 sobre os níveis de 1963: de 68,1% para 83,7%. Como em 1963, os recursos monetários representaram a maior fonte de fundos; o restante foi fornecido pelos recursos derivados do controle das importações (depósitos antecipados para operações de câmbio) e depósitos em cruzeiros relacionados ao PL 480. Não obstante, a taxa de crescimento de recursos monetários passou de 68,1% em 1963 para 100,5% em 1964, enquanto que a dos recursos não monetários evoluiu dos 38,4% para 69,3% respectivamente. O resultado foi uma redução da taxa de aumento do papel-moeda em circulação de 71,9% em 1963 para 69% em 1964. Assim, as autoridades monetárias conseguiram obter recursos não monetários mais abundantes e sua participação no financiamento total cresceu.⁵³

É conveniente analisar a evolução das atividades monetárias em períodos trimestrais para assim poder identificar possíveis mudanças de política. A taxa de crescimento das aplicações era maior no segundo e terceiro trimestres (19,3% e 17,4% respectivamente) do que no primeiro e quarto (14,8% e 14,3% respectivamente). No segundo e terceiro trimestres houve também maior taxa de crescimento de recursos monetários.

⁵³ *Ibid.*, p. 57.

No primeiro trimestre, as aplicações foram financiadas substancialmente pelo aumento do papel-moeda em circulação. A maior aplicação consistiu de financiamento ao Tesouro Nacional e empréstimos aos bancos comerciais (17,5% e 28,4% respectivamente). Os depósitos referentes a operações cambiais foram, por seu turno, significativa fonte de recursos.

No segundo trimestre, observou-se declínio da taxa de aumento dos recursos não monetários. Contudo, as aplicações aumentaram substancialmente (19,3%). Em geral, houve algum incremento de recursos obtidos do *superavit* da conta café, dos recursos em cruzeiros fornecidos pelas operações cambiais, PL 480 e outras fontes externas. Parte significativa dos recursos proveio da majoração dos depósitos à vista do público. O resultado global foi declínio da taxa de crescimento do papel-moeda em circulação de 11,5% para 10,8%.

A característica do terceiro trimestre foi a queda da taxa de crescimento das aplicações, de 19,3% para 17,4%, devido principalmente ao declínio da taxa de aumento dos empréstimos do Banco do Brasil (de 20,4% para 14,6%) e dos empréstimos relacionados com as operações de *swap* (de 29,1% para 5%). Como contrapartida, observou-se aumento das operações com o Tesouro (de 17,5% para 20,7%). A taxa de crescimento do papel-moeda em circulação declinou de novo de 10,8% para 9,1%.

Houve queda das aplicações no último trimestre do ano. Mas ocorreu também declínio da absorção de recursos oriundos dos depósitos para remessa de cambiais (resultante da Instrução n.º 275), das operações da PL 480 e, especialmente, das operações de cambiais (um total de Cr\$ 135,4 milhões). A única contribuição positiva líquida foi a da conta café. Mas foi insuficiente para impedir o significativo acréscimo do papel-moeda em circulação (Cr\$ 279,3 milhões). Isto elevou o nível de depósitos dos bancos comerciais e os empréstimos do Banco do Brasil. Finalmente, expandiram-se os meios de pagamento.

A Tabela VIII.6 mostra as variações percentuais, por trimestre, do estoque de moeda em 1964. Houve substancial progresso na redução da taxa de aumento no terceiro trimestre; a situação inverteu-se no quarto trimestre. A política do programa de estabilização consistiu, em parte, no esforço de aumentar as fontes não monetárias de financiamento das operações ativas. Desta forma, houve eliminação dos subsídios às importações de

TABELA VIII.6

VARIAÇÕES PERCENTUAIS TRIMESTRAIS DO
ESTOQUE DE MOEDA EM 1964

Trimestres	M_1	M_2
Primeiro	16,7	16,6
Segundo	18,5	18,4
Terceiro	14,4	14,3
Quarto	16,6	16,6

FONTE: Apêndice Estatístico.

trigo e petróleo e aumento das quotas de contribuição do café. Mas as operações relacionadas com comércio exterior exerceram efeito inflacionário devido aos vultosos fundos (Cr\$ 509 milhões) requeridos para o pagamento da diferença entre as taxas de compra e venda de câmbio e a renovação de *swaps* a taxas mais elevadas. Os recursos obtidos dos importadores através da compra compulsória de letras do Banco do Brasil e a contribuição da quota de café não foram suficientes para compensar o diferencial das taxas, posto que forneceram somente Cr\$ 219,7 milhões e Cr\$ 180,4 milhões, respectivamente. Assim, parte do insucesso da política monetária de 1964 em cumprir fielmente o PAEG deveu-se à impossibilidade de obter recursos não monetários do setor externo.

O comportamento do público e dos bancos comerciais afetou significativamente a taxa de crescimento do estoque de moeda em 1964. O aumento da base monetária pelas autoridades monetárias causou majoração dos depósitos e empréstimos dos bancos comerciais e, conseqüentemente, do estoque de moeda. Devido ao significativo acréscimo do papel-moeda em circulação, os bancos encontraram-se em posição de expandir o crédito. Contudo, parte da expansão foi contida pelo incremento mais que proporcional dos depósitos nas autoridades monetárias (138,7%) que nos bancos comerciais (80,7%).

A relação papel-moeda em poder do público/estoque de moeda (para as duas definições) caiu continuamente ao longo de 1964. Para o ano como um todo, o declínio foi de aproximadamente 8%. Essa mudança no comportamento do público refletiu tanto os esforços dos bancos comerciais em atrair depósitos como as perspectivas de estabilidade econômica. Ao mesmo tempo, a relação encaixe dos bancos/depósitos aumentou. As reservas livres dos bancos, contudo, foram reduzidas a níveis mínimos num esforço de promover a expansão do crédito.⁵⁴

A política do PAEG com respeito ao crédito ao setor privado foi mais ou menos mantida em 1964. O crescimento do estoque de moeda foi de aproximadamente 83%. Os empréstimos ao setor privado expandiram de 89,7%. Os créditos ao Tesouro Nacional aumentaram de 81,8%, isto é, menos que o crédito ao setor privado. Desta forma, o objetivo de expandir o crédito ao setor privado em proporção ao aumento do estoque de moeda (tomado com variável *proxy* do PIB monetário) foi mais ou menos alcançado.

O balanço de pagamentos foi superavitário em 1964. Houve substancial saldo na balança comercial (US\$ 344 milhões) em contraste com US\$ 112 milhões de 1963. Isto foi obtido através de redução de 14% das importações. As exportações aumentaram 1,7%, refletindo mercados internacionais relativamente desfavoráveis para os produtos brasileiros. Devido a despesas com "invisíveis", o *superavit* em conta-corrente foi de somente US\$ 18 milhões. A tendência para declínio do investimento estrangeiro continuou devido à incerteza quanto à situação política e econômica do País. Levando em consideração donativos de US\$ 62 milhões e erros e omissões negativos de US\$ 119 milhões, o *superavit* do balanço de pagamentos foi de US\$ 40 milhões. Isto representou melhoria significativa em relação ao grande *deficit* de 1963.

As negociações do Governo brasileiro no exterior foram o fator fundamental do *superavit* no balanço de pagamentos. Duas concessões foram obtidas: um novo cronograma para o pagamento da dívida externa brasileira e a postergação de novos créditos para operações abertas. Isto permitiu transferir para o futuro os compromissos acumulados no passado. A amortização de empréstimos anteriores atingia US\$ 305 milhões e tam-

⁵⁴ *Conjuntura Econômica*, (fev., 1965), pp. 68-9.

bém havia pagamentos de *swap* da ordem de US\$ 264 milhões e atrasados comerciais de US\$ 143 milhões. Se não tivesse havido renegociação da dívida externa e novos créditos, a carga dos compromissos anteriores ter-se-ia refletido com todo impacto em 1964, causando profunda crise cambial. Em todos os programas anteriores de controle de inflação, incluindo o Plano Trienal, foi indispensável procurar no exterior apoio para a solução dos problemas do balanço de pagamentos. Mas foi em 1964 que aquela ajuda se concretizou.

O mercado cambial foi gradualmente reformado em 1964. O objetivo foi eliminar várias divisões do mercado num esforço de unificar a taxa de câmbio. Tentou-se encontrar a verdadeira relação entre os custos internos e externos através da taxa de câmbio. Entretanto, ainda prevaleceu, em 1964, relativa divisão do mercado cambial. A proibição de vendas de câmbio para importações de petróleo e trigo e a venda compulsória de 90% das cambiais da exportação de café foram medidas mantidas pelas autoridades monetárias. Os bancos privados foram autorizados a concorrer com o Banco do Brasil exceto nos dois casos anteriores, resultando em vendas mais eficientes dos produtos de exportação. O Banco do Brasil conseguiu corrigir a forte pressão para a venda de câmbio devida à diferença entre sua taxa e a dos outros bancos. A Instrução n.º 270 da SUMOC transferiu para o mercado livre as operações cambiais relativas à importação de trigo, petróleo e produtos derivados, papel de imprensa, equipamento para a PETROBRÁS e os pagamentos externos do Governo. A Instrução n.º 275 estipulou depósitos compulsórios de 60% para importação de mercadorias e de 100% para operações financeiras. Os depósitos seriam devolvidos em 30 dias, na forma de letras do Banco do Brasil pagáveis em 180 dias sem juros. O objetivo dessas reformas foi captar recursos não monetários. O sucesso, contudo, foi limitado.

Importante reforma do mercado monetário brasileiro foi levada a efeito no último dia de 1964. A Lei n.º 4595 de 31 de dezembro alterou consideravelmente a estrutura financeira do País. Criou o “sistema financeiro nacional” composto do Conselho Monetário Nacional (CMN), Banco Central, Banco do Brasil, BNDE e restantes instituições financeiras públicas e privadas.⁵⁵ As duas novas instituições criadas pela lei foram o Conselho Monetário Nacional e o Banco Central. A filosofia

⁵⁵ SUMOC, “Lei n.º 4.595 de 31-12-64”, *Relatório 1964*, pp. 9-28.

fundamental do documento, com o qual se originou no Brasil o famoso debate entre estruturalistas e monetaristas⁵⁶ era que o País deveria desenvolver autoridades monetárias que pudessem permitir *crescimento econômico com estabilidade de preços*. Essa filosofia foi incorporada na legislação brasileira de forma bem ampla.

A legislação aboliu o conselho da SUMOC substituindo-o pelo CMN. O novo conselho deveria formular a política monetária e creditícia e promover o progresso social e econômico. Os objetivos de política do CMN eram bem amplos: regular o estoque de moeda para assim atender as verdadeiras necessidades da economia e do processo de desenvolvimento; controle da inflação ou deflação; regular a taxa de câmbio e o equilíbrio do balanço de pagamentos; supervisão da solvência das instituições financeiras; coordenação das políticas monetária, fiscal, orçamentária e creditícia, bem como da dívida interna e externa. Um novo banco a ser estabelecido, o Banco Nacional da Habitação (BNH), deveria converter-se no maior instrumento da política habitacional do Governo Federal, constituindo também parte do sistema financeiro nacional. A supervisão e coordenação das atividades do BNH foi outorgada ao Conselho. Este seria presidido pelo Ministro da Fazenda, e composto dos presidentes do Banco do Brasil e do BNDE, seis membros nomeados pelo Presidente da República para períodos de seis anos e a serem aprovados pelo Senado Federal, o presidente do Banco Central e os ministros da Indústria e Comércio e do Planejamento. Várias comissões foram organizadas para formular a política sobre os diversos setores do mercado monetário.

O terceiro capítulo da legislação aboliu a SUMOC, substituindo-a pelo Banco Central. A nova instituição deveria implementar as normas sugeridas pelo Conselho Monetário Nacional. O Banco Central emitiria o dinheiro brasileiro, tomaria conta dos serviços requeridos pelo estoque de moeda, receberia os depósitos compulsórios dos bancos privados, executaria as operações de redesconto e empréstimos com os bancos e insti-

⁵⁶ O debate começou após a publicação do trabalho do Professor Bulhões, *A Margem de um Relatório*, resumido como "Problemas monetários do crescimento equilibrado", in *Ensaios sobre café e desenvolvimento econômico*, editado por Peláez. Ver Thomas Skidmore, *Politics in Brazil* (Londres: Oxford University Press, 1967), referências ao Dr. Bulhões no índice. Deve salientar-se que o Professor Bulhões nunca tentou criar a controvérsia com seus ensaios e livros.

tuições financeiras, controlaria o crédito e o capital estrangeiro, receberia os depósitos de cambiais e ouro e supervisionaria as instituições financeiras. Poderia também comprar e vender títulos do Governo Federal como instrumento de política monetária. Muitas outras funções típicas de um banco central foram dadas à nova instituição: operaria exclusivamente com instituições financeiras públicas e privadas, sendo explicitamente proibidas as operações bancárias de qualquer outro tipo. A diretoria consistiria em quatro membros, incluindo um presidente a ser escolhido pelo Conselho Monetário Nacional.

Houve redução substancial da taxa inflacionária em 1965 em relação aos níveis de 1964. A taxa de crescimento do custo de vida na Guanabara passou dos 86,6% de 1964 para 45,5% em 1965; o índice geral de preços de 91,9% para 34,5% e o deflator implícito de 87,8% para 55,4%. Deveria levar-se em conta que parte desses aumentos de preços representavam "inflação corretiva" que tentava eliminar os efeitos nocivos de anos de inflação reprimida. A *performance* do setor real da economia, contudo, foi muito fraca. O produto interno bruto cresceu, em termos reais, de somente 2,7%. Assim, o produto *per capita* caiu de 0,1%. Se tivesse havido colheita agrícola menos abundante, o Brasil teria sofrido severo declínio do produto real. O centro industrial brasileiro sofreu forte recessão nos dois trimestres intermediários do ano. Para o ano como um todo, a produção industrial declinou de 4,7%. Essa foi a primeira "crise de estabilização" do programa de controle inflacionário.

O programa continuou a mostrar sucesso significativo da política fiscal, orçamentária e salarial, mas com falhas na política monetária. As receitas orçamentárias foram de Cr\$ 3.140 milhões e as despesas de Cr\$ 3.728 milhões; daí o *deficit* de Cr\$ 588 milhões. Pela primeira vez num grande número de anos, as receitas foram maiores que as planejadas e as despesas e o *deficit* inferiores ao previsto.⁵⁷ A lei orçamentária tinha previsto Cr\$ 3.000 milhões de receita, Cr\$ 3.775 milhões de despesas e *deficit* de Cr\$ 775 milhões. O bom resultado obtido deveu-se à aplicação de fortes medidas de controle que reduziram a despesa. Contudo, o fato mais significativo foi a maior parte do *deficit* (55%) ter sido financiado pela venda de ORTN, em vez de por recursos monetários.

⁵⁷ *Conjuntura Económica* (fev. 1966), p. 11.

A política salarial foi melhor sucedida em 1965 que no ano anterior. O reajuste do salário mínimo em fevereiro foi feito de acordo com a política de controle inflacionário, posto que previa aumento menor do que o pico passado. Os funcionários públicos não receberam reajustes durante o ano. Em julho, a Lei n.º 4.725 estendeu ao setor privado o critério de reajustes salariais. A famosa fórmula salarial do PAEG foi também estendida às negociações de contratos coletivos.⁵⁸

O insucesso do PAEG em 1965 foi de novo no campo da política monetária. O plano havia estipulado taxa de crescimento do estoque de moeda de 30%. Na prática, o estoque médio de M_1 aumentou em 75,6% sobre os níveis de 1964 e o de M_2 em 74,8%. Quais foram as causas desse insucesso? O PAEG tinha previsto que os empréstimos das autoridades monetárias ao Governo Federal chegariam a Cr\$ 698,0 milhões. O crédito ao setor privado seria considerado como “variável induzida” para assim evitar as crises de liquidez com efeitos negativos no nível de atividade industrial. O plano também estimou que os recursos não inflacionários derivados das operações externas seriam da ordem de Cr\$ 168,3 milhões com base na hipótese de pequeno *deficit* do balanço de pagamentos e safra normal de café que fornecesse alguns recursos não monetários às autoridades monetárias.⁵⁹ Além disso, o plano baseava-se na suposição de quase completa estabilidade das relações moeda em poder do público/estoque de moeda e encaixe dos bancos/dépósitos.

Os resultados diferiram bastante das expectativas. Os empréstimos das autoridades monetárias ao Tesouro atingiram apenas Cr\$ 264,6 milhões. Mas isto foi compensado pela perda de recursos em operações com o setor externo: Instrução n.º 289, da SUMOC, operações da CACEX e o grande *superavit* do balanço de pagamentos. As operações internas — defesa do café e política de preços mínimos — também absorveram recursos das autoridades monetárias. Finalmente, o público e os bancos não se comportaram passivamente como era previsto. O PAEG havia projetado aumento da moeda em circulação de Cr\$ 415,5 milhões. O aumento real foi de Cr\$ 685,2 milhões. Os

⁵⁸ *Ibid.*, p. 13.

⁵⁹ Mario Henrique Simonsen, *Inflação: gradualismo x tratamento de choque* (Rio de Janeiro: APEC Editora S.A., 1970), p. 35.

diversos fatores que impediram a execução das metas quantitativas do plano são analisados a seguir.

Parte do aumento inesperado do estoque de moeda em 1965 deveu-se às operações resultantes da Instrução n.º 289, da SUMOC, de 14-1-65. A Carteira de Câmbio do Banco do Brasil foi autorizada a comprar moeda estrangeira garantindo ao revendedor o direito de retornar à sua posição original. O vendedor de câmbio poderia adquirir a mesma quantia no futuro, na mesma moeda ou em outras, para entrega imediata ou a termo, através dos bancos autorizados a operar no mercado cambial. Do ponto de vista de política monetária, a medida foi tomada para diminuir a pressão sobre as instituições creditícias pelas empresas que precisavam de capital de giro. Desta forma, tentava-se impedir aumentos da taxa de juros.⁶⁰ Assim, as empresas puderam obter financiamento no estrangeiro a taxas de juros entre 6 e 7%, isto é, muito mais baixas que as vigentes no mercado nacional. A medida também forneceu divisas às autoridades monetárias (US\$ 174,5 milhões em todo o ano). Por outro lado, causou perda de recursos monetários às autoridades da ordem de Cr\$ 334,4 milhões. A medida constituiu-se em importante fator de expansão do papel-moeda em circulação, especialmente no segundo e quarto trimestres de 1965.

A influência do setor externo fez-se sentir também através da perda de Cr\$ 106,1 milhões pelas autoridades monetárias, através da CACEX, e o *superávit* inesperado do balanço de pagamentos que forçou as autoridades a comprar Cr\$ 955 milhões em cambiais.

Internamente, a política de preços mínimos foi outro fator de crescimento do estoque de moeda não previsto no PAEG. Em 1965, as autoridades aplicaram recursos substanciais no programa de defesa de preços mínimos (Cr\$ 252,8 milhões). Essas despesas haviam atingido apenas Cr\$ 21,7 milhões em 1964. A aceleração da política de defesa ocorreu no segundo semestre do ano quando o Governo começou a comprar agressivamente produtos agrícolas, especialmente através da CREAM (Cr\$ 229,2 milhões). A CREGE redescontou Cr\$ 26,4 milhões de títulos rurais.

O PAEG tinha previsto pequena safra de café e vendas relativamente normais no estrangeiro. Mas ocorreu colheita

⁶⁰ Banco Central, *Relatório anual 1965*, p. 54 e seguintes.

abundante acompanhada de exportações fracas, especialmente na primeira metade do ano. A compra do excesso absorveu Cr\$ 71,3 milhões das autoridades monetárias. Um total de 21,4 milhões de sacas foram adquiridas pelas autoridades cafeeiras em contraste com 4,9 milhões de 1964. As vendas de café declinaram de 14,9 milhões de sacas em 1964 para 13,5 milhões em 1965.

O comportamento do público em 1963 com respeito ao crescimento monetário não foi passivo. A violação dessa hipótese do plano não teria sido tão importante se o Banco Central tivesse contado naquela ocasião com informações mais detalhadas e rápidas sobre o mercado monetário. Infelizmente, a informação estatística indispensável à formulação da política e tomada de decisão só se tornava disponível quando já era tarde para a mudança apropriada. A relação moeda em poder do público/ M_1 declinou de 17,3% durante o ano e a moeda em poder do público/ M_2 de 15,8%. Isto refletia profunda mudança nas preferências do público, favorecendo os depósitos bancários em relação à moeda manual. Além disso, o público começou a preferir, para efeito de depósitos, os bancos comerciais ao Banco do Brasil. Finalmente, enquanto as relações encaixe/depósitos aumentaram, as reservas "voluntárias" declinaram e os bancos comerciais aproveitaram a oportunidade para expandir substancialmente as operações creditícias.⁶¹

A situação do balanço de pagamentos brasileiro começou a mudar rapidamente durante a implementação do PAEG. Nos anos de inflação descontrolada, o País tinha experimentado grandes *deficits*. Um *superavit* de US\$ 68 milhões foi obtido em 1964. Contrariamente às expectativas do PAEG, o resultado de 1965 acusou saldo favorável de US\$ 362 milhões. Em cont corrente, observou-se *superavit* de US\$ 198 milhões. Isto deveu-se ao grande saldo da balança comercial (US\$ 655 milhões) obtido por meio de aumento de 11,6% das exportações e declínio de 13% das importações. O movimento de capitais autônomos foi modesto, atingindo US\$ 67 milhões.

As medidas do PAEG foram implementadas com maior cuidado em 1966 quando houve significativo fortalecimento do programa de controle da inflação. O estoque médio de M_1 teve uma expansão de 35,4% sobre a média de 1965 e o de M_2 de

⁶¹ *Ibid.*, pp. 77-81.

35,6%. Contudo, durante o ano, dezembro a dezembro, o aumento do estoque de moeda foi de aproximadamente 16%. Isto representou acentuada redução e observância dos limites especificados pelo PAEG. O controle da inflação, entretanto, não atingiu as metas fixadas: o custo de vida aumentou de 41,2% e o índice geral de preços de 38,8%. Isto foi devido principalmente às colheitas escassas (a produção agrícola caiu de 3,2%), ao efeito defasado do crescimento monetário em 1965, à inflação corretiva residual e ao abandono do programa de controle de preços em 1966.⁶² Contudo, observou-se (modesto) aumento do PIB *per capita*. A produção industrial recuperou-se durante o ano, mas ao final de 1966 já era notada outra recessão industrial e o começo de profunda crise de estabilização.

As políticas orçamentárias, salariais e monetárias foram implementadas com severidade em 1966 num esforço de reduzir o ritmo de aumento dos preços. Contudo, a política de maior sucesso foi a fiscal. Até então os *deficits* orçamentários vinham sendo financiados com recursos inflacionários obtidos junto às autoridades monetárias. Em 1966, somente 13,6% do *deficit* do Tesouro (Cr\$ 79,6 milhões) foram financiados pelas autoridades monetárias. O *deficit* atingiu Cr\$ 586,6 milhões dos quais Cr\$ 334,1 milhões foram financiados com a venda de ORTN.⁶³ O restante proveio de “empréstimos programas” da USAID.

A política salarial foi formulada com o objetivo de conter ou reduzir a inflação de custos. Isto era parte importante da visão eclética dos técnicos em política econômica. A Lei n.º 4.725 (que incorporou a fórmula salarial do PAEG) foi aplicada com severidade. Os Decretos-Lei n.º 15 e 17 foram muito mais estritos, posto que estenderam a fórmula salarial aos aumentos espontâneos concedidos pelos empregadores. O Governo começou a publicar coeficientes de reajustamento dos salários baseados na taxa de inflação esperada para os 12 meses a seguir.⁶⁴

Os empréstimos do Banco do Brasil ao setor privado — excluindo-os ao café e política de preços mínimos — aumentaram em 52,5% em 1966 atingindo o total de Cr\$ 781,6 milhões. Isto representou aumento significativo em contraste com o observado em 1965 (27,6%). Além disso, os descontos do

⁶² Mario Henrique Simonsen, *op. cit.*, p. 39.

⁶³ Banco Central, *Relatório anual 1966*, p. 44.

⁶⁴ *Conjuntura Econômica* (fev. 1967), p. 12.

Banco Central ao sistema bancário comercial cresceram de 167,9%.

O comportamento do público foi também de importância significativa em 1966; o aumento percentual de depósitos do público nos bancos comerciais foi o mais baixo da década, aproximadamente 7%. Os bancos comerciais puderam expandir suas operações de crédito devido à absorção de outros recursos das autoridades monetárias, mas a baixa taxa de aumento dos depósitos impediu expansão mais rápida do estoque de moeda.

Outro fator favorável ao controle do crescimento monetário foi a absorção de recursos do setor cafeeiro pelas autoridades monetárias, que contribuíram com Cr\$ 353,8 milhões. A safra de 1966/67 foi relativamente abundante e as compras chegaram a somente 1,7 milhão de sacas durante o segundo semestre. Para o ano todo, atingiram 16,7 milhões em contraste com 22 milhões de sacas em 1965. Além disso, o volume exportado cresceu.

8.7 Gradualismo mais Lento e Altas Taxas de Crescimento: a Segunda Estratégia Brasileira de Controle Inflacionário

A crise de estabilização em fins de 1966 aprofundou-se no início de 1967. O novo Governo decidiu mudar sensivelmente alguns aspectos da política econômica. Os novos técnicos estavam convencidos de que a inflação brasileira era predominantemente de custos e de que as medidas destinadas a regular a demanda não seriam bem sucedidas no objetivo de reduzir a taxa inflacionária e promover o pleno emprego.

Assim, as políticas antiinflacionárias foram reformuladas para controlar os focos de pressão de custos. De acordo com os novos técnicos, importante fator de pressão de custo era a política de inflação corretiva em si mesma. A estratégia eliminou,

em diversos aspectos, a inflação corretiva. Na realidade, já se dera tempo suficiente para que os efeitos nocivos da inflação reprimida fossem corrigidos. A correção monetária foi mantida, mas passou-se a dar ênfase aos controles de preços, especialmente através da CONEP (depois CIP). Devido ao diagnóstico de inflação de custos, a fórmula salarial do PAEG foi mantida substancialmente. Outra fonte de pressão de custos, do ponto de vista dos técnicos em política econômica, era a taxa de juros. As firmas brasileiras acostumaram-se a trabalhar com taxas reais de juros negativas e como as taxas nominais declinaram menos rapidamente do que o nível de preços, elas tiveram que enfrentar, de uma hora para outra, taxas reais de juros positivas. A nova política pretendia amortizar o impacto dessas taxas como fonte potencial de pressão de custos. Finalmente, as políticas monetária e fiscal foram alteradas em face da nova ênfase do programa de controle inflacionário. Numa situação em que predominava a pressão de custos, a regulamentação da demanda provavelmente causaria contração econômica sem efeitos sensíveis no nível de preços. Assim, as políticas fiscal e monetária deveriam impedir as crises de estabilização.

Dois novos importantes ingredientes foram introduzidos na política econômica: 1. a inclusão de altas taxas de crescimento econômico e 2. abundância cambial. Baseado num horizonte de planejamento mais longo, o PAEG tinha-se concentrado na redução da taxa de crescimento dos preços, na eliminação das distorções na economia causadas pela inflação passada e na reforma dos mercados monetários e de capitais. Os rendimentos em termos de crescimento econômico real do PAEG deveriam ser obtidos no futuro. A maior parte dos técnicos em política econômica do PAEG enfatizava os efeitos *a longo prazo das reformas: plantava-se para colher mais tarde*. A política econômica iniciada em 1967 introduziu horizonte de planejamento no qual o gradualismo deveria ser compatível com altas taxas de crescimento econômico a curto prazo e abundância cambial. Inicialmente, a meta de alcançar cada taxa de aumento dos preços foi abandonada em favor de uma fórmula mais geral que estipulasse somente um declínio da taxa de inflação. É interessante analisar em detalhes a implementação dessa segunda estratégia de política econômica.

Houve realmente mudança de política agregada durante 1967. O estoque médio de M_1 aumentou em 37,2% sobre os níveis de 1966 e o de M_2 em 38,9%. O aumento de M_1 de dezem-

bro de 1966 a dezembro de 1967 foi de 43%, muito mais alto, portanto, que os 17% registrados em 1966. A taxa de inflação foi a mais baixa obtida desde 1950, situando-se em 25%. A redução do ritmo inflacionário, apesar do maior crescimento econômico, explica-se por diversos fatores: declínio da velocidade-renda da moeda devido à crise de estabilização, recuperação do setor real, baixos níveis de liquidez herdados de 1966 e atuando com defasagem, redução da inflação corretiva e safras abundantes.⁶⁵ A taxa de crescimento do PIB real foi ainda moderada, mas mesmo assim suficiente para gerar a modesta taxa de crescimento econômico real *per capita* de 2,0%. A produção agrícola compensou parcialmente a relativa estagnação da indústria.

Houve parcial abrandamento da política fiscal em 1967. O *deficit* orçamentário atingiu Cr\$ 1.224,7 milhões contra Cr\$ 587 milhões de 1966. Assim, a relação percentual entre o *deficit* e o PIB nominal passou de 1,1% em 1966 para 1,7% em 1967. Além disso, Cr\$ 699,0 milhões foram financiados pelas autoridades monetárias (o Banco do Brasil e o Banco Central) enquanto somente Cr\$ 525,7 milhões (42,9%) foram fornecidos pelo público.⁶⁶ Num sentido limitado, houve volta temporária às políticas anteriores. Mas o objetivo era tirar o País da forte recessão. A política salarial, contudo, foi mantida num esforço de conter a pressão de custos. A única mudança foi um reajuste da perspectiva de inflação a ser incorporada na fórmula salarial.

A política monetária também tornou-se mais liberal como mostram as taxas de crescimento do estoque de moeda. O papel-moeda em circulação aumentou, em 1967, de 26,1% e as aplicações líquidas das autoridades monetárias em 32,0%.⁶⁷ Para financiar essas aplicações, as autoridades utilizaram os significativos aumentos dos depósitos à vista do público (22,7%) e dos depósitos compulsórios dos bancos comerciais (51,0%). O crédito ao setor privado, exclusive café e política de preços mínimos, expandiu substancialmente (38,4%) através de duas carteiras especializadas do Banco do Brasil, CREGE e CREAM. O crédito ao setor público para o financiamento do *deficit* também foi substancial como salientado anteriormente.

⁶⁵ Mario Henrique Simonsen, *op. cit.*, pp. 43-4.

⁶⁶ *Conjuntura Econômica* (fev., 1969) p. 76.

⁶⁷ Banco Central, *Relatório anual 1967*, p. 91.

Em 1967, o Banco Central continuou no seu esforço de usar a política de redescontos como instrumento de controle monetário. Três objetivos básicos tinham sido especificados para essa política: eliminação dos desequilíbrios das reservas do sistema bancário, regulamentação da liquidez geral da economia e escolha da direção e montante dos fluxos creditícios. O total dos redescontos concedidos em 1967 foi de Cr\$ 282,3 milhões.

A Tabela VIII.7 mostra alguns dos dados agregados mais importantes para a economia brasileira. A taxa de crescimento do estoque de moeda declinou de 40% para 30% nos anos 1969/72. O mais importante fator de expansão do estoque de moeda foi a base monetária que, por sua vez, teve como fatores de crescimento o crédito ao setor privado e o *superavit* do balanço de pagamentos. As relações papel-moeda em poder do público/estoque de moeda e encaixe dos bancos/depósitos foram importantes fatores de expansão em 1968, mas mantiveram-se neutras no restante do período. Houve contínua e gradual redução da taxa de inflação. Ao mesmo tempo, o País experimentou elevado ritmo de crescimento econômico real, tanto em termos absolutos quanto *per capita*. A produção industrial cresceu também a taxas muito elevadas. Tudo isto foi acompanhado de *superavit* do balanço de pagamentos. Em resumo, o País superou a crise que durou até 1967 e a economia expandiu-se com vigor sem precedentes. Em contraste com o período de altas taxas de crescimento econômico de governos anteriores, a expansão das atividades foi acompanhada por declínio da taxa de elevação dos preços e *superavit* nas relações com o exterior. Os resultados foram considerados tão excepcionais que se passou a denominá-los de “milagre brasileiro”, causando ativo debate acadêmico internacional sobre os verdadeiros fatores do crescimento econômico real, o mérito relativo das políticas seguidas em relação às anteriores, ou alternativas, e as conseqüências sociais e de bem-estar do “modelo brasileiro”.⁶⁸ Esses são assuntos muito importantes que continuam a chamar a atenção dos cientistas sociais, dos políticos e do público. Como o propósito deste livro é simplesmente fornecer uma narrativa analítica da experiência monetária brasileira, os demais fogem ao escopo do trabalho. Voltemos, então, aos aspectos monetários.

⁶⁸ Mario Henrique Simonsen, *Brasil 2002* (Rio de Janeiro: APEC Editora S.A., 1972); Carlos Geraldo Langoni, *Distribuição da Renda e Desenvolvimento Econômico do Brasil* (Rio de Janeiro: Editora Expressão e Cultura, 1973); e referências nesses dois livros ao debate.

TABELA VIII. 7

VARIAÇÕES PERCENTUAIS ANUAIS DE
INDICADORES SELECIONADOS PARA A ECONOMIA
BRASILEIRA — 1968/72

Discriminação	1968	1969	1970	1971	1972
Estoque Médio de M_1	39,4	33,0	28,6	29,9	27,8
Estoque Médio de M_2	40,3	32,2	28,8	33,6	31,3
R/D_1 Médio	-16,7	-16,7	-20,0	- 5,0	10,5
R/D_2 Médio	-17,6	-14,3	-16,7	- 5,0	0,0
C/M_1 Médio	- 5,2	0,0	0,0	- 2,9	0,0
C/M_2 Médio	- 5,5	0,0	0,0	- 4,5	0,0
Preços Implícitos	27,8	22,3	19,8	20,4	...
Índice 2 de <i>Conjuntura</i>					
<i>Econômica</i>	25,4	20,2	19,2	19,8	15,7
Custo de Vida (GB)	24,5	24,3	20,9	18,1	14,0
PIB Real	9,3	9,0	9,5	11,3	10,4
PIB Real <i>per capita</i>	6,3	5,9	6,4	8,2	7,3
Produção Agrícola	1,4	5,9	5,6	11,4	4,1
Produção Industrial	15,5	10,8	11,1	11,2	13,8
Balancos de Pagamentos*	32	549	545	530	2 439

FONTES: Dados monetários: Apêndice Estatístico; *Conjuntura Econômica*; Banco Central, *Relatório anual 1972*.

*Milhões de Dólares.

Os objetivos da política econômica agregada do Governo brasileiro em 1968 foram: alto nível de emprego e produção, aceleração da taxa de crescimento econômico real, declínio da taxa de inflação e *superavit* do balanço de pagamentos.⁶⁹ Os dados da Tabela VIII.7 mostram que esses objetivos foram atingidos. Os novos técnicos em política econômica acreditavam serem as metas mutuamente consistentes a longo prazo, mas conflitantes a curto. Deveriam então tomar-se medidas para reconciliar os objetivos a curto prazo. Foi dada prioridade ao pleno emprego e crescimento econômico rápido. Foi salientado que o País estava com baixa utilização da capacidade existente e que a política deveria ser formulada para levar a economia a níveis de plena utilização.

⁶⁹ Banco Central, *Relatório anual 1968*, p. 15.

O programa de estabilização de 1968 continuou, mas com gradualismo mais lento. A política foi formulada para fazê-lo compatível com os outros objetivos. O Banco Central seguiu, portanto, política geral de impedir aumentos das taxas de juros. Os técnicos justificaram essa medida argumentando que políticas monetárias austeras teriam causado substancial subutilização de capacidade. Além disso, o sistema cambial foi radicalmente alterado com o objetivo de promover as exportações e reduzir as pressões sobre a taxa de juros.

O *deficit* nominal em 1968 foi quase igual ao de 1967. Isto implicava declínio real de mais de 20%. Mas o financiamento pelas autoridades monetárias passou dos Cr\$ 699,0 milhões de 1967 para os Cr\$ 1.078,9 milhões em 1968. Dado que o *deficit* no último ano havia sido de Cr\$ 1.226,7 milhões, o financiamento inflacionário constituía-se em 87,9% do *deficit*. Isto contrastava fortemente com os 57% de 1967 e os 13,6% de 1966. Contudo, o *deficit* como percentagem do PIB declinou para 1,2%. A política fiscal foi formulada para atingir outros objetivos além da redução da taxa inflacionária. Nos primeiros meses do ano, o Governo Federal tentou estimular a atividade econômica, uma vez que a demanda privada se afigurava insuficiente. Quase 71,8% do *deficit* federal concentrou-se no primeiro semestre do ano num esforço de manter a demanda agregada a níveis elevados.

A política salarial foi alterada em alguns aspectos em 1968. O reajuste do salário mínimo no começo do ano foi da ordem de 23%, superior, portanto, aos 19% que deveriam ter sido concedidos de acordo com a Lei n.º 4.725.⁷⁰ Um adicional de 10% foi também concedido no meio do ano, mas aplicou-se somente a algumas classes. Além disso, novo princípio foi introduzido nos reajustes salariais. Quando a taxa de inflação projetada não coincidissem com a observada durante os últimos 12 meses, os novos reajustes salariais deveriam incorporar a diferença necessária.

Os fatores mais importantes de crescimento monetário em 1968 foram: declínio das relações moeda em poder do público/estoque de moeda e encaixe dos bancos/depósitos, financiamento do *deficit* pelas autoridades monetárias (analisado anteriormente), empréstimos ao setor privado e programa de preços

⁷⁰ Mario Henrique Simonsen, *Inflação: gradualismo...*, op. cit., p. 51.

mínimos. As mensurações para ambos os quocientes mostram declínios significativos em 1968 em relação aos níveis de 1967 (ver Tabela VIII.7). Isto atuou no sentido de aumentar o estoque de moeda. Outro importante fator de crescimento monetário foi a rápida expansão do crédito ao setor privado causado por operações específicas das autoridades monetárias.⁷¹ Assim, os citados empréstimos passaram de 42,9% em 1967 para 66,4% em 1968. O Banco do Brasil elevou sua participação no crédito total ao setor privado. A taxa de acréscimo dos empréstimos dos bancos comerciais ao setor privado declinou de 64,4% em 1967 para 58,9% em 1968, mas ainda permaneceu elevada. A mudança nos fatores de crescimento do estoque de moeda começou a se institucionalizar. O *superavit* do balanço de pagamentos foi de somente US\$ 32 milhões, mas aumentou substancialmente em 1969.

Uma das mais bem sucedidas reformas deste período foi, sem dúvida, a do mercado cambial, verdadeira inovação de política governamental neste período. Em 21 de agosto de 1968, o Brasil adotou uma "taxa de câmbio flexível". Na realidade, é mais correto denominá-la política de *minidesvalorização*.

O sistema cambial anterior tinha sido realmente oneroso. Depois da racionalização das atividades econômicas junto com o estabelecimento de instituições sofisticadas de controle monetário (trabalhando com informações quantitativas cada vez mais detalhadas e rápidas) foi, finalmente, possível adotar um sistema cambial compatível com o novo ponto de vista sobre política econômica. No passado, os reajustes da taxa de câmbio eram levados a efeito em intervalos longos e em percentagens elevadas. Essa política desestimulava as exportações e estimulava as importações na medida em que a taxa de câmbio não refletia relação entre os preços internos e externos. Além disso, a política tinha sérias conseqüências nos mercados monetários internos. Os agentes econômicos operando nesses mercados costumavam pedir fundos emprestados antes da desvalorização para assumir uma posição cambial, voltando ao cruzeiro após a desvalorização. A prática de usar os feriados longos para efetivar as desvalorizações facilitava a antecipação por parte do público. Isto dava origem a ganhos especulativos. Também permitia às firmas estrangeiras taxas de juros menores do que aquelas prevalecentes no mercado interno.

⁷¹ Banco Central, *Relatório anual 1968*, p. 38.

O objetivo do novo sistema cambial foi assegurar uma taxa de câmbio que refletisse de maneira permanente as mudanças nos preços relativos internos e externos. Consiste em pequenas mudanças em curtos intervalos de tempo. Mas o montante e a data não podem ser facilmente antecipados. Conseguiu-se, assim, impedir a especulação sistemática observada no outro sistema, promover as exportações, incentivar os investimentos devido à possibilidade de planejamento a longo prazo e a manutenção da concorrência no setor exportador e desincentivar as importações de manufaturas competitivas.⁷²

O ano de 1969 foi melhor sucedido em termos de controle inflacionário. Simultaneamente, a taxa de crescimento econômico real foi mantida em alto nível. Observou-se redução da taxa de crescimento monetário de mais de 10%. As relações encaixe/dépósitos continuaram a cair moderadamente, mas as relações moeda em poder do público/estoque de moeda permaneceram estáveis. A maior parte dos indicadores de preços, com a exceção do índice do custo de vida, mostrou declínio significativo. A redução desprezível do índice do custo de vida deveu-se à escassez de produtos agrícolas. Os objetivos de política foram, contudo, atingidos.

A política orçamentária federal foi mais bem sucedida no controle da inflação em 1969. O *deficit* do Governo Federal declinou em termos nominais de Cr\$ 1.226,7 milhões em 1968 para Cr\$ 755,8 milhões em 1969. Desta forma, a percentagem do *deficit* em relação ao PIB declinou de 1,2% para 0,57%, sendo a mais baixa da década. Mas a natureza não inflacionária do financiamento do *deficit* é que foi de importância significativa. Pela primeira vez, o financiamento forneceu recursos líquidos às autoridades monetárias.

A política do Banco Central em 1969 foi formulada para captar recursos para o Tesouro e organizar eficientemente o mercado de títulos governamentais. Houve quatro eventos importantes: alto volume de venda de ORTN (Cr\$ 1.173 milhões em contraste com Cr\$ 132 milhões em 1968), o início das operações de *open market* pelo Banco Central, unificação da dívida pública federal pela sua conversão em ORTN e o começo do controle, pelo Banco Central, da emissão de títulos pelos Estados e municípios. O Banco fez grandes esforços para

⁷² *Ibid.*, p. 100.

estabelecer um mercado com grande variedade de títulos governamentais a curto prazo. Isto ofereceu nova oportunidade, às empresas, de emprego de encaixes ociosos. O *deficit* orçamentário federal foi definitivamente eliminado como fator de crescimento monetário e inflação.

A política agregada do Brasil em 1969 tentou conciliar três objetivos básicos: redução gradual, mas continuada, da inflação, ajustamento da liquidez para manter, ou até superar, se possível, a alta taxa de crescimento econômico real de 1968 e fortalecimento da posição cambial do País por meio de promoção das exportações.⁷³ A redução da taxa inflacionária, como salientado anteriormente, foi limitada pela escassez de safras agrícolas. Mas o objetivo conjunto de alta taxa de crescimento econômico real e entrada de divisas foi atingido. Neste sentido, as políticas das autoridades monetárias foram significativas.

Em ritmo crescente, a expansão monetária estava sendo determinada por empréstimos ao setor privado e *superavit* do balanço de pagamentos. Os empréstimos ao setor privado que atingiram Cr\$ 7.336 milhões foram o mais importante fator de incremento do estoque de moeda. A compra de reservas internacionais e outras operações cambiais atingiram Cr\$ 5.004 milhões. O financiamento do *deficit* forneceu recursos às autoridades monetárias no valor de Cr\$ 270 milhões. Contudo, os mais importantes fatores de contração do estoque de moeda foram os recursos próprios das autoridades monetárias (Cr\$ 1.992 milhões) e o resultado líquido da conta café (Cr\$ 641 milhões). A natureza do processo de expansão monetária experimentou, então, mudança significativa.

As exportações brasileiras cresceram de 22,9% em 1969, contra os 7,4% das importações. Resultou daí saldo favorável na balança comercial de US\$ 318 milhões, em contraste com os US\$ 26 milhões de 1968. A conta-corrente acusou *deficit* de US\$ 253 milhões. Entretanto, principalmente devido a uma entrada de capitais de US\$ 822 milhões, o País pôde obter elevado *superavit* no balanço de pagamentos (US\$ 549 milhões).

A política financeira internacional do Brasil foi reformulada para fortalecer a posição do País em relação ao resto do mundo ao mesmo tempo que ajustava o fluxo de comércio internacional às

⁷³ Banco Central, *Relatório anual 1969*, p. 39.

necessidades de uma economia em expansão.⁷⁴ A política de minidesvalorizações foi complementada por outras medidas: ajustamento das importações de bens indispensáveis ao desenvolvimento da política cambial, maximização das receitas de fretes, fortalecimento da liquidez externa do País para assegurar o processamento normal das transações e consolidação da dívida externa em termos da capacidade de cumprir os compromissos.

A política de minidesvalorizações tem sido de extrema importância para o setor exportador, mantendo o poder competitivo do setor. Além disso, houve dois tipos de políticas de promoção das exportações: fiscais e financeiras. O Decreto-Lei n.º 491, de março de 1969, consolidou os incentivos fiscais às exportações: isenção do imposto de renda da parcela do lucro proveniente das vendas ao exterior; inclusão dos gastos de promoção no estrangeiro nos custos de produção; e outros. Incentivos creditícios também foram concedidos ao longo das diversas fases do processo produtivo. O BID e as autoridades monetárias brasileiras começaram a financiar as exportações. Tentou-se simplificar a legislação e burocracia do processo de exportação, fator que não deve ser ignorado, posto que nos períodos anteriores as vendas ao exterior tinham sido desincentivadas com o objetivo de não reduzir a oferta interna e assim melhor combater a inflação.

Em 1970, a “segunda estratégia” de controle gradual da inflação continuou nas suas diretrizes básicas em termos de resultado e tomada de decisão. A Tabela VIII.7 mostra que a taxa de crescimento do estoque de moeda, para ambas as definições de moeda, acusou declínio modesto. Houve algum progresso na redução da taxa de crescimento do índice de custo de vida, de 24,3% em 1969 para 20,9% em 1970. Ao mesmo tempo, alcançou-se sucesso nas outras metas formuladas pelos técnicos em política econômica: o crescimento econômico real foi da ordem de 9,5% e de 6,4% em termos globais e *per capita*, respectivamente. A expansão da agricultura foi moderada (5,6%), mas, a da indústria, extraordinária (11,1%). A terceira meta no conjunto de política econômica também foi alcançada: o País obteve elevado *superavit* do balanço de pagamentos. O Brasil estava conseguindo controle da inflação em ritmo mais lento, mas conjugado com elevadas taxas de crescimento eco-

⁷⁴ *Ibid.*, p. 105.

nômico real e abundância de divisas. É interessante analisar como os técnicos conseguiram conciliar esses objetivos a curto prazo.

O papel do *deficit* federal no processo inflacionário brasileiro tornou-se somente uma lembrança. A execução orçamentária estava de acordo com o programado: Cr\$ 19.193,8 milhões para as despesas e Cr\$ 19.932,1 milhões para as receitas. Assim, o *deficit* atingiu Cr\$ 738,3 milhões.⁷⁵ Enquanto o *deficit* foi 0,6% do PIB em 1969, em 1970 era de somente 0,4%. Parte da melhoria foi devida ao aumento da receita governamental: 15,3% em termos reais sobre os níveis de 1969. A eficiência do sistema tributário e de contribuição melhorou sensivelmente. No entanto, o aumento das despesas foi substancial, 13,6% em termos reais. Mas o fator de importância crucial foi o financiamento não inflacionário do *deficit*. O público adquiriu títulos em montante que permitiu o aumento dos depósitos do Tesouro nas autoridades monetárias de Cr\$ 1.847,7 milhões em 1969 para Cr\$ 2.446,3 milhões em 1970. Depois de esforços contínuos, os técnicos brasileiros tinham eliminado definitivamente o *deficit* como fator de expansão monetária. Na realidade, as operações entre o Tesouro e as autoridades monetárias passaram a representar fator de contração dos meios de pagamento.

Uma importante mudança da política monetária em 1970, refletindo a crescente sofisticação das instituições econômicas brasileiras, foi a substituição das operações de redesconto pelas de *open market* como o instrumento mais importante de controle monetário. As letras do Tesouro Nacional constituíram importante passo à frente no desenvolvimento do mercado brasileiro de títulos governamentais. A principal vantagem consistia na simplicidade de determinar seu rendimento. Mas sua flexibilidade como instrumento de controle era também muito importante.

Os dois maiores fatores de expansão monetária em 1970 foram os empréstimos ao setor privado e as operações cambiais. Os primeiros aumentaram em 35,1% do qual parte importante consistiu em assistência aos exportadores. Mas houve também crescimento mais que proporcional de empréstimos ao setor rural. Para financiar suas operações, as autoridades monetárias contaram com recursos da conta café (Cr\$ 4.197 milhões em 1970 em comparação com Cr\$ 3.017 milhões em 1969), lucros do

⁷⁵ *Conjuntura Econômica* (fev. 1971), pp. 75-7.

Banco do Brasil e do Banco Central (Cr\$ 7.042 milhões em 1970, contra os Cr\$ 4.029 milhões do ano anterior) e outros recursos. Os recursos monetários passaram de Cr\$ 15.497 milhões em 1969 para Cr\$ 18.846 milhões em 1970, isto é, acréscimo de 19,3%. O aumento percentual dos recursos não monetários foi de 36,9%.

As exportações brasileiras expandiram de 18,5% em 1970 enquanto as importações aumentaram em 25,8%. O resultado foi um declínio do saldo da balança comercial de US\$ 318 milhões em 1969 para 232 milhões em 1970. A entrada líquida de capitais foi de US\$ 1.015 milhões. O *superavit* foi de US\$ 545 milhões. O mercado cambial continuou a ser regulado pelo sistema de minidesvalorizações, sendo o cruzeiro depreciado em 13,8% durante o ano. Para chegar a essa percentagem, as autoridades monetárias levaram em consideração aumentos de produtividade e mudanças de preços no estrangeiro.⁷⁶

A economia brasileira continuou a se expandir a taxas elevadas de crescimento em 1971. A expansão econômica real foi de 11,3% em termos globais e de 8,2% em termos *per capita*. Tanto a produção agrícola como a industrial aumentaram em mais de 11%. Ao mesmo tempo, houve, pelo terceiro ano consecutivo, elevado *superavit* no balanço de pagamentos. Mas a taxa de crescimento monetário foi maior que em 1970. Além disso, não se observou grande progresso na redução da taxa de inflação, com a exceção do índice do custo de vida que declinou de aproximadamente 3%.

A política orçamentária federal em 1971 foi também anti-inflacionária. A lei orçamentária previa despesas de Cr\$ 23.100 milhões e receita de Cr\$ 22.310 milhões e *deficit* resultante de Cr\$ 790 milhões.⁷⁷ O *deficit* realizado atingiu Cr\$ 672,3 milhões, com redução nominal de 9% sobre o nível de 1970. Como percentagem do PIB, o *deficit* em 1971 declinou para 0,3%. A venda de títulos governamentais montou a Cr\$ 3.891 milhões. Essas vendas mais os depósitos dos contribuintes forneceram um total de Cr\$ 4.036,1 milhões para o financiamento do *deficit*. Como resultado, as autoridades monetárias absorveram o total de Cr\$ 3.363,8 milhões do Governo Federal.

⁷⁶ Banco Central, *Relatório anual 1970*, p. 112.

⁷⁷ *Conjuntura Econômica* (fev., 1972), p. 58.

O efeito contracionista do financiamento do *deficit* no crescimento monetário foi compensado pelo efeito expansionista das operações de câmbio em valor aproximado. A conta café que, por vários anos, vinha representando fonte de recursos passou a exigir aplicações devido à safra abundante que requereu a compra de excedentes.

Assim, enquanto em 1970 a conta café tinha fornecido às autoridades recursos não monetários no valor de Cr\$ 919 milhões, o setor cafeeiro absorveu Cr\$ 425,0 milhões em 1971. O mais importante fator de expansão monetária foram os empréstimos do Banco do Brasil ao setor privado. Isto estava de acordo com a política creditícia liberal que tentava maximizar a taxa de crescimento econômico condicionada à redução da taxa inflacionária. Por diversos anos, desde 1968, o crédito ao setor privado expandiu a taxas mais altas que o produto real. Nesses anos, os empréstimos cresceram em 33,4%, 28,5%, 13,8% e 20,4% respectivamente.⁷⁸

As exportações brasileiras elevaram-se em 5,2% em 1971 em relação aos níveis de 1970. Em parte, isto foi devido às pequenas receitas da venda de café ao estrangeiro que declinaram de US\$ 160 milhões. Não obstante, as exportações de semimanufaturados cresceram em 19% e as de manufaturados em 24%. As importações expandiram-se de 29,4% e o País experimentou saldo negativo na balança comercial de US\$ 363 milhões, em contraste com o resultado superavitário de US\$ 232 milhões de 1970. Em conta-corrente, o *deficit* evoluiu de US\$ 562 milhões para US\$ 1.307 milhões. Mas a entrada de capitais cresceu de 81,9% atingindo US\$ 1.846 milhões. O *superavit* total foi de US\$ 530 milhões. A política de minidesvalorizações continuou a ser implementada com eficiência. Para o ano como um todo, o cruzeiro foi desvalorizado de 13,8%. Além disso, os incentivos à exportação foram ampliados.

O ano de 1972 caracterizou-se pelas mesmas tendências institucionalizadas desde 1968. Foi o quinto ano consecutivo de rápido crescimento econômico. Levando em conta que normalmente, dentro da experiência histórica de numerosos países, ocorrem recessões cíclicas (de caráter endógeno ao processo econômico e fora do controle de política econômica) em espaços de mais ou menos quatro anos, a fase de rápido crescimento

⁷⁸ *Ibid.* p. 70.

econômico também se caracterizou pela sua duração. O PIB real cresceu à taxa de 10,4% e sua expansão teria sido ainda maior não fosse o atraso do setor agrícola, posto que a indústria expandiu-se de 13,8%. Isto permitiu crescimento econômico real *per capita* de 7,3%; essa taxa permitiria dobrar a renda real num período de sete a oito anos. Houve redução no crescimento monetário e também declínio apreciável do ritmo inflacionário: o aumento do custo de vida passou dos 18,1% em 1971 para 14,0% em 1972 segundo dados oficiais. Ao mesmo tempo, o País conseguiu *superavit* cambial extraordinário e sem paralelo: US\$ 2.439 milhões.

As exportações brasileiras aumentaram em 38,3% em 1972 enquanto as importações cresceram de 30,2%. O saldo negativo da balança comercial evoluiu dos US\$ 363 milhões de 1971 para US\$ 237 milhões. Em conta-corrente, o *deficit* foi de US\$ 1.460 milhões. Houve elevado incremento na entrada de capitais da ordem de 92,9% (o valor absoluto foi US\$ 3.562 milhões). Assim se conseguiu o *superavit* de US\$ 2.439 milhões. A política brasileira continuou orientando-se no sentido de promover as exportações de forma agressiva. Também teve continuidade a política das minidesvalorizações. O País dava, nessa época, um considerável avanço no sentido de inverter a tendência histórica de sua participação no comércio internacional.

IX

CONCLUSÕES SOBRE A EXPERIÊNCIA MONETÁRIA DO BRASIL

9.1

Conclusões sobre o Comportamento Monetário Brasileiro¹

Primeiro, semelhanças com o comportamento monetário dos Estados Unidos. Como na experiência americana, a base monetária contribuiu com 9/10 do aumento do estoque de moeda, seja definido como M_1 , ou M_2 . A contribuição das relações moeda em poder do público/estoque de moeda foi igualmente significativa. Uma importante conclusão da experiência monetária brasileira é a tendência cadente a longo prazo da relação

¹ A presente seção e a seguinte foram escritas originalmente como parte de Peláez, "Long-Run Monetary Behavior and Institutions in an Underdeveloped Economy, 1869-1971", ensaio lido no VI Congresso Internacional de História Económica, Seção sobre a Inflação Monetária em Perspectiva Histórica (Copenhague, 1974), e Peláez, "A Comparison of Long-Term Monetary Behavior and Institutions in Brazil, Europe, and the United States", in *Journal of European Economic History*, no prelo.

moeda em poder do público/estoque de moeda, acompanhada por crescente diversificação das estruturas monetárias apesar dos controles institucionais. No período 1800/1973, a economia brasileira transformou-se de economia de subsistência não monetizada em economia com indústria e atividades modernas, juntamente com maior diversificação das estruturas financeiras.

As mensurações dos principais agregados da economia brasileira, que permitem estimar a velocidade-renda da moeda, só são disponíveis para o período a partir de 1920. No período 1920/45, a velocidade de M_1 (renda nominal/ M_1) e a de M_2 (renda nominal/ M_2) caíram à mesma taxa de 2,5% ao ano. Para o século XIX existem suposições em bases qualitativas de que a velocidade declinou. Mas, como nos Estados Unidos, a velocidade monetária aumentou no presente período de pós-guerra. Entre 1947 e 1971, a velocidade de M_1 aumentou à taxa média de 1,9% ao ano e a de M_2 a 2,6%. As relações moeda em poder do público/estoque de moeda e encaixe dos bancos/depósitos comportaram-se ciclicamente como nos Estados Unidos. A experiência brasileira confirma a covariação básica a longo prazo e durante todos os períodos entre a renda monetária, os preços e a moeda. Finalmente, os fatores de variação da base monetária e das relações, como na experiência americana, parecem independentes da renda e dos preços. Contudo, a natureza tautológica da análise da oferta monetária sugere certo cuidado na interpretação desse comportamento como a verificação empírica da teoria neoquantitativa da moeda ou da existência de uma relação unidirecional da moeda à renda e aos preços. A identificação de relações puras de causa e efeito é provalmente uma tarefa impossível para a pesquisa científica e ainda mais na história econômica e nas ciências sociais.

Segundo, diferenças com a experiência dos Estados Unidos. Entre 1869 e 1970, M_1 aumentou no Brasil à taxa de 11,7% ao ano e M_2 à 11,6%. A taxa estimada por Friedman e Schwartz para M_2 entre 1867 e 1960 nos Estados Unidos é de somente 5,4% ao ano. Portanto, o comportamento brasileiro a longo prazo caracterizou-se por uma taxa de inflação duas vezes mais alta que a dos Estados Unidos.

Um importante contraste entre a experiência americana e a do Brasil encontra-se no comportamento dos preços. A Tabela IX.1 fornece subsídios para analisar o crescimento da moeda, os preços e a produtividade no Brasil desde 1830. Os dados monetários sugerem, tentativamente, que a renda monetizada no Brasil, numa base *per capita*, aumentou à taxa média anual de

TABELA IX. 1

BRASIL, TAXAS MÉDIAS DE CRESCIMENTO DO ESTOQUE DE MOEDA, PREÇOS E
PRODUTO REAL — 1830/1970

(percentagens anuais)

Período	M_1	M_2	Preços	Produto Real Per Capita
1830/1913	4,9	5,1	0,5	1,4
1913/19	9,2	10,1	14,1	n.d.
1920/45	10,7	10,5	4,6	1,7
1947/70	27,6	26,8	23,0	3,3

FONTES: Apêndice Estatístico;
Nathaniel H. Leff, "A Technique for Estimating Income Trends from Currency Data and an Application to Nineteenth-Century Brazil", in *Review of Income and Wealth*, (Dec. 1972);
Conjuntura Econômica;
Fundação IBGE.

NOTA: a estimativa 1830/1913 foi obtida com os dados monetários, o indicador de preços (taxa de câmbio ajustada pelas mudanças dos preços ingleses) e na hipótese de que a taxa de declínio da velocidade monetária era igual à da relação moeda em poder do público/estoque de moeda.

1,4% entre 1830 e 1913. Contudo, a renda total deve ter aumentado a taxas bem menores devido à existência de um imenso setor de subsistência. A inflação crônica continuou em quase todos os períodos. Mas a taxa de inflação, sem levar em conta o período de 1820/30, parece bem menor do que as estimativas a que chegaram outros autores. Na análise do século XIX é mister salientar a natureza especulativa de todas as análises baseadas em dados mensurados imperfeitamente.

A inflação e o crescimento do estoque de moeda no século XX aceleraram-se consideravelmente. A diferença com o comportamento americano concentrou-se quase que totalmente neste século. Apesar dos períodos adversos e das políticas restritivas dos anos de 1920, o produto real *per capita* cresceu a uma taxa relativamente satisfatória. Ademais, convém mencionar que a taxa tem maior significado devido à redução do setor de subsistência. É válido até especular que na ausência dos períodos adversos o Brasil conseguiria reduzir significativamente o hiato com os países desenvolvidos. A partir de 1947 o País experimentou taxas elevadas de crescimento do estoque de moeda e dos preços como também do produto real *per capita*. Em perspectiva, o período a partir de 1964 é um dos poucos na história brasileira em que o País experimentou crescimento econômico acelerado com declínio da taxa de inflação.

O processo inflacionário a longo prazo originou-se em grande parte nas deficiências da política de financiamento do orçamento. A falta de responsabilidade fiscal resultava em *deficits* crônicos financiados por emissão de dinheiro, e o aumento da base monetária provocava novos aumentos do estoque de moeda. Somente a partir de 1964 foi posta em prática uma reforma da estrutura monetária para impedir a continuação desse processo de crescimento do estoque de moeda que resultava apenas em aumentos dos preços sem repercussão na produtividade do setor real.

9.2 Conclusões sobre as Instituições Monetárias

Primeiro, o enfoque Cameron. A Tabela IX.2 fornece alguns dos indicadores quantitativos usados pelo Prof. Cameron

TABELA IX.2
BRASIL, INDICADORES DE ATIVIDADE BANCÁRIA — 1939/70

Anos	Empréstimos Cr\$ 1.000	Descontos Cr\$ 1.000	N.º Estabele- cimentos Bancários	Densidade Bancária*	Coefficiente Financeiro**	Total dos Ativos dos Bancos
1939	5.932	5.349	1.018	0,25	24,4	11.281
1947	24.731	21.808	2.227	0,47	28,2	46.539
1948	27.009	24.300	2.281	0,46	26,4	51.309
1949	34.104	28.315	2.430	0,48	27,2	62.419
1950	49.984	38.035	2.596	0,50	32,3	88.019
1951	57.280	48.344	2.685	0,50	32,7	105.624
1952	68.141	58.117	3.027	0,55	31,8	126.257
1953	90.724	68.564	3.303	0,58	33,9	159.288
1954	124.259	79.118	3.461	0,59	32,4	203.377
1955	135.079	89.036	3.560	0,59	28,6	224.115
1956	170.923	115.409	4.257	0,69	28,8	286.332
1957	221.845	150.033	4.628	0,73	30,5	371.879
1958	233.847	185.313	4.857	0,74	28,8	419.159
1959	245.712	258.513	5.135	0,76	25,3	504.225
1960	376.634	399.470	5.348	0,77	28,2	776.104
1961	711.945	565.821	5.581	0,78	31,5	1.277.766
1962	1.283.488	931.065	6.109	0,83	33,5	2.214.553
1963	2.094.076	1.481.635	6.481	0,85	30,0	3.575.711
1964	5.560.036	2.661.423	6.878	0,88	35,7	8.221.459
1965	9.893.066	4.377.616	7.271	0,90	36,8	14.270.682
1966	6.123.365	5.485.020	7.567	0,91	21,6	11.608.385
1967	8.829.865	8.448.374	7.653	0,90	24,2	17.278.239
1968	...	...	7.804	0,90	23,9	23.838.167
1969	...	...	7.848	0,87	24,7	32.850.398
1970	...	...	7.854	0,85	25,3	44.164.282

FONTES: IBGE, Conselho Nacional de Estatística, *O Brasil em números. Apêndice do Anuário Estatístico do Brasil, 1960*, p. 78-9; *Ibidem, 1966*, p. 105-116; Fundação IBGE, Instituto Brasileiro de Estatística, *Brasil, séries estatísticas retrospectivas* (Rio de Janeiro, Serviço Gráfico da Fundação IBGE, 1970), p. 185. Fundação IBGE, *Anuário Estatístico do Brasil, 1969*, p. 404-5; 1970, p. 438-41 e 1971, p. 450-2; Fundação Getúlio Vargas, *Conjuntura Econômica*, v. 26, 1972, *Separata 25 anos de economia brasileira, estatísticas básicas*.

* Número de estabelecimentos bancários multiplicado por 10.000 e dividido pela população.

** Total dos ativos dos bancos dividido pelo PIB e multiplicado por 100.

para os países industriais na fase de crescimento incipiente. Em 1939, a densidade bancária no Brasil era ainda extremamente baixa, 0,25. Essa situação transformou-se drasticamente durante o pós-guerra. Em anos recentes, a densidade bancária tem-se aproximado muito ao nível "alto" de 1,0. Entretanto, esta densidade é artificialmente alta por causa das peculiaridades da experiência bancária brasileira durante a inflação. A Lei de Usura de 1933 fixou o teto para os juros. Se a lei tivesse sido cumprida estritamente, todo o setor bancário brasileiro teria ido à falência. Contudo, os bancos encontraram outros expedientes para contornar o problema e cobrar juros maiores. Dentro dessa conjuntura irracional, fazia-se cada vez mais difícil emprestar dinheiro a taxas de juros reais positivas. Como as taxas de juros pagas aos depositantes eram também taxas reais negativas, o setor bancário descobriu uma fonte de lucros na atração de depósitos. Essa concorrência por atrair depósitos do público, assim como o interesse em adquirir propriedade urbana para contornar a inflação, explicam a alta artificial no número de estabelecimentos bancários. Tal experiência mostra o insucesso e adiamento da reforma monetária no Brasil. O resultado foi a criação de um sistema bancário altamente ineficiente e custoso.

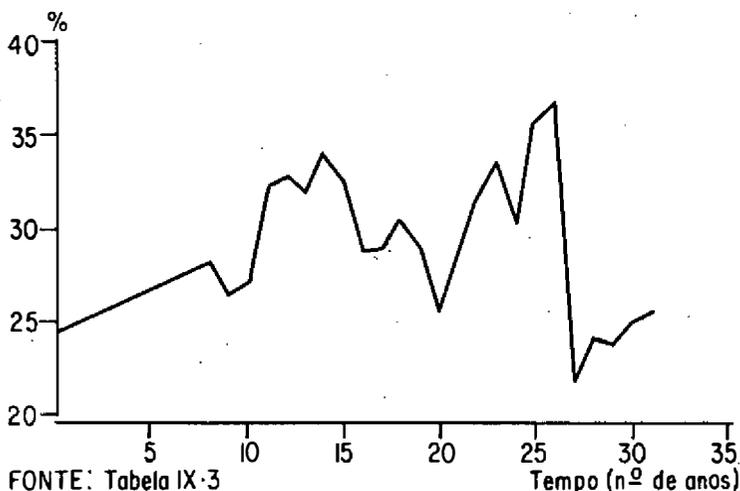
O Gráfico IX.1 mostra o coeficiente financeiro de Cameron para o Brasil. O comportamento através do tempo não é comparável ao do conjunto de países por ele analisado. Em termos de magnitude, o coeficiente financeiro brasileiro assemelha-se ao da Inglaterra durante o período inicial de industrialização e crescimento. Mas a experiência brasileira é muito irregular, especialmente devido aos períodos de inflação e estabilização.

Segundo, instituições financeiras e desenvolvimento. O insucesso em reformar os mercados monetários constituiu um importante fator do atraso brasileiro a longo prazo. Outros fatores, indubitavelmente, também contribuíram significativamente ao atraso do País como sejam as altas taxas de crescimento demográfico, investimentos tradicionalmente baixos em alfabetização e educação, as políticas de valorização do café que concentravam artificialmente recursos e renda na atividade exportadora e o ambiente desfavorável à difusão internacional da tecnologia causado pelas duas grandes guerras e pela crise de 1929 que interromperam o intercâmbio de idéias.

Contudo, não existe um modelo com o qual se possa ponderar os diversos fatores de atraso para atribuir graus de impor-

GRÁFICO IX.1

COEFICIENTE FINANCEIRO PARA O BRASIL



tância relativa. O único propósito deste livro é salientar, quando possível, a forma em que a deficiência das instituições financeiras brasileiras contribuiu para atrasar o País.

Nos anos de 1840 e 1850 um grupo de brasileiros ilustres — sob a liderança de Mauá e Souza Franco — tentou desenvolver instituições bancárias no Brasil com direito de emissão, seguindo o exemplo bem sucedido na Europa. A escola *papelista* de intermediação financeira foi derrotada pela escola *metalista* defensora do padrão ouro, das restrições ao desenvolvimento bancário, de um estoque de moeda puramente metálico e do monopólio de emissão e de quase todos os serviços bancários pelo Banco do Brasil, estritamente controlado pelo Governo. Conquanto o Brasil não obtivesse o estoque de moeda puramente metálico, o Banco do Brasil recebeu privilégios extraordinários que lhe permitiram absorver a maior parte dos bancos de emissão existentes. Desde seu estabelecimento, a instituição controlou um mínimo de um terço dos serviços bancários brasileiros, contribuindo em alguns dos períodos para o financiamento inflacionário do *deficit* orçamentário.

O esforço de desenvolver bancos e instituições financeiras no Brasil foi frustrado muitas vezes devido à absorção das idéias metalistas no pensamento econômico e na política oficial. Nos dois primeiros anos da República, 1889/90, e após trinta anos de austeridade monetária e de restrições aos bancos, uma lei autorizou o estabelecimento de instituições bancárias com direito de emissão. Mas o sucesso aparente da contra-reforma de 1898/1902 — na realidade uma política procíclica durante uma contração econômica — aumentou o prestígio das políticas metalistas. Durante as primeiras quatro décadas do século, os técnicos em política econômica acreditavam na filosofia desenvolvida em 1898/1902 e em muitos casos chegaram até a implementar essas políticas durante contrações da economia.

O Brasil começou o atual período de pós-guerra com uma estrutura bancária inteiramente deficiente através de um grande banco para assuntos governamentais — servindo a determinados grupos de atividade privada de acordo com a tônica mutante do favoritismo político — e de número reduzido de grandes bancos tradicionais fracionando o negócio bancário remanescente. Indubitavelmente, a experiência é bem semelhante àquela de países como a Inglaterra e a França. A análise da história comparativa mostra a falta de perspectiva em ignorar a experiência de desenvolvimento dos países industrializados na análise das economias subdesenvolvidas. Aliás, a história dos países desenvolvidos constitui a única fonte de informação empírica sobre sucesso no desenvolvimento econômico.

Terceiro, implicações metodológicas do enfoque Cameron. A ênfase nos fatores qualitativos e institucionais faz-se bastante proveitosa. De fato, é bastante significativo que a evolução a longo prazo do Brasil foi bem interpretada pelos historiadores sociais trabalhando nas fronteiras da história econômica, como Stein e Dean, enquanto que muitos dos especialistas em desenvolvimento chegaram a confundir os seus aspectos mais básicos, de onde se conclui que há grandes oportunidades na combinação de aspectos quantitativos e qualitativos desenvolvida por Joseph Schumpeter.

Quarto, a estabilidade do sistema. A experiência monetária brasileira caracterizou-se pela falta de grandes pânico bancários como nos Estados Unidos. Grande parte dessa estabilidade do sistema se devia ao controle exercido pelo Banco do Brasil. Devido à interdependência dessa instituição e o Governo, que nunca a deixaria ir à falência, os depositantes não ti-

nham porque temer a perda de seus saldos. Entretanto, o controle do Banco do Brasil pelo Governo tornava-o instrumento relevante do processo inflacionário.

Quinto, a política monetária. O Brasil, como a maior parte dos países, sofreu pela falta de orientação apropriada da política monetária. Em períodos recentes, novas instituições têm contribuído de forma crucial à melhoria das medidas tomadas pelas autoridades monetárias. Em períodos anteriores, entretanto, um sistema de regras, mas com certa margem para decisão, teria promovido melhor a estabilidade a curto prazo.

9.3 **Conclusões sobre os** **Períodos Históricos: o Século** **XIX**

9.3.1 **O Período 1800/50: o Sistema** **Bancário**

A primeira metade do século XIX no Brasil caracterizou-se por dois tipos diversos de sistemas bancários. No período 1809/29 estabeleceu-se um sistema bancário ideal do ponto de vista dos metalistas: monopólio perfeito dos serviços bancários e de emissão através do Banco do Brasil estritamente controlado pelo Governo. O sistema bancário no período 1840/50 consistia em alguns bancos privados de emissão, diversos dos quais muito interessados no financiamento de atividades econômicas internas. O período do Banco do Brasil acarretou exclusivamente uma inflação descontrolada e quase nenhum aumento da produtividade. O Brasil, todavia, experimentou preços em declínio e aumento de produtividade através de um sistema de bancos privados de emissão, fenômeno pouco comum na história do País. As diferenças das condições do comércio internacional não são suficientes para explicar o comportamento nos dois períodos. O Banco do Brasil simplesmente se dedicou a financiar os *deficits* do Governo ou a favorecer certos grupos privados.

9.3.2

O Mercado Livre de Café — 1857/1906

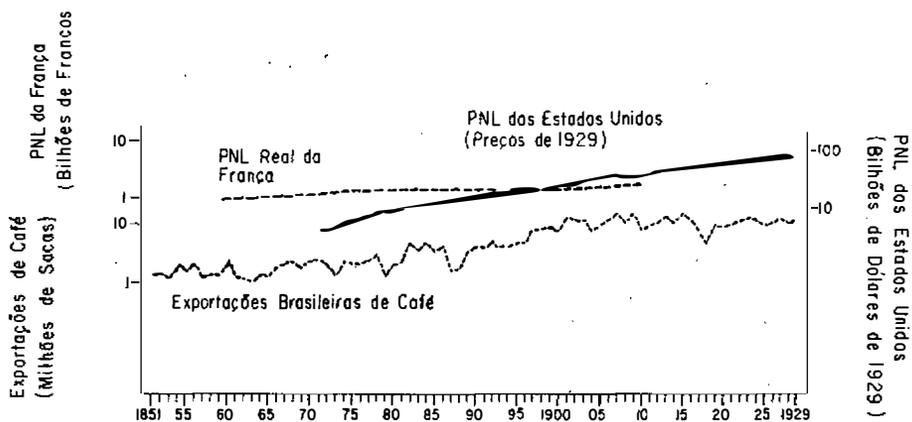
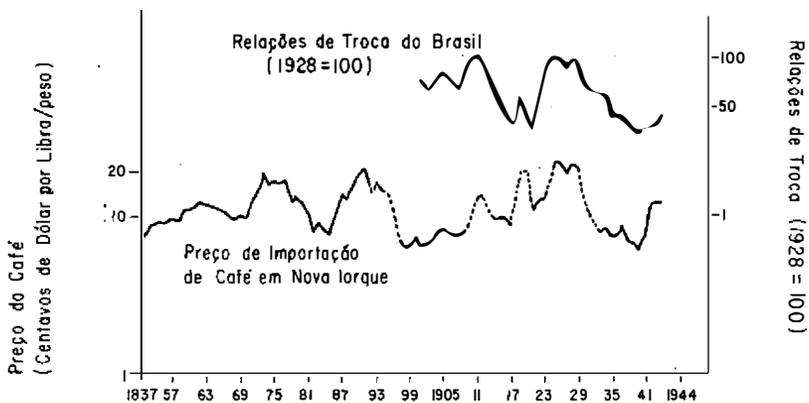
Primeiro, a tendência a longo prazo. O Gráfico IX.2 mostra o comportamento dos indicadores do mercado livre de café. No século XIX os preços do café flutuaram em três ciclos de amplitude crescente, mas sem tendência a longo prazo. Além disso, as exportações de café aumentaram à taxa de 3,5% ao ano. A relação-renda de trocas da economia cafeeira do Brasil melhorou à taxa de 4,0% ao ano. Os fatos estatísticos refutam o argumento extremo convencional de debilidade estrutural do comércio exterior de café.

Segundo, a política monetária e de balanço de pagamentos. A depreciação da taxa cambial durante os períodos de contração do comércio internacional encontra plena justificativa na teoria moderna do balanço de pagamentos. O sistema de paridade cambial fixa levaria à transmissão dos efeitos da crise internacional à economia cafeeira do Brasil. Era pois acertada a orientação do Governo brasileiro de adotar um padrão fiduciário durante as crises internacionais, assim como um sistema de taxas de câmbio relativamente flexíveis e uma política monetária mais liberal, com o propósito de limitar o efeito das contrações econômicas originárias do exterior sobre a moeda, renda e preços. As recessões internacionais não eram assim, necessariamente, acompanhadas de inflação, e efeitos redistributivos, em consequência de desvalorizações cambiais, como claramente se verifica no segundo ciclo de baixa dos preços do café. O Governo brasileiro valeu-se de um engenhoso mecanismo de medidas econômicas, com o propósito de isolar a atividade econômica interna dos efeitos das crises econômicas mundiais.

Terceiro, a inflação crônica. Frequentemente, a política monetária de caráter liberal anticíclico, durante recessões pouco prolongadas, tinha seu efeito defasado para o período de recuperação. Até certo ponto, a tendência secular da inflação brasileira, durante o século XIX, encontra sua explicação nessa defasagem.

Quarto, fatores do atraso durante o mercado livre cafeeiro. Resta ainda explicar por que o surto cafeeiro não resultou em grande modernização da economia. Parte da explicação encontra-se nas consequências de políticas *internas* brasileiras e nas oportunidades do ponto de vista histórico que o Brasil tinha

PREÇOS INTERNACIONAIS DO CAFÉ, RELAÇÕES DE TROCA E EXPORTAÇÕES BRASILEIRAS DE CAFÉ E PNL DA FRANÇA E DOS ESTADOS UNIDOS - 1851/1944



FONTE : Poldrez, ed. Essays on Coffee and Economic Development ;
 Simon Kuznets, Capital in the American Economy ;
 Cameron, France and the Economic Development of Europe 1800-1914 .
 Vitélio e Suzigan, op. cit.

para desenvolvimento acelerado. O crescimento demográfico, a falta de investimentos na educação e o descuido da alfabetização, as restrições ao sistema financeiro, que poderia ter canalizado as poupanças do setor café mais rapidamente para as atividades internas e industriais, contribuíram para atrasar o Brasil. Além disso, a imigração não se intensificou senão na década final do século passado. Quando o Brasil começou seu surto de modernização na primeira década deste século, já era muito tarde, a oportunidade histórica havia-se-lhe escapado. No período 1870/1913 consolidou-se o padrão de desenvolvimento e subdesenvolvimento atual. O Brasil teve a má sorte de começar sua modernização somente na última década desse período. Contudo, o segundo ciclo do café caracterizou-se por certa debilidade estrutural: uma fase descendente prolongada devido à contração muito longa na economia do principal país consumidor, os Estados Unidos.

9.3.2.1.

Conclusões sobre o Primeiro Ciclo dos Preços do Café - 1857/68

Primeiro, inflação e desvalorização cambial. O único ciclo caracterizado por desvalorização cambial e inflação acelerada na fase descendente foi o primeiro, 1857/68. O financiamento inflacionário da Guerra do Paraguai, contudo, explica o fenômeno.

Segundo, a legislação de 1860. A lei bancária de 1860 constituiu o mais deplorável controle institucional do século XIX. As reformas de 1853, pelo Visconde de Itaboraá, quase que selaram o fim da atividade bancária no Brasil. Devido à falta de compreensão das reformas de Souza Franco, os papelistas foram definitivamente derrotados a partir de 1858. No período de rápido crescimento do surto cafeeiro, o Brasil restringiu o desenvolvimento de atividades econômicas para o mercado interno com a imposição de barreiras ao estabelecimento das duas instituições econômicas modernas de maior importância: a sociedade anônima e o banco.

Terceiro, consolidação do sistema monetário brasileiro. As políticas de estabilização monetária seguidas pelo Brasil até 1913 foram formuladas durante as duas contrações de 1857 e 1864 e o sistema financeiro do Brasil foi definitivamente mol-

dado pela reforma metalista de 1860. A política de estabilização a curto prazo no Brasil consistiu em substancial modificação do sistema do padrão ouro. A “regra do jogo” básica — definição da paridade ouro — foi adotada pela legislação de 1846, e já nos anos de 1850 a taxa de câmbio do mil-réis estava em paridade com a libra esterlina. Mas as duas outras regras — liberdade do movimento internacional do ouro e políticas monetárias que permitissem a repercussão total dos fluxos do ouro sobre a moeda, renda e os preços internos — eram na verdade violadas durante as contrações econômicas.

A taxa de câmbio praticamente atingia o seu nível de mercado nas contrações mais fortes, isolando, assim, a economia brasileira da crise internacional. Além disso, durante o pânico econômico as autoridades monetárias reduziam o encaixe obrigatório, em muitos casos de 50% para 25%, ao mesmo tempo em que o Banco do Brasil baixava a taxa de redesconto, com o objetivo de diminuir a taxa de juros. Assim sendo, a política monetária agia na direção oposta à das regras do padrão ouro, para evitar maior contração da renda e dos preços, aumentando portanto as pressões sobre a taxa de câmbio. Frequentemente, dependendo da rapidez da recuperação, parte dos efeitos da política monetária liberal somente se fazia sentir após a contração ter sido ultrapassada, determinando pressões inflacionárias.

9.3.2.2

Conclusões sobre o Segundo Ciclo dos Preços do Café - 1869/85

Primeiro, debilidade estrutural durante o ciclo. A fase descendente do segundo ciclo foi diferente das outras devido à prolongada contração que afetou a economia dos Estados Unidos, principal consumidor de café brasileiro. O período 1872/78 testemunhou uma das mais longas recessões na história americana. Os preços do café não responderam ao estímulo da demanda durante a expansão 1879/82. Portanto, com exceção de quatro anos, 1879/82, o maior consumidor de café brasileiro sofreu contração durante o período 1872/85. O comportamento é bastante diferente do registrado durante a economia cafeeira do século XIX.

Segundo, a taxa de inflação. Evidentemente, os rápidos aumentos do custo de vida no Rio de Janeiro nos anos-chave da

fase descendente não são consistentes com a inflação moderada registrada pelo índice de preços obtido pelo ajuste da taxa de câmbio com as variações dos preços ingleses.

Terceiro, os fatores de inflação. A maior parte da desvalorização cambial e do aumento do estoque de moeda e dos preços aconteceu durante dois períodos isolados em poucos anos. Os anos mais importantes foram os de 1875/77 nos quais o Brasil sofreu uma forte contração. As políticas monetárias liberais autorizaram emissões de 24% de M_1 e 20% de M_2 . Os efeitos das emissões fizeram-se sentir com defasagem quando a crise já havia sido superada e causaram moderada inflação e desvalorização cambial, de onde se conclui que as políticas monetárias internas explicam muito melhor do que as hipóteses convencionais o comportamento da moeda e dos preços.

9.3.2.3

Conclusões sobre o Terceiro Ciclo dos Preços do Café - 1886/1906

Primeiro, as conseqüências da política de deflação. As políticas orçamentárias, cambiais e monetárias do Ministro Murinho impediram a ação do mecanismo de compensação endógeno através do aumento das exportações durante a fase descendente do terceiro ciclo dos preços do café. A tentativa de situar o Brasil no sistema do padrão ouro, executada por Murinho e aconselhado por Wileman, resultou no fim do sistema de mercado livre, unindo os cafeicultores num grupo de pressão política superpoderoso. Apesar de sua honestidade administrativa e da crítica correta aos programas de defesa do café, Murinho forçou a intervenção no mercado.

Segundo, a ortodoxia monetária. Outra conseqüência importante da gestão de Murinho foi a criação de um pensamento ortodoxo sobre assuntos de política econômica agregada: a solução para a crise econômica consistia em valorização do câmbio, equilíbrio orçamentário e destruição de dinheiro. Durante quatro décadas essas políticas conseguiram o *status* de verdade revelada.

Terceiro, o Encilhamento. A inflação do período de 1890/1900 não tem sido analisada apropriadamente. As reformas de Rui Barbosa no início da República tentavam compensar as décadas de restrições à criação de sociedades anônimas e à

atividade bancária. Em perspectiva histórica, o choque provocado na economia brasileira pela reforma monetária parece ter promovido a indústria e as atividades internas. O período não pode ser analisado sem ser comparado com a política monetária a partir de 1860.

9.4

Conclusões sobre o Período de Defesa do Café - 1906/45

9.4.1

Conclusões Gerais

Primeiro, alocação de recursos. A defesa do café aumentou os preços do produto e melhorou as relações de troca. Entretanto, a alta artificial dos preços e da taxa cambial causaram sérias distorções na alocação eficiente de recursos na economia brasileira, tanto de um ponto de vista estático como dinâmico.

Segundo, a distribuição de renda. A defesa do café concentrou artificialmente a renda no setor cafeeiro em detrimento dos outros ramos de atividade econômica constituindo-se num fenômeno social lamentável.

9.4.2

Conclusões sobre a Primeira Valorização - 1906/12

Primeiro, a necessidade da valorização. Os dados e informações disponíveis sugerem que não havia necessidade da valorização. Os aumentos das exportações devido a preços mais baixos a partir de 1906 compensariam em parte pela queda dos preços. Devido à produção estável no resto do mundo, maiores exportações resolveriam grande parte do problema. Portanto, a intervenção complicou os problemas do café a curto prazo. Além disso, os cafeeiros se exauriram após a grande safra de

1906/07, rendimentos menores seriam experimentados em anos posteriores e os preços voltariam a níveis normais.

Segundo, a política cambial. A Caixa de Conversão fixou com sucesso a taxa de câmbio. Conquanto a taxa de câmbio supervalorizada incentivaria a indústria pela compra de equipamentos a preços menores, a política negava ao Brasil um desenvolvimento industrial eficiente. A solução ideal para o Brasil e outros produtores de bens primários seria uma taxa flexível. A estabilidade do sistema de mercado livre de café no século XIX alicerçava-se no mercado livre de câmbio.

Terceiro, o sucesso a curto prazo. A curto prazo, a política foi melhor sucedida do que se tinha planejado. Os preços do café e as relações de troca melhoraram consideravelmente. O impacto positivo do fenômeno na renda interna do Brasil favoreceu o surto industrial. Infelizmente, criou-se a impressão que o Brasil poderia repetir com sucesso o esforço valorizador. Na realidade, o êxito da valorização dependeu crucialmente da cooperação dos comerciantes de café em Nova York, especialmente Herman Sielcken. Em nenhuma das valorizações posteriores o Brasil contou com essa ajuda indispensável.

9.4.3

Conclusões sobre a I Guerra Mundial

Primeiro, declínio do produto e da renda real per capita. A guerra constituiu um período adverso em termos de crescimento do produto real e da renda real *per capita*. Durante os anos bélicos o estoque de moeda real *per capita* caiu a taxas elevadas sugerindo queda do produto real *per capita*, já que é inconcebível terem ocorrido aumentos suficientemente acelerados da velocidade monetária. As relações de troca e a capacidade de importar também declinaram, a taxas elevadas, sugerindo um declínio ainda maior em termos de renda real *per capita*. Portanto, a I Guerra Mundial foi um período de grande adversidade para o Brasil.

Segundo, o papel do setor café. A recuperação em certos anos da guerra, especialmente em 1918 e 1919, deveu-se ao aumento dos preços do café causado pelas exportações menores resultantes da geada em São Paulo.

Terceiro, a teoria dos períodos adversos. A guerra foi um período problemático e adverso para a indústria, em anos individuais. Os dados sugerem que o período bélico interrompeu um processo de industrialização que havia começado anteriormente e em circunstâncias bem diferentes, isto é, durante uma expansão do comércio internacional. Conseqüentemente, a teoria dos períodos adversos carece de apoio na realidade já que o País estabeleceu a indústria em condições semelhantes às das chamadas “regiões de colonização recente”. O pouco progresso alcançado processou-se devido ao livre intercâmbio de bens, idéias e fatores de produção. A indústria se estabeleceu antes da guerra e não durante seu curso.

Quarto, formação de capital. O impacto da guerra na formação de capital foi adverso. Além disso, a guerra incentivou a produção através de métodos ineficientes, contribuindo para piorar a inferioridade tecnológica do País.

Quinto, comportamento da política econômica durante a guerra. Conquanto a guerra não tenha sido um período de progresso ou de estabelecimento da indústria, o Brasil contornou a circunstância adversa relativamente bem. A existência de um setor industrial interno e as políticas monetárias liberais contribuíram decisivamente para impedir maior adversidade.

Sexto, mudanças estruturais. Algumas das mudanças estruturais salientadas nas análises convencionais, e ainda outras, realmente aconteceram. Entre elas podem-se mencionar: grandes lucros que serviram para reinvestimento na década de 20 ou que atraíram outros empresários para a atividade industrial, incentivos ao desenvolvimento da indústria de aço nos anos de 1920, a produção de algodão em São Paulo que ajudou a indústria têxtil e contribuiu para desenvolver mais um produto de exportação, etc. Mas esses fatores dificilmente compensaram as adversidades causadas pela guerra. Não existem modelos — matematicamente seria até *a priori* bem difícil formular um modelo evolucionário com especificações para mudanças estruturais — para ponderar os fatores adversos e os fatores estruturais. Além do mais, alguns dos fatores estruturais, como o desenvolvimento da indústria de aço com carvão vegetal, resultaram em desperdício de fatores e impediram o País de aproveitar-se de sua vantagem potencial na produção de aço. Tudo indica, portanto, que a guerra foi, num cômputo líquido, um período adverso.

9.4.4

A Década de 20

Primeiro, as contrações causadas pela política econômica. Todas as comparações da década de 20 com outros períodos são artificiais. A economia esteve em contração durante 23 trimestres dos 40 de 1920/29 ou em 19 trimestres dos 36 de 1920/28. Pelo menos 13 dos trimestres caracterizaram-se por contração profunda. Não é possível, portanto, isolar o comportamento real do período extrovertido durante os anos de 1920 devido ao fenômeno cíclico.

Segundo, a defesa do café. O programa de defesa permanente do café implementado pelo Instituto de São Paulo causou altas artificiais nos preços do produto e aumentos da capacidade produtiva. Posteriormente, registraram-se incrementos permanentes da produção nacional que jamais poderiam ser absorvidos pelo mercado.

9.4.5

A Grande Depressão

Primeiro, impacto sobre a economia. Quando a crise de setembro de 1929 começou, o Brasil já experimentava uma contração que se antecipara à recessão mundial por vários trimestres. Os fatores dessa contração foram os efeitos defasados das políticas austeras da década de 20 assim como o excesso de produção de café que causou perspectivas pessimistas. Em termos de produto real, o Brasil sofreu muito menos com a Grande Depressão do que os Estados Unidos e sua recuperação foi anterior. Mas existem indicações de um duplo fundo semelhante ao experimentado nos Estados Unidos. As comparações com as economias industriais, não obstante, carecem de significado já que a crise de 1929/39 afetou muito mais os países com grande parque industrial do que os países agrícolas. As altas taxas durante os anos iniciais da recuperação, tanto da indústria como do PNB, deveram-se em grande parte a um fenômeno cíclico. O Brasil experimentara contração econômica durante quase uma década como resultado das políticas restritivas da década de 20, executadas sob pressão política resultante da revolta de 1924. Quando se processou a queda de importações devido à desvalorização e aos controles cambiais, a indústria recebeu um estímulo para utilizar a capacidade instalada nos

anos de 1920. Não parece justificável, portanto, fundamentar uma teoria tão complexa de industrialização *via* substituição de importações e mudanças estruturais inteiramente no que parece ter sido um fenômeno com fortes características de acidente histórico. É bem relevante a análise do período que as políticas austeras que causaram a contração no Brasil foram executadas pelos técnicos em política econômica que mais se opunham à defesa do café e à hegemonia política da oligarquia cafeeira. As medidas restritivas simplesmente imitavam as orientações em *política* (e não em *teoria*) econômica aceitas no mundo desenvolvido. Assim, as alegações de que se quebrara um círculo vicioso de proteção à riqueza dos cafeicultores baseado em políticas extrovertidas através da Grande Depressão carecem de validade e perspectiva histórica.

Segundo, o modelo convencional. A hipótese convencional alega que a teoria moderna do balanço de pagamentos não se aplica às condições do século XIX porque os postulados abstratos não se cumpriram na realidade. Além disso, o atraso da América Latina se devia aos efeitos de se aceitar a teoria clássica do comércio internacional no período anterior à Grande Depressão. Uma teoria neomarxista de colonialismo explicaria melhor as relações econômicas básicas e o subdesenvolvimento. Mas para o período limitado da Grande Depressão, alegou-se que a teoria moderna do balanço de pagamentos é perfeitamente aplicável à economia brasileira e explica o comportamento do País e o primeiro surto de progresso. Os efeitos de preço dessa teoria são básicos para o modelo de transferência de fatores de produção do setor exportador para o setor urbano industrial. A hipótese implica quase completa flexibilidade dos preços relativos, mobilidade perfeita, entre regiões e ocupações, dos fatores de produção, motivação ao lucro dos cafeicultores e outros empresários brasileiros que responderiam imediatamente às variações nos rendimentos marginais relativos, ausência de indivisibilidade de bens e fatores, informação completa, falta de defasagens, assim como todas as suposições adicionais do modelo de concorrência perfeita. Temos então o seguinte: nos períodos anteriores os postulados do modelo não se cumpriram na realidade; as teorias dos países desenvolvidos não se aplicam à realidade latino-americana e novas teorias devem ser construídas; durante a Grande Depressão, contudo, funcionou a teoria mais abstrata, o modelo de equilíbrio geral em condições de concorrência perfeita. Além disso, a experiência brasileira agregada explica-se durante a Grande Depressão por meio de um

modelo keynesiano ao mesmo tempo que se aceitam todos os postulados de flexibilidade dos preços necessários ao funcionamento do modelo clássico. Ignorou-se que no modelo ultra-keynesiano os aumentos de renda não afetam os preços e portanto os argumentos de transferência de recursos, baseados em mudança de preços relativos, são inválidos.

Terceiro, o modelo keynesiano revisto. Com os diversos subsídios empíricos fornecidos por diversos autores é possível construir uma explicação keynesiana revista da recuperação do Brasil durante a Grande Depressão. Os *deficits* federais no início da contração provocados por reduções das receitas alfandegárias constituíam somente ajuste passivo à contração. Mas é provável que tenham ocorrido efeitos multiplicadores do orçamento equilibrado (sem mencionar o grande debate que existe sobre esses efeitos). O Prof. Fishlow salientou que a programação orçamentária a partir de 1934 já era deficitária. Contudo, pode-se duvidar da validade do seu método de identificar *deficits ex-ante*. Lamentavelmente, os modelos keynesianos não são operacionais. Se 1934 foi o primeiro ano de keynesianismo fiscal, é indispensável eliminar das teorias qualquer defasagem do impacto do orçamento deficitário na renda nacional dado que a recuperação já começara e perduraria apenas por poucos anos. Portanto, a maior parte da explicação keynesiana reside simplesmente nos multiplicadores do orçamento equilibrado. A afirmação de que durante a Grande Depressão somente é importante a fase ascendente a partir de 1933 não pode ser aceita. Na ausência de um impacto mais limitado e rápido da crise mundial o fenômeno perderia quase toda sua peculiaridade. Destarte, o período 1929/32 é tão relevante, ou ainda mais, que o período posterior de recuperação cíclica. A parcela exógena da balança comercial — segundo o modelo de Joan Robinson — contribuiu significativamente para impedir uma contração mais profunda.

Quarto, o modelo clássico. Todos os autores continuam insistindo num modelo keynesiano como se fosse o único com que explicar a realidade brasileira. Alguns autores contradizem-se ao aceitar indiscriminadamente hipóteses clássicas sobre moeda e preços ao mesmo tempo que explicam processos agregados com um modelo de renda-despesa, o “keynesianismo norte-americano”. A realidade da Grande Depressão também pode ser explicada com um modelo clássico. A existência de grande capacidade ociosa, devido a anos de recessão imposta pela política agregada, causou um surto industrial que compen-

sou a estagnação da agricultura. O modelo de balanço de pagamentos, levando em consideração somente a desvalorização cambial como instrumento de promoção do emprego, explica grande parte da proteção às atividades internas. A desvalorização alterava os preços relativos impedindo a propagação da contração, que teria sido perfeita num sistema de taxas rígidas. Portanto, constitui uma política de flexibilidade de preços devido a que a taxa cambial nada mais é do que um preço. O surto algodoeiro e a recuperação da procura de café após a superação da crise nos países consumidores criou um processo alternado de desvalorização cambial e melhoria das relações de trocas que explica o comportamento em anos isolados. Num modelo clássico, os *deficits* não têm qualquer efeito na renda real a curto prazo. Entretanto, a moeda influencia significativamente o nível de renda e emprego. Assim, os *deficits* orçamentários, e até certo ponto também a política de café, causaram aumentos da base monetária. A política monetária durante a década de 30, especialmente a partir de 1933, assemelhou-se ao ideal dentro de um modelo clássico.

Não é possível resolver o problema de qual dos dois modelos explica melhor o comportamento do Brasil durante a Grande Depressão. As preferências dos autores determinaram o modelo a ser usado. Todavia, não é válido argumentar que a experiência brasileira somente pode ser explicada por um modelo keynesiano ao mesmo tempo que implicitamente se aceitam todos os postulados mais abstratos da teoria clássica para explicar a transferência de recursos. Como salientado anteriormente, o fenômeno de taxas altas de crescimento da indústria e do PNB não pode ser considerado separadamente de seus aspectos cíclicos.

Quinto, a política cafeeira. Numa interpretação muito conhecida, Celso Furtado argumentou que a política cafeeira do Brasil durante a Grande Depressão tinha resultado em *deficits* volumosos, financiados por criação de moeda, e que portanto "...a política de defesa do setor cafeeiro nos anos da Grande Depressão concretiza-se num verdadeiro programa de fomento da renda nacional. Praticou-se no Brasil, inconscientemente, uma política anticíclica de maior amplitude que a que se tenha sequer preconizado em qualquer dos países industrializados...".² A ênfase de Furtado e outros autores foi na manutenção

² Celso Furtado, *Formação Econômica do Brasil* (11.ª edição; São Paulo: Cia. Editora Nacional, 1972), p. 192.

da renda do setor café que teria então resultado em efeitos multiplicadores através da economia e mantido em níveis elevados a procura global.

As críticas feitas por Peláez salientavam que a mensuração da renda do setor cafeeiro, ou melhor *receita*, devido à inexistência de dados suficientes para estimar renda, contradizia as afirmações anteriores. Além disso, ignorou-se o efeito do programa de sustentação nos preços e nas relações de troca que caíram em quase todos os anos da década de 30. Os aumentos processaram-se somente em alguns anos devido à recuperação da renda nos países consumidores de café. O único impacto relevante da política cafeeira foi, portanto, impedir maiores quedas dos preços do café.

Em estágio posterior, o Prof. Fishlow reviveu o argumento da política cafeeira como causa importante da manutenção da demanda interna, fator marcante do desempenho favorável do Brasil durante a Grande Depressão. A parte das despesas na defesa do café que não fora financiada por impostos e sim por criação de dinheiro teria contribuído com efeitos multiplicadores para a manutenção da demanda interna. Além disso, Fishlow argumentou que o imposto sobre o café incidia em parte sobre os consumidores estrangeiros à medida que melhoravam as relações de troca e o imposto se aproximava da restrição ideal ao comércio exterior.

Diversos autores argumentaram que o grande acerto da contribuição de Fishlow consistira em colocar “as contribuições de Furtado e Peláez na devida perspectiva”.³ Concluiu-se que Furtado e outros autores haviam acertado sobre os aspectos “gerais” da política cafeeira mas que exageraram “levemente” os detalhes. No outro extremo, Peláez tinha cometido ainda maiores exageros e a verdade favorecia uma posição intermediária de acordo com as linhas gerais da interpretação convencional.

Todas as conclusões revisionistas são válidas. A divisão do orçamento em partes é útil somente para explicar as fontes do *deficit*. Nos anos de programação equilibrada do *deficit* não se podem identificar efeitos multiplicadores puros resultantes das políticas cafeeiras. A única justificativa para considerar o

³Werner Baer e Annibal Villanova Villela, “Alguns Comentários a ‘Origens e Conseqüências da Substituição de Importações no Brasil’, de Albert Fishlow”, in *Estudos Econômicos*, vol. 3, n.º 1 (1973), p. 134.

financiamento do programa de sustentação do café era mostrar os erros básicos de documentação histórica. Portanto, a afirmação de Fishlow de que a parcela do programa de sustentação financiada com criação de dinheiro contribuiu para a recuperação com efeitos multiplicadores carece de significado. O que interessa é o orçamento como um todo, que foi equilibrado nos anos mais importantes.

A incidência do imposto também é totalmente alheia ao debate. Para teste das afirmações convencionais é necessário mensurar a renda do setor café. Os preços do café já contêm qualquer efeito da sustentação em impedir maiores quedas ou em melhorá-los em anos isolados. Todos os acréscimos da renda resultantes das políticas de sustentação, tanto reais como potenciais, incluindo o Reajustamento Econômico, devem ser adicionados. Aceitando a sugestão de Fishlow, pode-se ignorar todos os impostos, tanto em café como em dinheiro. Devido à queda dos salários nas fazendas de café e também das outras remunerações aos demais fatores, a renda obtida por este método é um limite superior do que seria a renda do setor café. O que interessa é a correlação entre o PNB e a renda do setor café. Tanto com métodos não paramétricos como através de mínimos quadrados (com qualquer forma funcional) sob a hipótese de variável aleatória distribuída normalmente, conclui-se que não existe nenhum relacionamento estatístico entre a renda do setor café, real ou nominal, e o PNB, real ou nominal. No máximo o programa de sustentação do primeiro governo Vargas poderia ter impedido uma maior deterioração dos preços que, numa conjuntura de mercado livre, teriam sido provavelmente mais baixos — precisamente a conclusão de Peláez na sua análise do programa brasileiro de sustentação do café.

9.4.6

A Comparação dos Períodos de Crescimento Extrovertido e Introvertido

Primeiro, períodos extrovertidos. Excluindo fatores aleatórios de política econômica e do ciclo econômico, nos períodos extrovertidos a renda real *per capita* aumentou rapidamente, criou-se a indústria nacional, a formação de capital progrediu a taxas bem altas e continuou o processo de difusão internacional da tecnologia.

Segundo, períodos introvertidos. Nos períodos adversos, a renda real *per capita* caiu ou estagnou, não houve instalação de capacidade industrial e apenas utilização mais intensiva da capacidade instalada, a formação de capital não progrediu e se interrompeu o intercâmbio internacional de idéias, fator importantíssimo da modernização de um país novo que assim se poderia beneficiar de despesas em educação e pesquisas em outros países.

Terceiro, comparação. Em termos de indicadores convencionais, os períodos extrovertidos foram favoráveis ao progresso brasileiro em relação aos períodos introvertidos. Os fatores de mudança estrutural, muitos dos quais foram adversos, dificilmente compensariam pelo impacto negativo da redução do comércio internacional e do intercâmbio de idéias. Na realidade, um dos fatores do atraso do Brasil reside na ocorrência dos períodos adversos. O processo de modernização e industrialização do País já tinha começado em condições de expansão do comércio internacional e é possível especular que na ausência das guerras e da Grande Depressão o Brasil teria progredido em ritmo muito mais acelerado.

9.5

Algumas Conclusões sobre o Período 1945/73

Primeiro, desenvolvimento introvertido. No período de pós-guerra atual, o Brasil seguiu até 1964, com algumas exceções em anos isolados, políticas típicas de desenvolvimento introvertido. A substituição de importações recebeu todo tipo de incentivos governamentais enquanto as exportações sofreram consideráveis desestímulos. De fato, o Brasil caracterizou-se por uma das piores experiências em matéria de exportação no mundo.

Segundo, a inflação. A irresponsabilidade orçamentária e a política de maximização das receitas de divisas provenientes da exportação de café constituíram os fatores mais importantes da inflação brasileira. A base monetária contribuiu com quase todo o aumento do estoque de moeda. O processo de aumento da base monetária resultou do financiamento do *deficit* orçamentário, da

conta café e do crédito a diversos grupos de atividade empresarial privada de acordo com o favoritismo político esporádico feito através do Banco do Brasil. A inflação causou as mais diversas distorções da atividade econômica salientadas nos livros-texto assim como todas as injustiças sociais concomitantes.

Terceiro, as origens da inflação descontrolada. Em 1958 um grupo de técnicos elaborou um Plano Nacional de Estabilização. O documento já continha a filosofia gradualista de combate à inflação. Medidas orçamentárias, monetárias e salariais contribuiriam dentro de um esquema global para eliminar os fatores da inflação, tanto de demanda quanto de custo. O abandono do PNE pelo Executivo em 1959 marcou o começo da forte onda inflacionária que assolou a economia brasileira no início da década de 60.

Quarto, a reforma de 1964. Nunca antes na história brasileira se fizeram tantas reformas na estrutura econômica do País em tão curto tempo. Contudo, é muito cedo ainda para se tentar uma análise definitiva desse período.

9.6

A História e Política Econômica

Diversos autores argumentam que a história econômica é uma fonte de bases gerais para a formulação da política econômica.⁴ No caso brasileiro, o Professor Fishlow, autoridade mundial no assunto, observa que o estudo da história econômica brasileira não é um exercício ocioso já que “em poucos países a interpretação do passado define e decide sobre tantas opções de política econômica no presente”.⁵ Antonio Delfim Netto encontra na história “...a aproximação metodológica... mais

⁴ Rondo E. Cameron, “Algumas Lições da História para as Nações em Desenvolvimento”, in *Ensaio sobre Café e Desenvolvimento Econômico*, editado por Peláez.

⁵ Fishlow, “Origins and Consequences of Import Substitution in Brazil”, in *International Economics and Development: Essays in Honor of Raul Prebisch*, editado por Luis Eugenio Di Marco (New York: Academic Press, 1972), p. 356.

fecunda".⁶ Provavelmente, há um excesso de entusiasmo sobre as realizações da história econômica e insuficiente reconhecimento de suas fraquezas. A principal contribuição da história econômica — na nossa opinião, a única — é proporcionar parte dos alicerces culturais de um país.⁷ Mesmo dentro desse esquema, a contribuição dos historiadores econômicos é bem reduzida por poderem somente fornecer algumas partes empíricas de uma estrutura cuja harmonia global depende das contribuições dos historiadores-padrão dotados de *visão* schumpeteriana do processo social. Portanto, a história econômica deve usar *teoria* para identificar os aspectos substantivos da experiência econômica passada. Mas a solução não é teoria sem realidade. Muito pelo contrário, o sucesso em adquirir conhecimento sobre os aspectos fundamentais do passado econômico depende da conjugação apropriada da *teoria com a realidade*.

⁶ Delfim Netto, "O Problema do Café no Brasil", in *Ensaio sobre Café e Desenvolvimento Econômico*, editado por Peláez, p. 43.

⁷ Carlos Manuel Peláez, "A Note on the State and the Future of Research on Brazilian Economic History", in *Encontro Internacional de Estudos Brasileiros, I Seminário de Estudos Brasileiros, Anais Vol. II*, editado pelo Instituto de Estudos Brasileiros, Universidade de São Paulo (São Paulo: Fundação do Instituto de Estudos Brasileiros, 1972), pp. 69-71.

APÊNDICE ESTATÍSTICO

Tabelas

- A.1 - Papel-Moeda Emitido e Caixa em Moeda Corrente das Autoridades Monetárias — Valores em Cr\$ 1.000 — Saldos em Final de Período
- A.2 - Encaixe dos Bancos Comerciais — Valores em Cr\$ 1.000 — Saldos em Final de Período
- A.3 - Moeda em Poder do Público, Depósitos e Estoque de Moeda — Saldos em Final de Período
- A.4 - Determinantes Aproximados do Estoque de Moeda — Saldos em Final de Período.

TABELA A. 1

**PAPEL-MOEDA EMITIDO E CAIXA EM MOEDA
CORRENTE DAS AUTORIDADES MONETÁRIAS —
VALORES EM CR\$ 1.000 — SALDOS EM FINAL DE
PERÍODO**

Anos	Saldo do Papel- Moeda Emitido	Caixa em Moeda Corrente no Banco do Brasil	Papel-Moeda em Circulação
	(1)	(2)	(3)
1809	0,2		
1810	0,2		
1811	0,1		
1812	0,1		
1813	0,1		
1814	1,0		
1815	1,2		
1816	1,8		
1817	2,6		
1818	3,6		
1819	6,5		
1820	8,6		
1821	8,1		
1822	9,2		
1823	10,0		
1824	11,4		
1825	11,9		
1826	13,4		
1827	21,6		
1828	21,4		
1829	20,5		
1830	20,4		20,4
1831	25,8		25,8
1832	29,7		29,7
1833	30,1		30,1
1834	30,7		30,7
1835	30,7		30,7
1836	33,6		33,6
1837	36,5		36,5
1838	39,5		39,5
1839	39,7		39,7
1840	40,1		40,1
1841	40,5		40,5
1842	44,0		44,0
1843	46,8		46,8
1844	48,6		48,6
1845	51,0		51,0
1846	51,6		51,6
1847	50,3		50,3
1848	49,3		49,3
1849	48,7		48,7
1850	48,0		48,0
1851	48,0	2,4	45,6

(continua)

(continuação)

Anos/ Trimestres		Saldo do Papel- Moeda Emitido	Caixa em Moeda Corrente no Banco do Brasil	Papel-Moeda em Circulação
		(1)	(2)	(3)
1852	III	49,4	1,9	47,5
	IV	50,0	1,8	48,2
1853	I	50,6	1,6	49,0
	II	51,3	1,5	49,8
	III	51,3	1,7	49,6
	IV	52,6	1,7	50,9
1854	I	54,1	1,8	52,3
	II	56,6	2,0	54,6
	III	59,1	2,1	57,0
	IV	62,2	2,4	59,8
1855	I	64,1	2,9	61,2
	II	66,1	3,2	62,9
	III	67,3	3,5	63,8
	IV	69,3	4,6	64,7
1856	I	72,0	6,0	66,0
	II	75,8	7,3	68,5
	III	80,2	8,3	71,9
	IV	85,2	9,0	76,2
1857	I	89,5	8,9	80,6
	II	92,6	8,1	84,5
	III	92,5	7,8	84,7
	IV	93,0	7,6	85,4
1858	I	91,6	8,1	83,5
	II	90,8	8,8	82,0
	III	91,0	9,5	81,5
	IV	92,9	9,5	83,4
1859	I	93,0	9,6	83,4
	II	94,8	9,3	85,5
	III	94,0	8,6	85,4
	IV	92,5	7,7	84,8
1860	I	90,4	7,2	83,2
	II	88,8	6,5	82,3
	III	86,1	7,3	78,8
	IV	84,5	9,2	75,3
1861	I	83,4	11,6	71,8
	II	81,6	13,2	68,4
	III	79,8	14,5	65,3
	IV	78,6	14,3	64,3

(continua)

(continuação)

Anos/ Trimestres	Saldo do Papel-Moeda Emitido		Caixa em Moeda Corrente no Banco do Brasil	Papel-Moeda em Circulação
		(1)	(2)	(3)
1862	I	77,7	13,9	63,8
	II	77,5	12,5	65,0
	III	77,0	11,5	65,5
	IV	77,1	10,9	66,2
1863	I	76,9	11,2	65,7
	II	77,8	10,5	67,3
	III	79,0	9,6	69,4
	IV	79,9	9,6	70,3
1864	I	83,4	9,8	73,6
	II	88,1	8,4	79,7
	III	92,1	7,0	85,1
	IV	96,3	6,4	89,9
1865	I	100,7	5,2	95,5
	II	103,4	3,8	99,6
	III	106,2	2,9	103,3
	IV	110,6	2,4	108,2
1866	I	114,8	1,9	112,9
	II	118,6	1,5	117,1
	III	120,2	1,8	118,4
	IV	122,5	2,2	120,3
1867	I	124,0	2,5	121,5
	II	125,9	3,2	122,7
	III	129,1	3,6	125,5
	IV	134,8	4,2	130,6
1868	I	140,4	3,8	136,6
	II	146,1	3,6	142,5
	III	153,2	2,7	150,5
	IV	160,4	2,5	157,9
1869	I	170,1	1,5	168,6
	II	179,7	1,4	178,3
	III	189,0	1,2	187,8
	IV	193,5	1,3	192,2
1870	I	197,2	1,4	195,8
	II	197,1	1,3	195,8
	III	196,1	1,5	194,6
	IV	194,2	1,6	193,6

(continua)

(continuação)

Anos/ Trimestres	Saldo do Papel- Moeda Emitido	Caixa em Moeda Corrente no Banco do Brasil	Papel-Moeda em Circulação
	(1)	(2)	(3)
1871	I	1,6	193,4
	II	1,6	194,3
	III	1,6	194,6
	IV	1,5	193,4
1872	I	2,1	191,3
	II	1,8	189,8
	III	2,1	187,3
	IV	2,1	185,2
1873	I	2,6	184,0
	II	1,9	184,1
	III	2,1	183,3
	IV	2,2	182,5
1874	I	2,2	182,0
	II	1,6	182,3
	III	1,6	181,9
	IV	1,7	181,1
1875	I	1,6	181,0
	II	2,3	180,0
	III	3,0	179,0
	IV	3,7	177,6
1876	I	5,4	175,4
	II	5,3	175,1
	III	4,7	175,2
	IV	4,6	174,8
1877	I	4,4	175,0
	II	3,2	176,2
	III	3,6	175,8
	IV	5,1	180,1
1878	I	7,3	183,7
	II	8,5	189,1
	III	10,9	194,1
	IV	12,1	200,4
1879	I	11,9	202,3
	II	10,1	205,8
	III	10,1	206,5
	IV	8,7	207,7

(continua)

(continuação)

Anos/ Trimestres		Saldo do Papel- Moeda Emitido	Caixa em Moeda Corrente no Banco do Brasil	Papel-Moeda em Circulação
		(1)	(2)	(3)
1880	I	216,0	9,3	206,7
	II	215,6	9,5	206,1
	III	215,2	10,0	205,2
	IV	214,5	9,1	205,4
1881	I	213,9	10,0	203,9
	II	213,3	8,4	204,9
	III	212,7	7,1	205,6
	IV	212,3	6,6	205,7
1882	I	212,2	6,8	205,4
	II	212,2	5,6	206,6
	III	212,2	5,2	207,0
	IV	212,0	5,8	206,2
1883	I	211,7	6,2	205,5
	II	211,4	6,2	205,2
	III	211,2	5,6	205,6
	IV	210,6	6,2	204,4
1884	I	210,3	6,2	204,1
	II	210,0	6,2	203,8
	III	209,6	6,7	202,6
	IV	209,3	7,0	202,3
1885	I	209,7	6,9	202,8
	II	210,4	6,7	203,7
	III	211,6	5,9	205,7
	IV	211,8	6,5	205,3
1886	I	211,1	6,9	204,2
	II	209,9	6,8	203,1
	III	208,0	6,1	201,9
	IV	205,7	6,4	199,3
1887	I	204,6	4,8	199,8
	II	204,5	3,9	200,6
	III	204,8	3,6	201,2
	IV	205,0	4,7	200,3
1888	I	205,1	5,9	199,2
	II	204,8	6,4	198,4
	III	204,0	7,3	196,7
	IV	203,2	8,5	194,7

(continua)

(continuação)

Anos/ Trimestres	Saldo do Panel- Moeda Emitido	Caixa em Moeda Corrente no Banco do Brasil	Papel-Moeda em Circulação
	(1)	(2)	(3)
1889	I	8,1	195,5
	II	8,7	195,5
	III	9,4	201,0
	IV	9,7	209,2
1890	I	9,1	221,1
	II	9,6	239,1
	III	10,4	280,9
	IV	12,3	322,7
1891	I	20,8	362,6
	II	25,1	408,7
	III	27,0	451,0
	IV	28,3	473,0
1892	I	27,6	491,9
	II	21,2	513,2
	III	21,5	522,9
	IV	21,7	531,0
1893	I	20,3	538,9
	II	20,6	556,2
	III	20,7	574,5
	IV	19,1	598,3
1894	I	20,5	623,1
	II	24,2	648,2
	III	28,9	658,1
	IV	34,3	660,6
1895	I	37,7	659,9
	II	40,3	654,5
	III	40,4	649,3
	IV	39,7	648,0
1896	I	36,8	654,0
	II	34,3	661,8
	III	33,2	671,9
	IV	31,3	683,2
1897	I	28,6	695,7
	II	27,7	706,0
	III	26,5	719,3
	IV	24,2	733,0

(continua)

(continuação)

Anos/ Trimestres	Saldo do Papel- Moeda Emitido	Caixa em Moeda Corrente no Banco do Brasil	Papel-Moeda em Circulação
	(1)	(2)	(3)
1898	I	766,4	742,3
	II	773,6	747,8
	III	778,3	752,5
	IV	773,9	748,0
1899	I	765,1	738,4
	II	755,8	729,3
	III	744,9	721,5
	IV	732,4	710,5
1900	I	723,9	705,6
	II	716,7	699,5
	III	708,9	690,9
	IV	701,9	680,6
1901	I	695,6	672,9
	II	690,0	665,6
	III	685,9	659,5
	IV	682,6	654,0
1902	I	679,9	649,6
	II	678,0	645,4
	III	677,0	640,0
	IV	676,2	634,7
1903	I	675,6	634,3
	II	675,3	632,7
	III	675,1	632,7
	IV	675,0	630,3
1904	I	674,7	626,4
	II	674,4	626,4
	III	674,0	625,4
	IV	673,3	612,3
1905	I	672,5	607,3
	II	671,6	610,1
	III	670,5	608,5
	IV	669,4	611,1
1906	I	668,3	624,6
	II	674,6	641,9
	III	689,4	662,9
	IV	705,0	680,0

(continua)

(continuação)

Anos/ Trimestres	Saldo do Papel- Moeda Emitido	Caixa em Moeda Corrente no Banco do Brasil	Papel-Moeda em Circulação
	(1)	(2)	(3)
1907	I	721,1	700,0
	II	736,6	713,6
	III	744,0	711,5
	IV	742,1	694,9
1908	I	738,6	681,3
	II	734,0	671,4
	III	729,0	666,2
	IV	726,1	666,5
1909	I	725,8	677,1
	II	751,0	710,8
	III	776,1	740,8
	IV	821,2	780,5
1910	I	864,9	817,5
	II	903,4	851,4
	III	911,4	862,9
	IV	924,4	871,7
1911	I	926,0	872,6
	II	935,6	888,2
	III	947,2	901,1
	IV	963,0	914,9
1912	I	976,4	929,7
	II	988,5	947,3
	III	993,1	955,8
	IV	992,3	957,4
1913	I	981,6	945,8
	II	964,4	927,3
	III	941,9	904,1
	IV	922,7	884,4
1914	I	915,4	876,9
	II	927,4	890,9
	III	947,5	912,2
	IV	969,6	937,0
1915	I	993,8	962,8
	II	1.020,6	990,8
	III	1.047,0	1.016,4
	IV	1.077,0	1.047,0

(continua)

(continuação)

Anos/ Trimestres	Saldo do Papel- Moeda Emitido	Caixa em Moeda Corrente no Banco do Brasil	Papel-Moeda em Circulação	
	(1)	(2)	(3)	
1916	I	1.111,2	32,6	1.078,6
	II	1.146,8	34,8	1.112,0
	III	1.169,4	36,0	1.133,4
	IV	1.198,2	35,0	1.163,2
1917	I	1.233,4	34,0	1.199,4
	II	1.274,8	32,4	1.242,4
	III	1.323,8	29,8	1.294,0
	IV	1.392,8	28,2	1.364,6
1918	I	1.463,0	28,0	1.435,0
	II	1.534,2	28,2	1.506,0
	III	1.594,6	37,6	1.557,0
	IV	1.643,0	49,0	1.594,0
1919	I	1.679,6	58,0	1.621,6
	II	1.708,2	64,6	1.643,6
	III	1.727,4	80,2	1.647,2
	IV	1.749,0	81,6	1.667,4
1920	I	1.773,0	83,6	1.689,4
	II	1.799,2	90,4	1.708,8
	III	1.827,0	102,6	1.724,4
	IV	1.862,0	103,4	1.758,6
1921	I	1.904,2	113,6	1.790,6
	II	1.953,6	121,0	1.832,6
	III	2.012,0	120,0	1.892,0
	IV	2.076,0	123,0	1.953,0
1922	I	2.141,6	124,8	2.016,8
	II	2.209,0	126,0	2.083,0
	III	2.259,4	127,0	2.132,4
	IV	2.291,2	129,8	2.161,4
1923	I	2.340,2	121,6	2.218,6
	II	2.412,4	127,4	2.285,0
	III	2.467,8	123,2	2.344,6
	IV	2.534,8	122,8	2.412,0
1924	I	2.665,0	123,8	2.541,2
	II	2.768,4	127,8	2.640,6
	III	2.816,6	124,4	2.692,2
	IV	2.845,4	122,0	2.723,4

(continua)

(continuação)

Anos/ Trimestres		Saldo do Papel- Moeda Emitido	Caixa em Moeda Corrente no Banco do Brasil	Papel-Moeda em Circulação
		(1)	(2)	(3)
1925	I	2.861,4	119,6	2.741,8
	II	2.812,8	128,4	2.684,4
	III	2.753,2	140,0	2.613,2
	IV	2.704,8	165,2	2.539,6
1926	I	2.672,0	174,8	2.497,2
	II	2.638,2	185,4	2.452,8
	III	2.610,6	187,6	2.423,0
	IV	2.591,8	208,4	2.383,4
1927	I	2.595,4	187,6	2.407,8
	II	2.677,0	210,2	2.466,8
	III	2.801,0	274,2	2.526,8
	IV	2.951,8	356,6	2.595,2
1928	I	3.105,2	401,0	2.704,2
	II	3.250,4	471,4	2.779,0
	III	3.327,6	553,0	2.774,6
	IV	3.369,6	615,0	2.754,6
1929	I	3.385,6	639,2	2.746,4
	II	3.395,4	677,6	2.717,8
	III	3.357,8	705,2	2.652,6
	IV	3.254,8	671,4	2.583,4
1930	I	3.110,2	577,8	2.532,4
	II	2.998,6	500,6	2.498,0
	III	2.888,0	435,6	2.452,4
	IV	2.817,6	381,2	2.436,4
1931	I	2.809,4	323,6	2.485,8
	II	2.863,2	311,8	2.551,4
	III	2.874,6	304,2	2.570,4
	IV	2.874,6	306,2	2.968,4
1932	I	2.950,6	322,8	2.627,8
	II	3.029,8	370,2	2.659,6
	III	3.076,4	428,2	2.648,2
	IV	3.116,0	492,0	2.624,0
1933	I	3.163,6	527,4	2.636,2
	II	3.126,6	512,4	2.614,2
	III	3.102,8	512,4	2.590,4
	IV	3.085,6	486,0	2.599,6

(continua)

(continuação)

Anos/ Trimestres		Saldo do Papel- Moeda Emitido	Caixa em Moeda Corrente no Banco do Brasil	Papel-Moeda em Circulação
		(1)	(2)	(3)
1934	I	3.079,2	435,6	2.643,6
	II	3.094,6	387,6	2.707,0
	III	3.114,4	382,6	2.731,8
	IV	3.126,2	343,8	2.782,4
1935	I	3.182,2	298,6	2.883,6
	II	3.291,0	283,6	3.007,4
	III	3.430,4	277,4	3.153,0
	IV	3.539,0	252,6	3.286,4
1936	I	3.663,4	244,4	3.419,0
	II	3.799,0	244,4	3.554,6
	III	3.882,6	236,8	3.645,8
	IV	3.965,2	228,0	3.737,0
1937	I	4.076,8	233,4	3.843,4
	II	4.226,8	268,6	3.958,2
	III	4.360,4	375,4	3.985,0
	IV	4.517,8	463,2	4.054,6
1938	I	4.627,6	540,8	4.086,8
	II	4.745,2	600,2	4.145,0
	III	4.796,8	675,0	4.121,8
	IV	4.814,0	628,6	4.185,4
1939	I	4.824,8	635,4	4.189,4
	II	4.855,8	582,8	4.273,0
	III	4.883,8	587,6	4.296,2
	IV	4.932,8	522,8	4.410,0
1940	I	4.976,4	517,4	4.459,0
	II	5.039,2	440,4	4.598,8
	III	5.123,6	491,0	4.632,6
	IV	5.248,2	456,6	4.791,6
1941	I	5.414,4	442,4	4.972,0
	II	5.739,4	426,4	5.313,0
	III	6.125,4	433,6	5.691,8
	IV	6.605,2	383,0	6.222,2
1942	I	7.191,2	361,8	6.829,4
	II	7.662,0	475,0	7.187,0
	III	7.979,4	534,2	7.445,2
	IV	8.424,8	585,8	7.839,0

(continua)

(continuação)

Anos/ Trimestres	Saldo do Papel- Moeda Emitido		Caixa em Moeda Corrente no Banco do Brasil	Papel-Moeda em Circulação.
	(1)	(2)	(3)	(3)
1943	I	8.884,4	639,4	8.245,0
	II	9.377,0	715,0	8.662,0
	III	10.044,8	676,4	9.368,4
	IV	11.065,2	729,6	10.335,6
1944	I	11.960,8	776,6	11.184,2
	II	12.835,2	816,0	12.012,2
	III	13.583,4	839,4	12.744,0
	IV	14.355,6	882,0	13.473,6
1945	I	14.993,4	864,2	14.129,2
	II	15.736,4	860,8	14.875,6
	III	16.410,4	992,0	15.418,4
	IV	17.175,4	1.012,4	16.163,0
1946	I	18.036,0	991,6	17.044,4
	II	18.828,8	1.015,4	17.813,4
	III	19.394,4	1.087,0	18.307,4
	IV	19.897,0	1.008,8	18.888,2
1947	I	20.249,8	1.029,8	19.220,0
	II	20.380,6	1.068,2	19.312,4
	III	20.359,4	1.101,0	19.258,4
	IV	20.361,6	1.073,2	19.288,4
1948	I	20.364,0	1.096,0	19.268,0
	II	20.640,4	1.140,8	19.499,6
	III	20.803,0	1.214,8	19.588,2
	IV	21.047,8	1.205,2	19.842,6
1949	I	21.511,2	1.214,8	20.296,4
	II	22.248,2	1.243,8	21.004,4
	III	22.616,0	1.285,0	21.331,0
	IV	23.339,0	1.226,0	22.113,0
1950	I	24.759,8	1.248,2	23.511,6
	II	26.462,0	1.353,6	25.108,4
	III	27.892,4	1.461,2	26.431,2
	IV	29.586,8	1.462,8	28.124,0
1951	I	31.381,4	1.536,0	29.845,4
	II	32.702,4	1.623,4	31.079,0
	III	33.209,8	1.634,4	31.575,4
	IV	33.888,2	1.589,2	32.299,0

(continua)

(continuação)

Anos/ Trimestres		Saldo do Papel- Moeda Emitido	Caixa em Moeda Corrente no Banco do Brasil	Papel-Moeda em Circulação
		(1)	(2)	(3)
1952	I	34.794,0	1.625,0	33.169,0
	II	35.890,8	1.782,4	34.108,4
	III	36.513,0	1.720,6	34.792,4
	IV	38.069,6	1.728,4	36.341,2
1953	I	39.775,0	1.753,0	38.022,0
	II	41.868,8	2.025,8	39.843,0
	III	43.392,4	2.004,0	41.388,4
	IV	45.446,4	2.097,4	43.349,0
1954	I	47.970,4	2.192,8	45.777,6
	II	51.155,6	2.427,8	48.727,8
	III	53.432,6	2.398,6	51.034,0
	IV	56.386,2	2.521,6	53.864,6
1955	I	59.596,0	2.718,4	56.877,6
	II	62.635,6	3.077,8	59.557,8
	III	64.335,2	2.935,8	61.399,4
	IV	67.264,6	2.889,4	64.375,2
1956	I	69.816,8	2.846,4	66.970,4
	II	73.031,4	2.917,0	70.114,4
	III	75.206,0	2.726,8	72.479,2
	IV	78.358,6	2.868,4	75.490,2
1957	I	81.269,0	2.930,0	78.339,0
	II	85.698,6	3.095,0	82.603,6
	III	88.848,6	3.125,2	85.723,4
	IV	93.478,2	3.260,2	90.218,0
1958	I	98.705,6	3.311,8	95.393,8
	II	105.151,2	3.633,6	101.517,6
	III	110.034,8	3.865,2	106.169,6
	IV	115.775,2	3.970,8	111.804,4
1959	I	122.192,6	4.143,6	118.049,0
	II	131.229,4	4.732,2	126.497,2
	III	138.188,8	5.232,2	132.956,6
	IV	146.649,4	5.503,4	141.146,0
1960	I	156.989,6	5.847,2	151.142,4
	II	171.128,0	6.653,0	164.475,0
	III	183.185,6	7.394,4	175.791,2
	IV	198.039,8	7.978,8	190.061,0

(continua)

(continuação)

Anos/ Trimestres		Saldo do Papel- Moeda Emitido	Caixa em Moeda Corrente no Banco do Brasil	Papel-Moeda em Circulação
		(1)	(2)	(3)
1961	I	223.154,6	10.676,4	212.478,2
	II	250.531,8	12.222,2	238.309,6
	III	271.300,8	14.103,6	257.197,2
	IV	297.087,4	14.841,4	282.246,0
1962	I	334.071,4	17.322,6	316.748,8
	II	378.053,4	17.650,2	360.403,2
	III	415.036,6	17.449,2	397.587,4
	IV	462.794,0	19.804,4	442.989,6
1963	I	536.779,8	24.797,0	511.982,8
	II	631.773,0	27.800,6	603.972,4
	III	722.770,6	33.115,0	689.655,6
	IV	835.769,0	40.240,6	795.528,4
1964	I	961.767,6	48.243,2	913.524,4
	II	1.115.766,4	59.626,4	1.056.140,0
	III	1.238.765,8	85.000,2	1.153.765,6
	IV	1.369.765,2	94.721,8	1.275.043,4
1965	I	1.517.968,2	106.203,0	1.411.765,2
	II	1.717.171,4	112.489,2	1.604.682,2
	III	1.845.051,6	120.521,2	1.724.530,4
	IV	2.013.025,6	108.566,8	1.904.458,8
1966	I	2.185.736,2	114.626,4	2.071.109,8
	II	2.392.828,2	113.347,4	2.279.480,8
	III	2.515.570,2	131.430,6	2.384.139,6
	IV	2.658.886,4	118.156,2	2.540.730,2
1967	I	2.817.824,6	130.843,2	2.686.981,4
	II	3.040.953,4	133.617,6	2.907.335,8
	III	3.181.541,0	123.815,0	3.057.726,0
	IV	3.392.836,6	96.838,0	3.295.998,6
1968	I	3.642.642,0	97.965,4	3.544.676,6
	II	4.033.074,8	88.515,6	3.944.559,2
	III	4.291.842,2	84.625,2	4.207.217,0
	IV	4.601.010,0	99.821,6	4.501.188,4
1969	I	4.889.711,8	104.389,6	4.785.322,2
	II	5.350.197,2	125.008,2	5.225.189,0
	III	5.529.874,4	137.231,2	5.392.643,2
	IV	5.808.172,6	143.303,2	5.664.869,4

(continua)

(conclusão)

Anos/ Trimestres		Saldo do Papel- Moeda Emitido	Caixa em Moeda Corrente no Banco do Brasil	Papel-Moeda em Circulação
		(1)	(2)	(3)
1970	I	6.104.431,8	149.730,4	5.954.701,4
	II	6.622.237,6	181.613,2	6.440.624,4
	III	6.828.000,0	189.000,0	6.639.000,0
	IV	7.171.000,0	203.000,0	6.968.000,0
1971	I	7.514.000,0	219.000,0	7.295.000,0
	II	8.150.000,0	238.000,0	7.912.000,0
	III	8.460.000,0	210.000,0	8.250.000,0
	IV	8.970.000,0	220.000,0	8.750.000,0
1972	I	9.540.000,0	217.000,0	9.323.000,0
	II	10.550.000,0	237.000,0	10.313.000,0

FONTES

Coluna 1: Saldo do Papel-Moeda Emitido

Esta série compreende toda a base monetária realizada ao longo do período estudado sucessivamente pelo Banco do Brasil, Tesouro Nacional, bancos privados de emissão, Caixa de Conversão, Caixa de Estabilização e, mais recentemente, Banco Central do Brasil. Os dados primários foram corrigidos, a partir de 1852, com o fim de minorar os efeitos de variações sazonais, por um processo de médias móveis. Deve-se ressaltar, contudo, que no início da série os dados são menos representativos uma vez que não incluem a circulação de moedas metálicas. Ou melhor, não se pode precisar a partir de quando elas passam a ser compreendidas no total da emissão, já que, atualmente, o que nas estatísticas do Banco Central do Brasil se chama de saldo do "papel-moeda" emitido é, na realidade, a emissão não só de papel-moeda propriamente dito como também moeda metálica. Esse fato, porém, não tem historicamente, no Brasil, importância substancial na determinação do estoque de moeda.

Na verdade, as próprias estatísticas oficiais sobre emissão de moeda referem-se quase exclusivamente ao papel-moeda emitido. Há estatísticas de *moeda cunhada* em cada ano a partir de 1889, e uma estimativa para o total cunhado no período 1822/88. Mas não há dados oficiais sobre a moeda metálica *que permanece efetivamente em circulação*. A simples inclusão cumulativa no estoque da moeda cunhada anualmente torna-se impossível pelas próprias características da evolução do sistema monetário brasileiro. Não só houve quase sempre uma tradição papelista predominante, mas, principalmente, a união de dois fatos, circulação fiduciária e inflação, fazia com que a moeda metálica desaparecesse periódica e recorrentemente de circulação. Quanto à primeira, é possível que o efeito sobre a circulação de moeda metálica fosse uma manifestação da lei de Gresham. Porém, como lembra Friedman (Friedman & Schwartz, *A Monetary History of the United States*, Princeton, Princeton University Press, Paperback Edition 1971, p. 27-nota), para isso seria preciso que tivesse sido mantida fixa a taxa de câmbio entre os dois tipos de moeda. Quanto à inflação, tem sido de observação comum no Brasil ao longo do tempo o fato de a moeda metálica desaparecer de circulação por ter seu valor intrínseco superado seu valor como meio de pagamento.

Mas, acima de tudo, prevalece o fato historicamente comprovado da menor importância relativa da moeda metálica no total de meios de pagamento no Brasil no período estudado. De fato, verifica-se que a emissão de moeda metálica em comparação com a emissão de "papel-moeda" (não se pode, porém, determinar a partir de quando esta passa a incluir a moeda metálica) é insignificante: 1,88 por cento em 1889/98; 3,38 por cento em 1903/18; 0,9 por cento em 1919/22, e cada vez menos daí por diante, à medida que se acelerava o processo inflacionário (ver: Ministério da Agricultura, Indústria e Comércio, Diretoria Geral da Estatística, *Resumo de Várias Estatísticas Econômico-Financeiras*, Rio de Janeiro, Tipografia da Estatística, 1924, p. 103; Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística, *Anuário Estatístico do Brasil 1956*, Rio de Janeiro, Serviço Gráfico do IBGE, 1956, pp. 515-517).

A série apresentada constitui-se de dados anuais até 1851, e daí por diante de dados trimestrais. Os valores representam saldos em fim de ano ou trimestre. As fontes, por período, são as que se seguem.

I - 1809/59: 1. *Relatório da Comissão de Inquérito nomeada por Aviso de 10/10/1859* (Rio de Janeiro, s.e., s.d.); 2. *Legislação sobre Papel-Moeda* (Rio de Janeiro: Imprensa Nacional, 1923) pp. XXXIII a XXXVI; e 3. Caixa de Amortização, *Relatório de 1931* (Rio de Janeiro: Imprensa Nacional, 1932) pp. 50-54. Os dados compreendem:

a. No período 1809/28, somente a emissão do primeiro Banco do Brasil.

b. Entre 1829 e 1834, as emissões do Tesouro Nacional e o remanescente da emissão do Banco do Brasil, que foram gradativamente retiradas de circulação e substituídas pela emissão do Tesouro Nacional até 1935 (cf. *Relatório da Comissão...*, *op. cit.*). Entre 1831 e 1834, a emissão do Tesouro foi interpolada segundo a hipótese de que o Governo ia emitindo à proporção que retirava as notas do Banco do Brasil (cf. *Relatório da Comissão...*, *op. cit.*; Anexo B).

c. Entre 1835 e 1839, apenas a emissão do Tesouro Nacional. Os dados referentes aos anos de 1836/37 e 1839 foram obtidos por interpolação linear.

d. No período 1840/50, a emissão do Tesouro e as emissões dos bancos privados.

e. No período 1851/59, além das emissões do Tesouro e dos bancos privados, também as emissões do segundo Banco do Brasil. Os dados trimestrais para as emissões dos bancos encontram-se em *Relatório da Comissão...*, *op. cit.* Para a emissão do Tesouro (que foi mantida a mesma desde 1851 até 1855, reduzindo-se ligeiramente daí por diante), os dados trimestrais foram obtidos por interpolação linear.

II - 1860/68: 1. Para a emissão do Tesouro foram utilizadas as mesmas fontes citadas no item I. Os dados trimestrais foram obtidos por interpolação linear. 2. Para a emissão do Banco do Brasil (inclusive filiais) e dos bancos privados de emissão, os dados trimestrais são do Ministério da Fazenda, *Relatório*, 1861, 1862, 1863, 1864, 1865, 1866, 1867 e 1868 (quadros do anexo estatístico).

III - 1869 março de 1897: Nesse período estão igualmente compreendidas as emissões do Tesouro, do Banco do Brasil e filiais, e dos bancos privados. 1. Para a emissão do Tesouro utilizaram-se as mesmas fontes citadas no item I e mais os

Relatórios anuais do Ministério da Fazenda. Estes últimos permitiram identificar as datas exatas dos dados anuais: 31 de março, entre 1869 e 1875; 31 de outubro, de 1876 a 1878; 30 de setembro de 1881; 31 de março, em 1879/80 e de 1882 a 1888. Daí por diante, saldos em 31 de dezembro. A passagem dos dados anuais para os trimestrais foi feita, via de regra, por meio da interpolação linear, salvo quando possível determinar a data da emissão, como a emissão de 32.000 contos, autorizada por decreto de 16.4.1878 (cf. Ministério da Fazenda, *Relatório de 1878*, p. 25). 2. A emissão do Banco do Brasil (inclusive filiais) e dos bancos privados foi determinada trimestralmente pela consolidação dos balanços dos bancos, publicados no *Jornal do Comércio* do Rio de Janeiro. A emissão de notas bancárias assumiu proporções elevadas a partir da execução, em 1890/91, da Lei Bancária de 1888 (cf. Annibal V. Villela e W. Suzigan, *Política do Governo e Crescimento da Economia Brasileira 1889/1945*, Rio de Janeiro, IPEA/INPES, 1973, p. 33). Posteriormente, foi cassado o direito de emissão dos bancos, e as notas bancárias incorporadas à circulação das notas do Tesouro (cf. *ibidem*, p. 35).

IV - Junho de 1897/setembro de 1906: Compreende apenas a emissão de responsabilidade do Tesouro Nacional. Seguindo uma rígida orientação de política monetária, o volume emitido foi mantido praticamente constante até dezembro de 1899, e reduzido ligeiramente, daí por diante, até setembro de 1906. As fontes para os dados anuais (31 de dezembro) foram as mesmas citadas no item I, e transformados em trimestrais por simples interpolação linear.

V - Dezembro de 1906/junho de 1923: Nesse período, o saldo do papel-moeda emitido passa a ser constituído não só pela emissão do Tesouro Nacional, mas também pelas emissões da Caixa de Conversão (criada em 6/12/1906 pela Lei n.º 1.575), destinadas à regularização do mercado cambial (cf. Wilson Suzigan, "A Política Cambial Brasileira, 1889/1946", in *Revista Brasileira de Economia*, vol. 25, n.º 3, jul/set. 1971, p. 98). No caso da emissão do Tesouro, as fontes são as mesmas citadas no item I: os dados anuais transformados para a base trimestral por meio de interpolação linear. Quanto aos dados das emissões da Caixa de Conversão, são encontrados em base anual em: Caixa de Amortização, *op. cit.*, pp. 52-53. Os dados trimestrais estão disponíveis em: 1. para o período 1908/12: Ministério da

Agricultura, Indústria e Comércio, Diretoria Geral de Estatística, *Anuário Estatístico do Brasil*, Ano I, 1908/1912, vol. II - Economia e Finanças (Rio de Janeiro: Tipografia da Estatística, 1917); 2. para o período 1913/15: Ministério da Fazenda, *Relatório*, 1913, 1914, 1915 (Rio de Janeiro: Imprensa Nacional). Entre 1916 e 1918, em consequência da crise do mercado cambial, foi suspensa a troca das notas da Caixa (cf. Caixa de Amortização, *op. cit.*, p. 54); e daí por diante o remanescente da emissão da Caixa foi interpolado linearmente a partir dos dados anuais.

VI - Setembro de 1923/março de 1927: Nesse período, além da emissão do Tesouro Nacional e do restante das notas da Caixa de Conversão (de importância praticamente nula depois de 1916), veio juntar-se ao total do papel-moeda emitido a emissão do Banco do Brasil, novamente transformado em banco de emissão em 1923. A fonte para os dados anuais foi, nos três casos, Caixa de Amortização, *op. cit.*, p. 54. Para a obtenção dos dados trimestrais utilizou-se: 1. para a emissão do Tesouro Nacional, até dezembro de 1925: interpolação linear dos dados anuais; de 1927 em diante, dados mensais publicados no *Jornal do Comércio*, "Retrospecto Comercial de 1930", (Rio de Janeiro, Tipografia do Jornal do Comércio, 1931) p. 15; 2. para a emissão do Banco do Brasil: dados obtidos diretamente dos balancetes mensais publicados no *Jornal do Comércio* do Rio de Janeiro. A emissão da Caixa de Conversão que ainda restava em circulação foi, pela sua importância desprezível, deixada de publicar a partir desse período, só se voltando a fazê-lo a partir de dezembro de 1927 (cf. Caixa de Amortização, *op. cit.*). Por esse motivo, deixou de ser incluída no saldo do papel-moeda emitido até setembro de 1927, inclusive.

VII - Junho de 1927/dezembro de 1929: O saldo do papel-moeda emitido passa a compreender, a partir de junho de 1927, além das emissões do Tesouro Nacional, Banco do Brasil e Caixa de Conversão, também a emissão do novo fundo de regularização do mercado cambial, criado pela reforma monetária de fins de 1926, a Caixa de Estabilização. Os dados anuais são da Caixa de Amortização, *op. cit.*, p. 54. Os dados trimestrais foram obtidos em: 1. emissão do Tesouro: "Retrospecto Comercial de 1930", *Jornal do Comércio*, p. 15; 2. emissão do Banco do Brasil: diretamente dos balancetes mensais publicados no *Jornal do Comércio* do Rio de Janeiro; 3. emissão da Caixa de

Conversão: por meio de interpolação linear dos dados anuais; 4. emissão da Caixa de Estabilização: “Retrospecto Comercial de 1930”, *Jornal do Comércio*.

VIII - 1930/45: A partir de 1930 o Ministério da Fazenda passou a publicar dados oficiais sobre o saldo do papel-moeda emitido (ver: Ministério da Fazenda, Diretoria de Estatística Econômica e Financeira do Tesouro Nacional, *Quadros Estatísticos*, n.º 2, Q.E.A., 1930-37, Rio de Janeiro, Tipografia da Diretoria de Estatística Econômica e Financeira, 1938, pp. 240-253; Ministério da Fazenda, Serviço de Estatística Econômica e Financeira, *Quadros Estatísticos*, n.º 3, Q.E.A., 1932-39, Rio de Janeiro, Imprensa Nacional, 1940, pp. 240-253; Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística, Conselho Nacional de Estatística, *Séries Estatísticas Mensais, 1938-1947*, Rio de Janeiro, Serviço Gráfico do IBGE, 1949, pp. 2-56).

Adicionalmente, deve-se notar que: 1. a emissão do Banco do Brasil foi encampada pelo Tesouro Nacional em outubro de 1930, e incorporada à própria circulação do Tesouro a partir de 1931. Posteriormente, permitiu-se ao Banco nova emissão em 1931 que, contudo, foi gradativamente retirada de circulação até 1935 (cf. Caixa de Amortização, *op. cit.*, e Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística, *Anuário Estatístico do Brasil*, 1936, p. 206); 2. a Caixa de Estabilização foi fechada em outubro de 1930 (cf. Caixa de Amortização, *op. cit.*), e o que restou em circulação das notas de sua emissão foi recolhido pelo Tesouro Nacional (cf. IBGE, *Anuário Estatístico do Brasil*, 1947, p. 239); 3. as notas da Caixa de Conversão perderam o seu valor a partir de janeiro de 1931 (cf. Caixa de Amortização, *op. cit.*).

Dessa forma, o saldo do papel-moeda emitido passou a ser constituído unicamente de emissões de responsabilidade do Tesouro Nacional, inclusive aquelas requeridas à Carteira de Redescontos e à Caixa de Mobilização Bancária do Banco do Brasil (Decreto-Lei n.º 4.792, de 5/10/1942).

IX - 1946/72: Dados oficiais do Banco Central do Brasil, “Série Histórica de Meios de Pagamento”, *Boletim do Banco Central do Brasil*, vol. 7, n.º 10 (Brasília, DF: outubro de 1971), pp. 13-20, e informações diretas do Departamento Econômico, Divisão Monetária e Bancária, Núcleo de Pesquisas de Instituições Financeiras Monetárias.

Coluna 2:
Caixa em Moeda Corrente no
Banco do Brasil

Trata-se da parcela do saldo do papel-moeda emitido que se mantém na caixa das Autoridades Monetárias (até fins de 1945 representadas unicamente pelo Banco do Brasil; a partir de então pela Superintendência da Moeda e do Crédito (SUMOC), e finalmente pelo Banco Central do Brasil a partir de 1965). As fontes utilizadas, tanto para os dados anuais quanto para os trimestrais, foram as que se seguem.

I - Período anterior a 1860: *Relatório da Comissão de Inquérito...*, *op. cit.*, Anexo B.

II - 1860/68: Ministério da Fazenda, *Relatório*, 1861, 1862, 1863, 1864, 1865, 1866, 1867 e 1868 (quadros do anexo estatístico).

III - 1869/1913: dados coletados diretamente dos balancetes mensais do Banco do Brasil publicados no *Jornal do Comércio* do Rio de Janeiro.

IV - 1914/21: 1. Dados anuais: Ministério da Fazenda, Serviço de Estatística Econômica e Financeira do Tesouro Nacional, *Quadros Estatísticos*, n.º 3, 1932-39, pp. 2-5; 2. dados trimestrais: Ministério da Fazenda, Diretoria de Estatística Comercial, "Movimento Bancário", in *Comércio Exterior do Brasil*:

a. Janeiro-junho/1914-15 (Rio, Imprensa Nacional, 1915), pp. 34-45;

b. Janeiro-setembro/1914-15 (Rio, Imprensa Nacional, 1915), pp. 34-45;

c. Janeiro-março/1915-16 (Rio, Imprensa Nacional, 1916), pp. 70-85;

d. Janeiro-junho/1915-16 (Rio, Imprensa Nacional, 1916), pp. 70-85;

e. Janeiro-março/1916-17 (Rio, Imprensa Nacional, 1917), pp. 72-87;

f. Janeiro-março/1916-20 (Rio, Oficinas da Estatística Comercial, 1920), pp. 164-195;

g. Janeiro-junho/1916-20 (Rio, Oficinas da Estatística Comercial, 1920), pp. 164-195;

h. Janeiro-setembro/1916-20 (Rio, Oficinas da Estatística Comercial, 1921), pp. 164-195;

- i. Janeiro-março/1920-21 (Rio, Oficinas da Estatística Comercial, 1921), pp. 110-125;
- j. Janeiro-junho/1920-21 (Rio, Oficinas da Estatística Comercial, 1922), pp. 110-125;
- l. Janeiro-setembro/1920-21 (Rio, Oficinas da Estatística Comercial, 1922), pp. 122-145.

V - 1922/45: 1. Dados anuais: Ministério da Fazenda, Serviço de Estatística Econômica e Financeira do Tesouro Nacional, *Quadros Estatísticos*, n.º 3, Q. E. A., 1932-39, pp. 2-3; Ministério da Fazenda, Serviço de Estatística Econômica e Financeira, *Movimento Bancário do Brasil*, 1939-40, 1941-42, 1942-43, 1944-45 (Rio de Janeiro, Imprensa Nacional); e Banco do Brasil, *Boletim Estatístico*, n.º 19, outubro de 1942, pp. 47-48. 2. Dados trimestrais: informações diretas dos balancetes mensais do Banco do Brasil, publicados no *Jornal do Comércio* do Rio de Janeiro.

VI - 1946/72: Banco Central do Brasil, "Série Histórica de Meios de Pagamentos", in *Boletim . . . , op. cit.*, e informações diretas do Departamento Econômico, Divisão Monetária e Bancária, Núcleo de Pesquisas de Instituições Financeiras Monetárias.

Coluna 3: Papel-Moeda em Circulação

Definido como o papel-moeda fora das Autoridades Monetárias. Resulta da subtração da Caixa em Moeda Corrente no Banco do Brasil (Coluna 2) do Saldo do Papel-Moeda Emitido (Coluna 1).

TABELA A. 2

ENCAIXE DOS BANCOS COMERCIAIS — VALORES
EM Cr\$ 1.000 — SALDOS EM FINAL DE PERÍODO

Anos	Voluntário				Compulsório			Aplicações Alternativas de Depósito Compulsório (8)	Total Geral (9)
	Caixa em Moeda Corrente (1)	Depósitos no Banco do Brasil (2)	Em Títulos (3)	Total (4)	Moeda Cor- rente (5)	Em Títulos (6)	Total (7)		
1839	0,3			0,3					0,3
1840	0,4			0,4					0,4
1841	0,4			0,4					0,4
1842	0,1			0,1					0,1
1843	0,4			0,4					0,4
1844	0,4			0,4					0,4
1845	0,6			0,6					0,6
1846	0,9			0,9					0,9
1847	1,1			1,1					1,1
1848	0,9			0,9					0,9
1849	0,8			0,8					0,8
1850	0,8			0,8					0,8
1851	2,3			2,3					2,3

(continua)

(continuação)

Anos/ Trimestres	Voluntário				Compulsório			Aplicações Alternativas de Depósito Compulsório (8)	Total Geral (9)
	Caixa em Moeda Corrente (1)	Depósitos no Banco do Brasil (2)	Em Títulos (3)	Total (4)	Moeda Cor- rente (5)	Em Títulos (6)	Total (7)		
1852	III	2,0		2,0					2,0
	IV	2,1		2,1					2,1
1853	I	2,3		2,3					2,3
	II	2,7		2,7					2,7
	III	2,6		2,6					2,6
	IV	2,3		2,3					2,3
1854	I	2,0		2,0					2,0
	II	1,6		1,6					1,6
	III	1,1		1,1					1,1
	IV	1,1		1,1					1,1
1855	I	1,1		1,1					1,1
	II	1,1		1,1					1,1
	III	1,1		1,1					1,1
	IV	1,1		1,1					1,1
1856	I	1,1		1,1					1,1
	II	1,2		1,2					1,2
	III	1,3		1,3					1,3
	IV	1,2		1,2					1,2

(continua)

(continuação)

Anos/ Trimestres	Voluntário				Compulsório			Aplicações Alternativas de Depósito Compulsório (8)	Total Geral (9)
	Caixa em Moeda Corrente (1)	Depósitos no Banco do Brasil (2)	Em Títulos (3)	Total (4)	Moeda Cor- rente (5)	Em Títulos (6)	Total (7)		
1857	I	1,1		1,1				1,1	
	II	1,0		1,0				1,0	
	III	1,0		1,0				1,0	
	IV	1,0		1,0				1,0	
1858	I	1,3		1,3				1,3	
	II	1,7		1,7				1,7	
	III	2,3		2,3				2,3	
	IV	3,1		3,1				3,1	
1859	I	3,7		3,7				3,7	
	II	4,0		4,0				4,0	
	III	3,8		3,8				3,8	
	IV	3,8		3,8				3,8	
1860	I	3,6		3,6				3,6	
	II	3,6		3,6				3,6	
	III	4,2		4,2				4,2	
	IV	5,2		5,2				5,2	
1861	I	5,8		5,8				5,8	
	II	6,3		6,3				6,3	
	III	6,6		6,6				6,6	
	IV	6,3		6,3				6,3	
1862	I	6,4		6,4				6,4	
	II	6,0		6,0				6,0	
	III	5,4		5,4				5,4	
	IV	5,2		5,2				5,2	

1863	I	5,5	5,5	5,5
	II	5,4	5,4	5,4
	III	5,5	5,5	5,5
	IV	6,2	6,2	6,2
1864	I	7,0	7,0	7,0
	II	7,2	7,2	7,2
	III	7,5	7,5	7,5
	IV	7,9	7,9	7,9
1865	I	8,6	8,6	8,6
	II	7,9	7,9	7,9
	III	7,2	7,2	7,2
	IV	7,1	7,1	7,1
1866	I	7,5	7,5	7,5
	II	7,1	7,1	7,1
	III	7,6	7,6	7,6
	IV	8,7	8,7	8,7
1867	I	8,8	8,8	8,8
	II	7,8	7,8	7,8
	III	6,9	6,9	6,9
	IV	6,2	6,2	6,2
1868	I	5,2	5,2	5,2
	II	4,6	4,6	4,6
	III	4,7	4,7	4,7
	IV	5,2	5,2	5,2
1869	I	5,4	5,4	5,4
	II	5,2	5,2	5,2
	III	5,1	5,1	5,1
	IV	5,5	5,5	5,5
1870	I	6,2	6,2	6,2
	II	6,4	6,4	6,4
	III	8,0	8,0	8,0
	IV	8,8	8,8	8,8

(continua)

(continuação)

Anos/ Trimestres	Voluntário				Compulsório			Aplicações Alternativas de Depósito Compulsório (8)	Total Geral (9)
	Caixa em Moeda Corrente (1)	Depósitos no Banco do Brasil (2)	Em Títulos (3)	Total (4)	Moeda Cor- rente (5)	Em Títulos (6)	Total (7)		
1871	I	8,8		8,8					8,8
	II	8,5		8,5					8,5
	III	8,5		8,5					8,5
	IV	7,4		7,4					7,4
1872	I	7,5		7,5					7,5
	II	7,8		7,8					7,8
	III	8,1		8,1					8,1
	IV	8,6		8,6					8,6
1873	I	9,7	0,1	9,8					9,8
	II	9,7	0,1	9,8					9,8
	III	10,3	0,1	10,4					10,4
	IV	10,7	0,1	10,8					10,8
1874	I	11,2	0,2	11,4					11,4
	II	9,9	0,2	10,1					10,1
	III	10,1	0,2	10,3					10,3
	IV	10,1	0,3	10,4					10,4
1875	I	9,9	0,4	10,3					10,3
	II	9,8	0,5	10,3					10,3
	III	11,0	0,6	11,6					11,6
	IV	11,1	0,7	11,8					11,8
1876	I	11,9	0,7	12,6					12,6
	II	11,2	0,8	12,0					12,0
	III	10,3	1,0	11,3					11,3
	IV	9,4	1,2	10,6					10,6

1877	I	8,6	1,2	9,8	9,8
	II	7,3	1,2	8,5	8,5
	III	7,0	1,5	8,5	8,5
	IV	7,4	2,2	9,6	9,6
1878	I	9,7	1,7	11,4	11,4
	II	10,7	1,5	12,2	12,2
	III	11,6	1,8	13,4	13,4
	IV	12,3	2,1	14,4	14,4
1879	I	12,6	2,0	14,6	14,6
	II	10,7	2,0	12,7	12,7
	III	10,3	2,3	12,6	12,6
	IV	10,1	1,7	11,8	11,8
1880	I	10,6	1,0	11,6	11,6
	II	10,6	0,5	11,1	11,1
	III	11,1	0,5	11,6	11,6
	IV	11,2	0,1	11,3	11,3
1881	I	11,7	—	11,7	11,7
	II	11,5	—	11,5	11,5
	III	11,0	—	11,0	11,0
	IV	11,0	0,1	11,1	11,1
1882	I	11,3	0,3	11,6	11,6
	II	11,0	1,0	12,0	12,0
	III	10,4	1,4	11,8	11,8
	IV	10,6	1,6	12,2	12,2
1883	I	10,2	1,8	12,0	12,0
	II	9,7	1,8	11,5	11,5
	III	8,9	1,7	10,6	10,6
	IV	9,0	2,1	11,1	11,1
1884	I	9,0	2,8	11,8	11,8
	II	9,9	3,3	13,2	13,2
	III	10,2	3,9	14,1	14,1
	IV	10,8	4,2	15,0	15,0

(continua)

(continuação)

Anos/ Trimestres	Voluntário				Compulsório			Aplicações Alternativas de Depósito Compulsório (8)	Total Geral (9)
	Caixa em Moeda Corrente (1)	Depósitos no Banco do Brasil (2)	Em Títulos (3)	Total (4)	Moeda Cor- rente (5)	Em Títulos (6)	Total (7)		
1885	I	11,6	4,4	16,0					16,0
	II	12,1	3,8	15,9					15,9
	III	11,4	3,6	15,0					15,0
	IV	12,4	3,5	15,9					15,9
1886	I	12,6	3,4	16,0					16,0
	II	12,7	3,3	16,0					16,0
	III	12,6	3,7	16,3					16,3
	IV	13,3	3,8	17,1					17,1
1887	I	12,9	4,2	17,1					17,1
	II	13,1	4,3	17,4					17,4
	III	13,5	5,2	18,7					18,7
	IV	14,2	6,1	20,3					20,3
1888	I	15,4	9,0	24,4					24,4
	II	16,3	8,4	24,7					24,7
	III	17,9	8,8	26,7					26,7
	IV	19,8	8,5	28,3					28,3
1889	I	21,9	9,0	30,9					30,9
	II	33,0	7,3	40,3					40,3
	III	48,7	11,5	60,2					60,2
	IV	60,4	18,0	78,4					78,4
1890	I	70,5	26,7	97,2					97,2
	II	87,9	28,5	116,4					116,4
	III	99,4	32,8	132,2					132,2
	IV	107,8	34,6	142,4					142,4

1891	I	121,1	33,7	154,8	154,8
	II	134,7	29,4	164,1	164,1
	III	137,8	27,9	165,7	165,7
	IV	138,2	23,9	162,1	162,1
1892	I	133,9	19,1	153,0	153,0
	II	128,1	13,2	141,3	141,3
	III	121,1	8,6	129,7	129,7
	IV	117,0	7,7	124,7	124,7
1893	I	114,8	7,3	122,1	122,1
	II	117,6	6,4	124,0	124,0
	III	117,0	7,2	124,2	124,2
	IV	122,6	8,5	131,1	131,1
1894	I	137,6	9,2	146,8	146,8
	II	153,2	9,5	162,7	162,7
	III	162,2	11,3	173,5	173,5
	IV	173,3	10,9	184,2	184,2
1895	I	181,1	12,0	193,1	193,1
	II	174,6	10,7	185,3	185,3
	III	160,0	9,9	169,9	169,9
	IV	157,8	10,1	167,9	167,9
1896	I	158,5	9,7	168,2	168,2
	II	156,5	8,6	165,1	165,1
	III	169,4	10,3	179,7	179,7
	IV	192,7	9,8	202,5	202,5
1897	I	204,8	7,7	212,5	212,5
	II	210,7	8,2	218,9	218,9
	III	211,8	6,3	218,1	218,1
	IV	211,2	3,9	215,1	215,1
1898	I	202,3	4,0	206,3	206,3
	II	194,4	3,6	198,0	198,0
	III	187,5	3,8	191,3	191,3
	IV	189,5	3,5	193,0	193,0

(continua)

(continuação)

Anos/ Trimestres		Voluntário			Compulsório			Aplicações Alternativas de Depósito Compulsório (8)	Total Geral (9)
		Caixa em Moeda Corrente (1)	Depósitos no Banco do Brasil (2)	Em Títulos (3)	Total (4)	Moeda Cor- rente (5)	Em Títulos (6)			Total (7)
1899	I	182,9	4,0		186,9				186,9
	II	175,0	3,3		178,3				178,3
	III	167,0	3,2		170,2				170,2
	IV	166,5	2,1		168,6				168,6
1900	I	156,8	5,5		162,3				162,3
	II	149,8	4,7		154,5				154,5
	III	144,8	4,4		149,2				149,2
	IV	149,4	4,3		153,7				153,7
1901	I	146,2	4,3		150,5				150,5
	II	146,5	1,2		147,7				147,7
	III	142,8	1,5		144,3				144,3
	IV	139,9	1,7		141,6				141,6
1902	I	129,8	1,4		131,2				131,2
	II	123,6	1,0		124,6				124,6
	III	118,9	0,7		119,6				119,6
	IV	118,4	0,3		118,7				118,7
1903	I	118,4	0,1		118,5				118,5
	II	117,4	0,1		117,5				117,5
	III	110,6	0,1		110,7				110,7
	IV	107,2	—		107,2				107,2
1904	I	102,9	0,1		103,0				103,0
	II	94,2	—		94,2				94,2
	III	88,7	—		88,7				88,7
	IV	93,7	—		93,7				93,7

1905	I	97,3	—	97,3	97,3
	II	97,8	—	97,8	97,8
	III	102,7	—	102,7	102,7
	IV	103,8	—	103,8	103,8
1906	I	99,5	—	99,5	99,5
	II	93,1	—	93,1	93,1
	III	90,7	—	90,7	90,7
	IV	89,9	—	89,9	89,9
1907	I	91,2	—	91,2	91,2
	II	94,0	—	94,0	94,0
	III	99,9	—	99,9	99,9
	IV	104,0	—	104,0	104,0
1908	I	105,8	—	105,8	105,8
	II	106,4	—	106,4	106,4
	III	107,7	—	107,7	107,7
	IV	106,0	—	106,0	106,0
1909	I	103,9	—	103,9	103,9
	II	110,3	—	110,3	110,3
	III	116,1	—	116,1	116,1
	IV	127,2	—	127,2	127,2
1910	I	138,2	—	138,2	138,2
	II	146,4	—	146,4	146,4
	III	147,1	—	147,1	147,1
	IV	154,8	—	154,8	154,8
1911	I	159,4	1,2	160,6	160,6
	II	164,9	1,8	166,7	166,7
	III	171,8	1,8	173,6	173,6
	IV	177,2	1,8	179,0	179,0
1912	I	176,0	2,0	178,0	178,0
	II	171,4	0,6	172,0	172,0
	III	167,8	—	167,8	167,8
	IV	165,1	—	165,1	165,1

(continua)

(continuação)

Anos/ Trimestres	Voluntário				Compulsório			Aplicações Alternativas de Depósito Compulsório (8)	Total Geral (9)
	Caixa em Moeda Corrente (1)	Depósitos no Banco do Brasil (2)	Em Títulos (3)	Total (4)	Moeda Cor- rente (5)	Em Títulos (6)	Total (7)		
1913	I	164,7	—	164,7					164,7
	II	166,8	—	166,8					166,8
	III	171,4	—	171,4					171,4
	IV	179,2	—	179,2					179,2
1914	I	188,7	—	188,7					188,7
	II	211,8	—	211,8					211,8
	III	239,6	—	239,6					239,6
	IV	260,2	—	260,2					260,2
1915	I	279,8	—	279,8					279,8
	II	299,8	—	299,8					299,8
	III	305,4	—	305,4					305,4
	IV	312,8	—	312,8					312,8
1916	I	321,2	—	321,2					321,2
	II	320,8	—	320,8					320,8
	III	316,8	—	316,8					316,8
	IV	313,6	—	313,6					313,6
1917	I	311,8	—	311,8					311,8
	II	316,4	—	316,4					316,4
	III	337,0	—	337,0					337,0
	IV	371,4	—	371,4					371,4
1918	I	397,2	—	397,2					397,2
	II	422,0	—	422,0					422,0
	III	450,0	—	450,0					450,0
	IV	463,4	—	463,4					463,4

1919	I	457,0	—	457,0	457,0
	II	474,4	—	474,4	474,4
	III	482,8	—	482,8	482,8
	IV	504,8	—	504,8	504,8
1920	I	542,8	—	542,8	542,8
	II	603,0	—	603,0	603,0
	III	668,0	—	668,0	668,0
	IV	724,4	—	724,4	724,4
1921	I	738,4	—	738,4	738,4
	II	752,0	—	752,0	752,0
	III	721,0	39,8	760,8	760,8
	IV	682,8	67,0	749,8	749,8
1922	I	624,0	97,6	721,6	721,6
	II	601,4	139,6	741,0	741,0
	III	564,4	182,0	746,4	746,4
	IV	570,8	186,2	757,0	757,0
1923	I	537,6	190,0	727,6	727,6
	II	551,0	190,0	741,0	741,0
	III	548,0	177,8	725,8	725,8
	IV	530,2	170,2	700,4	700,4
1924	I	509,8	151,2	661,0	661,0
	II	528,6	137,2	665,8	665,8
	III	523,0	149,0	672,0	672,0
	IV	520,4	149,2	669,6	669,6
1925	I	537,8	142,8	680,6	680,6
	II	539,8	158,4	698,2	698,2
	III	514,6	185,2	699,8	699,8
	IV	527,6	172,6	700,2	700,2
1926	I	556,4	173,8	730,2	730,2
	II	538,4	184,4	722,8	722,8
	III	542,6	186,6	729,2	729,2
	IV	553,6	184,4	738,0	738,0

(continua)

(continuação)

Anos/ Trimestres	Voluntário				Compulsório			Aplicações Alternativas de Depósito Compulsório (8)	Total Geral (9)
	Caixa em Moeda Corrente (1)	Depósitos no Banco do Brasil (2)	Em Títulos (3)	Total (4)	Moeda Cor- rente (5)	Em Títulos (6)	Total (7)		
1927	I	528,2	190,6	718,8				718,8	
	II	502,2	198,0	700,2				700,2	
	III	501,0	212,0	713,0				713,0	
	IV	504,0	238,8	742,8				742,8	
1928	I	499,4	259,6	759,0				759,0	
	II	513,2	291,2	804,4				804,4	
	III	495,0	321,4	816,4				816,4	
	IV	498,2	322,8	821,0				821,0	
1929	I	501,8	303,2	805,0				805,0	
	II	521,6	293,6	815,2				815,2	
	III	520,4	278,0	798,4				798,4	
	IV	532,4	259,8	792,2				792,2	
1930	I	545,2	256,0	801,2				801,2	
	II	545,6	296,4	802,0				802,0	
	III	526,0	255,0	781,0				781,0	
	IV	524,6	255,4	780,0				780,0	
1931	I	548,4	258,4	806,8				806,8	
	II	572,8	262,4	835,2				835,2	
	III	603,6	295,6	899,2				899,2	
	IV	640,2	330,8	971,0				971,0	
1932	I	702,0	362,6	1.064,6				1.064,6	
	II	688,8	480,6	1.169,4				1.169,4	
	III	660,0	584,6	1.244,6				1.244,6	
	IV	613,6	674,0	1.287,6				1.287,6	

1933	I	567,6	762,8	1.330,4	1.330,4
	II	489,0	807,4	1.296,4	1.296,4
	III	468,4	769,4	1.237,8	1.237,8
	IV	461,6	736,2	1.197,8	1.197,8
1934	I	451,8	685,4	1.137,2	1.137,2
	II	457,6	632,0	1.089,6	1.089,6
	III	453,0	634,2	1.087,2	1.087,2
	IV	449,2	620,2	1.069,4	1.069,4
1935	I	448,6	207,0	1.055,6	1.055,6
	II	456,0	603,2	1.059,2	1.059,2
	III	461,8	594,4	1.056,2	1.056,2
	IV	480,8	569,8	1.050,6	1.050,6
1936	I	496,0	570,8	1.066,8	1.066,8
	II	513,0	578,8	1.091,8	1.091,8
	III	531,0	593,0	1.124,0	1.124,0
	IV	559,4	601,4	1.160,8	1.160,8
1937	I	568,6	598,6	1.167,2	1.167,2
	II	596,6	637,6	1.234,2	1.234,2
	III	617,0	688,6	1.305,6	1.305,6
	IV	656,0	779,6	1.435,6	1.435,6
1938	I	662,0	809,8	1.471,8	1.471,8
	II	688,2	886,4	1.574,6	1.574,6
	III	673,0	913,8	1.586,8	1.586,8
	IV	675,6	952,6	1.628,2	1.628,2
1939	I	657,8	932,2	1.590,0	1.590,0
	II	676,0	999,0	1.675,0	1.675,0
	III	677,2	1.029,8	1.707,0	1.707,0
	IV	705,6	1.046,8	1.752,4	1.752,4
1940	I	710,6	1.052,0	1.762,6	1.762,6
	II	727,6	1.106,8	1.834,4	1.834,4
	III	724,0	1.165,2	1.889,2	1.889,2
	IV	751,8	1.208,4	1.960,2	1.960,2

(continua)

(continuação)

Anos/ Trimestres		Voluntário			Compulsório			Aplicações Alternativas de Depósito Compulsório (8)	Total Geral (9)
		Caixa em Moeda Corrente (1)	Depósitos no Banco do Brasil (2)	Em Títulos (3)	Total (4)	Moeda Cor- rente (5)	Em Títulos (6)			Total (7)
1941	I	785,2	1.227,6		2.012,8				2.012,8
	II	833,4	1.236,0		2.069,4				2.069,4
	III	867,6	1.200,6		2.068,2				2.068,2
	IV	943,0	1.186,8		2.129,8				2.129,8
1942	I	956,8	1.198,0		2.154,8				2.154,8
	II	1.010,0	1.429,2		2.439,2				2.439,2
	III	1.074,6	1.669,2		2.743,8				2.743,8
	IV	1.190,8	1.865,8		3.056,6				3.056,6
1943	I	1.269,8	2.134,6		3.404,4				3.404,4
	II	1.440,8	2.368,6		3.809,4				3.809,4
	III	1.539,0	2.450,6		3.989,6				3.989,6
	IV	1.702,2	2.562,6		4.264,8				4.264,8
1944	I	1.803,2	2.796,0		4.599,2				4.599,2
	II	1.896,0	2.948,2		4.844,2				4.844,2
	III	1.933,8	3.502,8		5.436,6				5.436,6
	IV	2.063,0	3.811,6		5.874,6				5.874,6
1945	I	2.097,4	3.870,6		5.968,0				5.968,0
	II	2.168,2	3.910,0		6.078,2				6.078,2
	III	2.200,4	4.061,8		6.262,2				6.262,2
	IV	2.309,0	3.031,2		5.340,2	821,0		821,0	6.161,2
1946	I	2.355,8	2.989,8		5.345,6	821,0		821,0	6.166,6
	II	2.445,4	2.976,4		5.421,8	901,0		901,0	6.322,8
	III	2.437,8	2.971,2		5.409,0	927,0		927,0	6.336,0
	IV	2.504,2	2.943,2		5.447,4	817,0		817,0	6.264,4

1947	I	2.489,6	2.815,4	5.305,0	761,0	761,0	6.066,0
	II	2.476,8	2.778,8	5.255,6	694,0	694,0	5.949,6
	III	2.427,8	2.951,6	5.379,4	627,0	627,0	6.006,4
	IV	2.487,6	2.953,6	5.441,2	625,0	625,0	6.066,2
1948	I	2.498,2	2.967,2	5.466,4	626,0	626,0	6.091,4
	II	2.564,4	3.108,8	5.673,2	629,0	629,0	6.302,2
	III	2.628,0	3.249,8	5.877,8	643,0	643,0	6.520,8
	IV	2.751,6	3.194,2	5.945,8	660,0	660,0	6.605,8
1949	I	2.820,4	3.144,6	5.965,0	682,0	682,0	6.646,4
	II	2.985,0	3.249,6	6.234,6	708,0	708,0	6.942,6
	III	3.051,4	3.948,0	6.999,4	744,0	744,0	7.743,4
	IV	3.201,4	4.531,6	7.733,0	780,0	780,0	8.513,0
1950	I	3.379,2	5.052,2	8.431,4	831,0	831,0	9.262,4
	II	3.673,8	5.840,2	9.514,0	891,0	891,0	10.405,0
	III	3.875,4	6.443,6	10.319,0	961,0	961,0	11.280,0
	IV	4.190,0	6.438,6	10.628,6	1.026,0	1.026,0	11.654,6
1951	I	4.403,0	6.328,6	10.731,6	1.079,0	1.079,0	11.810,6
	II	4.657,6	6.603,8	11.261,4	1.123,0	1.123,0	12.384,4
	III	4.717,6	6.620,0	11.337,6	1.162,0	1.162,0	12.499,6
	IV	4.857,2	6.800,8	11.658,5	1.205,0	1.205,0	12.863,0
1952	I	4.945,0	6.952,2	11.897,2	1.277,0	1.277,0	13.174,2
	II	5.132,0	7.748,8	12.880,8	1.393,0	1.393,0	14.273,8
	III	5.106,4	8.320,2	13.426,6	1.542,0	1.542,0	14.968,6
	IV	5.280,2	9.026,4	14.306,6	1.693,0	1.693,0	15.999,6
1953	I	5.383,4	9.122,4	14.505,8	1.816,0	1.816,0	16.321,4
	II	5.594,6	9.572,8	15.167,4	1.926,0	1.926,0	17.093,4
	III	5.617,4	9.516,0	15.133,4	2.021,0	2.021,0	17.154,4
	IV	5.855,2	9.241,6	15.096,8	2.082,0	2.082,0	17.178,8
1954	I	6.036,8	9.200,4	15.237,2	2.154,0	2.154,0	17.391,2
	II	6.346,6	9.979,6	16.326,2	2.298,0	2.298,0	18.624,2
	III	6.419,2	10.132,4	16.551,6	2.516,0	2.516,0	19.067,6
	IV	6.772,8	10.385,2	17.158,0	2.609,0	2.609,0	19.767,0

(continua)

(continuação)

Anos/ Trimestres	Voluntário				Compulsório			Aplicações Alternativas de Depósito Compulsório (8)	Total Geral (9)
	Caixa em Moeda Corrente (1)	Depósitos no Banco do Brasil (2)	Em Títulos (3)	Total (4)	Moeda Cor- rente (5)	Em Títulos (6)	Total (7)		
1955	I	7.033,4	10.900,0	17.933,4	2.722,0		2.722,0	20.655,4	
	II	7.375,4	11.798,0	19.173,4	2.834,0		2.834,0	22.007,4	
	III	7.511,4	12.134,0	19.645,4	2.954,0		2.954,0	22.599,4	
	IV	8.157,2	12.742,0	20.899,2	2.965,0		2.965,0	23.864,2	
1956	I	8.427,0	12.997,0	21.424,0	3.086,0		3.086,0	24.510,6	
	II	8.970,0	14.040,6	23.010,6	3.356,0		3.356,0	26.366,6	
	III	9.113,8	14.367,4	23.481,2	3.699,0		3.699,0	27.180,2	
	IV	9.531,0	14.756,0	24.287,0	4.054,0		4.054,0	28.341,0	
1957	I	9.573,8	15.771,4	25.345,2	4.629,0		4.629,0	29.974,2	
	II	10.200,8	18.794,0	28.994,8	6.489,0		6.489,0	35.483,8	
	III	10.430,8	20.098,6	30.529,4	7.706,0		7.706,0	38.235,4	
	IV	11.330,2	21.304,4	32.634,6	8.939,0		8.939,0	41.573,6	
1958	I	11.986,0	22.822,4	34.808,4	10.410,0		10.410,0	45.218,4	
	II	13.106,8	24.275,8	37.382,6	12.056,0		12.056,0	49.438,6	
	III	13.789,6	23.962,0	37.751,6	12.595,0		12.595,0	50.346,6	
	IV	14.669,4	24.626,8	39.296,2	13.737,0		13.737,0	53.033,2	
1959	I	15.366,6	27.286,4	42.653,0	15.294,0		15.294,0	57.947,0	
	II	17.022,2	31.571,6	48.593,8	17.210,0		17.210,0	65.803,8	
	III	17.897,8	35.189,8	53.087,6	19.251,0		19.251,0	72.338,6	
	IV	19.502,8	37.541,2	57.044,0	21.320,0		21.320,0	78.364,0	
1960	I	20.986,8	41.233,2	62.220,0	23.965,0		23.965,0	86.185,0	
	II	23.232,0	46.086,6	69.318,6	27.302,0		27.302,0	96.620,6	
	III	24.214,8	49.740,2	73.955,0	31.067,0		31.067,0	105.022,0	
	IV	26.426,0	51.839,4	78.265,4	32.928,0		32.928,0	111.193,4	

1961	I	28.284,6	56.892,0	85.176,6	34.202,0	34.202,0	119.378,6			
	II	31.589,4	64.417,8	96.007,2	39.177,0	39.177,0	135.184,2			
	III	33.630,8	66.310,0	99.940,8	44.752,0	44.752,0	144.692,8			
	IV	37.824,0	68.900,4	106.724,4	49.816,0	49.816,0	156.540,4			
1962	I	41.193,2	75.633,2	116.826,4	62.681,0	62.681,0	179.507,4			
	II	50.879,6	88.708,8	139.588,4	79.711,0	79.711,0	219.299,4			
	III	53.811,8	94.049,2	147.861,0	100.470,0	100.470,0	248.331,0			
	IV	60.833,2	105.875,0	166.708,2	120.159,0	120.159,0	286.867,2			
1963	I	69.179,0	115.704,2	184.883,2	143.136,0	143.136,0	328.019,2			
	II	87.125,8	143.530,8	230.656,6	171.086,0	171.086,0	401.742,6			
	III	96.747,8	155.075,4	251.823,2	204.966,0	204.966,0	456.789,2			
	IV	117.146,8	181.834,4	298.981,2	238.869,0	238.869,0	537.850,2			
1964	I	134.721,2	208.932,8	343.654,0	286.782,0	286.782,0	630.436,0			
	II	163.421,2	261.215,2	424.636,4	341.289,0	341.289,0	765.925,4			
	III	176.464,2	289.338,4	465.802,6	400.521,0	400.521,0	866.323,6			
	IV	200.338,2	359.503,4	559.841,6	463.957,0	463.957,0	1.023.798,6			
1965	I	217.127,8	414.088,6	631.216,4	569.377,0	569.377,0	1.200.593,4			
	II	253.585,0	504.460,6	758.045,6	686.129,0	686.129,0	1.444.174,6			
	III	265.236,0	594.403,0	859.639,0	806.205,0	806.205,0	1.665.844,0			
	IV	297.378,0	698.223,6	995.601,6	898.132,0	898.132,0	1.893.733,6			
1966	I	317.128,8	779.946,0	1.097.074,8	960.792,0	960.792,0	2.057.866,8			
	II	348.668,0	918.566,8	1.267.234,8	987.762,0	987.762,0	2.254.996,8			
	III	353.520,0	770.380,0	92.040,0	1.215.940,0	1.009.360,0	64.460,0	1.073.820,0		
	IV	388.200,0	838.360,0	126.820,0	1.353.380,0	1.050.520,0	79.940,0	1.130.460,0		
1967	I	402.060,0	882.060,0	158.160,0	1.442.280,0	1.130.360,0	96.400,0	1.226.760,0	255.520,0	2.924.560,0
	II	435.380,0	895.900,0	176.700,0	1.507.980,0	1.251.660,0	108.500,0	1.360.160,0	318.800,0	3.186.940,0
	III	452.540,0	927.540,0	170.220,0	1.550.300,0	1.421.740,0	181.920,0	1.603.660,0	292.920,0	3.446.880,0
	IV	492.300,0	866.580,0	155.720,0	1.514.600,0	1.592.560,0	267.500,0	1.860.060,0	254.880,0	3.629.540,0
1968	I	509.540,0	838.040,0	121.900,0	1.469.480,0	1.703.360,0	358.180,0	2.061.540,0	194.840,0	3.725.860,0
	II	600.900,0	871.540,0	78.320,0	1.550.760,0	1.817.700,0	524.760,0	2.342.460,0	120.300,0	4.013.520,0
	III	610.940,0	900.740,0	44.440,0	1.556.120,0	1.909.640,0	735.940,0	2.645.580,0	32.680,0	4.234.380,0
	IV	671.900,0	871.920,0	29.920,0	1.573.740,0	1.938.600,0	930.260,0	2.868.860,0	26.800,0	4.469.400,0

(continua)

(conclusão)

Anos/ Trimestres	Voluntário				Compulsório			Aplicações Alternativas de Depósito Compulsório (8)	Total Geral (9)	
	Caixa em Moeda Corrente (1)	Depósitos no Banco do Brasil (2)	Em Títulos (3)	Total (4)	Moeda Cor- rente (5)	Em Títulos (6)	Total (7)			
1969	I	672.360,0	889.140,0	26.980,0	1.588.480,0	1.911.620,0	1.149.320,0	3.060.940,0	29.780,0	4.679.200,0
	II	726.980,0	982.680,0	30.960,0	1.740.620,0	1.945.200,0	1.351.120,0	3.296.320,0	34.980,0	5.071.920,0
	III	667.480,0	994.740,0	48.800,0	1.711.020,0	1.889.240,0	1.594.200,0	3.483.440,0	41.240,0	5.235.700,0
	IV	729.460,0	1.075.940,0	72.080,0	1.877.480,0	1.836.600,0	1.825.600,0	3.662.200,0	47.740,0	5.587.420,0
1970	I	735.100,0	1.102.520,0	85.760,0	1.923.380,0	1.786.120,0	2.048.820,0	3.834.940,0	52.740,0	5.811.060,0
	II	805.040,0	1.197.380,0	90.860,0	2.093.280,0	1.795.100,0	2.250.200,0	4.045.300,0	61.100,0	6.199.680,0
	III	805.000,0	1.146.180,0	90.920,0	2.042.100,0	1.795.180,0	2.512.620,0	4.307.800,0	75.100,0	6.425.000,0
	IV	922.000,0	1.285.860,0	194.440,0	2.402.300,0	1.873.820,0	2.680.300,0	4.554.120,0	82.580,0	7.039.000,0
1971	I	966.000,0	1.335.540,0	367.860,0	2.669.400,0	1.981.220,0	2.850.080,0	4.831.300,0	101.300,0	7.602.000,0
	II	991.000,0	1.572.180,0	518.780,0	3.081.960,0	2.123.200,0	3.043.740,0	5.166.940,0	125.100,0	8.374.000,0
	III	971.000,0	1.553.400,0	721.400,0	3.245.800,0	2.235.000,0	3.234.800,0	5.469.800,0	137.400,0	8.853.000,0
	IV	998.000,0	1.672.000,0	942.200,0	3.612.200,0	2.386.600,0	3.420.800,0	5.807.400,0	140.400,0	9.560.000,0
1972	I	943.000,0	1.588.000,0	1.101.400,0	3.632.400,0	2.551.600,0	3.640.000,0	6.191.600,0	157.000,0	9.981.000,0
	II	956.000,0	1.743.200,0	1.465.000,0	4.164.200,0	2.784.600,0	3.931.800,0	6.716.400,0	177.400,0	11.058.000,0

FONTES

Coluna 1: Caixa em Moeda Corrente nos Bancos Comerciais

Definido como a caixa em moeda corrente de todos os bancos *menos* a caixa em moeda corrente das Autoridades Monetárias (Banco do Brasil). Os dados primários são corrigidos para variações sazonais a partir de 1852, por um processo de médias móveis. As fontes dos dados anuais e trimestrais, por período, foram as que se seguem.

I. Período anterior a 1860: Dados anuais (até 1851) e trimestrais (de 1852 em diante): *Relatório da Comissão de Inquérito...*, *op. cit.*, Anexo B;

II. 1860/68: Ministério da Fazenda, *Relatório*, 1861 a 1868, *op. cit.*, quadros do Anexo Estatístico;

III. 1869/1913: Dados anuais e trimestrais obtidos por meio da consolidação dos balanços dos bancos, publicados mensalmente no *Jornal do Comércio* do Rio de Janeiro;

IV. 1914/21: As mesmas fontes citadas no item IV da Coluna 2 (Caixa em Moeda Corrente no Banco do Brasil) da Tabela A.1.

V. 1922/26: Dados anuais: Ministério da Fazenda, Serviço de Estatística Econômica e Financeira do Tesouro Nacional, *Quadros Estatísticos*, n.º 3, Q.E.A., *op. cit.*, pp. 2-5. Dados trimestrais: obtidos pela consolidação dos balanços dos bancos publicados no *Jornal do Comércio* do Rio de Janeiro;

VI. 1927/45: Dados anuais: Ministério da Fazenda, Serviço de Estatística Econômica e Financeira do Tesouro Nacional, *Quadros Estatísticos*, n.º 3, Q.E.A., *op. cit.*, pp. 2-5; e Ministério da Fazenda, Serviço de Estatística Econômica e Financeira, *Relatório* de 1956 (Rio de Janeiro, Imprensa Nacional) p. 144. Dados Trimestrais: a. Ministério da Fazenda, Diretoria da Estatística Comercial, "Movimento Bancário", in *Comércio Exterior do Brasil*, Rio de Janeiro, Oficinas da Estatística Comercial, 1930-31, 1932-33 e 1934-38; b. Ministério da Fazenda, Diretoria da Estatística Econômica e Financeira, *Movimento Bancário do Brasil* (Rio de Janeiro, Imprensa Nacional), 1935 (n.º I e IV), 1937 (n.º I), 1938 (n.º II), 1939 (n.º III) e 1940 (n.º IV); c. Ministério da Fazenda, Serviço de Estatística Econômica

e Financeira, *Movimento Bancário do Brasil* (Rio de Janeiro, Imprensa Nacional), 1941-42 (p. 7); 1944-45 (p. 7).

VII. 1946/72: Informações diretas do Banco Central do Brasil, Departamento Econômico, Divisão Monetária e Bancária, Núcleo de Pesquisas de Instituições Financeiras Monetárias.

Coluna 2: Depósitos no Banco do Brasil

Esta série constitui-se dos depósitos voluntários mantidos pelos bancos comerciais nas Autoridades Monetárias (Banco do Brasil). Deve-se ressaltar, porém, que somente a partir de 1922 é possível determinar com precisão o volume de depósitos dos bancos comerciais no Banco do Brasil. As razões são principalmente duas: primeiro, os balanços dos bancos comerciais registravam até então em seu ativo um item genérico para *depósitos bancários*, nem sempre especificando se se tratava de depósito no Banco do Brasil ou *depósito interbancos* comerciais; segundo, o próprio Banco do Brasil não separava, no passivo do seu balanço, os depósitos bancários dos depósitos do público. Assim, apenas nos períodos em que os balanços consolidados dos bancos comerciais permitiam identificá-lo é que essa informação pode ser utilizada no período anterior a 1922. Observe-se ainda que a partir de 1932 (inclusive) a série inclui os depósitos efetuados (obrigatoriamente) pelos bancos comerciais na então criada Caixa de Mobilização Bancária (CAMOB) do Banco do Brasil, numa primeira tentativa de introduzir o depósito compulsório como instrumento de política monetária no Brasil. Esses depósitos deveriam ter sido mais adequadamente estimados em separado e incluídos nos dados da Coluna 5. Não o foram, no entanto, em virtude de, primeiro, não aparecerem destacados dos demais depósitos dos bancos comerciais no Banco do Brasil, tanto nas estatísticas monetárias quanto nos balanços dos bancos, e segundo, por razões de ordem analítica, conforme explicado na indicação de fontes dos dados da Coluna 5. Os dados primários que deram origem a esta série foram corrigidos por um processo de médias móveis. As fontes utilizadas, por período, foram as que se seguem.

1. Período anterior a 1922: Dados anuais e trimestrais resultantes da consolidação dos balanços dos bancos comerciais

publicados mensalmente no *Jornal do Comércio* do Rio de Janeiro.

II. 1922/45: 1. Dados anuais: a. Ministério da Fazenda, Diretoria de Estatística Comercial, "Movimento Bancário", in *Comércio Exterior do Brasil* (Rio, Oficinas da Estatística Comercial, 1923) pp. 200-201; b. Ministério da Fazenda, Diretoria de Estatística Comercial, "Movimento Bancário", in *Comércio Exterior do Brasil* (Rio, Oficinas da Estatística Comercial, 1927) pp. 206-207; c. Ministério do Trabalho, Indústria e Comércio, Departamento Nacional de Estatística, *Movimento Bancário* (Rio, Oficinas do Departamento Nacional de Estatística), 1929-30 (pp. 26-27), 1932-33 (pp. 28-29), 1936-37 (pp. 28-29) e 1937-38 (pp. 30-31); d. Ministério da Fazenda, Serviço de Estatística Econômica e Financeira, *Movimento Bancário do Brasil* (Rio, Imprensa Nacional), 1934-40 (p. 52), 1941-42 (p. 35), 1942-43 (pp. 35-36), 1943-44 (pp. 35-36) e 1944-45 (pp. 40-41). 2. Dados trimestrais: a. no período 1922/26, obtidos diretamente pela consolidação dos balanços dos bancos (comerciais e do Banco do Brasil) no *Jornal do Comércio* do Rio de Janeiro. Contudo, por serem os dados anuais mais fidedignos, optou-se pela sua interpolação segundo a tendência observada nos dados coletados diretamente dos balanços; b. 1927/34 (exceto 1931): interpolados como uma proporção do total de depósitos bancários (isto é, depósitos interbancos comerciais mais depósitos dos bancos comerciais no Banco do Brasil), com base nos dados anuais de 1926 e 1927; para 1931, por interpolação linear; c. 1935/45: Banco do Brasil, *Boletim Estatístico*, n.º 9, janeiro de 1937 (p. 21); n.º 12, janeiro de 1938 (pp. 27-29); n.º 16, julho de 1939 (pp. 29-30); n.º 17, julho de 1940 (p. 21); n.º 19, outubro de 1942 (pp. 45 e 47-48); n.º 22, outubro de 1945 (p. 49); e n.º 25, outubro de 1948 (p. 111).

III. 1946/72: Informações diretas do Banco Central do Brasil, Departamento Econômico, Divisão Monetária e Bancária, Núcleo de Pesquisas de Instituições Financeiras Monetárias.

Coluna 3: Encaixe Voluntário em Títulos

Informações disponíveis apenas a partir de 1966, fornecidas pelo Banco Central do Brasil. Os dados primários foram corrigidos por médias móveis.

Coluna 4:
Total do Encaixe Voluntário

Somatório dos valores constantes das Colunas 1, 2 e 3.

Coluna 5:
**Encaixe Compulsório em Moeda
Corrente**

Compreende os saldos em moeda corrente mantidos pelos bancos comerciais nas Autoridades Monetárias, em caráter compulsório. No Brasil, somente com a criação da Superintendência da Moeda e do Crédito (SUMOC) pelo Decreto-Lei n.º 7.293, de 2/2/1945, é que passam a fazer parte das estatísticas monetárias. Uma experiência anterior, a Caixa de Mobilização Bancária do Banco do Brasil (1932), teve efeitos limitados exatamente pelo fato de ter sido vinculada ao Banco (ver Annibal V. Villela e Wilson Suzigan, *Política do Governo e Crescimento da Economia Brasileira, 1889-1945*, pp. 51-52). Os dados primários, corrigidos por um processo de médias móveis, são das fontes indicadas a seguir.

I. Ano de 1945: Constituído da Caixa à Ordem da SUMOC, dados do Ministério da Fazenda, Serviço de Estatística Econômica e Financeira, *Movimento Bancário do Brasil, 1945-46* (Rio de Janeiro, Imprensa Nacional, 1949) pp. 35-36.

II. 1946/72: Compreende a Caixa à Ordem da SUMOC no período 1946/64, e, daí por diante, devido à transformação da SUMOC em Banco Central pela Lei n.º 4.595 de 31/12/1964, depósitos compulsórios em moeda corrente à ordem do Banco Central. Os dados primários anuais e trimestrais, corrigidos por médias móveis, foram fornecidos diretamente pelo Banco Central do Brasil, Departamento Econômico, Divisão Monetária e Bancária, Núcleo de Pesquisas de Instituições Financeiras Monetárias.

Coluna 6:
Encaixe Compulsório em Títulos

Dados primários anuais e trimestrais, corrigidos por médias móveis, fornecidos para o período que se inicia em 1966 diretamente pelo Banco Central do Brasil.

Coluna 7:
Total do Encaixe Compulsório

Somatório dos valores constantes das Colunas 5 e 6.

Coluna 8:
**Aplicações Alternativas do
Depósito Compulsório**

Dados primários anuais e trimestrais, corrigidos por médias móveis, fornecidos para o período que se inicia em 1966 diretamente pelo Banco Central do Brasil.

Coluna 9:
Total Geral do Encaixe

Somatório dos subtotais representados pelas Colunas 4 e 7,
mais a Coluna 8.

TABELA A. 3

**MOEDA EM PODER DO PÚBLICO, DEPÓSITOS E ESTOQUE DE MOEDA
— SALDOS EM FINAL DE PERÍODO.**

Anos	Papel-Moeda em Poder do Público (1)	Depósitos à Vista			Depósitos a Prazo			Estoque de Moeda (M)	
		Banco do Brasil (2)	Bancos Comerciais (3)	Total (4)	Banco do Brasil (5)	Bancos Comerciais (6)	Total (7)	M ₁ (8)=(1)+(4)	M ₂ (9)=(8)+(7)
Valores em Cr\$ mil									
1839	39,4		0,0	0,0		0,2	0,2	39,4	39,6
1840	39,7		0,3	0,3		0,5	0,5	40,0	40,5
1841	40,1		0,5	0,5		0,9	0,9	40,6	41,5
1842	43,9		0,4	0,4		3,0	3,0	44,3	47,3
1843	46,4		0,6	0,6		4,9	4,9	47,0	51,9
1844	48,2		0,5	0,5		5,1	5,1	48,7	53,8
1845	50,4		0,7	0,7		6,3	6,3	51,1	57,4
1846	50,7		0,4	0,4		5,8	5,8	51,1	56,9
1847	49,2		0,9	0,9		6,9	6,9	50,1	57,0
1848	50,2		1,0	1,0		5,3	5,3	51,2	56,5
1849	47,9		1,1	1,1		6,9	6,9	49,0	55,9
1850	47,2		1,4	1,4		7,6	7,6	48,6	56,2
1851	43,3	0,3	1,4	1,7		11,1	11,1	45,0	56,1

(continua)

(continuação)

Anos/ Trimestres	Papel-Moeda em Poder do Público (1)	Depósitos à Vista			Depósitos a Prazo			Estoque de Moeda (M)		
		Banco do Brasil (2)	Bancos Comerciais (3)	Total (4)	Banco do Brasil (5)	Bancos Comerciais (6)	Total (7)	M ₁ (8)=(1)+(4)	M ₂ (9)=(8)+(7)	
1852	III	45,5	0,5	1,5	2,0	4,9	10,3	15,2	47,5	62,8
	IV	46,1	0,5	1,6	2,1	5,2	10,8	16,0	48,3	64,3
1853	I	46,7	0,6	1,7	2,3	5,1	11,2	16,3	49,0	65,4
	II	47,0	0,6	1,8	2,4	5,3	11,4	16,7	49,4	66,2
	III	47,1	0,6	1,6	2,2	5,3	9,5	14,8	49,3	64,1
	IV	48,6	1,0	1,4	2,4	5,0	8,5	13,5	51,0	64,5
1854	I	50,3	1,8	1,2	3,0	4,1	8,6	12,7	53,3	65,9
	II	53,0	2,1	1,2	3,3	3,2	8,6	11,8	56,2	68,0
	III	55,9	2,7	1,0	3,6	2,2	8,5	10,7	59,5	70,3
	IV	58,7	2,9	1,5	4,4	1,0	10,2	11,2	63,1	74,2
1855	I	60,1	2,7	1,9	4,5	0,1	10,9	11,0	64,6	75,7
	II	61,8	2,6	2,2	4,8	0,1	10,5	10,6	66,6	77,2
	III	62,6	2,9	2,4	5,4	0,0	10,0	10,0	68,0	78,0
	IV	63,6	5,5	2,9	8,4	0,0	9,6	9,6	72,0	81,6
1856	I	64,9	5,5	2,9	8,4	0,1	9,3	9,3	73,3	82,6
	II	67,3	5,6	2,9	8,5	0,1	8,9	9,0	75,9	84,9
	III	70,7	5,2	2,8	8,1	0,2	8,5	8,7	78,8	87,5
	IV	75,0	4,6	2,9	7,6	0,2	8,3	8,6	82,6	91,1
1857	I	79,5	2,6	3,0	5,5	0,4	8,1	8,4	85,1	93,5
	II	83,5	4,1	3,1	7,2	0,7	8,1	8,9	90,6	99,5
	III	83,8	5,5	3,3	8,8	1,4	8,0	9,4	92,6	102,0
	IV	84,3	7,1	3,9	11,0	2,4	8,3	10,7	95,3	106,0

(continua)

(continuação)

Anos/ Trimestres	Papel-Moeda em Poder do Público (1)	Depósitos à Vista			Depósitos a Prazo			Estoque de Moeda (M)		
		Banco do Brasil (2)	Bancos Comerciais (3)	Total (4)	Banco do Brasil (5)	Bancos Comerciais (6)	Total (7)	M ₁ (8)=(1)+(4)	M ₂ (9)=(8)+(7)	
1858	I	82,2	9,8	4,1	14,0	3,0	8,4	11,4	96,2	107,6
	II	80,3	10,9	4,6	15,5	3,7	8,4	12,1	95,9	108,0
	III	79,2	10,7	5,1	15,8	4,4	8,1	12,5	95,0	107,5
	IV	80,4	10,4	6,0	16,3	4,8	8,2	12,9	96,7	109,7
1859	I	79,7	9,1	6,8	15,9	5,0	7,9	13,0	95,7	108,7
	II	81,5	6,9	7,5	14,4	5,6	7,8	13,4	95,9	109,3
	III	81,6	5,4	9,4	14,8	5,8	8,2	14,0	96,4	110,4
	IV	81,0	4,8	11,1	15,9	5,8	8,5	14,3	96,9	111,2
1860	I	79,6	4,1	12,3	16,4	6,1	8,8	14,8	96,0	110,8
	II	78,7	4,4	13,4	17,8	6,1	9,0	15,0	96,5	111,6
	III	74,5	5,2	14,8	19,9	6,0	9,2	15,2	94,5	109,7
	IV	70,1	6,1	14,5	20,6	5,9	9,0	15,0	90,7	105,7
1861	I	65,0	7,2	14,4	21,6	6,1	8,8	15,0	86,6	101,5
	II	62,1	8,5	14,4	22,9	5,9	8,7	14,5	85,0	99,5
	III	58,7	9,7	13,9	23,6	5,7	8,6	14,3	82,3	96,6
	IV	58,0	10,3	13,8	24,1	5,8	8,3	14,1	82,0	96,1
1862	I	57,4	11,2	14,0	25,2	6,6	8,4	15,0	82,7	97,7
	II	59,0	11,5	14,1	25,6	5,7	8,8	14,6	84,5	99,1
	III	60,2	11,5	14,5	26,0	4,9	9,0	13,8	86,2	100,0
	IV	61,0	11,5	15,8	27,3	4,4	9,5	13,8	88,2	102,1
1863	I	60,2	10,5	17,6	28,1	3,4	10,0	13,4	88,3	101,7
	II	62,0	8,4	20,3	28,6	1,7	9,9	11,5	90,6	102,2
	III	63,9	6,4	22,2	28,6	1,2	9,7	10,9	92,5	103,5
	IV	64,2	4,7	24,6	29,3	1,0	10,9	11,9	93,5	105,4

1864	I	66,7	4,5	25,5	30,0	0,6	11,5	12,1	96,6	108,7
	II	72,4	4,7	25,0	29,7	1,0	12,1	13,1	102,2	115,2
	III	77,6	5,1	23,9	29,0	1,4	12,1	13,5	106,7	120,2
	IV	82,0	5,7	23,1	28,7	1,9	12,4	14,3	110,8	125,1
1865	I	86,8	6,6	22,1	28,7	2,6	11,3	13,9	115,5	129,4
	II	91,7	5,8	21,7	27,5	3,0	9,8	12,8	119,2	132,0
	III	96,1	5,6	22,3	27,9	2,9	9,4	12,3	124,0	136,3
	IV	101,1	5,4	21,6	27,0	2,8	9,3	12,1	128,1	140,2
1866	I	105,3	5,4	22,5	28,0	2,7	8,9	11,6	133,3	144,9
	II	109,9	4,4	22,3	26,7	2,3	9,2	11,5	136,6	148,1
	III	110,9	3,7	22,1	25,8	2,0	9,6	11,5	136,7	148,2
	IV	111,6	2,6	21,8	24,5	1,6	10,0	11,6	136,1	147,7
1867	I	112,7	2,4	22,7	25,0	1,4	10,6	12,1	137,8	149,8
	II	114,9	1,9	22,3	24,2	1,2	10,9	12,1	139,1	151,2
	III	118,5	1,9	22,8	24,7	0,9	10,9	11,8	143,2	155,0
	IV	124,4	2,0	23,3	25,3	0,8	11,2	11,9	149,7	161,6
1868	I	131,4	2,2	24,4	26,6	0,9	10,8	11,7	158,0	169,7
	II	137,8	2,3	24,8	27,1	0,8	10,9	11,7	165,0	176,7
	III	145,8	2,4	26,0	28,5	0,8	10,7	11,5	174,2	185,7
	IV	152,8	2,7	26,9	29,6	0,9	10,5	11,4	182,3	193,7
1869	I	163,2	2,8	28,9	31,7	0,9	10,6	11,4	194,9	206,4
	II	173,1	2,8	28,4	31,2	0,5	10,4	10,9	204,3	215,2
	III	182,6	2,8	28,4	31,2	0,5	10,4	10,8	213,8	224,6
	IV	186,7	2,8	28,5	31,3	0,4	11,0	11,4	218,1	229,4
1870	I	189,7	2,9	28,7	31,6	0,4	11,3	11,7	221,2	232,9
	II	189,4	3,0	27,7	30,7	0,5	12,8	13,3	220,1	233,4
	III	186,7	3,8	29,3	33,1	1,0	15,1	16,1	219,7	235,8
	IV	183,8	4,4	31,3	35,7	1,6	16,5	18,1	219,5	237,6
1871	I	184,6	5,2	32,9	38,1	2,2	16,9	19,2	222,7	241,9
	II	185,8	6,0	33,5	39,5	2,9	17,7	20,5	225,2	245,8
	III	186,1	6,8	34,3	41,1	3,5	17,8	21,4	227,2	248,6
	IV	186,0	7,3	34,9	42,3	3,8	17,8	21,6	228,3	249,9

(continua)

(continuação)

Anos/ Trimestres	Papel-Moeda em Poder do Público (1)	Depósitos à Vista			Depósitos a Prazo			Estoque de Moeda (M)		
		Banco do Brasil (2)	Bancos Comerciais (3)	Total (4)	Banco do Brasil (5)	Bancos Comerciais (6)	Total (7)	M ₁ (8)=(1)+(4)	M ₂ (9)=(8)+(7)	
1872	I	183,7	8,5	35,7	44,2	3,8	18,5	22,3	227,9	250,2
	II	182,0	9,3	35,7	44,9	3,8	20,0	23,8	226,9	250,7
	III	179,2	10,2	37,1	47,3	3,7	21,4	25,1	226,5	251,5
	IV	176,7	10,6	38,8	49,4	3,7	22,1	25,8	226,0	251,8
1873	I	174,3	10,8	40,6	51,5	4,0	23,1	27,1	225,8	252,9
	II	174,3	10,4	41,6	52,0	4,7	24,7	29,4	226,3	255,6
	III	172,9	10,1	43,0	53,1	5,4	25,9	31,3	226,0	257,3
	IV	171,7	9,6	43,6	53,2	6,4	27,3	33,8	224,9	258,7
1874	I	170,8	9,7	44,2	53,9	7,3	28,4	35,7	224,7	260,5
	II	172,4	9,6	43,0	52,7	7,6	29,0	36,6	225,1	261,7
	III	171,7	9,8	43,6	53,4	7,8	29,3	37,1	225,1	262,2
	IV	171,0	11,0	39,5	50,5	8,2	29,2	37,4	221,5	258,9
1875	I	171,1	12,3	35,5	47,8	8,9	28,2	37,1	218,9	256,0
	II	170,2	13,8	30,5	44,3	9,7	27,3	37,0	214,5	251,5
	III	168,0	16,5	26,8	43,3	11,1	26,0	37,0	211,3	248,3
	IV	166,5	19,3	21,3	40,7	12,3	24,5	36,8	207,2	244,0
1876	I	163,6	22,4	20,1	42,5	13,3	24,2	37,5	206,1	243,6
	II	163,9	25,0	20,1	45,1	13,8	23,7	37,5	209,0	246,5
	III	164,9	27,0	20,7	47,7	14,2	23,4	37,7	212,6	250,2
	IV	165,4	28,4	21,4	49,7	15,0	22,8	37,8	215,1	253,0
1877	I	166,4	28,7	21,9	50,7	16,6	22,7	39,3	217,1	256,4
	II	168,9	28,0	22,6	50,6	17,9	22,1	39,9	219,5	259,4
	III	168,8	27,6	22,6	50,2	19,2	22,4	41,6	219,0	260,6
	IV	172,7	28,5	21,1	49,7	20,7	22,6	43,3	222,3	265,6

1878	I	174,0	27,8	23,0	50,8	21,8	23,2	45,0	224,8	269,7
	II	178,3	28,2	24,9	53,1	21,4	22,3	43,7	231,4	275,2
	III	182,5	28,3	28,1	56,4	21,9	22,3	44,1	239,0	283,0
	IV	188,2	30,1	30,9	61,0	23,0	22,2	45,3	249,2	294,4
1879	I	189,7	31,0	35,0	66,0	24,3	22,3	46,6	255,7	302,3
	II	195,1	32,3	34,6	66,9	25,8	22,4	48,1	262,0	310,1
	III	196,2	32,4	34,1	66,4	27,8	22,3	50,1	262,6	312,8
	IV	197,6	33,9	32,7	66,5	29,7	23,2	52,8	264,1	317,0
1880	I	196,1	34,0	31,9	65,8	30,7	23,1	53,8	261,9	315,7
	II	195,5	32,5	31,0	63,6	30,5	24,1	54,6	259,0	313,7
	III	194,1	32,7	32,2	64,9	30,7	24,1	54,8	258,9	313,7
	IV	194,1	32,8	33,5	66,3	31,6	26,2	57,9	260,4	318,3
1881	I	192,2	32,8	35,7	68,5	32,8	25,7	58,5	260,7	319,2
	II	193,4	30,0	36,8	66,8	34,0	26,3	60,4	260,2	320,6
	III	194,6	28,5	38,1	66,6	36,7	26,0	62,7	261,2	323,9
	IV	194,6	25,9	38,4	64,3	38,9	27,1	65,9	258,9	324,8
1882	I	194,1	25,3	38,9	64,3	41,6	28,2	69,8	258,4	328,2
	II	195,6	23,0	38,0	60,9	43,6	30,2	73,8	256,5	330,3
	III	196,6	22,3	37,8	60,1	44,8	31,2	76,0	256,6	332,6
	IV	195,6	21,3	37,3	58,7	45,0	32,5	77,6	254,2	331,8
1883	I	195,3	20,8	37,0	57,8	45,9	32,4	78,2	253,1	331,3
	II	195,6	18,2	35,8	54,1	45,6	32,0	77,1	249,6	326,7
	III	196,7	15,6	34,5	50,1	44,3	30,9	75,2	246,7	322,0
	IV	195,4	15,8	34,3	50,1	43,8	31,8	75,6	245,6	321,2
1884	I	195,2	17,9	35,0	52,9	44,6	34,0	78,6	248,1	326,8
	II	193,8	19,3	35,9	55,2	44,4	36,9	81,3	249,1	330,4
	III	192,7	21,0	37,9	58,9	43,5	39,1	82,6	251,6	334,2
	IV	191,5	23,5	42,2	65,7	43,5	41,7	85,3	257,2	342,5
1885	I	191,2	25,1	43,8	68,9	43,6	44,5	88,1	260,1	348,2
	II	191,7	23,9	44,8	68,7	42,4	45,2	87,6	260,4	348,0
	III	194,3	23,7	45,8	69,5	41,4	47,4	88,7	263,8	352,6
	IV	192,9	23,9	45,5	69,4	40,8	50,3	91,1	262,4	353,5

(continua)

(continuação)

Anos/ Trimestres	Papel-Moeda em Poder do Público (1)	Depósitos à Vista			Depósitos a Prazo			Estoque de Moeda (M)		
		Banco do Brasil (2)	Bancos Comerciais (3)	Total (4)	Banco do Brasil (5)	Bancos Comerciais (6)	Total (7)	M ₁ (8)=(1) + (4)	M ₂ (9)=(8) + (7)	
1886	I	191,6	22,8	44,4	67,2	40,1	52,5	92,6	258,8	351,3
	II	190,4	19,8	44,3	64,1	38,5	51,3	89,9	254,5	344,4
	III	189,2	18,2	44,7	62,9	37,7	50,8	88,5	252,2	340,6
	IV	186,0	16,4	43,6	60,0	36,5	49,6	86,1	246,0	332,1
1887	I	187,0	14,7	43,3	58,0	35,6	47,4	83,0	245,0	328,0
	II	187,5	14,1	42,9	57,0	34,3	44,4	78,7	244,4	323,1
	III	187,7	15,3	43,6	58,8	33,9	45,0	78,9	246,5	325,4
	IV	186,1	16,7	44,5	61,2	32,8	45,5	78,4	247,3	325,7
1888	I	183,8	19,5	47,4	66,9	31,7	46,3	78,0	250,7	328,7
	II	182,1	20,5	52,1	72,6	30,0	46,9	76,9	254,7	331,7
	III	178,8	22,1	54,5	76,6	28,7	49,1	77,9	255,4	333,3
	IV	175,0	21,9	56,4	78,3	27,7	51,2	78,9	253,2	332,2
1889	I	173,6	21,8	61,4	83,2	26,9	54,0	80,9	256,8	337,6
	II	162,5	20,9	68,0	89,0	26,1	57,5	83,6	251,5	335,1
	III	152,3	23,4	79,0	102,4	25,7	61,0	86,6	254,8	341,4
	IV	148,8	25,8	95,8	121,6	26,7	71,5	98,2	270,4	368,6
1890	I	150,6	29,9	132,5	162,4	27,6	84,7	112,3	313,0	425,3
	II	151,2	38,1	172,5	210,5	27,9	101,6	129,5	361,7	491,2
	III	181,5	47,3	219,9	267,2	29,0	125,7	154,7	448,7	603,4
	IV	214,8	55,4	268,5	323,9	31,5	146,7	178,2	538,7	716,9
1891	I	241,5	70,8	318,5	389,2	35,0	157,3	192,3	630,7	823,0
	II	274,0	83,6	363,1	446,7	40,1	167,7	207,8	720,7	928,6
	III	313,2	87,8	396,5	484,3	46,6	168,3	214,9	797,5	1.012,4
	IV	334,8	91,2	385,4	476,6	51,5	158,7	210,2	811,4	1.021,6

1892	I	358,0	93,0	364,7	457,7	54,2	150,0	204,2	815,7	1.019,9
	II	385,1	86,1	330,3	416,3	53,7	141,7	195,4	801,4	996,8
	III	401,7	81,5	277,1	358,6	51,5	133,8	185,3	760,4	945,7
	IV	414,0	80,9	225,2	306,1	48,6	129,1	177,6	720,1	897,7
1893	I	424,1	75,9	207,8	283,7	45,4	122,7	168,1	707,8	875,9
	II	438,7	71,1	195,0	266,0	41,7	122,0	163,6	704,7	868,4
	III	457,6	69,5	187,9	257,4	39,1	124,1	163,2	714,9	878,2
	IV	475,7	70,0	187,7	257,7	36,9	127,1	164,0	733,4	897,4
1894	I	485,5	69,2	199,1	268,2	35,2	133,2	168,4	753,7	922,1
	II	495,0	72,4	207,5	279,9	34,6	148,1	182,7	774,9	957,6
	III	495,9	74,3	209,8	284,1	35,8	150,8	186,6	780,0	966,6
	IV	487,3	77,2	220,8	298,0	38,2	153,3	191,5	785,3	976,8
1895	I	478,8	79,8	230,3	310,1	40,4	153,3	193,7	788,8	982,5
	II	479,9	80,1	228,5	308,5	40,9	149,6	190,5	788,4	978,9
	III	489,3	78,7	224,3	303,0	43,5	143,9	187,4	792,3	979,7
	IV	490,2	82,6	228,9	311,5	43,5	149,4	192,9	801,7	994,7
1896	I	495,5	79,2	227,3	306,5	41,8	150,4	192,1	802,0	994,2
	II	505,4	74,3	218,0	292,3	39,4	148,5	187,9	797,7	985,6
	III	502,5	81,6	227,3	308,9	38,2	149,1	187,3	811,4	998,7
	IV	490,5	86,1	243,9	330,0	34,9	155,4	190,3	820,4	1.010,8
1897	I	490,9	86,4	247,6	334,0	33,6	154,1	187,7	825,0	1.012,7
	II	495,3	92,1	263,7	355,8	32,3	153,2	185,6	851,1	1.036,7
	III	507,5	92,0	277,0	369,0	31,3	157,6	189,0	876,5	1.065,5
	IV	521,8	84,9	278,5	363,3	30,2	161,5	191,7	885,1	1.076,8
1898	I	540,1	81,8	278,7	360,5	29,5	159,4	188,9	900,6	1.089,5
	II	553,4	81,5	208,4	361,9	29,0	158,5	187,5	915,3	1.102,8
	III	565,1	80,3	276,2	356,5	28,9	161,7	190,6	921,6	1.112,2
	IV	558,5	80,8	273,8	354,6	29,2	160,8	190,0	913,1	1.103,2
1899	I	555,5	80,3	267,2	347,5	29,9	161,0	190,9	903,0	1.093,9
	II	554,3	78,5	259,0	337,5	30,4	158,0	188,4	891,7	1.080,1
	III	554,5	80,0	260,6	340,6	30,8	155,7	186,5	895,1	1.081,7
	IV	544,1	79,1	246,6	325,7	31,0	154,1	185,0	869,8	1.054,8

(continua)

(continuação)

Anos/ Trimestres	Papel-Moeda em Poder do Público (1)	Depósitos à Vista			Depósitos a Prazo			Estoque de Moeda (M)		
		Banco do Brasil (2)	Bancos Comerciais (3)	Total (4)	Banco do Brasil (5)	Bancos Comerciais (6)	Total (7)	M ₁ (8)=(1)+(4)	M ₂ (9)=(8)+(7)	
1900	I	548,9	70,2	232,2	302,4	30,2	144,1	174,3	851,3	1.025,6
	II	549,6	59,3	219,3	278,5	25,4	132,0	157,4	828,1	985,5
	III	546,1	49,4	195,8	245,3	19,8	118,0	137,8	791,3	929,1
	IV	531,2	33,2	169,3	202,5	14,0	102,8	116,9	733,7	850,5
1901	I	526,7	19,0	154,6	173,5	8,6	91,4	100,0	700,2	800,2
	II	517,1	16,1	150,5	166,5	3,8	83,2	86,9	683,6	770,5
	III	516,7	16,2	143,7	159,9	2,4	72,1	74,5	676,6	751,1
	IV	514,1	16,2	147,5	163,7	1,8	63,0	64,8	677,8	742,6
1902	I	519,8	17,6	151,9	169,5	1,4	57,7	59,1	689,3	748,5
	II	521,8	19,0	153,2	172,2	1,0	48,0	49,0	694,0	743,0
	III	521,1	20,0	151,6	171,5	1,4	40,6	42,0	692,6	734,6
	IV	516,3	20,2	149,5	169,8	2,1	38,6	40,8	686,1	726,8
1903	I	515,9	21,0	150,3	171,2	2,2	35,9	38,1	687,1	725,2
	II	515,3	22,5	147,6	170,1	2,2	34,0	36,3	685,4	721,6
	III	522,1	24,1	139,7	163,8	2,3	35,7	38,0	685,9	723,9
	IV	523,1	27,8	133,0	160,7	1,7	38,8	40,5	683,8	724,3
1904	I	523,5	34,1	132,9	167,0	1,3	41,7	43,0	690,5	733,5
	II	532,3	39,9	129,5	169,3	1,5	42,0	43,5	701,6	745,1
	III	536,6	45,3	134,6	179,9	1,7	43,6	45,3	716,5	761,8
	IV	518,6	59,9	146,6	206,5	1,8	42,2	44,1	725,0	769,1
1905	I	510,1	68,1	156,3	224,4	1,7	40,5	42,2	734,5	776,7
	II	512,4	66,2	157,6	223,8	2,0	40,3	42,2	736,2	778,4
	III	505,8	64,6	161,6	226,2	2,3	43,2	45,5	732,0	777,4
	IV	507,3	60,8	158,2	218,9	2,6	45,1	47,7	726,2	773,9

1906	I	525,1	46,1	154,4	200,5	3,0	45,8	48,8	725,7	774,4
	II	548,7	33,8	151,7	185,6	3,5	49,3	52,8	734,3	787,1
	III	572,2	29,4	157,1	186,6	3,6	48,8	52,4	758,8	811,2
	IV	590,1	27,4	160,3	187,6	3,7	51,1	54,8	777,7	832,6
1907	I	607,8	31,7	166,9	198,6	3,9	52,9	56,8	806,4	863,2
	II	619,5	41,9	175,9	217,8	4,2	56,5	60,7	837,4	898,0
	III	611,6	61,8	182,3	244,2	4,5	58,6	63,1	855,7	918,8
	IV	590,9	80,7	184,3	265,0	4,8	63,1	67,9	855,9	923,8
1908	I	575,5	98,4	186,7	285,1	5,2	65,2	70,3	860,6	930,9
	II	565,0	106,1	185,0	291,1	7,0	68,3	75,3	856,1	931,4
	III	558,5	116,3	185,2	301,5	9,1	69,8	78,9	860,0	938,9
	IV	560,5	118,7	184,6	303,2	10,7	70,6	81,3	863,8	945,0
1909	I	573,3	114,1	183,6	297,7	13,6	72,0	85,6	871,0	956,6
	II	600,5	108,6	188,2	296,8	20,8	76,7	97,5	897,2	994,7
	III	624,7	110,1	198,7	308,8	26,4	86,6	113,1	933,5	1.046,6
	IV	653,3	102,6	204,6	307,2	32,3	98,3	130,5	960,5	1.091,1
1910	I	679,4	99,7	221,8	321,5	37,2	108,6	145,8	1.000,8	1.146,6
	II	705,0	104,7	239,8	344,4	38,9	115,4	154,3	1.049,4	1.203,7
	III	715,7	108,5	248,9	357,5	36,3	121,1	157,4	1.073,2	1.230,6
	IV	717,0	114,6	260,9	375,5	32,6	123,7	156,3	1.092,4	1.248,7
1911	I	713,2	127,1	286,8	413,9	29,0	129,4	158,3	1.127,1	1.285,4
	II	723,4	133,8	306,3	440,1	26,3	139,4	165,8	1.163,5	1.329,2
	III	729,3	138,1	326,6	464,7	25,1	154,9	180,0	1.194,1	1.374,1
	IV	737,7	140,5	349,9	490,5	23,8	168,3	192,1	1.228,1	1.420,2
1912	I	753,7	137,3	365,8	503,1	23,2	182,3	205,4	1.256,8	1.462,3
	II	775,9	136,1	361,0	497,1	23,1	189,4	212,6	1.272,9	1.485,5
	III	788,1	135,2	354,3	489,5	23,5	192,9	216,4	1.277,6	1.494,0
	IV	792,3	134,5	345,9	480,5	24,2	192,7	217,0	1.272,8	1.489,8
1913	I	781,0	137,0	338,7	475,8	24,3	197,0	221,3	1.256,8	1.478,0
	II	760,5	141,5	332,6	474,1	23,9	202,7	226,6	1.234,6	1.461,2
	III	732,6	138,0	325,7	463,7	21,7	213,9	235,6	1.196,4	1.432,0
	IV	705,2	133,6	311,8	445,4	18,7	229,1	247,8	1.150,6	1.398,5

(continua)

(continuação)

Anos/ Trimestres	Papel-Moeda em Poder do Público (1)	Depósitos à Vista			Depósitos a Prazo			Estoque de Moeda (M)		
		Banco do Brasil (2)	Bancos Comerciais (3)	Total (4)	Banco do Brasil (5)	Bancos Comerciais (6)	Total (7)	M ₁ (8)=(1)+(4)	M ₂ (9)=(8)+(7)	
1914	I	688,2	131,5	289,3	420,7	14,7	240,2	254,9	1.108,9	1.363,8
	II	679,1	126,1	278,1	404,2	11,4	249,2	260,6	1.083,3	1.343,9
	III	672,6	125,1	276,7	401,8	8,6	252,8	261,4	1.074,4	1.335,8
	IV	676,8	113,6	280,8	394,4	6,6	253,8	260,4	1.071,2	1.331,6
1915	I	683,0	103,8	294,8	398,6	5,4	252,8	258,2	1.081,6	1.339,8
	II	691,0	91,8	325,8	417,6	5,4	258,0	263,4	1.108,6	1.372,0
	III	711,0	85,0	345,6	430,6	5,2	262,4	267,6	1.141,6	1.409,2
	IV	734,2	72,4	360,2	432,6	5,2	271,0	276,2	1.166,8	1.443,0
1916	I	757,4	74,8	376,2	451,0	5,6	280,0	285,6	1.208,4	1.494,0
	II	791,2	80,2	405,0	485,2	6,6	295,8	302,4	1.276,4	1.578,8
	III	816,6	84,4	427,0	511,4	7,4	313,6	321,0	1.328,0	1.649,0
	IV	849,6	85,6	460,6	546,2	8,4	316,4	324,8	1.395,8	1.720,6
1917	I	887,6	91,0	497,2	588,2	9,4	319,2	328,6	1.475,8	1.804,4
	II	926,0	92,0	541,4	633,4	9,8	328,6	338,4	1.559,4	1.897,8
	III	957,0	93,4	587,0	680,4	10,2	322,8	333,0	1.637,4	1.970,4
	IV	993,2	80,6	676,0	756,6	24,2	332,6	356,8	1.749,8	2.106,6
1918	I	1.037,8	72,4	741,4	813,8	39,2	367,4	406,6	1.851,6	2.258,2
	II	1.084,0	63,6	825,4	889,0	55,2	387,6	442,8	1.973,0	2.415,8
	III	1.107,0	78,4	889,4	967,8	59,6	406,6	466,2	2.074,8	2.541,0
	IV	1.130,6	90,2	956,4	1.046,6	64,6	444,4	509,0	2.177,2	2.686,2
1919	I	1.164,6	112,4	973,0	1.085,4	55,8	492,6	548,4	2.250,0	2.798,4
	II	1.169,2	132,8	1.009,0	1.141,8	46,0	535,0	581,0	2.311,0	2.892,0
	III	1.164,4	151,2	1.006,4	1.157,6	35,0	612,2	647,2	2.322,0	2.969,2
	IV	1.162,6	158,6	1.025,2	1.183,8	36,0	694,4	730,4	2.346,4	3.076,8

1920	I	1.146,6	164,4	1.029,0	1.193,4	35,8	769,6	805,4	2.340,0	3.145,4
	II	1.105,8	187,2	1.045,4	1.232,6	35,8	808,6	844,4	2.338,4	3.182,8
	III	1.056,4	212,0	1.069,0	1.281,0	54,2	843,6	897,8	2.337,4	3.235,2
	IV	1.034,2	286,6	1.127,8	1.414,4	74,4	846,4	920,8	2.448,6	3.369,4
1921	I	1.052,2	343,2	1.062,0	1.405,2	103,4	815,2	918,6	2.457,4	3.376,0
	II	1.080,6	428,4	1.146,4	1.574,8	144,0	787,2	931,2	2.655,4	3.586,6
	III	1.171,0	488,4	1.233,8	1.722,2	182,2	733,4	915,6	2.893,2	3.808,8
	IV	1.270,2	564,8	1.319,2	1.884,0	213,2	681,0	894,2	3.154,2	4.048,4
1922	I	1.392,8	569,6	1.362,0	1.931,6	232,2	655,8	888,0	3.324,4	4.212,4
	II	1.481,6	610,2	1.570,2	2.180,4	234,6	615,6	850,2	3.662,0	4.512,2
	III	1.568,0	653,0	1.638,2	2.291,2	224,0	547,8	771,8	3.859,2	4.631,0
	IV	1.590,6	675,8	1.694,2	2.370,0	205,4	550,8	756,2	3.960,6	4.716,8
1923	I	1.681,0	676,0	1.735,0	2.411,0	178,4	560,0	738,4	4.092,0	4.830,4
	II	1.734,0	703,8	1.825,2	2.529,0	155,8	535,0	690,8	4.263,0	4.953,8
	III	1.796,6	697,0	1.860,4	2.557,4	140,4	572,8	713,2	4.354,0	5.067,2
	IV	1.881,8	676,8	1.877,4	2.554,2	128,8	633,8	762,6	4.436,0	5.198,6
1924	I	2.031,4	681,0	1.905,6	2.586,6	125,2	662,8	788,0	4.618,0	5.406,0
	II	2.112,0	690,8	1.949,8	2.640,6	123,4	677,2	800,6	4.752,6	5.553,2
	III	2.169,2	684,4	2.008,6	2.693,0	127,6	708,6	836,2	4.862,2	5.698,4
	IV	2.203,0	679,4	2.059,2	2.738,6	130,4	690,6	821,0	4.941,6	5.762,6
1925	I	2.204,0	679,0	2.116,2	2.795,2	127,4	727,0	854,4	4.999,2	5.853,6
	II	2.144,6	663,4	2.082,8	2.746,2	129,4	739,6	869,0	4.890,8	5.759,8
	III	2.098,6	641,2	2.062,0	2.703,2	124,8	771,2	896,0	4.801,8	5.697,8
	IV	2.012,0	688,2	1.993,4	2.681,6	120,8	793,4	914,2	4.693,6	5.607,8
1926	I	1.940,8	708,8	1.922,2	2.631,0	121,0	851,4	972,4	4.571,8	5.544,2
	II	1.914,4	695,8	1.864,6	2.560,4	125,4	818,2	943,6	4.474,8	5.418,4
	III	1.880,4	721,0	1.924,2	2.645,2	127,8	817,2	945,0	4.525,6	5.470,6
	IV	1.829,8	745,2	1.973,8	2.719,0	141,4	855,0	996,4	4.548,8	5.545,2
1927	I	1.879,6	716,6	1.992,8	2.709,4	159,0	905,8	1.064,8	4.589,0	5.653,8
	II	1.964,6	707,0	2.091,6	2.798,6	174,6	979,0	1.153,6	4.763,2	5.916,8
	III	2.025,8	760,6	2.181,2	2.941,8	186,8	1.105,4	1.292,2	4.967,6	6.259,8
	IV	2.091,2	783,4	2.318,6	3.102,0	207,8	1.223,4	1.431,2	5.193,2	6.624,4

(continua)

(continuação)

Anos/ Trimestres	Papel-Moeda em Poder do Público (1)	Depósitos à Vista			Depósitos a Prazo			Estoque de Moeda (M)		
		Banco do Brasil (2)	Bancos Comerciais (3)	Total (4)	Banco do Brasil (5)	Bancos Comerciais (6)	Total (7)	M ₁ (8)=(1)+(4)	M ₂ (9)=(8)+(7)	
1928	I	2.204,8	819,8	2.401,2	3.221,0	213,0	1.317,2	1.530,2	5.425,8	6.956,0
	II	2.265,8	825,2	2.563,0	3.388,2	207,2	1.412,2	1.619,4	5.654,0	7.273,4
	III	2.279,6	854,6	2.651,6	3.506,2	215,4	1.494,2	1.709,6	5.785,8	7.495,4
	IV	2.256,4	840,8	2.701,6	3.542,4	263,4	1.533,0	1.796,4	5.798,8	7.595,2
1929	I	2.244,6	827,8	2.676,8	3.504,6	305,8	1.571,8	1.877,6	5.749,2	7.626,8
	II	2.196,2	820,2	2.680,2	3.500,4	364,8	1.567,4	1.932,2	5.696,6	7.628,8
	III	2.132,2	820,8	2.614,6	3.435,4	417,8	1.556,6	1.974,4	5.567,6	7.542,0
	IV	2.051,0	758,4	2.538,0	3.296,4	489,2	1.610,2	2.099,4	5.347,4	7.446,8
1930	I	1.987,2	697,2	2.481,4	3.178,6	533,8	1.631,4	2.165,2	5.165,8	7.331,0
	II	1.952,4	647,2	2.407,8	3.055,0	541,8	1.713,6	2.255,4	5.007,4	7.262,8
	III	1.926,4	688,4	2.298,6	2.987,0	480,8	1.796,4	2.277,2	4.913,4	7.190,6
	IV	1.911,8	757,2	2.270,2	3.027,4	433,0	1.869,8	2.302,8	4.939,2	7.242,0
1931	I	1.937,4	837,6	2.258,6	3.096,2	352,2	1.856,8	2.209,0	5.033,6	7.242,6
	II	1.978,6	933,8	2.287,4	3.221,2	259,0	1.892,4	2.151,4	5.199,8	7.351,2
	III	1.966,8	1.058,4	2.345,4	3.403,8	203,4	1.845,4	2.048,8	5.370,6	7.419,4
	IV	1.928,2	1.068,6	2.462,0	3.530,6	208,8	1.774,8	1.983,6	5.458,8	7.442,4
1932	I	1.925,8	1.071,2	2.728,4	3.799,6	214,4	1.726,8	1.941,2	5.725,4	7.666,6
	II	1.970,8	1.116,8	2.889,8	4.006,6	222,0	1.626,0	1.848,0	5.977,4	7.825,4
	III	1.988,2	1.158,6	2.985,8	4.144,4	234,4	1.534,8	1.769,2	6.132,6	7.901,8
	IV	2.010,4	1.185,4	3.164,4	4.349,8	244,0	1.395,8	1.639,8	6.360,2	8.000,0
1933	I	2.068,6	1.233,0	3.337,4	4.570,4	249,0	1.330,6	1.579,6	6.639,0	8.218,6
	II	2.125,2	1.249,6	3.199,6	4.449,2	253,2	1.252,8	1.506,0	6.574,4	8.080,4
	III	2.122,0	1.315,8	3.194,6	4.510,4	254,0	1.250,2	1.504,2	6.632,4	8.136,6
	IV	2.138,0	1.413,0	3.224,4	4.637,4	262,2	1.250,2	1.512,4	6.775,4	8.287,8

1934	I	2.191,8	1.519,6	3.147,2	4.666,8	264,6	1.316,2	1.580,8	6.858,6	8.439,4
	II	2.249,4	1.601,0	3.066,2	4.667,2	288,6	1.353,8	1.642,4	6.916,6	8.559,0
	III	2.278,8	1.660,0	3.119,4	4.779,4	311,4	1.383,6	1.695,0	7.058,2	8.753,2
	IV	2.333,2	1.690,8	3.138,6	4.829,4	337,2	1.388,2	1.725,4	7.162,6	8.888,0
1935	I	2.435,0	1.683,6	3.149,0	4.832,6	393,6	1.392,6	1.786,2	7.267,6	9.053,8
	II	2.551,4	1.642,4	3.162,8	4.805,2	504,4	1.405,2	1.909,6	7.356,6	9.266,2
	III	2.691,2	1.667,6	3.213,0	4.880,6	533,8	1.401,4	1.935,2	7.571,8	9.507,0
	IV	2.805,6	1.757,4	3.223,8	4.981,2	583,0	1.409,8	1.992,8	7.786,8	9.779,6
1936	I	2.923,0	1.748,0	3.301,8	5.049,8	663,8	1.438,6	2.102,4	7.972,8	10.075,2
	II	3.041,6	1.722,4	3.395,8	5.118,2	691,8	1.491,2	2.183,0	8.159,8	10.342,8
	III	3.114,8	1.649,4	3.478,0	5.127,4	669,6	1.576,2	2.245,8	8.242,2	10.488,0
	IV	3.177,8	1.532,8	3.675,6	5.208,4	735,0	1.674,0	2.409,0	8.386,2	10.795,2
1937	I	3.274,8	1.409,4	3.892,0	5.301,4	719,6	1.725,6	2.445,2	8.576,2	11.021,4
	II	3.361,6	1.339,0	4.113,4	5.452,4	642,4	1.726,0	2.368,4	8.814,0	11.182,4
	III	3.368,0	1.386,8	4.399,6	5.786,4	547,2	1.731,6	2.278,8	9.154,4	11.433,2
	IV	3.398,6	1.523,2	4.854,8	6.378,0	461,6	1.656,2	2.117,8	9.776,6	11.894,4
1938	I	3.424,8	1.785,4	5.041,8	6.827,2	359,6	1.635,0	1.994,6	10.252,0	12.246,6
	II	3.456,8	2.097,2	5.156,4	7.253,6	369,0	1.624,6	1.993,6	10.710,4	12.704,0
	III	3.448,8	2.407,4	5.066,4	7.473,8	364,0	1.877,0	2.241,0	10.922,6	13.163,6
	IV	3.509,8	2.534,4	4.922,2	7.456,6	393,0	2.110,6	2.503,6	10.966,4	13.470,0
1939	I	3.531,6	2.631,6	4.633,8	7.265,4	417,8	2.412,2	2.830,0	10.797,0	13.627,0
	II	3.597,0	2.577,6	4.531,4	7.109,0	493,2	2.619,4	3.112,6	10.706,0	13.818,6
	III	3.619,0	2.506,0	4.490,2	6.996,2	484,4	2.908,2	3.392,6	10.615,2	14.007,8
	IV	3.704,4	2.387,8	4.618,0	7.005,8	537,8	2.989,6	3.527,4	10.710,2	14.237,6
1940	I	3.748,4	2.287,8	4.721,8	7.009,6	597,0	3.092,6	3.689,6	10.758,0	14.447,6
	II	3.871,2	2.189,4	4.869,0	7.058,4	651,2	3.211,8	3.863,0	10.929,6	14.792,6
	III	3.908,6	2.117,4	5.024,2	7.141,6	693,4	3.376,2	4.069,6	11.050,2	15.119,8
	IV	4.039,8	2.028,8	5.249,4	7.278,2	760,4	3.524,4	4.284,8	11.318,0	15.602,8
1941	I	4.186,8	2.120,4	5.447,2	7.567,6	811,0	3.678,4	4.489,4	11.754,4	16.243,8
	II	4.479,6	2.278,8	5.707,8	7.986,6	847,8	3.877,4	4.725,2	12.466,2	17.191,4
	III	4.824,2	2.544,6	5.891,8	8.436,4	880,2	4.018,0	4.898,2	13.260,6	18.158,8
	IV	5.279,2	2.793,6	6.115,2	8.908,8	882,2	4.275,0	5.157,2	14.188,0	19.345,2

(continua)

(continuação)

Anos/ Trimestres	Papel-Moeda em Poder do Público (1)	Depósitos à Vista			Depósitos a Prazo			Estoque de Moeda (M)		
		Banco do Brasil (2)	Bancos Comerciais (3)	Total (4)	Banco do Brasil (5)	Bancos Comerciais (6)	Total (7)	M ₁ (8)=(1)+(4)	M ₂ (9)=(8)+(7)	
1942	I	5.872,6	3.139,6	6.245,8	9.385,4	871,8	4.440,0	5.311,8	15.258,0	20.569,8
	II	6.177,0	3.277,4	6.680,4	9.957,8	870,4	4.642,8	5.513,2	16.134,8	21.648,0
	III	6.370,6	3.698,8	7.044,4	10.743,2	886,2	4.834,2	5.720,4	17.113,8	22.834,2
	IV	6.648,2	3.866,0	7.821,0	11.687,0	923,6	5.128,8	6.052,4	18.335,2	24.387,6
1943	I	6.975,2	4.175,4	8.627,0	12.802,4	955,8	5.520,8	6.476,6	19.777,6	26.254,2
	II	7.221,2	4.594,0	9.804,4	14.398,4	1.017,8	5.938,2	6.956,0	21.619,6	28.575,6
	III	7.829,4	5.158,0	10.813,4	15.971,4	1.092,8	6.386,6	7.479,4	23.800,8	31.280,2
	IV	8.633,4	5.458,8	12.092,6	17.551,4	1.177,8	6.885,8	8.063,6	26.184,8	34.248,4
1944	I	9.381,0	6.166,8	13.098,4	19.265,2	1.290,8	7.438,6	8.729,4	28.646,2	37.375,6
	II	10.123,2	6.465,2	14.106,4	20.571,6	1.254,0	7.910,6	9.164,6	30.694,8	39.859,4
	III	10.810,2	6.863,4	15.019,6	21.883,0	1.395,2	8.492,6	9.887,8	32.693,2	42.581,0
	IV	11.410,6	7.217,6	15.781,2	22.998,8	1.538,4	9.088,2	10.626,6	34.409,4	45.036,0
1945	I	12.031,8	7.250,6	16.705,4	23.956,0	1.648,6	9.668,4	11.317,0	35.987,8	47.304,8
	II	12.707,4	7.073,4	17.505,8	24.579,2	1.669,6	10.145,6	11.815,2	37.286,6	49.101,8
	III	13.218,0	7.130,4	17.934,8	25.065,2	1.787,2	10.471,0	12.258,2	38.283,2	50.541,4
	IV	13.854,0	6.887,2	18.845,0	25.732,2	1.703,4	10.747,4	12.450,8	39.586,2	52.037,0
1946	I	14.688,6	6.311,6	19.627,8	25.939,4	1.573,6	10.937,8	12.511,4	40.628,0	53.139,4
	II	15.368,0	6.189,0	20.111,6	26.300,6	1.460,4	11.093,0	12.553,4	41.668,6	54.222,0
	III	15.869,6	6.000,0	20.660,0	26.660,0	1.402,6	10.972,0	12.374,6	42.529,6	54.904,2
	IV	16.384,0	6.000,0	21.360,0	27.360,0	1.358,4	10.970,0	12.328,4	43.744,0	56.075,4
Valores em Cr\$ milhões										
1947	I	16,7	6,0	21,4	27,4	1,3	10,9	12,2	44,1	56,3
	II	16,8	5,7	21,3	27,0	1,3	10,8	12,1	43,8	55,9
	III	16,8	5,6	21,2	26,8	1,3	10,8	12,1	43,6	55,7
	IV	16,8	5,5	21,1	26,6	1,2	11,0	12,3	43,4	55,7

1948	I	16,8	5,5	21,2	26,7	1,2	11,3	12,5	43,5	56,0
	II	16,9	5,6	21,6	27,2	1,1	11,6	12,7	44,1	56,8
	III	16,9	5,7	22,3	28,0	1,1	11,9	13,0	44,9	57,9
	IV	17,0	6,0	23,3	29,3	1,1	12,1	13,3	46,3	59,6
1949	I	17,5	6,3	24,3	30,3	1,1	12,5	13,6	47,8	61,4
	II	18,0	6,5	25,7	32,2	1,2	12,8	13,9	50,2	64,1
	III	18,3	6,5	27,1	33,6	1,2	13,2	14,4	51,9	66,3
	IV	18,9	6,5	28,8	35,3	1,2	13,7	14,9	54,2	69,1
1950	I	20,1	6,3	31,2	37,5	1,2	14,4	15,6	57,6	73,2
	II	21,4	6,1	34,1	40,2	1,2	14,8	16,0	61,6	77,6
	III	22,6	6,0	36,5	42,5	1,2	15,4	16,6	65,1	81,7
	IV	23,9	6,2	39,0	45,2	1,2	15,9	17,1	69,1	86,2
1951	I	25,4	6,4	41,4	47,8	1,2	16,2	17,4	73,2	90,6
	II	26,4	6,8	43,4	50,2	1,1	16,4	17,5	76,6	94,1
	III	26,9	7,3	44,8	52,1	1,1	16,7	17,8	79,0	96,8
	IV	27,4	7,8	46,5	54,3	1,1	16,8	17,9	81,7	99,6
1952	I	28,2	8,2	48,5	56,7	1,1	16,7	17,8	84,9	102,7
	II	28,9	8,7	50,7	59,4	1,2	16,9	18,1	88,3	106,4
	III	29,7	9,1	52,5	61,6	1,4	16,8	18,2	91,3	109,5
	IV	31,1	9,5	54,8	64,3	1,4	16,8	18,2	95,4	113,6
1953	I	32,6	9,8	57,2	67,0	1,6	16,8	18,4	99,6	118,0
	II	34,2	10,1	59,9	70,0	1,7	17,0	18,7	104,2	122,9
	III	35,8	10,4	62,8	73,2	1,8	17,4	19,2	109,0	128,2
	IV	37,5	10,7	65,9	76,6	1,8	17,9	19,7	114,1	133,8
1954	I	39,7	11,3	69,2	80,5	1,9	18,7	20,5	120,2	140,7
	II	42,4	12,1	73,0	85,1	1,8	19,3	21,1	127,5	148,6
	III	44,6	12,7	76,1	88,8	1,8	19,7	21,5	133,4	154,9
	IV	47,1	13,8	78,8	92,6	1,6	19,9	21,5	139,7	161,2
1955	I	49,8	14,5	82,5	97,0	1,6	19,9	21,5	146,8	168,3
	II	52,1	14,8	85,9	100,7	1,5	19,8	21,3	152,8	174,1
	III	53,9	15,0	90,1	105,1	1,5	19,8	21,3	159,0	180,3
	IV	56,2	15,2	95,4	110,6	1,3	20,0	21,3	166,8	188,1

(continua)

(continuação)

Anos/ Trimestres	Papel-Moeda em Poder do Público (1)	Depósitos à Vista			Depósitos a Prazo			Estoque de Moeda (M)		
		Banco do Brasil (2)	Bancos Comerciais (3)	Total (4)	Banco do Brasil (5)	Bancos Comerciais (6)	Total (7)	M ₁ (8)=(1)+(4)	M ₂ (9)=(8)+(7)	
1956	I	58,5	15,3	100,8	116,1	1,2	20,3	21,6	174,6	196,2
	II	61,1	16,0	106,1	122,1	1,2	20,7	21,9	183,2	205,1
	III	63,4	16,5	112,1	128,6	1,2	21,0	22,2	192,0	214,2
	IV	65,9	17,0	118,1	135,1	1,2	21,3	22,5	201,0	223,5
1957	I	68,8	18,4	123,9	142,3	1,4	21,6	22,9	211,1	234,0
	II	72,4	20,2	134,1	154,3	1,6	22,2	23,8	226,7	250,5
	III	75,9	22,5	145,2	167,7	1,8	23,1	24,9	243,6	268,5
	IV	78,9	24,8	157,3	182,1	2,4	24,1	26,5	261,0	287,5
1958	I	83,4	28,1	169,3	197,4	2,7	25,1	27,8	280,8	308,6
	II	88,4	29,9	181,2	211,1	3,1	25,5	28,5	299,5	328,0
	III	92,4	31,7	190,7	222,4	3,4	25,4	28,9	314,8	343,7
	IV	97,1	33,0	201,0	234,0	3,7	25,1	28,8	331,1	359,9
1959	I	102,7	35,6	216,0	251,6	3,6	25,1	28,7	354,3	383,0
	II	109,5	37,7	237,6	275,3	3,8	25,5	29,3	384,8	414,1
	III	115,1	40,2	262,2	302,4	3,9	26,5	30,4	417,5	447,9
	IV	121,6	42,4	289,0	331,4	3,9	27,9	31,7	453,0	484,7
1960	I	130,2	46,1	318,2	364,3	3,9	30,6	34,5	494,5	529,0
	II	141,2	52,3	348,2	400,5	3,7	34,2	37,9	541,7	579,6
	III	151,6	50,7	378,0	428,7	3,8	38,6	42,4	580,3	622,7
	IV	163,6	70,3	404,8	475,1	3,6	42,9	46,6	638,7	685,3
1961	I	184	84	433	517	3	47	51	701	752
	II	207	104	476	580	3	49	53	787	840
	III	224	117	521	638	4	51	55	862	917
	IV	244	132	571	703	4	51	55	947	1.002

1962	I	276	152	635	787	4	53	57	1.063	1.120
	II	309	176	739	915	4	52	57	1.224	1.281
	III	344	194	820	1.014	4	53	58	1.358	1.416
	IV	382	218	914	1.132	4	55	59	1.514	1.573
1963	I	443	247	1.012	1.259	4	58	62	1.702	1.764
	II	517	278	1.186	1.464	4	63	66	1.981	2.047
	III	593	312	1.330	1.642	4	69	73	2.235	2.308
	IV	678	366	1.549	1.915	3	77	80	2.593	2.673
1964	I	779	437	1.810	2.247	3	87	90	3.026	3.116
	II	893	525	2.168	2.693	3	100	103	3.586	3.689
	III	977	645	2.479	3.124	3	113	116	4.101	4.217
	IV	1.075	788	2.920	3.708	3	126	129	4.783	4.912
1965	I	1.195	959	3.410	4.369	4	141	145	5.564	5.709
	II	1.351	1.110	4.060	5.170	4	163	168	6.521	6.689
	III	1.459	1.243	4.509	5.752	7	158	165	7.211	7.376
	IV	1.607	1.339	4.975	6.314	13	156	169	7.921	8.090
1966	I	1.754	1.427	5.291	6.718	19	165	183	8.472	8.655
	II	1.931	1.471	5.589	7.060	23	184	207	8.991	9.198
	III	2.031	1.533	5.754	7.287	28	205	234	9.318	9.552
	IV	2.153	1.660	6.261	7.921	34	263	298	10.074	10.372
1967	I	2.285	1.840	6.815	8.655	40	327	367	10.940	11.307
	II	2.472	1.979	7.577	9.556	47	390	436	12.028	12.464
	III	2.605	2.167	8.387	10.554	54	459	513	13.159	13.672
	IV	2.804	2.396	9.270	11.666	61	533	595	14.470	15.065
1968	I	3.035	2.619	10.037	12.656	68	620	687	15.691	16.378
	II	3.344	2.807	10.941	13.748	71	708	779	17.092	17.871
	III	3.596	3.100	11.724	14.824	72	746	818	18.420	19.238
	IV	3.829	3.399	12.563	15.962	75	762	838	19.791	20.629
1969	I	4.113	3.686	13.322	17.008	81	775	856	21.121	21.977
	II	4.498	3.961	14.366	18.327	82	776	858	22.825	23.683
	III	4.725	4.180	15.181	19.361	87	791	879	24.086	24.965
	IV	4.935	4.530	16.338	20.868	96	867	963	25.803	26.766

(continua)

(continuação)

Anos/ Trimestres	Papel-Moeda em Poder do Público (1)	Depósitos a Vista			Depósitos a Prazo			Estoque de Moeda		
		Banco do Brasil (2)	Bancos Comerciais (3)	Total (4)	Banco do Brasil (5)	Bancos Comerciais (6)	Total (7)	M_1 (8)=(1)+(4)	M_2 (9)=(8)+(7)	
1970	I	5.220	4.803	17.272	22.075	104	981	1.085	27.925	28.380
	II	5.636	5.042	18.628	23.670	110	1.103	1.213	29.306	30.519
	III	5.834	5.305	19.493	24.798	119	1.289	1.408	30.632	32.040
	IV	6.046	5.632	21.164	26.796	125	1.498	1.623	32.842	34.465
1971	I	6.329	6.037	22.687	28.724	141	1.792	1.933	35.053	36.986
	II	6.921	6.506	24.542	31.048	198	2.188	2.386	37.969	40.355
	III	7.279	7.081	25.941	33.022	269	2.629	2.898	40.301	43.199
	IV	7.752	7.650	28.164	35.814	396	3.084	3.480	43.566	47.046
1972	I	8.380	8.319	29.729	38.048	515	3.701	4.216	46.428	50.644
	II	9.357	8.789	32.490	41.279	583	4.389	4.972	50.636	55.608

FONTES:

Coluna 1: Papel-Moeda em Poder do Público

Trata-se do saldo do papel-moeda emitido nas mãos do público não-bancário. Definido como o papel-moeda em circulação (Coluna 3 da Tabela A. 1) *menos* a caixa em moeda corrente dos bancos comerciais (Coluna 1 da Tabela A.2).

Colunas 2 a 7: Depósitos à Vista e a Prazo, no Banco do Brasil e nos Bancos Comerciais

As séries de depósitos à vista e a prazo no Brasil têm que ser subdivididas devido à peculiaridade do seu sistema monetário: as Autoridades Monetárias também recebem depósitos do público através do Banco do Brasil. Os depósitos à vista incluem depósitos a curto prazo (até 30 dias, no período anterior a 1945, e até 120 dias de 1946 em diante nas estimativas do Banco Central do Brasil, "Série Histórica de Meios de Pagamento", *in Boletim do Banco Central do Brasil*, outubro de 1971. Os depósitos a prazo compreendem depósitos a prazo fixo e depósitos com aviso prévio.

Deve-se observar que:

1 - Salvo observação em contrário nos períodos respectivos, os depósitos são *corrigidos*, isto é, eliminados os depósitos de uns bancos comerciais em outros, e destes no Banco do Brasil;

2 - Os depósitos são *ajustados* por um processo de médias móveis, com o fim de eliminar variações sazonais. Não foi feito qualquer outro ajustamento para eliminar sazonalidade, basicamente devido ao fato de só estarem disponíveis dados correspondentes a saldos em fim de período (ano, trimestre ou mês).

3 - Há indicações de que as séries de depósitos apresentam ligeira superestimativa até 1945. Primeiro, no período anterior a 1922, por ser difícil e às vezes impossível determinar com

precisão o volume de depósitos interbancos (conforme explicado nas notas da Coluna 2, Tabela A.2). Segundo, até 1938 os depósitos à vista incluem *compensação de cheques*, uma vez que somente de 1939 em diante é que são destacados nas estatísticas bancárias; sua importância até então era, contudo, relativamente pequena: 3 a 4 por cento do total de depósitos em 1939, e certamente cada vez menos à medida que se recua na série (ver Ministério da Fazenda, Serviço de Estatística Econômica e Financeira, *Movimento Bancário do Brasil*, n.º III, 1939). Terceiro, até setembro de 1942 as séries incluem os depósitos à vista da União (Tesouro Nacional). Como se sabe, na consolidação do sistema monetário, os depósitos à vista da União no Sistema Bancário são cancelados, uma vez que passam a representar uma obrigação das Autoridades Monetárias em relação a elas próprias. No entanto, as estatísticas bancárias não destacavam os depósitos da União do Total de *Depósitos de Poderes Públicos* (União, Estados, Municípios e Autarquias).

As fontes dos dados primários, por período, são as que se seguem.

I - Período anterior a 1860: Dados anuais (até 1851) e trimestrais (de 1852 em diante): *Relatório da Comissão de Inquérito*, *op. cit.*, Anexo B. Até 1851 (inclusive) os dados são não corrigidos (isto é, não são eliminados os depósitos interbancos) e não ajustados. De 1852 em diante, ainda não são corrigidos, mas ajustados por médias móveis.

II - 1860/68: Dados anuais e trimestrais obtidos pela consolidação dos balanços dos bancos comerciais e do Banco do Brasil, reproduzidos em: Ministério da Fazenda, *Relatórios*, 1860, 1861, 1862, 1863, 1864, 1865, 1866, 1867 e 1968 (Quadros do Anexo Estatístico). Não puderam ser eliminados os depósitos interbancos. Os dados foram ajustados por médias móveis.

III - 1869/1913: Dados anuais e trimestrais obtidos pela consolidação dos balanços dos bancos comerciais e do Banco do Brasil, publicados mensalmente no *Jornal do Comércio* do Rio de Janeiro. Os balanços consolidados representaram em média de 85 a 90 por cento dos depósitos do sistema bancário. Os levantamentos periódicos, abrangendo o universo do sistema bancário, são apresentados em: Ministério da Fazenda, *Relatório* (particularmente os de 1871, 1875, 1880, 1897, 1907-08, 1912), permitindo a expansão da amostra de modo a interligar as séries com os períodos imediatamente anterior e posterior.

Foram eliminados os depósitos interbancos (embora com as imprecisões já apontadas) e ajustaram-se as séries através de médias móveis.

IV - 1914/21: 1. Dados anuais: Ministério da Fazenda, Serviço de Estatística Econômica e Financeira do Tesouro Nacional, *Quadros Estatísticos*, n.º 3, Q.E.A., *op. cit.*, pp. 2-5; Ministério da Fazenda, Serviço de Estatística Econômica e Financeira, *Relatório de 1956*, pp. 164-165. 2. Dados trimestrais: Ministério da Fazenda, Diretoria de Estatística Comercial, "Movimento Bancário", in *Comércio Exterior do Brasil*, *op. cit.*, mesmos números e páginas citados na Tabela I, Coluna 2, item IV.

Os dados primários não permitiram que se eliminassem os depósitos interbancos. Nessas condições, as séries envolvem alguma superestimativa nesse período. Foram, contudo, ajustadas por médias móveis.

V - 1922/45: 1. Dados anuais: além das fontes citadas no item IV.1 anteriormente, mais as seguintes: Ministério da Fazenda, Diretoria de Estatística Comercial, "Movimento Bancário", in *Comércio Exterior do Brasil*, *op. cit.*, 1923 (pp. 200-201) e 1927 (pp. 206-207); Ministério do Trabalho, Indústria e Comércio, Departamento Nacional de Estatística, *Movimento Bancário*, *op. cit.*, 1929-30 (pp. 26-27), 1932-33 (pp. 28-29), 1936-37 (pp. 28-29) e 1937-38 (pp. 30-31); Ministério da Fazenda, Serviço de Estatística Econômica e Financeira, *Movimento Bancário do Brasil*, *op. cit.*, 1934-40 (p. 52), 1941-42 (p. 35), 1942-43 (pp. 35-36), 1943-44 (pp. 35-36) e 1944-45 (pp. 40-41). 2. Dados trimestrais: a. 1922-1926, dados anuais interpolados segundo tendência observada nos balanços consolidados dos bancos comerciais e do Banco do Brasil (publicados no *Jornal do Comércio* do Rio de Janeiro), representativos de cerca de 80 por cento do sistema bancário; b. 1927-1945, Ministério do Trabalho, Indústria e Comércio, Departamento Nacional de Estatística, *Movimento Bancário*, *op. cit.*, 1930-31 (p. 54), 1932-33 (p. 54), 1937-38 (p. 56); Ministério da Fazenda, Diretoria de Estatística Econômica e Financeira, *Movimento Bancário do Brasil*, *op. cit.*, 1935 (números I e IV), 1937 (número I), 1938 (número II), 1939 (número III) e 1940 (número IV); Ministério da Fazenda, Serviço de Estatística Econômica e Financeira, *Movimento Bancário do Brasil*, *op. cit.*, 1941-42 (p. 7) e 1944-45 (p. 7).

Os dados primários permitem, a partir de 1922, deduzir das séries de depósitos os depósitos interbancos comerciais e destes

no Banco do Brasil, anualmente. A correção para os dados trimestrais, contudo, só a partir de março de 1939 é que pode ser feita diretamente dos dados primários. Antes disso, para a correção, utilizaram-se: a. no período 1922-26, os dados dos balanços consolidados dos bancos comerciais e do Banco do Brasil coletados no *Jornal do Comércio* do Rio de Janeiro; os dados anuais nesse período foram interpolados segundo a tendência dessa amostra; b. no período 1927-1938, utilizou-se o critério de interpolação segundo uma “série relacionada” (cf. Milton Friedman, “The Interpolation of Time Series by Related Series”, in *Journal of American Statistical Association*, n.º 300, December 1962, pp. 729-757). A série escolhida foi a dos depósitos não corrigidos. As séries corrigidas foram, finalmente, ajustadas por médias móveis.

VI - 1946/72: Dados do Banco Central do Brasil, “Série Histórica de Meios de Pagamento”, in *Boletim do Banco Central do Brasil*, *op. cit.*, pp. 13-20, posteriormente revistos e publicados em: *Boletim do Banco Central do Brasil*, Vol. 10, n.º 5 (maio de 1974), pp. 7-21, e informações diretas do Departamento Econômico, Divisão Monetária e Bancária, Núcleo de Pesquisas de Instituições Financeiras Monetárias. Os dados, já corrigidos pela eliminação dos depósitos interbancos, foram ajustados por médias móveis.

Coluna 8:
Estoque de Moeda (M_1)

Trata-se da definição usual do estoque de moeda (meios de pagamento), isto é, papel-moeda em poder do público *mais* depósitos à vista no sistema bancário. Como indicado, resulta da soma dos dados das Colunas 1 e 4.

Coluna 9:
Estoque de Moeda (M_2)

Definido como a “moeda de Friedman”, isto é, a definição de estoque de moeda utilizada por Friedman & Schwartz, *A Monetary History of the United States*. Compreende o papel-moeda em poder do público *mais* os depósitos à vista e a prazo. Ou, como indicado, por M_1 (Coluna 8) *mais* o total de depósitos a prazo (Coluna 7).

TABELA A.4

DETERMINANTES APROXIMADOS DO ESTOQUE DE MOEDA —
SALDOS EM FINAL DE PERÍODO

Anos	Relações Percentuais				
	Base Monetária (1)	Bancos Comerciais		Moeda em Poder do Público/Estoque de Moeda (M_1) (4)	Moeda em Poder do Público/Estoque de Moeda (M_2) (5)
		Encaixe/Depósitos à Vista (2)	Encaixe/Depósitos Totais (3)		
	Cr\$ mil				
1839	39,7	—	—	100	99
1840	40,1	133	80	99	98
1841	40,5	80	44	99	97
1842	44,0	25	3	99	93
1843	46,8	67	8	99	89
1844	48,6	80	8	99	90
1845	51,0	86	16	99	88
1846	51,6	225	16	99	89
1847	50,3	122	16	98	86
1848	49,3	90	17	98	89
1849	48,7	73	12	98	86
1850	48,0	57	11	97	84
1851	45,6	135	21	96	77

(continuação)

		Relações Percentuais				
		Bancos Comerciais			Moeda em Poder do Público/Esto- que de Moeda (M_1)	Moeda em Poder do Público/Esto- que de Moeda (M_2)
Anos/ Trimestres	Base Monetária (1)	Encaixe/Depó- sitos à Vista (2)	Encaixe/Depó- sitos Totais (3)	(4)			(5)
1852	III	48,0	128	16	95	72
	IV	48,7	125	16	95	71
1853	I	49,6	134	17	95	71
	II	50,3	151	20	95	71
	III	50,3	164	23	95	73
	IV	51,9	166	23	95	75
1854	I	54,1	166	20	94	76
	II	56,6	134	16	94	77
	III	59,7	110	11	93	79
	IV	62,7	77	9	93	79
1855	I	63,9	61	8	92	79
	II	65,5	50	8	92	80
	III	66,7	46	9	92	80
	IV	70,2	39	9	88	77
1856	I	71,5	38	9	88	78
	II	74,1	40	10	88	79
	III	77,2	44	11	89	80
	IV	80,8	40	10	90	82
1857	I	83,2	37	10	93	85
	II	88,6	33	9	92	83
	III	90,3	28	8	90	82
	IV	92,5	26	8	88	79

1858	I	93,3	30	10	85	76
	II	92,9	36	12	83	74
	III	92,2	44	17	83	73
	IV	93,9	51	21	83	73
1859	I	92,5	53	24	83	73
	II	92,4	53	26	85	74
	III	90,9	41	21	84	73
	IV	89,6	33	19	83	72
1860	I	87,3	29	17	82	71
	II	86,8	26	16	81	70
	III	83,9	28	17	78	67
	IV	81,3	35	21	77	66
1861	I	78,0	40	24	75	64
	II	76,9	43	27	73	62
	III	75,0	47	29	71	60
	IV	74,6	46	28	70	60
1862	I	75,0	45	28	69	58
	II	76,5	42	26	69	59
	III	77,0	36	22	69	60
	IV	77,0	33	20	69	59
1863	I	76,2	31	20	68	59
	II	75,8	26	17	68	60
	III	75,8	24	17	69	61
	IV	75,0	25	17	68	60
1864	I	78,1	27	18	68	61
	II	84,3	28	19	70	62
	III	90,2	31	20	72	64
	IV	95,7	34	22	74	65

(continua)

(continuação)

		Relações Percentuais				
		Bancos Comerciais			Moeda em Poder do Público/Esto- que de Moeda (M_1)	Moeda em Poder do Público/Esto- que de Moeda (M_2)
Anos/ Trimestres	Base Monetária (1)	Encaixe/Depó- sitos à Vista (2)	Encaixe/Depó- sitos Totais (3)	(4)			(5)
1865	I	102,0	38	25	75	67
	II	105,4	36	25	76	69
	III	109,0	32	22	77	70
	IV	113,6	32	22	78	72
1866	I	118,2	33	23	79	72
	II	121,4	31	22	80	74
	III	122,1	34	23	81	74
	IV	122,9	39	27	82	75
1867	I	123,9	38	26	81	75
	II	124,6	35	23	82	76
	III	127,3	30	20	82	76
	IV	132,5	26	17	83	76
1868	I	138,8	21	14	83	77
	II	144,8	18	12	83	78
	III	152,9	18	12	83	78
	IV	160,6	19	13	83	78
1869	I	171,5	18	13	83	79
	II	181,1	18	13	84	80
	III	190,5	17	13	85	81
	IV	195,0	19	13	85	81

1870	I	198,7	21	15	85	81
	II	198,8	23	15	86	81
	III	198,4	27	17	84	79
	IV	197,1	28	18	83	77
1871	I	198,6	26	17	82	76
	II	200,3	25	16	82	75
	III	201,4	24	16	81	74
	IV	200,7	21	14	81	74
1872	I	199,8	21	13	80	73
	II	199,0	21	13	80	72
	III	197,5	21	13	79	71
	IV	195,8	22	14	78	70
1873	I	194,9	24	15	77	68
	II	194,6	23	14	77	68
	III	193,5	24	15	76	67
	IV	192,2	24	15	76	66
1874	I	192,0	25	15	75	65
	II	192,1	23	13	76	65
	III	191,8	23	14	76	65
	IV	192,4	26	15	77	66
1875	I	193,7	28	16	78	66
	II	194,3	33	17	79	67
	III	196,0	43	21	79	67
	IV	197,6	55	25	80	68
1876	I	198,6	62	28	79	67
	II	200,9	59	27	78	66
	III	203,2	54	25	77	65
	IV	204,3	49	23	76	65

(continuação)

		Relações Percentuais				
Anos/ Trimestres	Base Monetária *	Bancos Comerciais		Moeda em Poder do Público/Esto- que de Moeda (M_1) (4)	Moeda em Poder do Público/Esto- que de Moeda (M_2) (5)	
		Encaixe/Depó- sitos à Vista (2)	Encaixe/Depó- sitos Totais (3)			
1877	I	204,9	44	21	76	64
	II	205,4	37	19	76	65
	III	204,9	37	18	77	64
	IV	210,5	44	21	77	65
1878	I	213,2	49	24	77	64
	II	218,7	48	25	77	64
	III	224,3	47	26	76	64
	IV	232,6	46	27	75	63
1879	I	235,2	41	25	74	62
	II	240,3	36	22	74	62
	III	241,2	37	22	74	62
	IV	243,2	36	21	74	62
1880	I	241,8	36	21	74	62
	II	239,1	35	20	75	62
	III	238,4	36	20	74	61
	IV	238,2	33	18	74	61
1881	I	236,8	32	18	73	60
	II	234,9	31	18	74	60
	III	234,1	28	17	74	60
	IV	231,6	28	16	75	59

1882	I	231,0	28	16	75	59
	II	230,6	31	17	76	59
	III	230,7	31	17	76	59
	IV	229,0	32	17	76	58
1883	I	228,5	32	17	77	58
	II	225,3	32	17	78	59
	III	222,9	30	16	79	61
	IV	222,3	32	16	79	60
1884	I	224,9	33	17	78	59
	II	226,3	36	18	77	58
	III	227,8	37	18	76	57
	IV	230,0	35	17	74	55
1885	I	232,2	36	18	73	54
	II	231,4	35	17	73	55
	III	233,0	32	16	73	55
	IV	232,7	34	16	73	54
1886	I	230,4	36	16	74	54
	II	226,2	36	16	74	55
	III	223,7	36	17	75	55
	IV	219,6	39	18	75	56
1887	I	218,7	39	18	76	57
	II	219,0	40	19	76	58
	III	221,6	42	21	76	57
	IV	223,2	45	22	75	57
1888	I	227,7	51	26	73	55
	II	227,3	47	24	71	54
	III	227,6	48	25	70	53
	IV	225,1	50	26	69	52

(continua)

(continuação)

		Relações Percentuais				
Anos/ Trimestres	Base Monetária (1)	Bancos Comerciais		Moeda em Poder do Público/Esto- que de Moeda (M_1) (4)	Moeda em Poder do Público/Esto- que de Moeda (M_2) (5)	
		Encaixe/Depó- sitos à Vista (2)	Encaixe/Depó- sitos Totais (3)			
1889	I	226,3	50	26	67	51
	II	223,7	59	32	64	48
	III	236,0	76	43	59	44
	IV	253,0	81	46	55	40
1890	I	277,6	73	44	48	35
	II	305,7	67	42	41	30
	III	360,9	60	38	40	30
	IV	412,7	53	34	39	29
1891	I	467,1	48	32	38	29
	II	521,7	45	30	38	29
	III	566,6	41	29	39	30
	IV	588,2	42	29	41	32
1892	I	604,0	41	29	43	35
	II	612,5	42	29	48	38
	III	612,9	46	31	52	42
	IV	619,6	55	35	57	46
1893	I	622,1	58	36	59	48
	II	633,7	63	39	62	50
	III	651,3	66	39	63	52
	IV	676,8	69	41	64	53

1894	I	701,5	73	44	64	52
	II	730,1	78	45	63	51
	III	743,7	82	48	63	51
	IV	748,6	83	49	62	49
1895	I	751,6	83	50	60	48
	II	745,3	81	49	60	49
	III	737,9	75	46	61	49
	IV	740,7	75	44	61	49
1896	I	742,9	73	44	61	49
	II	744,8	75	45	63	51
	III	763,8	79	47	61	50
	IV	779,1	83	50	59	48
1897	I	789,9	85	52	59	48
	II	806,3	82	52	58	47
	III	817,6	78	50	57	47
	IV	821,7	77	48	58	48
1898	I	828,2	74	47	59	49
	II	832,9	70	45	60	50
	III	836,7	69	43	61	50
	IV	832,4	70	44	61	50
1899	I	822,7	69	43	61	50
	II	811,1	68	42	62	51
	III	804,7	65	40	61	51
	IV	791,8	68	42	62	51
1900	I	781,4	69	43	64	53
	II	763,4	70	43	66	55
	III	744,7	76	47	69	58
	IV	718,1	90	56	72	62

(continuação)

		Relações Percentuais				
		Bancos Comerciais			Moeda em Poder do Público/Esto- que de Moeda (M_1)	Moeda em Poder do Público/Esto- que de Moeda (M_2)
Anos/ Trimestres	Base Monetária (1)	Encaixe/Depó- sitos à Vista (2)	Encaixe/Depó- sitos Totais (3)	(4)			(5)
1901	I	696,2	97	61	75	65
	II	680,9	98	63	75	67
	III	677,2	100	66	76	68
	IV	671,9	96	67	75	69
1902	I	668,6	86	62	75	69
	II	665,4	81	61	75	70
	III	660,7	78	62	75	70
	IV	655,2	79	63	75	71
1903	I	655,4	78	63	75	71
	II	655,3	79	64	75	71
	III	656,9	79	63	76	72
	IV	658,1	80	62	76	72
1904	I	660,6	77	58	75	71
	II	666,3	72	54	75	71
	III	670,6	65	49	74	70
	IV	672,2	63	49	71	67
1905	I	675,5	62	49	69	65
	II	676,4	62	49	69	65
	III	673,1	63	50	69	65
	IV	671,9	65	51	69	65

1906	I	670,7	64	49	72	67
	II	675,7	61	46	74	69
	III	692,3	57	44	75	70
	IV	707,4	56	42	75	70
1907	I	730,7	54	41	75	70
	II	755,5	53	40	73	68
	III	773,3	54	41	71	66
	IV	775,5	56	42	69	63
1908	I	779,7	56	41	66	61
	II	777,5	57	42	66	60
	III	782,5	58	42	64	59
	IV	785,2	57	41	64	59
1909	I	791,3	56	40	65	59
	II	819,4	58	41	66	60
	III	850,9	58	40	66	59
	IV	883,1	62	41	68	59
1910	I	917,2	62	41	67	59
	II	956,1	61	41	67	58
	III	971,3	59	39	66	58
	IV	986,3	59	40	65	57
1911	I	1.000,9	56	38	63	55
	II	1.023,8	54	37	62	54
	III	1.041,0	53	36	61	53
	IV	1.057,2	51	34	60	51
1912	I	1.068,8	48	32	59	51
	II	1.084,0	47	31	60	52
	III	1.091,1	47	30	61	52
	IV	1.091,9	47	30	62	53

(continuação)

		Relações Percentuais				
		Bancos Comerciais			Moeda em Poder do Público/Esto- que de Moeda (M_1) (4)	Moeda em Poder do Público/Esto- que de Moeda (M_2) (5)
Anos/ Trimestres	Base Monetária (1)	Encaixe/Depó- sitos à Vista (2)	Encaixe/Depó- sitos Totais (3)			
1913	I	1.082,7	48	30	62	52
	II	1.068,8	50	31	61	52
	III	1.042,1	52	31	61	51
	IV	1.018,0	57	33	61	50
1914	I	1.008,4	65	35	62	50
	II	1.017,0	76	40	62	50
	III	1.037,3	86	45	62	50
	IV	1.050,6	92	48	63	50
1915	I	1.066,6	94	51	63	50
	II	1.082,6	92	51	62	50
	III	1.101,4	88	50	62	50
	IV	1.119,4	86	49	62	50
1916	I	1.153,4	85	48	62	50
	II	1.192,2	79	45	61	50
	III	1.217,8	74	42	61	49
	IV	1.248,8	68	40	60	49
1917	I	1.290,4	62	38	60	49
	II	1.334,4	58	36	59	48
	III	1.387,4	57	37	58	48
	IV	1.445,2	54	36	56	47

1918	I	1.507,4	53	35	56	45
	II	1.569,6	51	34	54	44
	III	1.635,7	50	34	53	43
	IV	1.684,2	48	33	51	42
1919	I	1.734,0	46	31	51	41
	II	1.776,4	47	30	50	40
	III	1.798,4	47	29	50	39
	IV	1.826,0	49	29	49	37
1920	I	1.853,8	52	30	49	36
	II	1.896,0	57	32	47	34
	III	1.936,4	62	34	45	32
	IV	2.045,2	64	36	42	30
1921	I	2.133,8	69	39	42	31
	II	2.261,0	65	38	40	30
	III	2.420,2	61	38	40	30
	IV	2.584,1	56	37	40	31
1922	I	2.684,0	52	35	41	33
	II	2.832,8	47	33	40	32
	III	2.967,4	45	34	40	33
	IV	3.023,4	44	33	40	33
1923	I	3.084,6	41	31	41	34
	II	3.178,8	40	31	40	35
	III	3.219,4	39	29	41	35
	IV	3.259,0	37	27	42	36
1924	I	3.373,4	34	25	43	37
	II	3.468,6	34	25	44	38
	III	3.525,6	33	24	44	38
	IV	3.552,0	32	24	44	38

(continua)

(continuação)

		Relações Percentuais				
		Bancos Comerciais			Moeda em Poder do Público/Esto- que de Moeda (M ₁)	Moeda em Poder do Público/Esto- que de Moeda (M ₂)
Anos/ Trimestres	Base Monetária (1)	Encaixe/Depó- sitos à Vista (2)	Encaixe/Depó- sitos Totais (3)	(4)			(5)
1925	I	3.563,6	32	23	44	37
	II	3.506,2	33	24	43	37
	III	3.439,6	33	24	43	36
	IV	3.400,4	35	25	42	35
1926	I	3.379,8	37	26	42	35
	II	3.333,0	38	26	42	35
	III	3.330,6	37	26	41	34
	IV	3.313,0	37	26	40	32
1927	I	3.315,0	36	24	40	33
	II	3.371,8	33	22	41	33
	III	3.499,5	32	21	40	32
	IV	3.617,4	32	20	40	31
1928	I	3.783,6	31	20	40	31
	II	3.895,4	31	20	40	30
	III	3.950,6	30	19	39	29
	IV	3.918,2	30	19	38	29
1929	I	3.877,4	30	18	39	29
	II	3.831,6	30	19	38	28
	III	3.751,4	30	19	38	28
	IV	3.601,6	31	19	38	27

1930	I	3.485,6	32	19	38	27
	II	3.401,6	33	19	38	26
	III	3.395,8	33	19	39	26
	IV	3.449,0	34	18	38	26
1931	I	3.581,8	35	19	38	26
	II	3.747,6	36	19	38	26
	III	3.924,4	38	21	36	26
	IV	3.967,8	39	22	35	25
1932	I	4.061,6	39	23	33	25
	II	4.257,0	40	25	32	25
	III	4.391,4	41	27	32	25
	IV	4.483,4	40	28	31	25
1933	I	4.632,0	39	28	31	25
	II	4.671,2	40	29	32	26
	III	4.675,6	38	27	31	26
	IV	4.748,8	37	26	31	25
1934	I	4.848,6	36	25	31	25
	II	4.940,0	35	24	32	26
	III	5.026,0	34	24	32	26
	IV	5.093,4	34	23	32	26
1935	I	5.174,2	33	23	33	26
	II	5.253,0	33	23	34	27
	III	5.415,0	32	22	35	28
	IV	5.613,6	32	22	36	28
1936	I	5.737,8	32	22	36	29
	II	5.855,8	32	22	37	29
	III	5.888,2	32	22	37	29
	IV	5.871,4	31	21	37	29

(continuação)

		Relações Percentuais				
		Bancos Comerciais			Moeda em Poder do Público/Estoque de Moeda (M_1)	Moeda em Poder do Público/Estoque de Moeda (M_2)
Anos/ Trimestres	Base Monetária (1)	Encaixe/Depósitos à Vista (2)	Encaixe/Depósitos Totais (3)	(4)	(5)	
1937	I	5.851,4	29	20	38	29
	II	5.934,8	30	21	38	30
	III	6.060,4	29	21	36	29
	IV	6.357,4	29	27	34	28
1938	I	6.682,0	29	22	33	27
	II	7.128,6	30	23	32	27
	III	7.443,0	31	22	31	26
	IV	7.672,4	33	23	32	26
1939	I	7.753,2	34	22	32	25
	II	7.849,6	36	23	33	26
	III	7.832,0	38	23	34	25
	IV	7.844,6	37	23	34	26
1940	I	7.798,8	37	22	34	25
	II	7.895,0	37	22	35	26
	III	7.915,2	37	22	35	25
	IV	8.028,8	37	22	35	25
1941	I	8.320,0	36	22	35	25
	II	8.827,8	36	21	35	26
	III	9.437,0	35	20	36	26
	IV	10.202,6	34	20	37	27

1942	I	11.167,0	34	20	38	28
	II	11.893,6	36	21	38	28
	III	12.813,2	38	23	37	27
	IV	13.570,8	39	23	36	27
1943	I	14.555,0	39	24	35	26
	II	15.624,6	38	24	33	25
	III	16.977,0	36	23	32	25
	IV	18.357,0	35	22	32	25
1944	I	20.147,0	35	22	32	25
	II	21.432,6	34	22	32	25
	III	23.110,2	36	23	33	25
	IV	24.502,8	37	23	33	25
1945	I	25.250,4	35	22	33	25
	II	25.859,0	34	21	34	25
	III	26.610,6	34	22	34	26
	IV	26.902,4	32	20	34	26
1946	I	27.166,8	31	20	36	28
	II	27.879,8	31	20	37	28
	III	28.205,6	31	20	37	29
	IV	28.648,4		19	37	29
Cr\$ milhões						
1947	I	28,8	29	19	38	30
	II	28,5	28	19	38	30
	III	28,9	31	20	38	30
	IV	28,3	28	19	39	30
1948	I	28,4	29	19	38	30
	II	28,8	29	19	38	30
	III	29,1	29	19	38	29
	IV	29,6	28	19	37	29

(continua)

(continuação)

		Relações Percentuais				
		Bancos Comerciais			Moeda em Poder do Público/Esto- que de Moeda (M_1)	Moeda em Poder do Público/Esto- que de Moeda (M_2)
Anos/ Trimestres	Base Monetária (1)	Encaixe/Depó- sitos à Vista (2)	Encaixe/Depó- sitos Totais (3)	(4)			(5)
1949	I	30,4	27	18	37	29
	II	31,4	27	18	36	28
	III	32,5	28	19	32	25
	IV	33,9	30	20	35	27
1950	I	35,6	29	20	35	27
	II	37,9	30	21	35	28
	III	39,8	31	22	35	28
	IV	41,7	30	21	35	28
1951	I	43,6	29	20	35	28
	II	45,6	29	21	34	28
	III	48,0	31	22	34	28
	IV	48,1	28	20	34	28
1952	I	49,6	27	20	33	27
	II	51,8	28	21	33	27
	III	53,7	28	22	33	27
	IV	56,6	29	22	33	27
1953	I	58,7	28	22	33	28
	II	61,4	29	22	33	28
	III	63,3	27	21	33	28
	IV	65,4	26	21	33	28

1954	I	68,3	25	20	33	28
	II	73,1	25	20	33	29
	III	76,4	25	20	33	29
	IV	80,7	25	20	34	29
1955	I	84,9	25	20	34	30
	II	88,8	25	21	34	30
	III	91,4	25	20	34	30
	IV	95,2	25	21	34	30
1956	I	98,3	24	20	34	30
	II	103,5	25	21	33	30
	III	107,1	24	20	33	30
	IV	111,3	24	20	33	29
1957	I	117,1	24	21	33	29
	II	128,0	26	23	32	29
	III	136,6	26	23	31	28
	IV	145,2	26	23	30	27
1958	I	156,7	27	23	30	27
	II	167,8	27	24	30	27
	III	174,5	26	23	29	27
	IV	183,1	26	23	29	27
1959	I	196,3	27	24	29	27
	II	213,0	28	25	28	26
	III	227,7	28	25	28	26
	IV	242,3	27	25	27	25
1960	I	262,5	27	25	26	25
	II	290,1	28	25	26	24
	III	307,3	28	25	26	24
	IV	345,1	27	25	26	24

(continua)

(conclusão)

		Relações Percentuais				
		Bancos Comerciais			Moeda em Poder do Público/Esto- que de Moeda (M_1)	Moeda em Poder do Público/Esto- que de Moeda (M_2)
Anos/ Trimestres	Base Monetária (1)	Encaixe/Depó- sitos à Vista (2)	Encaixe/Depó- sitos Totais (3)	(4)			(5)
1961	I	387	27	25	26	24
	II	446	28	26	26	25
	III	486	28	25	26	24
	IV	533	27	25	26	24
1962	I	608	28	26	26	25
	II	705	30	28	25	24
	III	786	30	28	25	24
	IV	887	31	30	25	24
1963	I	1.018	32	31	26	25
	II	1.197	34	32	26	25
	III	1.362	34	33	27	26
	IV	1.582	35	33	26	25
1964	I	1.847	35	33	26	25
	II	2.184	35	34	25	24
	III	2.488	35	33	24	23
	IV	2.887	35	34	22	22
1965	I	3.354	35	34	21	21
	II	3.905	36	34	21	20
	III	4.368	37	36	20	20
	IV	4.840	38	37	20	20

1966	I	5.239	39	38	21	20
	II	5.657	40	39	21	21
	III	5.697	41	40	22	21
	IV	6.090	41	39	21	21
1967	I	6.539	41	39	21	20
	II	7.034	40	38	21	20
	III	7.574	39	37	20	19
	IV	8.152	37	35	19	19
1968	I	8.704	36	34	19	19
	II	9.442	36	34	20	19
	III	10.118	36	34	29	19
	IV	10.712	35	33	19	19
1969	I	11.272	35	33	19	19
	II	12.114	35	33	20	19
	III	12.456	34	32	20	19
	IV	13.107	34	32	19	18
1970	I	13.646	33	31	19	18
	II	14.475	33	31	19	18
	III	14.885	32	30	19	
	IV	15.760	32	30	18	
1971	I	16.648	32	30	18	17
	II	18.113	32	29	18	17
	III	19.120	31	28	18	17
	IV	20.459	31	28	18	16
1972	I	21.782	30	27	18	17
	II	23.630	30	26	18	17

FONTES:

Coluna 1: Base Monetária

Definida como: moeda em poder do público *mais* caixa em moeda corrente dos bancos comerciais *mais* depósitos dos bancos comerciais nas autoridades monetárias *mais* depósitos compulsórios em moeda *mais* depósitos à vista do público no Banco do Brasil. Dado pela soma dos valores constantes das Colunas 1, 2 e 5 da Tabela A. 2 e das Colunas 1 e 2 da Tabela A. 3.

Essa definição corresponde à conceituação do estoque de moeda como M_1 (isto é, moeda em poder do público *mais* depósitos à vista no sistema bancário) e é a adotada pelo Banco Central do Brasil. Tem a particularidade de incluir os depósitos do público no Banco do Brasil. Este, como é notório, funciona simultaneamente como banco comercial e autoridade monetária (para uma análise precisa da composição da base monetária no caso brasileiro, ver o trabalho de Edésio Fernandes Ferreira, Chefe do Departamento Econômico do Banco Central, *Programação Monetária a Curto Prazo no Brasil*, apresentado à X Reunião de Técnicos de Bancos Centrais do Continente Americano, Caracas, novembro de 1971). Para os fins de elaboração das séries monetárias deste livro, adotou-se o critério de incluir na base monetária os depósitos à vista do público no Banco do Brasil já a partir de 1852, que é quando aquela instituição passa a funcionar como autoridade monetária.

Coluna 2: Relação Encaixe/Depósitos à Vista nos Bancos Comerciais

Relação percentual entre os dados resultantes do somatório das Colunas 1, 2, 5 e 6 da Tabela A. 2 e os da Coluna 3 da Tabela A. 3.

Coluna 3: Relação Encaixe/Depósitos Totais nos Bancos Comerciais

Relação percentual entre os dados resultantes do somatório das colunas 1, 2, 5 e 6 da Tabela A.2 e os resultantes do somatório das Colunas 3 e 6 da Tabela A.3.

Coluna 4:
Moeda em Poder do
Público/Estoque de Moeda (M_4)

Relação percentual entre os dados das Colunas 1 e 8 da Tabela A. 3.

Coluna 5:
Moeda em poder do
Público/Estoque de Moeda (M_2)

Relação percentual entre os dados das Colunas 1 e 9 da Tabela A.3.

OUTRAS PUBLICAÇÕES DO IPEA

ESTRUTURA METROPOLITANA E SISTEMA DE TRANSPORTES Estudo do Caso do Rio de Janeiro por Josef Barat 1975 pp 320

Sumario I - Introdução Geral II - Características Gerais do Transporte de Passageiros nas Áreas Metropolitanas III - Aspectos Teóricos Relacionados ao Transporte de Passageiros nas Áreas Metropolitanas IV - A Evolução dos Transportes na Área Metropolitana do Rio de Janeiro V - A Análise da Demanda pelos Serviços de Transporte na Área Metropolitana do Rio de Janeiro VI - Características Atuais da Área Metropolitana do Rio de Janeiro VII - A Competição entre os Transportes Público e Individual de Passageiros pelo Uso das Vias na Área Metropolitana do Rio de Janeiro VIII - Conclusões Bibliografia

URBANIZAÇÃO E MIGRAÇÃO URBANA NO BRASIL por Manoel Augusto Costa 1975 pp 224

Sumario I - Introdução II - Diferenças Demográficas entre Migrantes e Não-Migrantes Urbanos III - Diferenças Sócio-Econômicas entre Migrantes e Não-Migrantes Urbanos IV - Rio de Janeiro Um Estudo de Caso V - Urbanização e Migração Interna Resumo e Discussão das Conclusões Apêndice Bibliografia

POLÍTICA DE DESENVOLVIMENTO URBANO ASPECTOS METROPOLITANOS E LOCAIS por Josef Barat Hamilton C. Tolosa Manoel Augusto Costa Pedro Pinchas Geiger João Paulo de Almeida Magalhães e James Hicks 1976 pp 356

Sumario: Introdução do Editor I - Subutilização e Mobilidade da Mão-de-obra Urbana II - Componentes do Crescimento Demográfico Urbano, Rural e Total entre 1960/70 III - Reorganização do Espaço no Brasil IV - Planejamento dos Transportes e Desenvolvimento Metropolitano V - Potencialidade^S Dinâmicas do Setor Terciário: o Caso da Cidade do Rio de Janeiro VI - Centros Comerciais e Descentralização Metropolitana: Exame do Caso de Belo Horizonte