

A PRIMEIRA DÉCADA REPUBLICANA

Gustavo H.B. Franco

1. Introdução

A primeira década do regime republicano foi das mais difíceis para os condutores da política econômica. É fácil ver que essas dificuldades se devem ao fato de que aí se observam os momentos cruciais de importantes transformações “estruturais” na economia do país, destacadamente a súbita disseminação do trabalho assalariado no campo e o reordenamento da inserção do país na economia internacional. A primeira estava relacionada ao fim da escravidão e maciça entrada de imigrantes ao longo da década de 1890, e a segunda, ao extraordinário florescimento das relações financeiras do Brasil com o exterior. Transformações deste quilate, todavia, não definem inevitabilidades, mas modificam o espectro de escolhas a serem exercidas no contexto da política econômica e esta, como será exaustivamente observado ao longo deste volume, é afetada por múltiplos fatores, dentre os quais, por certo, política, doutrina e personalidade. A primeira década republicana, além de trazer mudanças estruturais na economia, será pródiga em crises políticas, embates doutrinários e grandes personalidades, de modo que a política econômica desses anos não encontra explicações simples em nenhuma de suas inflexões.

A década de 1890 seria memorável em seus debates entre metalistas e papelistas em torno da orientação a ser dada à política macroeconômica. Nos primeiros anos a balança tenderia para estes, pois a República teria como seu primeiro ministro da Fazenda um campeão papalista de indisputado talento, ninguém menos do que Ruy Barbosa. Todavia, a necessidade de se flexibilizar a política monetária geraria excessos, assim multiplicando resistências, de modo que o experimento papalista teria curta duração. A depreciação cambial de 1891, por outro lado, daria início a um período de hesitações e de progressiva deterioração das contas externas. A reação conservadora a partir de meados da década seria avassaladora: a partir de 1898 o país levaria um plano conservador de saneamento monetário e fiscal às suas últimas consequências. Os anos 1890 conhecem, portanto, ambos os extremos do espectro doutrinário.

Este capítulo procura em primeiro lugar informar sobre as principais transformações estruturais afetando o andamento da política econômica, e em segundo, oferecer uma crônica das principais medidas de política econômica ao longo dos anos 1890. Com este propósito a [seção 2](#) trata da redefinição das relações financeiras do país com o exterior e suas principais consequências a nível macroeconômico. Em seguida, a [seção 3](#) trata das consequências da disseminação do trabalho assalariado no campo especialmente no tocante à condução da política monetária

e à organização do sistema bancário. A seção 4 oferece uma narrativa do curso da política econômica ao longo da década de 1890.

2. O Brasil e a economia internacional

O crescente envolvimento do Brasil com a economia internacional constitui um traço fundamental da história econômica do país nos últimos anos do século XIX. Do ponto de vista comercial, observa-se maior abertura: a razão exportações/PIB que era de 15,4% em 1870, chega a 18,6% em 1900.¹ O valor das exportações *per capita*, contudo, que cresce de US\$11,7 em 1872 para US\$12,9 em 1913, não chega a definir o Brasil como uma economia especialmente “aberta”, pois estes valores estão próximos da média da América Latina “tropical”, isto é, sem incluir Argentina, Uruguai e Chile.² Além disso, note-se que a participação brasileira no comércio mundial é muito pequena, inferior a 1% em 1913.

Já a pouco notada participação brasileira no tocante ao investimento internacional é bem mais substancial. O valor do estoque de capital estrangeiro no Brasil em 1913, incluindo-se aí investimentos britânicos, franceses, alemães e norte-americanos, diretos e de carteira, atingia a cifra de £514 milhões, o que representava cerca de 30% do total para a América Latina e 5,4% do total mundial.³ É importante observar que o grosso desses investimentos teria lugar durante o período 1902-1913: o valor da dívida externa federal, por exemplo, cresceria de £30,9 milhões em 1890 para £44,2 milhões em 1900, mas em 1913 atingiria a cifra de £144,3 milhões. No tocante ao investimento direto, note-se que de 1860 a 1902 o capital das empresas estrangeiras estabelecidas no país atinge £105 milhões, ao passo que o total para as constituídas durante 1903-1913 é da ordem de £190 milhões (Castro, 1978, p. 97).

Ao longo dos anos 1990 a convivência do país com os mercados financeiros internacionais se enriquece sobremodo, pois é nesses anos que se assentam as bases da grande abertura financeira da primeira década do século XX.⁴ A conta capital passa a ter importância crescente no contexto das contas externas do país, tornando-se um mecanismo através do qual a instabilidade da receita comercial poderia ser compensada, e que também permitia a manutenção de níveis de absorção (ou taxas de investimento) maiores do que seria possível na ausência de capitais externos. Em contrapartida, argumenta-se comumente que é exatamente na articulação perversa

¹ Mas em 1913 teria sido de apenas 14,8%. Ver Goldsmith (1986, p. 23 e 83), para os dados do PIB a preços correntes, e IBGE (1987, p. 523-4), para as exportações.

² Para os quais os valores são de US\$66,9, US\$19,7 e US\$ 41,1 respectivamente, Lewis (1978, p. 196-203).

³ Ver Albert (1983, p. 34) e Kenwood e Loughheed (1983, p. 41).

⁴ É interessante notar que o relacionamento do país, assim como o de outras repúblicas latino-americanas, com os mercados financeiros internacionais não começa aí. Empréstimos externos tiveram um papel importante para as finanças e para os balanços de pagamentos dessas repúblicas logo em seguida aos processos de independência política. Todavia, a esse *boom* de empréstimos seguiu-se uma onda de dificuldades de pagamentos e moratórias que traumatizou o mercado londrino por muitos anos. Apenas nos anos 1960 e 1970 as repúblicas latino-americanas conseguiram retornar a esses mercados.

(ou a correlação positiva) entre movimentos de capital e as contas comerciais que se devem procurar as raízes da instabilidade macroeconômica a que esteve sujeita a economia brasileira em sua fase caracteristicamente primário-exportadora.

Este é, na verdade, um debate que extravasa a historiografia brasileira: um dos temas importantes da enorme literatura referente ao funcionamento do padrão-ouro nos anos anteriores a 1914 diz respeito ao argumento de que os mesmos mecanismos que asseguram estabilidade macroeconômica nos países centrais – mecanismos estes que envolvem justamente a articulação entre as contas comerciais e os movimentos de capital – implicam instabilidade nos países da chamada periferia.⁵

No contexto brasileiro, existe uma interpretação tradicional do problema na obra clássica de Furtado (1959, p. 158-9), na qual se argumenta que uma crise nos centros industriais se reflete nas economias “dependentes”, em um primeiro momento, através de uma redução do volume de exportações, e em seguida, através de uma piora nos termos de intercâmbio, e tendo em vista que “numa economia deste tipo a conta capital do balanço de pagamentos se comporta adversamente nas etapas de depressão... percebe-se facilmente por que [estas] estiveram sempre condenadas a desequilíbrios de balanço de pagamentos e à inflação monetária”.

A evidência disponível no que tange aos países centrais não é definitiva, mas parece apontar na direção de um comportamento contracíclico em se tratando de saídas de capital, e pró-cíclico no que respeita aos termos de troca, isto é, uma relação positiva (do ponto de vista do centro) entre termos de troca e exportações de capital. Isso vem a ser, do ponto de vista dos países periféricos, uma relação negativa entre termos de troca e entradas de capital, o que desautoriza a visão furtadiana ao menos a nível do balanço de pagamentos da Grã-Bretanha.⁶ É preciso notar, contudo, que embora esta correlação negativa “estabilizadora” seja dominante em termos gerais, ou tomando o período 1870-1913 em seu conjunto, este não seria necessariamente o caso para determinados períodos, ou para determinados países.⁷ Para o caso do Brasil em particular convém observar que, tomando o período 1870-1900 como um todo, a correlação entre movimentos de capital e termos de troca não revela nenhum padrão dominante, mas há períodos onde ambos se movem na mesma direção: para 1870-1873, as entradas de capital aumentam e os termos de troca melhoram, o que também se observa em 1886-1889, e no sentido inverso, ou seja ambos pioram juntos, em 1876-1878 e em 1895-1897.⁸

A relação entre movimentos de capital e a evolução da capacidade para importar melhor informa sobre a influência daqueles sobre o estado das contas externas do país e conseqüentemente sobre as flutuações da taxa de câmbio. Em dois períodos onde as entradas de capital são reduzidas, 1876-1883 e ao longo dos anos 1890, de fato se observam dificuldades cambiais. No primeiro período, a taxa de câmbio

⁵ Para uma resenha da literatura internacional sobre este ponto ver Franco (1988a).

⁶ Note-se, no entanto, que não é exatamente verdadeiro que os termos de troca da periferia são dados pelo simples inverso dos termos de intercâmbio para o centro. Havendo outros centros e subcentros, assim como vários níveis de países periféricos, alinhados, por exemplo, de acordo com a participação das exportações de manufaturados sobre o total de suas exportações, essa simples correspondência é rompida.

⁷ Ver, por exemplo, Lewis (1978, p. 178-80).

⁸ Tal como discutido em Franco (1988c).

cai do nível de 27 pence por mil-réis em dezembro de 1875 para 21 pence por mil-réis em fins de 1883, e posteriormente para 18 pence por mil-réis em meados de 1885. Já no tocante aos anos 1890, a depreciação cambial assume dimensões de crise em 1891, quando a taxa cai de aproximadamente 24 pence por mil-réis em fins de 1890 para 12 pence por mil-réis no final de 1891. Em função disso, se observa uma significativa desvalorização real da taxa de câmbio, o que certamente teve papel importante em reduzir o déficit em conta corrente de uma média anual de £1,3 milhão em 1888-1891 para uma média anual em torno de £110 mil em 1892-1894.⁹ Esta forma de ajustamento fornece talvez um dos melhores exemplos disponíveis do que se convencionou chamar, seguindo a análise pioneira de Furtado, de “socialização das perdas”.

As dificuldades cambiais do país se tornariam crônicas após a crise de 1891-1892. A taxa de câmbio flutua entre 9 pence e 10 pence por mil-réis até fins de 1895 quando há uma quebra na tendência ascendente da capacidade para importar, à mercê da piora acentuada nos termos de troca, vale dizer, de um colapso dos preços do café, já refletindo as safras resultantes do grande aumento no plantio provocado pelas desvalorizações cambiais no início da década.

O déficit em conta corrente crescerá substancialmente, atingindo £2.295 mil em 1895 e £5.014 mil em 1896 e inaugurando um período crítico no tocante às contas externas. Tendo em vista o peso dos compromissos externos anteriormente assumidos – a razão serviço (juros, amortizações, descontos, e comissões) da dívida externa (pública e privada) sobre as exportações atinge valores em tomo de 21% em 1896 e 1897¹⁰ – e uma conjuntura de semiparalisação dos fluxos de capital para o Brasil, isto é, da dificuldade em se obter acomodação junto aos Rothschild, observa-se uma nova crise cambial que dessa vez leva à moratória em 1898-1900.

A historiografia tradicionalmente não reserva à conta capital papel importante em nenhuma das duas grandes crises cambiais verificadas na década de 1890, havendo em vez disso uma forte tendência no sentido de se atribuir as crises a choques comerciais (flutuações nos preços do café) ou a excessos monetários e fiscais. No tocante à crise de 1891, a interpretação tradicional atribui o colapso cambial à expansão monetária provocada em última instância pelas reformas no sistema monetário introduzidas por Ruy Barbosa em 1890, o que também se aplica à crise que nos levou à moratória de 1898, que seria não mais que a liquidação em última instância dos excessos do Encilhamento.

É igualmente comum o viés no sentido de se explicar as flutuações cambiais nos anos 1890 através das variações no preço do café. O próprio Furtado (1959, p. 164 ss.) enxerga este último como “o fator determinante da taxa cambial”, o que teria sido “perfeitamente percebido” por Wileman em seu clássico estudo de 1896. Isto se observa também na interpretação de Flávio Versiani (1980, p. 157) sobre o período anterior a 1914, que também se reporta a Wileman, mas a influência do café sobre o câmbio é questionada no estudo de Maria Teresa Versiani (1985). Em ambos os

⁹ Segundo novas estimativas para o balanço de pagamentos do país em Franco (1988b).

¹⁰ Note-se que tradicionalmente supõe-se que “o serviço dos capitais estrangeiros não chegou a constituir uma carga excessivamente pesada para a balança de pagamentos do Brasil na segunda metade do século passado”, Furtado (1959, p. 159 e seg.).

casos, e também em Fishlow (1972), a análise não incorpora o fato de que a taxa de câmbio é afetada por múltiplas influências, de modo que a análise estatística de cada uma dessas forças carece de métodos mais elaborados. Alguns trabalhos mais recentes incluem tentativas de se especificar modelos macroeconômicos onde as diversas influências sobre a taxa de câmbio são identificadas e testadas, como, por exemplo, Cardoso (1981), Franco (1986a) e Fishlow (1987). Os resultados desses estudos não são conclusivos, embora gerem dúvidas, especialmente no segundo caso, sobre interpretações simplistas da relação entre a taxa de câmbio, a moeda e os termos de troca.

3. Trabalho assalariado e a política monetária

As últimas décadas do século XIX marcam os momentos decisivos de uma importante transformação na economia brasileira: de acordo com Furtado (1959, p. 151) “o fato de maior relevância ocorrido na economia brasileira no último quartel do século XIX foi, sem lugar à dúvida, o aumento da importância relativa do setor assalariado”. É claro que isto representava uma importante mudança qualitativa na organização econômica do país que viria a afetar significativamente a natureza e o potencial de crescimento nos anos posteriores. A despeito disso, todavia, muitos autores observaram que esta transição teria um notável impacto “monetário”, pois o pagamento de salários multiplicaria em muitas vezes, por exemplo, as necessidades de capital de giro na atividade agrícola, com isso elevando bastante o grau de monetização e a demanda por moeda na economia.¹¹ Segundo um relato contemporâneo (Ministério da Fazenda, *Relatório*, 1891, vol. I, p. 142):

“... nas suas relações com o mercado de consumos interior ou exterior, a lavoura, mais ou menos enfeudada aos correspondentes, concluía mediante eles todas as suas operações de expedição, venda, reembolso e suprimento, por um mecanismo de crédito e escrituração que ordinariamente dispensava a tradição efetiva de dinheiro. Os pagamentos efetuavam-se por ordens e saques, que, debitados em conta corrente, se compensavam oportunamente com o haver apurado na alienação das safras. Por um jogo análogo de cheques sobre os comissários se satisfaziam as dívidas contraídas nas casas comerciais do interior.”

A difusão do trabalho assalariado no campo haveria, por certo, de modificar drasticamente essas praxes, sendo também importante observar que, como as despesas com a mão de obra na atividade agrícola tinham um caráter essencialmente sazonal – pois estavam ligadas principalmente à colheita –, a difusão do assalariamento haveria de manifestar-se em primeira instância através de crescentes demandas de adiantamentos junto aos bancos na capital por ocasião das safras. Na verdade, há relatos sobre pressões sazonais sobre os bancos no Rio de Janeiro resultando

¹¹ Uma vez que, de acordo com Delfim Netto (1979, p. 17), “antes de 1888, os recursos financeiros necessários para o custeio da fazenda eram relativamente pequenos, pois a parte mais importante desse custeio – que era o pagamento da mão de obra – praticamente não existia.

em dificuldades de liquidez na praça do Rio desde os anos 1860, segundo observa Calógeras (1960, p. 161):

“... as colheitas exigiam remessas periódicas de dinheiro, as quais empobreciam as praças de onde o papel-moeda era exportado, e esse só retomava lentamente dada a dificuldade das comunicações. O Rio de Janeiro, principalmente, capital econômica e também política, assistia, à época das colheitas do Norte, a drenagem do seu numerário para as praças dessa região e sofria as consequências disso: elevação da taxa de descontos, tabelas de juros muito altos, dificuldades de realizar negócios pela falta de numerário, penúria de moeda.”

No início da década de 1880, o problema das novas demandas de moeda advindas do trabalho livre era constantemente mencionado, e argumentava-se nesse sentido que as demandas sazonais de crédito associadas às safras (de café, açúcar etc.) podiam agora se tornar muito mais fortes, e podiam ter sérias consequências no tocante à liquidez, caso não fossem implementados esquemas destinados a prover acomodação para essa elevação *once and for all* da procura de moeda. Esquemas nesse sentido, no entanto, encontraram diversos tipos de obstáculos. De um lado, o incipiente desenvolvimento do sistema bancário o tornava especialmente vulnerável às variações sazonais na procura por crédito e nos seus depósitos. O sistema bancário àquela época era bastante concentrado na capital, onde estavam localizados cerca de 80% dos depósitos bancários, e era muito pouco desenvolvido. Em 1888 havia 0,043 agência bancária para cada 10 mil habitantes no país, um número considerado extremamente baixo.¹² Tomando somente a capital, este número se elevava para 0,443, o que também era considerado muito baixo. Como expressão deste estado de coisas, segundo um relato contemporâneo (*The Economist*, 23.12.1890):

“... era raro o uso de cheques, com hábito comum ali de reterem os indivíduos em seu poder largas quantias em vez de depositá-las em bancos. Os pequenos negociantes, os taverneiros, por exemplo, no Rio de Janeiro, apenas excepcionalmente depositam nos estabelecimentos. De ordinário preferem ter consigo seu dinheiro até a época de pagamentos..., satisfazendo então os seus débitos com as somas acumuladas em casa no decurso de seis a nove meses. O mesmo sucede com as classes que vivem de salário... os agricultores e outros habitantes do interior amuam grandes somas, para satisfazer suas necessidades; e esse dinheiro leva meses, ou anos, para ir ter aos bancos. A receita das alfândegas, em vez de se depositar em bancos, e por eles transmitir-se ao Rio de Janeiro, acumula-se em somas importantes, expedidas periodicamente pelos paquetes para a capital.”

Essa baixa propensão do público para reter moeda sob forma de depósitos bancários impunha uma limitação estrutural à capacidade dos bancos em expandir seus empréstimos (depósitos) em resposta à maior procura de moeda, já que aquela significava basicamente um reduzido valor para o multiplicador bancário. Nessas condições, os bancos eram particularmente vulneráveis a demandas sazonais muito

¹² Dividindo-se 62 agências bancárias em 1888, segundo D'Oliveira (1889, p. 347-82), pela população em 1890, ano em que houve recenseamento. Ver Cameron (1967), *passim*.

fortes, pois para que os bancos expandissem o crédito, *ceteris paribus*, obrigatoriamente veriam reduzir-se sua relação encaixe-depósitos, ficando, portanto, em uma posição de liquidez mais vulnerável. A sazonalidade envolvida na procura de crédito tornava-se assim um problema para a economia do Rio de Janeiro, cujos determinantes estavam ligados ao baixo grau de desenvolvimento do sistema bancário e sua pouca penetração no interior. É a partir daí que se deve compreender a contínua referência, ao longo de todo o Segundo Império, ao fenômeno da “inelasticidade do meio circulante”, ou seja, à incapacidade dos bancos em expandir ou contrair o crédito de acordo com as “necessidades dos negócios”.¹³

Assim sendo, podem-se ter indicações sobre o modo como a disseminação do trabalho assalariado viria a afetar o sistema bancário: a presença de crises de liquidez, e com crescente gravidade à medida que se aproxima o ano da Abolição, fornece uma indicação importante do impacto monetário da difusão do trabalho assalariado no campo. Isso se observa de forma clara a partir de meados dos anos 1880. Já em fins de 1883, de acordo com o ministro da Fazenda Rodrigues Pereira, “o movimento das transações vinha sendo embaraçado pela falta de meio circulante, atribuída principalmente à migração de dinheiro para algumas praças do Norte, exigida pelas magníficas safras ali colhidas” (Ministério da Fazenda, *Relatório*, 1884, p. 62). Nessa ocasião, o ministro propôs inclusive a restauração da lei de 1875, que permitia ao Tesouro emissões temporárias para auxílio aos bancos.

A mesma proposta seria retomada logo adiante com ainda mais ênfase pelo novo ministro da Fazenda Conselheiro José Antônio Saraiva. Falando ao Parlamento em maio de 1885, lembrou Saraiva que “se aproximava o último mês do semestre, que era a ocasião das liquidações, dos pagamentos, quando os devedores providentes preparam fundos para saldar suas contas no interior e remeter para as províncias do Norte elevadas somas [e] por isso dar-se-ia forçosamente, a escassez de meio circulante e... a crise monetária”.¹⁴

Os temores de Saraiva não se haviam confirmado em julho, quando a ideia da restauração da lei de 1875 foi ter ao Senado. Ali ouviu queixas de que o papel-moeda era “já superabundante”, mas defendeu-se com o argumento de que a medida proposta “não era... para aumentar o meio circulante e sim para conjurar uma crise”.¹⁵ A Comissão de Orçamento do Senado opinou pela aprovação do projeto,¹⁶ e com isso a ideia de Saraiva foi efetivamente transformada em lei em 18 de julho de 1885. A lei, de apenas dois artigos, autorizava o governo a emitir até 25 mil contos – aplicáveis “a auxiliar os bancos de depósito de corte”¹⁷ –, um total que representava um acréscimo potencial da ordem de 20% na base monetária.

A aplicação imediata de lei pareceu aliviar as dificuldades de liquidez em 1885, mas segundo o *Jornal do Commercio* (*Retrospecto Commercial*, 1887, p. 12) “já nos últimos meses de 1886, sentia-se certo mal-estar proveniente da dificuldade de

¹³ Para uma discussão detalhada veja-se Franco (1983, p. 29).

¹⁴ Pacheco (1973, p. 202).

¹⁵ Ibid. p. 207.

¹⁶ Lembrando que “se a emissão ficasse limitada ao suprimento da penúria de numerário da praça do Rio de Janeiro e só durante o tempo correspondente à retração do capital monetário, nenhuma perturbação deveria trazer aos valores existentes e nem mesmo ao câmbio”. Ibid. p. 208.

¹⁷ Artigo 1º, Lei nº 3.263 de 18 de julho de 1885, transcrita em Aguiar (1973, p. 279-80).

se obter empréstimos e adiantamentos, escasseando o numerário. Parecia, porém, que tal estado era apenas a repetição da crise periódica que se observa... nos fins de semestre". As dificuldades se tomariam ainda mais sérias nos primeiros meses de 1887, atingindo seu ápice em junho pois "a demora no retomo das quantias enviadas para as províncias, a urgência das remessas para os mercados de café... a realização de entradas que dos seus acionistas solicitaram algumas instituições bancárias... aumentavam o número dos que solicitavam descontos, desfalcavam os depósitos e enfraqueciam a caixa dos bancos", e assim "a taxa de desconto para as melhores firmas subiu nos bancos a extremos de 10 a 12%" (ibid.).

Esta preocupante sucessão de crises resultou não só em tornar inoportuna a política monetária deflacionista do ministro da Fazenda Conselheiro Francisco Belizário, talvez o mais destacado expoente metalista de seu tempo, mas também em reforçar a impressão de que a Lei de 1885 representava apenas um paliativo e que era preciso buscar-se soluções mais efetivas e duradouras para os problemas monetários causados pela difusão do assalariamento no campo, o que implicava basicamente modificações drásticas na orientação da política monetária, ou mesmo uma verdadeira reforma nas instituições monetárias. Foi nesse contexto que surgiu o primeiro grande projeto de reforma monetária, apresentado ao Senado em junho de 1887.

A apresentação desse projeto daria início a um período de ricas discussões sobre questões relativas à moeda, à taxa de câmbio e ao sistema monetário, um verdadeiro *tour de force* que resultaria, 17 meses depois – a 24 de novembro de 1888 –, em uma lei de reforma bancária traduzindo um frágil compromisso entre posições na verdade inconciliáveis. Com efeito, a necessidade de se expandir a oferta de moeda contrapunha-se à orientação conservadora de sucessivos gabinetes imperiais empenhados em reduzir a oferta de moeda de modo a restabelecer a adesão ao padrão-ouro à paridade de 1846 – 27 pence por mil-réis. O primeiro regulamento da lei expressa perfeitamente essa inconsistência, tal como extensamente discutido em Franco (1983, cap. 2), pois se revelou inaplicável, de forma que em meados de 1889 a reforma monetária não havia alcançado um centímetro. Ao longo de 1888, todavia, e sem nenhum auxílio aparente da política monetária, a taxa de câmbio se apreciou até a tão perseguida paridade de 1846 e lá permaneceu. Em função disso seria possível ao Gabinete Ouro Preto, o último do Império, estabelecer finalmente um compromisso entre os que propunham a expansão monetária e os partidários do padrão-ouro: a emissão conversível à paridade de 1846.

4. Política econômica nos anos 1890

O retorno ao padrão-ouro seria um dos principais elementos de um projeto de política econômica bastante bem articulado. Campos Salles (1908, p. 36) descreveria o programa de Ouro Preto como "uma missão de esmagamento", sendo que o próprio visconde o veria como uma tentativa de "inutilização da República".¹⁸ Além do padrão-ouro, a outra importante medida de política econômica tomada

¹⁸ Tal como em seu discurso de posse a 11 de junho de 1889. Em Porto (1978, p. 424).

por Ouro Preto seria a criação dos chamados auxílios à lavoura. Tratava-se de um vasto programa de concessão de crédito destinado a servir como compensação aos ex-proprietários de escravos. Sendo, todavia, os auxílios distribuídos pela rede bancária privada, e havendo uma contrapartida de recursos da parte dos bancos da ordem de 50%, o programa resultou em uma distribuição bastante seletiva dos créditos que favoreceria em última instância, como bem colocou o *Jornal do Commercio Retrospecto Commercial*, 1889, p. 5), “a lavoura que tivesse condições de vida”, dessa forma selando a sorte do segmento insolvente da cafeicultura, vale dizer, das fazendas do Vale do Paraíba. Indiscutivelmente, ao apressar a realocação de recursos inerentes à transição para o trabalho livre, favorecendo os segmentos dinâmicos da lavoura – ou seja, algumas regiões agrícolas em detrimento de outras –, os auxílios reordenavam as benesses econômicas do Estado, e consequentemente reordenavam suas bases de sustentação.¹⁹

O retorno do país ao padrão-ouro far-se-ia, conforme já mencionado, em função de uma situação cambial extremamente favorável: a taxa de câmbio atingiria a paridade de 1846 em outubro de 1888 sem que isto estivesse associado a nenhum esforço deflacionista. Ouro Preto faria publicar em junho de 1889 um novo regulamento para a lei bancária de 1888, e patrocinaria a incorporação do Banco Nacional do Brasil (BNB), formado a partir de uma associação entre o Banco Internacional – de propriedade do visconde depois Conde de Figueiredo, um dos lendários financistas do Encilhamento – e do Banque de Paris et des Pays Bas, um dos mais ativos *banques d'affaires* desses anos.

O capital do novo estabelecimento seria de 90 mil contos e a emissão autorizada poderia atingir o triplo desse valor. Como o BNB se comprometeria a retirar de circulação dentro de cinco anos todo o papel-moeda do Tesouro em circulação – cujo total atingia 188 mil contos –, haveria um significativo aumento na oferta de moeda caso, evidentemente, o BNB viesse a completar suas emissões. Essa nova emissão seria conversível à paridade de 1846 exceto, segundo previsto no contrato de resgate de papel-moeda do Tesouro, “em casos de guerra, revolução, crise política ou financeira, em que o governo providenciaria quanto ao troco como fosse mais conveniente”. Este seria, aliás, exatamente o caso em 15 de novembro, pois nessa ocasião o BNB não estava ainda na plenitude de suas forças. Já havia cerca de 17 mil contos de notas conversíveis em circulação mas apenas uma pequena parte do capital, e de seu fundo metálico, havia se constituído – cerca de 27 mil contos. Os próprios sócios franceses hesitariam em apoiar o BNB neste momento de incerteza. O Tesouro de início fez gestões junto ao Banco do Brasil (BB) para sustentar a taxa de câmbio, mas a tarefa se revelou impossível. O BNB solicitou o curso forçado conforme previsto no contrato, mas Ruy Barbosa não só recusaria como fixaria em três meses o prazo para que o BNB completasse as suas emissões sob pena de perda da concessão da faculdade emissora. Era o fim da emissão conversível.

Ao final de 1889, depois de tantas idas e vindas, o saldo das tentativas de reforma (expansão) monetária era praticamente nulo. Se já em 1887 se falava em oferta de moeda insuficiente e em possibilidades de crise, em fins de 1889 a necessidade de novas emissões era exaltada em tons dramáticos. “Um vasto afluxo de empresas

¹⁹ Para uma análise detalhada ver Franco (1983, p. 77-90).

e transações – dizia Ruy Barbosa (Ministério da Fazenda, *Relatório*, 1891, vol. I, p. 53) – que a revolução surpreendera corriam o risco de esboroar-se em vasta catástrofe, assinalando com o mais funesto crack as iniciações da República.”

O primeiro ministro da Fazenda da República foi por certo um dos mais controvertidos. Ruy Barbosa, mesmo em nossos dias, ainda é objeto de irrestrita admiração, principalmente em função de sua atuação como jurista e orador, havendo várias dezenas de biografias e estudos a seu respeito. Ao mesmo tempo, no entanto, diversas histórias financeiras da República, como, por exemplo, a de Calógeras (1960, p. 227), atribuem-lhe “a responsabilidade suprema da inundação de papel-moeda, que quase fez naufragar o país com os desastres que levaram à moratória de 1898”.

A principal medida de política econômica tomada por Ruy Barbosa foi a lei bancária de 17 de janeiro de 1890 introduzindo diversas novidades na constituição monetária do país. A lei estabelecia emissões bancárias a serem feitas sobre um lastro constituído por títulos da dívida pública, no que o ministro buscara inspiração no sistema de bancos nacionais norte-americanos. Três regiões bancárias seriam formadas, cada qual tendo seu próprio banco emissor. As emissões seriam formadas cada qual tendo seu próprio banco emissor. As emissões seriam inconvertíveis, e o total autorizado era de 450 mil contos – o que era mais do dobro do papel-moeda em circulação a 17 de janeiro. No dia seguinte à publicação do decreto o governo convidaria o Conselheiro Francisco de Paula Mayrink para constituir o banco emissor da região central, que jogaria papel preponderante no novo sistema. O novo banco se chamaria Banco dos Estados Unidos do Brasil (BEUB), e iniciaria operações já em fevereiro em uma atmosfera de genuína animação.

A tentativa de se “regionalizar” a emissão bancária, assim estabelecendo um compromisso entre as doutrinas do “monopólio” e da “pluralidade” emissora, e sobrepondo-se a complexas composições políticas regionais, não seria bem-sucedida. Logo em 31 de janeiro, por influência de Campos Sales, uma nova região bancária e um novo banco emissor seriam criados para São Paulo, e em março o ministro concederia ao BNB e ao BB o privilégio de emitir notas inconvertíveis até o dobro de 25 mil contos depositados em espécies metálicas junto ao Tesouro. Em agosto, este mesmo privilégio seria estendido ao BEUB e aos outros bancos emissores regionais.

Não há dúvida que essas concessões descaracterizavam o decreto de 17 de janeiro e somente se justificariam mediante a “necessidade impreterível”, no dizer do ministro (Ministério da Fazenda, *Relatório*, 1891, vol. I, p. 211), de expandir o crédito, vale dizer a oferta de moeda. Com efeito, é preciso observar que durante os dois anos que se seguiram ao 13 de maio, a Abolição, a entrada no país de mais de 200 mil imigrantes, o grande impulso no nível de atividade e o estado extremamente favorável das contas externas haviam elevado consideravelmente a demanda de moeda e, tendo em vista o fracasso da emissão convertível do BNB, o valor do papel-moeda emitido em 17 de janeiro – cerca de 205 mil contos – era inferior ao valor para o ano de 1878 (208 mil contos). Era certo que havia uma demanda “reprimida” de numerário, de forma que ao estabelecer um sistema monetário fundado na moeda bancária inconvertível e ao consagrar o princípio de que as emissões devem atender as “legítimas necessidades dos negócios”,²⁰ o ministro Ruy

²⁰ Veja-se a esse respeito a rica discussão contida em Barbosa (1892).

Barbosa patrocinaria uma rápida e violenta expansão monetária. Em setembro de 1890, o papel-moeda emitido já havia crescido cerca de 40% em relação ao estoque em 17 de janeiro.

Por volta de outubro de 1890, o governo mostra preocupações claras com o andamento da especulação bursátil e chega inclusive a tomar medidas para detê-la através de um decreto elevando os depósitos mínimos para a constituição de novas sociedades, o que criaria certa dificuldade na praça. O envolvimento dos grandes bancos da capital com a torrente de novas companhias sendo lançadas, contudo, tornava o problema de se estancar a especulação bastante complexo. O trabalho de “limpar” as carteiras dos bancos de emissão preservando os empreendimentos viáveis se estenderia, na verdade, por vários anos. Uma maneira de lidar com o problema foi patrocinar a consolidação dos grandes bancos, o que foi impulsionado pela fusão do BEUB e do BNB, da qual resultou o Banco da República dos Estados Unidos do Brasil (BREUB) em 7 de dezembro de 1890. Este novo banco teria um capital de 200 mil contos e poderia emitir até o triplo desse valor. Como haveria o compromisso de retirar de circulação o papel-moeda do Tesouro em circulação, e as concessões anteriores ao BEUB e BNB seriam canceladas, o impacto líquido sobre as emissões autorizadas seria praticamente nulo (Franco, 1983, p. 130).

A intenção do governo, ao apoiar o novo estabelecimento parecia ser dupla, de um lado, a de constituir uma espécie de banco central nos padrões britânicos, isto é, um grande banco de depósitos e descontos com poderes para regular o volume de crédito, ao mesmo tempo dotado da faculdade emissora e também destinado a ter posição importante, quiçá preponderante, no mercado de câmbio. O novo banco teria o monopólio do direito de emitir, funcionaria como agente financeiro do Estado dentro e fora do país, podendo o governo influenciar a indicação dos administradores do banco. De outro, o propósito parecia ser o de criar uma instituição sólida, mesmo que seus dois componentes fossem bancos em dificuldades, de modo a promover a liquidação dos preocupantes excessos do Encilhamento e ao mesmo tempo permitir maior controle sobre o mercado de câmbio. Entretanto, para ambos os propósitos o ano de 1891 seria funesto.

Ruy Barbosa deixaria a pasta da Fazenda no começo de 1891 e seria sucedido pelo conselheiro Alencar Araripe – “um jurista extraviado nas finanças, de que jamais se ocupará” de acordo com Calógeras (1960, p. 234) e em seguida pelo Barão de Lucena. Ambos eximiram-se de proceder ao saneamento do grande instituto emissor recém-criado, com isso se abstendo de arrefecer o fervor especulativo reinante. O movimento de lançamento de novas companhias avançaria ainda mais em 1891. No dizer de Calógeras (1960, p. 229), “amontoava-se o combustível para o grande braseiro de 1892”.

Em paralelo, o ano de 1891 registra uma queda inusitada da taxa de câmbio, que terminaria o ano em torno de 12 pence por mil-réis. A relação entre esse declínio e a política monetária da República não parece simples, ao menos porque o timing das variações na moeda e no câmbio não é muito claro.²¹ De qualquer modo, é certo que as hesitações e omissões que caracterizaram as gestões de Araripe e Lucena – que

²¹ Isso se mostra, por exemplo, em testes de causalidade relacionando a moeda e taxa de câmbio para esse período que mostram resultados inconclusivos. Cf. Franco (1986a).

se deviam em boa medida a uma conjuntura política mais complexa que a do ano anterior –, favoreceriam a crise cambial. Tal pode ser visto, por exemplo, através do espantoso crescimento da oferta de moeda a partir de setembro de 1890. Nesta data, o papel-moeda emitido atingira o valor de 289 mil contos, e em junho de 1891 este valor atingiria 535 mil contos, ou seja, cresceria cerca de 80%.²²

Não resta dúvida, por outro lado, de que influências “exógenas”, ligadas aos efeitos sobre as entradas de capital no Brasil do colapso da casa Baring Brothers em Londres, em outubro de 1890, e da moratória argentina, teriam grande influência sobre o mercado de câmbio no Brasil em 1891. Em abril, respondendo aos pedidos do ministro Araripe sobre a possibilidade de apoio à sustentação da taxa de câmbio, os Rothschild responderiam que “o desafortunado estado de coisas que recentemente se tem observado na República Argentina teve um efeito deplorável sobre todos os papéis e sobre todas as questões financeiras relacionadas aos estados sul-americanos”. Em 3 de junho acrescentariam que “pelo que tudo indica, não parece haver qualquer perspectiva de melhores cotações ou negócios mais ativos [com títulos brasileiros] por algum tempo. A confiança do público está ainda muito abalada com os eventos dos últimos 8 ou 10 meses, e além disso, sabe-se que muitas grandes casas têm a totalidade de seu capital preso a papéis argentinos e outros investimentos igualmente invendáveis”.²³

Pouco pôde ser tentado a título de política cambial em 1891, sendo particularmente desastrosa a tentativa de Araripe em julho de vender os estoques oficiais de ouro que excedessem as necessidades oficiais a 18 pence por mil-réis quando o mercado já havia chegado a 15. A operação não teve qualquer efeito sobre as cotações, mesmo porque o agravamento da crise política ao longo do ano – o que levaria finalmente à dissolução do Congresso e à ascensão de Floriano Peixoto em novembro – faria crescer a incerteza quanto ao destino das inúmeras companhias, viáveis ou não, sendo formadas a partir das facilidades de crédito e do entusiasmo na bolsa de valores. Todavia, a precipitação da crise política parecia o começo do fim dos excessos do Encilhamento; logo no começo de 1892 tinha lugar a falência da Companhia Geral das Estradas de Ferro do Brasil cujo passivo atingia a espantosa soma de 314 mil contos. Somente ao longo de 1893, contudo, em meio à revolta da Armada, a especulação na Bolsa encontraria afinal o seu desfecho.²⁴

A crise cambial em 1891 deu impulso à derrocada do Encilhamento e fragilizou tremendamente os bancos e as finanças públicas. A euforia converteu-se em pânico, e as dificuldades com os grandes bancos ganharam a prioridade para o novo ministro da Fazenda de Floriano Peixoto, Rodrigues Alves, que proporia pela primeira vez no começo de 1892 um plano de clara coloração deflacionista de “encampação” do papel-moeda bancário, que, na verdade, era um plano para evitar o colapso do sistema bancário e seu posterior saneamento, provavelmente com estatização. Mas a ideia não encontraria respaldo no Congresso. Rodrigues Alves pediria demissão em

²² Segundo números de Ministério da Fazenda, *Relatório*, 1891. Ver Franco (1983, p. 125) e Calógeras (1910, p. 221).

²³ Arquivos Rothschild, seção XI (correspondência) 142-5, letter copybook Brazilian Agency (1887-1894). 24 de abril e 3 de junho de 1891.

²⁴ Sobre o andamento da euforia especulativa na bolsa de valores ver Levy (1980) e Cattapan-Reuter (1973).

agosto, e assim afastada a opção conservadora, a política monetária do novo ministro da Fazenda Serzedelo Correia – um industrialista de certa reputação – consistiu em (i) aprofundar a opção de Ruy Barbosa por um grande estabelecimento bancário líder – destinado a sanear a praça dos “excessos da especulação” –, formado a partir de grandes bancos existentes em má situação; e (ii) procurar apoiar a solidificação de empresas industriais tidas como viáveis, ainda que constituídas no âmago do Encilhamento. Esses dois propósitos talvez contraditórios se traduzem no decreto de 7 de dezembro de 1892 que estabelecia a fusão do BREUB, o grande banco de Ruy Barbosa, com o BB, assim formando o Banco da República do Brasil (BRB). Este novo banco teria um capital inicial de 190 mil contos e poderia emitir notas inconvertíveis na razão do dobro do depósito em ouro. Desta feita, o governo teria mais influência na administração do banco – cabendo-lhe indicar o presidente, o vice-presidente e um diretor – e novamente a principal preocupação do governo seria a de utilizar o novo banco para melhor administrar a liquidação dos excessos do Encilhamento. O próprio Rodrigues Alves havia criado uma comissão em abril de 1892 para estudar o que fazer a respeito e uma das principais conclusões dessa comissão, e que seria posta em prática pelo decreto de 7 de dezembro, seria a emissão dos chamados “bônus” ou “auxílios à indústria”. O BRB ficaria autorizado a emitir até 100 mil contos de bônus ao portador em cédulas de pequenas denominações e pagando 4% de juros, destinados a apoiar as empresas viáveis. Todo o problema é que havia efetivamente pouco a diferenciar esse bônus do papel-moeda comum, de modo que a medida equivalia na prática a uma extensão da emissão autorizada do BRB.

Pouco ou nada resultaria da tentativa de Serzedelo – através do BRB –, de afastar a perspectiva de crise bancária. A especulação na bolsa contaminara muito profundamente a carteira do BRB. Ao mesmo tempo, a crise cambial aprofundava-se alimentada pela deterioração da situação política que tornava claro o estado de paralisia decisória em que se debatia o governo. A sucessão de levantes ao longo de 1893, destacadamente a luta no Rio Grande do Sul e a eclosão da revolta da Armada em setembro, parecia demarcar o clímax da crise.

O déficit orçamentário cresceria de forma significativa após a crise de 1891, sendo particularmente preocupante a evolução das contas de despesa vis-à-vis de receita do governo denominadas em moeda estrangeira. O resultado orçamentário mostrou-se bastante sensível a flutuações cambiais, tornando evidente a relação entre o desequilíbrio externo e o desequilíbrio fiscal, tal como seria observado diversas vezes ao longo do período republicano. Diante desse quadro a reação do novo governo que se instalou em fins de 1894 – tendo Prudente de Moraes na Presidência da República e Rodrigues Alves mais uma vez na Fazenda – foi a de procurar insistentemente junto aos Rothschild prover-se de recursos para financiar seu déficit e iniciar um plano articulado de reorganização financeira dos bancos e do Estado.

Já em dezembro de 1894, o ministro da Fazenda indaga aos Rothschild sobre “algum arranjo financeiro” destinado a prover recursos para o serviço da dívida externa e evitar pressões sobre a taxa de câmbio.²⁵ Em janeiro de 1895, os banqueiros

²⁵ Arquivo Rothschild, seção XI (correspondência), 142-5, letter copybook Brazilian Agency (1887-1894), 14 de dezembro de 1894.

colocam “entre amigos”, ou seja, sem o recurso a um lançamento público, letras do Tesouro no valor de £2 milhões, a vencerem 9, 12 e 15 meses, mas o governo brasileiro continua insistindo em um grande empréstimo. Em uma longa carta de 25 de janeiro, os banqueiros começam a explicitar o que em nossos dias recebe o nome de condicionalidade: “Seria impossível para nós tentar colocar um grande empréstimo brasileiro, exceto se medidas forem tomadas ao mesmo tempo para se elevar as receitas e reduzir as despesas do Brasil.” Algumas sugestões são propostas em torno da lei orçamentária para 1895, dentre as quais a de se criar impostos adicionais em ouro sobre as importações, cuja receita seria publicamente alocada (*earmarked publicly*) para o serviço dos compromissos externos existentes, e também para o serviço do novo empréstimo. Sugere também que muito acrescentaria ao “efeito moral” dessas medidas a declaração de que os recursos obtidos através do novo empréstimo permaneceriam nas mãos dos banqueiros. Por fim os banqueiros assinalam que “acreditamos que o que o Brasil quer é um ou dois anos de tempo para respirar a fim de permitir a um governo sábio e conservador colocar as finanças do país em ordem em caráter permanente”.

Em março ainda não havia acordo no tocante às garantias especiais que o novo empréstimo deveria ter, mas finalmente em julho o empréstimo de £7,5 milhões seria lançado, o que os banqueiros descreveriam como “uma tarefa hercúlea” que resultou em “tensionar cada nervo (*straining every nerve*) dos mercados aqui e no continente”. Os banqueiros relatam inclusive que tiveram de recomprar papéis do empréstimo de 1893 da Estrada de Ferro Oeste de Minas para evitar uma queda “verdadeiramente séria” nas cotações.²⁶

Nenhuma melhora na situação cambial se observaria ao longo de 1896 e 1897, sendo o empréstimo de 1895 rapidamente consumido, e tendo inclusive o governo brasileiro contraído novos empréstimos de curto prazo de modo a evitar pressões adicionais sobre o mercado de câmbio. O enfraquecimento dos preços do café em função das grandes safras de 1896 e 1897, as quais, conforme acima aludido, registravam as consequências do extraordinário aumento no plantio no início da década, contribuíram, a essa altura, de modo decisivo para debilitar as contas externas do país. Simultaneamente, o ministro Rodrigues Alves enfrenta dificuldades para equilibrar o orçamento e proceder a encampação das emissões bancárias, com isso reforçando a má vontade dos mercados financeiros internacionais para com o país. Assim mesmo o governo brasileiro permaneceu pressionando os banqueiros por um grande empréstimo, mas as cotações dos papéis brasileiros em Londres tornavam um novo lançamento em condições minimamente aceitáveis inteiramente impossível.

Os banqueiros, por sua vez, insistiam em que a única forma de o governo brasileiro obter fundos seria através de uma proposta de arrendamento da Cia. Estrada de Ferro Central do Brasil feita por um sindicato chefiado pela firma Greenwood & Co. O governo brasileiro resistia à extrema insistência dos banqueiros quanto à

²⁶ Na verdade, nesta mesma ocasião os banqueiros se perguntam se não teria sido mais apropriado esperar que o governo aprovasse as medidas fiscais anteriormente mencionadas, que o governo havia enviado para serem votadas, antes de se efetuar o lançamento. Arquivos Rothschild, seção XI (correspondência), 142-6, letter copybook Brazilian Agency (1895-1900), 26 de julho de 1895.

aceitação da proposta Greenwood, que Joaquim Murtinho considerou “tão ridícula que nem mereceu ser tomada em consideração”,²⁷ apesar da delicada situação de suas reservas cambiais. Simultaneamente, o governo usou de expedientes como o de apropriar-se de parte dos recursos obtidos pela Cia. Leopoldina, que havia lançado um empréstimo em Londres em 1897, e a venda de alguns navios de guerra em construção. Mas mesmo após a proposta de moratória em fevereiro de 1898, levada pessoalmente aos banqueiros pelo delegado do Tesouro em Londres, e que levaria ao chamado *funding loan*, os banqueiros continuavam a considerar o arrendamento da Central.²⁸

Por fim, um plano de refinanciamento de pagamentos é finalmente acordado entre o governo brasileiro e a Casa Rothschild, através do qual seria emitido o chamado *funding loan*. O plano era bastante simples: tratava-se de rolar compromissos externos do governo, vale dizer, o serviço da dívida pública externa e algumas garantias de juros, em troca de severas medidas de saneamento fiscal e monetário. O governo brasileiro, ao longo de um período de três anos, saldaria seus compromissos relativos a juros dos empréstimos federais anteriores ao *funding* com títulos de um novo empréstimo – o *funding loan* –, cuja emissão se daria ao par e poderia elevar-se até £10 milhões. As amortizações dos empréstimos incluídos na operação seriam suspensas por 13 anos. O esquema seria complementado por uma operação, efetuada ao longo de 1901 e 1902, através da qual os contratos de garantias de juros a estradas de ferro seriam trocados por títulos de renda fixa – os *rescission bonds*, como seriam chamados. Onze estradas de ferro seriam assim “resgatadas”, sendo o valor total das emissões desses títulos da ordem de £16,6 milhões.

O *funding loan* gozaria de garantias especiais – uma primeira hipoteca sobre as receitas em moeda forte da Alfândega do Rio de Janeiro –, e a título de condicionalidade apenas se exigia que o governo agisse de forma firme e decisiva no terreno monetário e fiscal. Importância especial seria dada ao equilíbrio das contas do governo em moeda forte – o que viria a ser expresso pela separação, consagrada no orçamento de 1900, entre o “orçamento-ouro” e o “orçamento-papel”. Despesas de várias ordens foram reduzidas, especialmente as denominadas em moeda estrangeira, e a tributação efetivamente aumentada através de diversas medidas de modernização administrativa e também através de aumentos nos impostos, destacadamente no imposto de consumo e do selo.

A política econômica do ministro Joaquim Murtinho – que na verdade consistiu na execução do *funding scheme* – estava fundada sobre concepções bastante rudimentares quanto à natureza do ajustamento necessário para solucionar as dificuldades de pagamentos do país. Tratava-se, de acordo com o ministro, de um problema gerado pelo “excesso de emissões”, as quais produziram “uma pseudo-abundância de capitais” e como consequência disso o “estabelecimento de indústrias artificiais e a organização agrícola para a produção exagerada de café”. Tratava-se de deixar perecer essas indústrias, e de modo a operar uma redução na produção de café, promover “a concorrência entre os diversos lavradores, produzindo por meio de

²⁷ Da introdução de Ministério da Fazenda, *Relatório*, 1901, transcrita em Luz (1980, p. 237).

²⁸ Arquivo Rothschild seção XI (correspondência), 142-6, letter copybook Brazilian Agency (1895-1900), carta de 17 de fevereiro.

liquidações a seleção natural, manifestada pelo desaparecimento dos inferiores e pela permanência dos superiores”.²⁹

A redução do papel-moeda em circulação era, portanto, a pedra de toque do programa. Segundo os termos do acordo, o governo se comprometia a depositar em moeda local junto aos três grandes bancos estrangeiros da capital uma certa proporção do valor dos títulos emitidos do *funding loan*, e o papel-moeda correspondente a essas quantias seria publicamente incinerado. Desta forma, o papel-moeda em circulação sofreria uma redução em 46 mil contos, ou seja de cerca de 6% do total em 1898. Até maio de 1903, o papel-moeda destruído somaria 113 mil contos (13% do total em 1898). A consequência mais imediata dessa política seria a avalanche de falências bancárias ocorridas em 1900, uma torrente que trouxe o próprio BRB.

O programa conseguiria uma apreciação cambial bem distante da paridade de 1846, que romanticamente volta e meia aparecia como meta: a taxa de câmbio permaneceria ao redor de 11 pence por mil-réis durante os anos cobertos pelo esquema, e assim mesmo graças à extraordinária recuperação das exportações observada em 1899, para a qual a borracha contribuiu significativamente. Novamente, não é claro *a priori* em que medida a apreciação cambial se devia à contração monetária ou a fatores exógenos associados ao balanço de pagamentos tais como, por exemplo, o apogeu das exportações de borracha. Além disso, observa-se uma revitalização das entradas de capital a partir da adoção do programa conservador que revela a influência da percepção dos mercados financeiros internacionais sobre o curso da política econômica do país. Observa-se ao longo dos anos 1890 um curioso fenômeno que viria a se repetir muitas vezes nos anos que se seguiram, isto é, o fato de crises (ou melhorias) cambiais serem geradas de forma espúria pelo “mau (ou bom) comportamento” das políticas monetárias e fiscais, não em função dos efeitos diretos destas, mas em função da percepção que os banqueiros internacionais tinham sobre estas políticas, pois esta percepção geralmente era fundamental para determinar a magnitude dos fluxos de capital direcionados para o Brasil. De um modo ou de outro, o desfecho da década de 1890 registra uma vitória política do conservadorismo monetário, pois este dominaria a política econômica a partir da Administração Prudente de Moraes até pelo menos meados da década seguinte, e os resultados deste interlúdio teriam uma duradoura influência sobre a política econômica durante os anos posteriores.

²⁹ Extratos de Ministério da Fazenda, *Relatório*, 1899, cuja introdução está reproduzida em Luz (1980, p. 175-96).

APOGEU E CRISE NA PRIMEIRA REPÚBLICA, 1900-1930

Winston Fritsch

1. Introdução

O longo período tratado neste capítulo marca o fim de uma era. Nele convivem o apogeu, as tensões crescentes e a derradeira ruptura do modo de inserção da economia brasileira na economia mundial definido durante a Pax Britannica. Nele convivem o apogeu, as tensões crescentes e a derradeira ruptura do sistema de controle político consolidado a ferro e libras pelos grupos hegemônicos da República durante o biênio Campos Salles-Rodrigues Alves.

Este é um dos poucos períodos na história republicana em que uma sucessão de crises econômicas esgarçam o tecido político além de sua possibilidade de resistência, ensejando, ao longo dos anos 1930, não só um profundo redesenho das políticas econômicas, como das formas de organização do Estado. Como se verá adiante, a instabilidade econômica gerada pelos sucessivos choques externos que se iniciam em 1914 e se estendem pela primeira metade dos anos 1920, mina as bases das alianças políticas tradicionais entre as grandes nações e – sob o estímulo adicional das ideologias emergentes na Europa do pós-guerra –, debilita a crença nas vantagens do liberalismo econômico.¹ Assim, quando após um breve interlúdio de estabilidade o país recebe o impacto avassalador da crise internacional de 1929 – complicado aqui pela crise da superprodução de café, que amplifica enormemente os efeitos negativos generalizados da Grande Depressão sobre as economias primário-exportadoras –, não é só o sistema político que se desintegra. Com ele, termina também o modo caracteristicamente liberal de gestão dos fluxos comerciais e financeiros entre a economia brasileira e a economia mundial, mantido desde a era imperial. O gigantesco desequilíbrio externo que se prolonga pelo início dos anos 1930 força a imposição de restrições cambiais e controles de importação mais ou menos permanentes, acabando por causar profunda e duradoura ruptura da forma tradicional de inserção do Brasil na economia mundial. Por outro lado, o vácuo criado pelo virtual desaparecimento da plutocracia paulista e seus aliados do antigo regime como força política organizada, em meio à grande crise econômica e política que se estende até 1932, acaba por permitir também profundas alterações na composição social e regional dos grupos politicamente hegemônicos na República.

¹ A esse respeito, é interessante notar que Sunkel e Paz datam de 1914 o início do que chamam apropriadamente de “a crise do liberalismo” na América Latina. Ver Sunkel e Paz (1970, p. 344).

O fim da Primeira República marca, portanto, o início de uma dupla transição. Por um lado, a de uma economia primário-exportadora baseada no café, com um regime cambial e comercial relativamente livre, para uma economia voltada “para dentro” com severos controles sobre as transações externas. Por outro lado, a transição de um sistema político onde a plutocracia paulista tinha papel hegemônico, para algo mais difuso em termos de distribuição regional e social da apropriação corporativa dos favores do Estado, ampliados em decorrência do fim do *laissez-faire* nas transações com o resto do mundo.

As características tão marcantes desta dupla ruptura contribuíram para moldar uma visão exagerada e simplista da influência do complexo cafeeiro na formulação da política econômica na Primeira República que ainda impregna a historiografia tradicional deste período. Baseada em uma análise esquemática do sistema de dominação política construído pela plutocracia civil no fim do século passado e da posição proeminente que nele ocupavam os grandes plantadores de café de São Paulo e suas conexões comerciais e financeiras, o grosso da historiografia pós-1930 explica candidamente a condução da política econômica na Primeira República como sendo basicamente movida pelos interesses corporativos da cafeicultura. O exercício alegadamente irrestrito do poder político dos interesses do café na formulação da política econômica ilustra-se, segundo esta visão tradicional, pelos “fatos” de que (i) o Executivo sempre ter-se-ia mostrado disposto a apoiar programas de valorização do café; e que (ii) a depreciação secular experimentada pelo mil-réis entre 1889 e 1930 teria resultado de decisões politicamente motivadas pelo interesse em beneficiar o setor líder da burguesia exportadora.

Durante a última década essa interpretação tradicional foi atacada simultaneamente por dois flancos distintos. Por um lado, historiadores econômicos propuseram a tese radical de que a condução da política econômica teria sido predominante e sistematicamente influenciada pela aplicação de princípios ortodoxos de política monetária, fiscal e cambial (ver Pelaez, 1971 e Villela e Suzigan, 1973). Esta revisão não foi, entretanto, desenvolvida explícita nem deliberadamente como uma crítica à visão recebida sobre a hegemonia absoluta dos interesses da cafeicultura paulista na formulação da política econômica, que esses autores, com efeito, não rejeitam. Todavia, o fato de que os ingredientes essenciais da ideologia ortodoxa fossem, *inter alia*, profunda aversão a políticas monetárias expansionistas e preferência por taxas de câmbio sobrevalorizadas – e, portanto, diametralmente opostos aos interesses imediatos do setor cafeeiro – dão a essas contribuições, ainda que implicitamente, um forte sabor revisionista.

Por outro lado, a historiografia política qualificou a percepção ingênua do caráter e mesmo da força efetiva da hegemonia paulista implícita na interpretação tradicional, bem como sua visão simplista sobre a natureza do conflito político durante a Primeira República, uma visão frequentemente baseada na análise superficial das contradições entre os interesses econômico-corporativos do café e os de outros grupos politicamente representados (ver, em especial, Fausto, 1970 e Fausto, s.d.). Entretanto, as afirmativas feitas por essa segunda vertente revisionista acerca da motivação das políticas econômicas seguidas antes de 1930 diferem pouco daquelas encontradas na literatura tradicional no que diz respeito à influência dos interesses do café no desenho dessas políticas.

O estado da literatura sobre o assunto que emerge das revisões dos anos 1970 é, portanto, curioso. Os trabalhos dos historiadores econômicos revisionistas rejeitam

implicitamente a noção, enraizada na literatura tradicional, de que a política macroeconômica sempre esteve atrelada aos interesses do grupo hegemônico. Todavia, por assentarem seus argumentos essencialmente em uma visão idealista do processo histórico – onde as opiniões dos gestores das políticas são apresentadas como evidência principal da tese –, esses trabalhos não fornecem uma explicação convincente das motivações econômicas para as políticas ortodoxas efetivamente adotadas em várias ocasiões, em um Estado em que os exportadores e, em particular, o complexo cafeeiro, detinham grande parcela de poder político. Ao mesmo tempo, o trabalho revisionista de historiadores políticos chama a atenção para a forma extremamente simplificada e exagerada com que a historiografia tradicional representa, respectivamente, a natureza e a força efetiva da posição hegemônica ocupada pela oligarquia paulista no quadro político nacional, mas não abandona a visão tradicional em suas referências à racionalidade política da formulação da política econômica.

Este capítulo é em grande parte motivado pelo interesse de discutir essas questões básicas da historiografia da política econômica da Primeira República. Seu objetivo será, portanto, não só relatar a execução da política macroeconômica antes de 1930 – com ênfase nas políticas monetária, fiscal, cambial e de defesa dos preços internacionais do café –, mas também demonstrar que tanto a visão tradicional quanto sua antítese idealista são interpretações incorretas e empobrecedoras das motivações da política econômica no período. Como argumentado a seguir, isto decorre em grande medida do fato de que ambas ignoram as importantes restrições impostas aos gestores da política macroeconômica pelo potencial de instabilidade de uma economia com enorme grau de vulnerabilidade da posição externa² e da consequente importância política que, em momentos de desequilíbrio macroeconômico causado por problemas de balanço de pagamentos, assumia a ajuda – e, portanto, a opinião – dos banqueiros internacionais ou de seus governos na conformação das opções de política doméstica.

O restante do capítulo é dividido em três seções. A [seção 2](#) discute os dilemas e as respostas de política econômica durante a Primeira República. À luz dessa descrição, a [seção 3](#) avalia criticamente as interpretações tradicionais sobre a condução da política econômica no período. Finalmente, a [seção 4](#) alinha as conclusões. Porque a evidência empírica e a análise que sustentam as principais ideias aqui elaboradas derivam de uma série de trabalhos anteriormente publicados pelo autor³, e porque existem limitações de espaço a extensão do presente ensaio, na elaboração da [seção 3](#) optou-se por remeter o leitor, sempre que possível, às passagens relevantes desses trabalhos já publicados ao invés de representar, em longos détours, descrições detalhadas dos eventos ali discutidos. Com efeito, como dito acima, a intenção aqui será menos a de narrar fatos e descrever instituições do que produzir uma explicação mais rica da racionalidade da condução da política econômica na Primeira República do que a geralmente aceita.

² O termo é usado aqui no sentido, popularizado por Furtado (1959), de uma economia fortemente dependente do comércio exterior para o ajuste entre a estrutura de oferta e demanda interna, e de um único produto primário para gerar o grosso da receita de exportações.

³ Ver Fritsch (1980a, 1980b, 1981, 1984, 1985a) ou, para uma análise integrada dessas contribuições isoladas, Fritsch (1988).

2. Política econômica na Primeira República

O objetivo desta seção é descrever os problemas e as respostas da política econômica na Primeira República. Inicialmente, são feitas algumas observações de ordem geral sobre as características estruturais da economia e certos traços básicos da ordem institucional vigente no período. Em seguida, apresenta-se uma breve análise cronológica dos eventos relevantes. O leitor interessado em um tratamento mais aprofundado dessas questões poderá consultar as referências citadas na nota anterior.

Tendência ao desequilíbrio externo e o quadro institucional

O grande e recorrente problema de política econômica durante a Primeira República consistiu em isolar a economia de profundos desequilíbrios macroeconômicos provocados por alterações bruscas na posição externa a que o Brasil estava sujeito por razões estruturais. A característica básica da economia primário-exportadora brasileira no início do século era sua extrema vulnerabilidade a dois tipos de choques exógenos. O primeiro deles tinha origem nas periódicas flutuações abruptas da oferta de café, resultante do efeito de variações climáticas sobre a produtividade dos cafezais. Dado o peso do produto no valor das exportações do país, a importância do Brasil em sua oferta mundial e sua baixa elasticidade-preço da demanda, variações na oferta brasileira tendiam a reduzir violentamente a receita de exportações do país na ausência de medidas destinadas a sustentar os preços internacionais do produto, que o Brasil, em virtude de sua posição dominante na oferta mundial, podia unilateralmente implementar. O segundo tipo de choque resultava de perturbações na economia internacional, notadamente as flutuações experimentadas pela demanda nos países centrais e as bruscas descontinuidades do fluxo de capital entre o centro e a periferia, que foram especialmente frequentes durante as três primeiras décadas do século. Os grandes auges e quedas dos fluxos de comércio e investimento ocorridos antes da Primeira Guerra Mundial e na segunda metade dos anos 1920, e o boom e colapso dos preços internacionais de produtos primários no imediato pós-guerra tiveram, como discutido a seguir, importante influência sobre o comportamento da economia brasileira e condicionaram decisões cruciais de política econômica.

Para atacar esse problema estrutural, o governo federal tinha à sua disposição não só o manejo de um conjunto de instrumentos de políticas fiscal, monetária e cambial, mas também a possibilidade de recorrer aos seus banqueiros no exterior em busca de financiamento externo e – como seria feito esporadicamente a partir de 1906, de intervir diretamente sobre os preços do café através do controle da oferta mundial. Os eventuais ajustes fiscais limitaram-se ao controle da despesa e, ao longo da Primeira República, excetuando-se o interregno da Primeira Guerra Mundial, muito pouco foi feito para reformar a estrutura tributária, mantendo-se a receita da União extremamente dependente do imposto de importação. Entretanto, as três primeiras décadas do século foram ricas em termos de experiências de

política monetária e cambial – incluindo-se aí dois períodos no padrão-ouro –, onde variaram muito as restrições legais impostas à emissão de base monetária, bem como de esquemas de financiamento da defesa do café cuja operação trazia impactos macroeconômicos bastante distintos. Uma discussão adequada da política econômica neste período pressupõe, portanto, que se esteja atento às variações ocorridas nos arranjos institucionais que regiam a operação das políticas monetária, cambial e, quando esta ocorria, de defesa dos preços do café.

Finalmente, deve ser notado que o debate sobre as opções de gestão econômica não ocorria num vácuo político, mas em um sistema peculiar de relações entre o governo central e um grande e heterogêneo conjunto de interesses estaduais, consolidado no fim da primeira década republicana, que permitia o funcionamento relativamente estável de um regime onde o parlamento, apesar de manter suas prerrogativas formais, subordinava-se quase que inteiramente aos desígnios do Presidente da República. A principal regra não escrita desse sistema era a de que o governo federal estaria pronto a apoiar – inclusive, se necessário, *manu militari* – as oligarquias que controlassem o poder nos estados menores de modo a facilitar a consolidação e estabilidade do poder local, as quais, em retorno, presenteariam o governo federal com uma confortável e dócil maioria no Congresso federal. O funcionamento estável desse sistema baseava-se, por um lado, na maior estabilidade da liderança dos grupos hegemônicos nos grandes estados, baseada em interesses econômicos mais poderosos a nível nacional, e, por outro, na enorme influência que o apoio do governo federal dava às oligarquias dominantes nos menores estados para obter o favor dos “coronéis” locais e, portanto, o voto.

O “pacto oligárquico”, como ficou conhecido esse sistema de controle político e centralização de poder consolidado na Presidência Campos Sales, tinha, entretanto, três importantes fontes de instabilidade cuja importância relativa variava conforme as circunstâncias. A primeira originava-se nas possíveis divergências entre as elites políticas dos estados dominantes – São Paulo e Minas Gerais –, sobre aspectos fundamentais da política econômica federal. Como será visto a seguir, essas divergências não foram pouco frequentes durante os anos 1920, especialmente no que concerne à condução das políticas monetária, cambial e de defesa do café. A segunda fonte de instabilidade era a dificuldade ocasional de contentar-se os estados “intermediários” com substancial poder de representação política e peso econômico, como o Rio de Janeiro, o Rio Grande do Sul, a Bahia e Pernambuco, que nutriam legítimas ambições de possuir voz mais ativa no governo federal. Esse problema frequentemente deu lugar a grandes atritos nas negociações que ocorriam a cada quatro anos entre as oligarquias dominantes nos estados visando obter o consenso na escolha do candidato presidencial. Finalmente, havia o protesto insistentemente veiculado por uma minoria de políticos dissidentes, intelectuais e setores da imprensa independente contra a natureza antidemocrática e centralizadora do regime, que encontrou crescente ressonância nas classes médias urbanas emergentes e nas camadas mais jovens da oficialidade das forças armadas, especialmente nos anos 1920. Este descontentamento foi, de fato, a fonte de recorrentes crises políticas e, juntamente com as profundas divergências entre os estados dominantes durante a sucessão presidencial de 1930 e o impacto devastador do início da Grande Depressão, contribuiu de forma decisiva para o colapso da Primeira República.

Ciclos e crises da Primeira República

A história das políticas econômicas e o desempenho da economia brasileira entre o limiar do século e a revolução de 1930 pode ser dividida em períodos demarcados, basicamente, por alterações no comportamento da economia internacional: a do longo ciclo de crescimento com endividamento da década anterior a 1914, a do funcionamento anômalo da economia mundial durante a Primeira Guerra Mundial, e a do choque, reconstrução e colapso dos anos 1920.

A era de ouro, 1900-1913

Os anos entre o fim do período de ajuste recessivo da virada do século e a desaceleração que precede a Primeira Guerra Mundial marcam um ciclo de crescimento que, em termos de duração e extensão do progresso material, não teve paralelo na memória daqueles que o testemunharam. Após quase uma década de estagnação econômica, entre 1900 e 1913 o produto agregado cresceu a uma taxa média superior a 4% ao ano, a formação de capital na indústria prosseguiu em ritmo ainda mais acelerado, realizou-se gigantesco esforço de reaparelhamento do sistema de transportes através de grandes obras portuárias e ferroviárias mantendo-se, além disso, relativa estabilidade de preços ao longo de todo o período.

A origem deste verdadeiro milagre econômico está na repentina melhora da posição externa que se faz sentir já no governo Rodrigues Alves (1902-1906) em virtude do rápido crescimento das exportações de borracha e do início do grande boom de investimentos europeus na periferia que, com breves interrupções, duraria até as vésperas da guerra. Entretanto, nessas circunstâncias, a manutenção da política monetária apertada seguida pela administração anterior, por imposição dos termos do empréstimo de consolidação britânico, não só impedia a recuperação do nível de atividade doméstico como acabaria tornando impossível a manutenção da taxa de câmbio em torno do nível de 12 pence por mil-réis a que havia sido estabilizada desde 1902, após uma apreciação de quase 70% desde 1898. Essa situação era particularmente delicada para os produtores de café, que já enfrentavam preços internacionais deprimidos em função do grande aumento da oferta paulista desde o fim do século.

O ponto crítico foi finalmente atingido em 1905, quando o grande aumento da receita líquida de divisas provocou substancial apreciação cambial, reabrindo o debate sobre reforma monetária. A questão central era a de como criar um mecanismo – em substituição ao poder discricionário do Tesouro, como exigia o pensamento ortodoxo dominante – para prover ativos domésticos líquidos em quantidade suficiente para absorver a crescente oferta de divisas, de modo a aliviar as pressões para a apreciação da taxa de câmbio. Apesar dos protestos dos ultraortodoxos defensores da continuação do arrocho monetário, os interesses do setor produtivo falaram mais alto e a opção, influenciada pela recente e bem-sucedida experiência argentina, recaiu sobre um mecanismo automático de padrão-ouro. Em 1906, criou-se a Caixa de Conversão, investida do poder de emissão de notas plenamente conversíveis em ouro, e vice-versa, a uma taxa fixa de câmbio.

O outro problema enfrentado no início do período de recuperação foi o agravamento do desequilíbrio no mercado mundial de café com as estimativas de uma supersafra em São Paulo em 1906. Como o Brasil tinha uma posição quase monopolista no mercado mundial e a demanda de café é inelástica em relação ao preço, um aumento da oferta brasileira teria forte impacto negativo sobre o preço internacional do produto, reduzindo a receita de exportações do país. Por outro lado, a posição quase monopolista do Brasil facilitava a implementação do controle do preço internacional do produto por restrições administradas da oferta. Isto, evidentemente, requeria o financiamento de um volume substancial de estoques, demandando mais recursos do que o sistema bancário doméstico estaria disposto a fornecer em bases comerciais. A saída natural seria buscar financiamento externo.

Embora pressionado pelos interesses ligados ao café no sentido de garantir um empréstimo externo que permitisse retirar temporariamente os excedentes do mercado, como acertado entre os principais estados produtores no chamado Convênio de Taubaté, o governo federal negou-se a dar tal garantia. A retenção dos estoques foi inicialmente financiada com créditos bancários de grandes importadores estrangeiros – que, por possuírem a maior parte dos estoques existentes, também tinham interesse na defesa dos preços do produto – e garantias do estado de São Paulo. Entretanto, em 1907, uma breve, mas grave, crise financeira internacional impossibilitou a rolagem desses créditos, levando o governo federal a temer que, à queda temporária dos influxos de capital gerada pela retração nos mercados financeiros, viesse somar-se um colapso dos preços do café, provocando uma brusca reversão da posição externa, o possível esgotamento das reservas da Caixa de Conversão e a desmoralização da experiência do padrão-ouro. Nessas circunstâncias, o governo federal acabou por decidir avaliar, junto a seus banqueiros de Londres, um empréstimo que permitisse financiar a desova dos estoques de café em prazo mais longo e, portanto, garantir a estabilidade de preços a curto prazo. A decisão de apoiar a valorização do café como forma de garantir a estabilidade macroeconômica foi coroada de sucesso. Com a normalização das condições de crédito nos mercados internacionais de capital já em 1908, retornaram os influxos de capital e, com a ajuda adicional de um grande crescimento dos preços da borracha, a economia entrou em uma fase de acelerado crescimento que duraria até 1913.

Os estágios iniciais desse boom foram marcados por uma súbita melhora no balanço de pagamentos que, induzindo volumosos influxos de ouro, causou grande expansão monetária. De fato, é esse vínculo entre flutuações no balanço de pagamentos e condições internas de crédito, criado pela reforma monetária de 1906, que fornece a chave para a compreensão da dinâmica dos ciclos do pré-guerra. Com o funcionamento da Caixa de Conversão, entraria em ação o mecanismo de ajustamento tradicionalmente associado com a operação “normal” de um sistema monetário de padrão-ouro, isto é, movimentos de ouro causariam mudanças na oferta de moeda, induzindo variações estabilizadoras no balanço de pagamentos em conta corrente.

Entretanto, a crença convencional na suavidade do ajustamento nesse contexto resulta de uma redução artificial da análise aos efeitos das reações autocorretoras de custos relativos e renda – que afetam apenas a balança comercial –, ignorando a influência desestabilizadora da ocorrência de grandes superávits na conta de capital e sua volatilidade, fator crucial no caso brasileiro durante a década que precede a

Primeira Guerra Mundial. Esses superávits, que geralmente acompanham booms de exportação, tendem a agravar uma já folgada posição em conta corrente. Nestas condições a operação do mecanismo de ajustamento do padrão-ouro faz-se sentir através de uma acentuada tendência compensatória na balança comercial, causada por um forte crescimento das importações. Na ausência de eventos exógenos que sustentem um crescimento contínuo das exportações, esta “era de ouro” de uma economia exportadora pode durar somente enquanto persistam, na escala apropriada, os influxos de capital. Se estes se retraem depois de estabelecida a tendência declinante da balança comercial, os resultados podem ser desastrosos devido à rapidez com que os reajustamentos subsequentes se processam. Por causa da defasagem na resposta da demanda de importações à contração automática de crédito, uma súbita deterioração da posição externa é inevitável a curto prazo. Se a perda de reservas de divisas pode ser sustentada por um longo período, a redução das rendas monetárias que ela acarretará poderá vir a corrigir o desequilíbrio externo ao custo de uma redução no crescimento do produto real; mas se a perda de reservas necessárias é grande relativamente à base monetária doméstica, o choque monetário automático inevitavelmente gerará uma crise de grandes proporções.

Em resumo, a adoção do padrão-ouro pelo Brasil em 1906 vinculou a estabilidade monetária doméstica ao comportamento do balanço de pagamentos, acentuando, portanto, o caráter pró-cíclico dos déficits e superávits externos da economia primária exportadora. Por causa disso, até o início da guerra em 1914, os acontecimentos exógenos que afetariam os mercados internacionais do café e da borracha, e o fluxo de capital europeu de longo prazo, seriam decisivos para a determinação do nível de atividade interna da economia.

As primeiras razões para preocupações com a deterioração do balanço de pagamentos apareceram em 1912, e deviam-se a tendências desfavoráveis que se vinham desenvolvendo desde algum tempo. Até 1911, os crescentes déficits orçamentários que reapareceram em 1908 puderam ser financiados por meio de vultosos empréstimos externos associados a programas de obras públicas. Mas o crescimento da despesa governamental preocupava os credores e, em 1912, surgiram dificuldades de levantar novos empréstimos. Ficava claro que, caso persistisse a queda do influxo de capital estrangeiro, a tendência declinante do balanço comercial teria que ser revertida para que o Brasil pudesse manter a estabilidade cambial sem grandes perdas de reservas e os problemas internos que isso acarretaria.

Entretanto, a possibilidade de crescimento das exportações a curto prazo era ainda mais remota no final de 1912. De fato, mais do que os crescentes déficits orçamentários e das incertezas quanto às tendências futuras dos investimentos estrangeiros, a deterioração das perspectivas de crescimento das exportações era a mudança que mais comprometia a viabilidade do modelo de crescimento do pré-guerra. Os preços da borracha haviam despencado depois do pico de 1910, sob o impacto do rápido crescimento da oferta proveniente das novas plantações coloniais inglesas e holandesas do sudeste da Ásia, que contavam com marcado diferencial de produtividade em seu favor. O comportamento desfavorável das exportações de borracha havia sido compensado, entretanto, pelo substancial aumento no preço do café, a partir do fim de 1910, resultante do sucesso final do programa de valorização. Entretanto, em 1913, uma ação antitruste movida nos Estados Unidos contra os detentores da parcela dos estoques de café da supersafra de 1906, comprados com

o aval do governo federal, ainda não vendidos e retidos em Nova York, obrigou à venda desses estoques, revertendo a tendência à alta dos preços.

A deterioração da posição externa em 1913 marca o início de um período de permanente crise de liquidez gerada pela operação do padrão-ouro após a reversão da posição do balanço de pagamentos, que se estenderia até a eclosão da Guerra Mundial. O governo, entretanto, decidiu manter o padrão-ouro, alimentando esperanças infundadas de conseguir acomodação financeira adicional no exterior. Nestas condições, a rápida queda dos depósitos da Caixa de Conversão ocasionou severo arrocho monetário que lançou a economia em profunda recessão bem antes do início das hostilidades na Europa.

O impacto da Grande Guerra, 1914-1918

O início da guerra teve efeitos imediatos sobre o comércio internacional, afetando o fluxo de pagamentos externos, a receita tributária e a indústria do café. A primeira reação do governo foi fechar a Caixa de Conversão, tentar ganhar tempo com uma série de medidas de emergência – incluindo um longo feriado bancário e uma moratória temporária sobre todas as dívidas –, e autorizar uma grande emissão de notas inconvertíveis que, apesar de montar apenas a uma fração da contração da base monetária verificada desde 1913, serviu para aliviar temporariamente a crise de liquidez e atender a despesas do governo.

Entretanto, na medida em que o comércio se normalizava, apareceram grandes pressões para a depreciação da taxa de câmbio que, se materializada, ameaçava tornar mais crítica ainda a já precária posição orçamentária do governo. O resultado natural foi a assinatura, em outubro, de um novo *funding loan* de £15 milhões com os banqueiros do governo, para fazer frente ao pagamento de juros dos empréstimos federais até 1917, suspendendo-se as amortizações até 1927. O *funding loan* de 1914, juntamente com a assinatura de acordos similares por parte de outras autoridades públicas com seus credores estrangeiros, serviu para aliviar o balanço de pagamentos e contribuiu de forma decisiva para que se pudesse estabilizar a taxa de câmbio em torno de 20% a 25% abaixo da paridade de pré-guerra ao longo de todo o conflito.

Em fins de 1914, as mudanças provocadas pelo conflito no comércio internacional começavam a definir seus contornos. As exportações brasileiras não foram adversamente afetadas logo em 1915 pois, em grande medida, continuaram a atingir o mercado alemão através da Holanda e dos países neutros da Escandinávia até o aperto do bloqueio naval aliado em 1916, e a depreciação do mil-réis compensou a queda sofrida pelos preços dos principais produtos de exportação antes da guerra. O maior problema criado pelo confronto para o comércio exterior brasileiro foi o da estagnação das importações aos níveis já extremamente deprimidos que haviam atingido ao fim da recessão de 1913-1914. Isto refletia, em parte, a continuação de níveis de atividade domésticos deprimidos, mas sinalizava também o efeito negativo da guerra sobre a oferta mundial de manufaturados. A contração do volume de importações ameaçava, por sua vez, transformar o desequilíbrio fiscal do governo federal em uma crise fiscal permanente, caso não fosse alterada a dependência da receita em relação à tarifa.

Tão logo as ações militares na Europa começaram a apontar para a possibilidade de um conflito duradouro, enquanto se prolongava a estagnação econômica doméstica, as medidas emergenciais, tomadas na perspectiva otimista de que a guerra não seria prolongada, tornaram-se claramente insuficientes. A emissão de emergência tinha trazido alívio apenas temporário às condições de crédito, e a oferta de moeda voltara a cair no primeiro semestre de 1915. A produção industrial caíra em nada menos do que 8,7% em 1914, e os níveis de atividade continuavam deprimidos. Assim, na medida em que a guerra encaminhava-se para um impasse militar de duração imprevisível, o governo brasileiro viu-se forçado a adotar um elenco de medidas mais radicais para ajustar a economia ao novo entorno internacional e, em especial, para tirar a economia da Depressão em que se encontrava por quase dois anos.

Os primeiros passos, dados em meados de 1915, consistiram em tentar equacionar o equilíbrio financeiro do setor público e reverter o substancial aperto de liquidez então vigente. Para ajustar a receita às novas condições criadas pela guerra, o governo ampliou substancialmente a base de produtos sujeitos ao imposto de consumo. Isto, juntamente com a manutenção das despesas a níveis baixos, fez com que o déficit orçamentário caísse substancialmente em termos reais durante a guerra. Por outro lado, o governo autorizou uma nova emissão de notas do Tesouro e de títulos federais de longo prazo. O grosso desses recursos destinou-se a cobrir os atrasados acumulados pelo excesso de despesa do governo, mas parte da emissão monetária foi destinada à expansão das atividades do Banco do Brasil pois, nessa época, a visão do governo passou a refletir a ideia de que o banco poderia cumprir importante papel estabilizador das condições de crédito.

Durante a guerra, renovaram-se com maior força as reclamações sobre o que era à época chamado de “inelasticidade” do sistema bancário, isto é, sua limitada capacidade de criação de crédito resultante dos altíssimos encaixes com que operavam especialmente os bancos nacionais e a variabilidade sazonal de sua capacidade de empréstimo vis-à-vis às necessidades do setor real. Reclamações sobre aperto das condições de crédito sempre cresciam durante o terceiro trimestre do ano nos centros financeiros urbanos, especialmente no Rio de Janeiro, quando os pagamentos em dinheiro feitos pelos fazendeiros ao fim de suas colheitas envolviam grande redirecionamento de liquidez dos centros financeiros para o interior. Fazendeiros e colonos preferiam moeda manual a depósitos bancários, basicamente porque a rede bancária ainda não atingia grandes áreas do interior. Portanto, a colheita era seguida de forte drenagem de moeda primária dos centros financeiros, o que não só reduzia a capacidade de empréstimo dos bancos, mas acabava por forçá-los a reduzir suas exigibilidades, dada a alta relação encaixes-depósitos com que usualmente operavam. A contração da oferta de moeda resultante afetava diretamente as atividades urbanas e dava lugar a reclamações recorrentes que, a partir de 1915, fortaleceram a opinião de que o Banco do Brasil poderia minimizar esses problemas, implementando atividades de redesconto e ampliando sua rede de agências. Embora a atribuição da capacidade de redesconto e de outras funções de autoridade monetária ao Banco do Brasil tivesse que esperar a década seguinte, os anos da guerra presenciariam o início de grande desenvolvimento da base regional de suas operações.

A superação da crise de liquidez facilitou o ajustamento real da economia brasileira às mudanças ocasionadas pela guerra nos fluxos de comércio internacional.

O fato mais marcante foi a queda contínua dos termos de troca, mesmo depois de seu colapso anterior ao início da guerra. Em que pese a grande mudança na estrutura das exportações, a evolução desfavorável dos preços do café e, em menor medida, da borracha, impediu o crescimento rápido do valor das exportações. Embora a estrutura das importações não tenha mudado substancialmente, a das exportações alterou-se dramaticamente. A interrupção do suprimento de algumas fontes tradicionais de certas matérias-primas e alimentos, que o Brasil podia suprir aos altos preços então vigentes, permitiu a expansão de exportações não tradicionais e estimulou o crescimento em várias indústrias de processamento de alimentos. Com as largas margens de ociosidade existentes no início da guerra, as restrições à importação causaram notável recuperação da produção industrial doméstica a partir de 1915. Deve ser enfatizado, entretanto, que a tese clássica, de que as restrições ao suprimento externo impostas pela guerra tiveram impacto dramático sobre a industrialização brasileira, já foi corretamente qualificada por vários autores.⁴ O comportamento das importações de bens de capital para a indústria durante a guerra e a capacidade de oferta ainda extremamente limitada dos produtores domésticos de equipamento indicam não ter havido grande expansão da capacidade produtiva da indústria brasileira neste período.

Enquanto a recuperação prosseguia ao longo de 1916, as preocupações voltaram a concentrar-se na evolução da posição externa. A balança comercial voltou a deteriorar como consequência do crescimento do valor das importações, e previa-se o impacto do retorno dos pagamentos de juros da dívida pública externa em 1917. Essas preocupações foram exacerbadas pelo início de restrições dos aliados às importações de café, como parte de medidas de economia de guerra. Os problemas diplomáticos com o café seriam adicionalmente complicados por uma pendência entre o governo alemão e de São Paulo relativa ao pagamento pelos estoques da valorização de 1906, depositados na Alemanha e em cidades da Bélgica ocupada, que haviam sido confiscados. Os alemães limitaram-se a depositar uma quantia em marcos em um banco alemão, que se recusavam a remeter ao exterior para evitar a transferência de fundos ao inimigo inglês, a quem os estoques de café estavam hipotecados. Na medida em que o marco depreciava-se em relação à libra, aumentava o nervosismo em São Paulo em relação a uma solução para essa questão, traduzindo-se, inclusive, em pressões para o abandono da política de neutralidade em relação ao conflito e a tomada, em garantia do pagamento pelos cafés confiscados, de mais de 40 navios mercantes de bandeira alemã e austríaca que se haviam internado em portos brasileiros no início da guerra, em vista da avassaladora superioridade naval aliada.

As perspectivas de evolução da posição externa brasileira foram, entretanto, inteiramente transformadas pela decisão alemã de iniciar uma grande ofensiva contra a corrente de suprimento marítimo aliada em fevereiro de 1917, instruindo seus submarinos a afundar sem aviso prévio todo navio mercante engajado no comércio com o inimigo. A consequência imediata do devastador efeito inicial da ofensiva submarina alemã sobre a capacidade de transporte marítimo britânica foi

⁴ A exposição original da tese clássica é de Simonsen (1939). Para as qualificações ver, por exemplo, Dean (1971b, cap. 6); Villela (1972) e Fishlow (1972).

a definitiva proibição das importações de café pela Grã-Bretanha. Se outros aliados seguissem esse exemplo, como parecia inevitável, o governo brasileiro não teria alternativa senão utilizar os recursos alocados ao serviço da dívida para absorver parte do excedente invendável da principal atividade exportadora do país e manter o suprimento das importações essenciais. A situação era ainda mais complicada pela previsão de uma grande safra, cerca de 25% maior do que a do ano anterior, que em poucos meses estaria colhida.

Diante desses problemas, a expropriação dos navios alemães – ou seja, o fim da neutralidade – deixava de ser uma demanda do governo de São Paulo, já que ao abrir a possibilidade de obter capacidade autônoma de carga e, possivelmente, seu afretamento a bandeiras aliadas, passava a representar uma solução efetiva ao estrangulamento físico e cambial que ameaçava a economia brasileira.

Essa decisão acabaria por tomar-se bem mais fácil após o afundamento, no início de abril de 1917, de um cargueiro brasileiro na costa francesa, quase concomitantemente à decisão americana de declarar guerra à Alemanha. Dias depois o Brasil rompeu relações diplomáticas com a Alemanha e, finalmente, o afundamento de um segundo navio brasileiro, somado a garantias formais norte-americanas de colaborar com a defesa do Brasil no caso de retaliações militares alemãs, levou o governo a decidir incorporar os navios internados à frota do Lloyd Brasileiro.

Como a utilização imediata dos navios não era tecnicamente possível, o problema da disposição ordenada da safra de 1917 permanecia dramático. Em julho, os estoques em Santos saltaram para 6 milhões de sacas, contra 1 milhão em meados do ano anterior e o sistema bancário era absolutamente incapaz de congelar suas carteiras de empréstimos para financiar o carregamento desses estoques. A solução natural foi uma nova emissão de notas inconvertíveis para financiar a compra da safra e reforçar o caixa do Banco do Brasil.

Em outro front, depois de meses de negociações, parte da frota expropriada dos alemães foi arrendada ao governo francês, mas ainda permaneciam preocupações importantes. Por um lado, a grande erosão dos salários reais provocada pela alta do preço dos alimentos levou à primeira onda de greves e manifestações operárias da história do Brasil, sublinhando as profundas transformações em processo na estrutura social das grandes cidades brasileiras. Por outro lado, ao longo da primeira metade de 1918, voltavam as preocupações com a fragilidade da posição externa e da indústria do café em um cenário de prolongamento da guerra. Entretanto, por um golpe de sorte, esse crônico duplo dilema de política econômica criado pela guerra desapareceria como por um passe de mágica a partir da metade do ano, quando dois dias de geadas de violência sem precedentes, seguidos do fim das hostilidades na Europa, alteraram completamente as perspectivas em relação aos preços do café. Os preços em Nova York, que se mantinham em torno de uma média de 10,8 centavos de dólar por libra-peso em junho, atingiram mais de 22 centavos no fim do ano. As geadas tiveram efeito depressivo sobre várias colheitas e, dada a importância da renda agrícola paulista para o desempenho global da economia, depressaram os níveis de atividade doméstica em 1918. Entretanto, o Brasil emergia da guerra sem nenhum dos problemas de excesso de oferta de café e equilíbrio externo que haviam ocupado o centro das decisões de política econômica em seus últimos dois anos.

Boom e recessão do pós-guerra, 1919-1922

O desempenho da economia brasileira nos primeiros três anos que se seguem ao armistício de 1918 foi profundamente influenciado pelo rápido mas violento movimento de auge e recessão então experimentado pelas principais economias aliadas. O boom internacional, iniciado já no começo de 1919, traduziu-se em formidável e generalizado aumento dos preços das commodities. Esse efeito foi exacerbado, no caso do Brasil, pela sensível restrição da capacidade de oferta mundial de café causada pela grande geadas de 1918. A alta dos preços do café, somada aos efeitos positivos da conjuntura internacional sobre os preços de outros itens da pauta de exportação – que experimentara, como notado acima, substancial diversificação durante a guerra –, provocou aumento explosivo das exportações brasileiras. Ao mesmo tempo, a liberação da demanda de ampla gama de manufaturas não produzidas domesticamente, reprimida durante o conflito por restrições de oferta e capacidade de transporte, e a apreciação do mil-réis causada pelo abandono generalizado das paridades ouro na Europa no início de 1919, tenderiam a provocar rápida recuperação das importações. Entretanto, com os prazos de entrega dilatados pelas dificuldades de suprimento ainda existentes no período de reconversão das economias centrais, a resposta das importações retardou-se além do normal em relação ao crescimento explosivo das exportações, provocando o aparecimento de grande superávit comercial em 1919, e relançando a economia em franca e rápida recuperação dos níveis de atividade após a relativa estagnação sofrida em 1918.

O rápido boom nos países centrais teve, entretanto, vida curta. A adoção de políticas monetárias restritivas nos dois principais centros financeiros internacionais, em resposta à persistência de fortes pressões inflacionárias após o fim da guerra, precipitou o início de violenta recessão, nos Estados Unidos e Reino Unido, e queda vertiginosa dos preços internacionais a partir de meados de 1920. O colapso dos preços internacionais de produtos primários teve efeito devastador sobre a posição externa brasileira. A violenta queda das exportações ocorreu simultaneamente à aceleração tardia do volume de importações estimulada pelo boom e pela apreciação cambial anteriores, provocando súbita reversão da balança comercial em meados de 1920, o que, além de ter efeito fortemente recessivo, causaria grande depreciação cambial a partir do segundo semestre desse ano.

A recessão mundial de 1920 teria profundas repercussões sobre a condução da política econômica, por seu impacto desestabilizador sobre a taxa de câmbio e o equilíbrio do setor cafeeiro. A preocupação imediata do governo foi tentar minimizar a velocidade e magnitude da desvalorização cambial. Esta preocupação justificava-se, por um lado, pela sensibilidade da posição orçamentária do governo federal em relação à taxa de câmbio. Dado o grande peso da tarifa das alfândegas na receita federal e o vulto das despesas em moeda estrangeira no gasto público, uma forte desvalorização cambial agravaria ainda mais a já precária posição financeira do governo. Isto seria especialmente verdade naquele momento, quando as despesas inadiáveis ligadas à reposição do desgaste sofrido pelo equipamento do setor público durante a guerra somaram-se às do grande programa de obras lançado no início do governo Epitácio Pessoa, em grande parte contratadas com empresas estrangeiras.

Por outro lado, dada a grande sensibilidade da estrutura de custos e do salário real em relação à taxa de câmbio na Primeira República, uma rápida e substancial desvalorização teria certamente forte impacto inflacionário. Além disso, uma vez que o surto de encomendas ao exterior teve como contra partida a criação de vultosas exigibilidades em moeda estrangeira por parte das firmas importadoras, uma rápida desvalorização cambial afetava perigosamente a posição financeira de grande número de empresas. Nessas circunstâncias, a costumeira reação defensiva por parte dos bancos, cortando linhas de crédito na tentativa de recompor níveis mais altos de encaixes, agravaria ainda mais a crise de liquidez e os problemas do setor privado.

A perspectiva de crise iminente do complexo cafeeiro logo passou também a ocupar a atenção das autoridades federais. A violência da queda dos preços internacionais do café e a memória do sucesso das operações de defesa de 1906 e 1917 não tardaram a suscitar pressões para a institucionalização do controle da oferta do produto. Em setembro, representantes de São Paulo propuseram ao Congresso autorizar a intervenção federal no mercado de café, sustentando-se as compras com recursos provenientes de emissão *ad hoc* de notas do Tesouro, mas o governo vetou a iniciativa. Entretanto, como indicado anteriormente, na medida em que a crise se alastrava no segundo semestre de 1920, aprofundava-se a restrição de crédito e, embora a crise da cafeicultura fosse corretamente percebida por seus representantes como sendo agravada pela incapacidade conjuntural do sistema bancário em prestar assistência normal ao financiamento da comercialização da safra, a necessidade de medidas urgentes visando reverter o aperto de liquidez era sentida por todo o setor privado.

Finalmente, em outubro, gera-se uma solução de compromisso: a aprovação de projeto de lei autorizando pequena emissão de notas do Tesouro para alívio emergencial de liquidez e a criação da Carteira de Redesconto do Banco do Brasil. A carteira teria poderes de emitir notas do Tesouro até um limite passível de ampliação pelo Presidente da República, contra títulos comerciais, e proibia explicitamente o redesconto de títulos públicos. Ao atender aos reclamos imediatos do setor privado e à antiga reivindicação de criação de um emprestador “automático” de última instância, o governo federal conseguiu esvaziar a demanda corporativa da institucionalização da defesa do café e implementar, ainda que de forma reconhecidamente provisória e incompleta, um instrumento considerado fundamental para maior estabilidade de sistema bancário.

Os objetivos da política cambial acabariam, entretanto, por impedir que o governo mantivesse uma atitude indiferente em relação à contínua deterioração dos preços internacionais do café. Nos primeiros meses de 1921, com a persistência do desequilíbrio comercial mesmo após substancial depreciação cambial, o governo finalmente foi levado a concluir que a intervenção direta nos mercados do produto era um requisito indispensável ao restabelecimento do equilíbrio do balanço de pagamentos. Além disso, a decisão de sustentar os preços do café era indispensável para prevenir que os esforços do governo em evitar uma queda descontrolada do valor externo do mil-réis submetesse a lavoura cafeeira a pressões insuportáveis.

A decisão de iniciar nova operação de valorização não implicava, contudo, nenhum compromisso formal do governo federal. Sua ação limitou-se a autorizar o endosso, pelo Tesouro, de letras de café sacadas por uma grande firma corretora

contratada para agenciar as compras e a instruir o Banco do Brasil a financiar as operações, se necessário com o auxílio da recém-criada Carteira de Redesconto. As compras iniciaram-se imediatamente, sustando a queda dos preços e a obtenção de um empréstimo de estabilização em Nova York permitiu ao governo reassumir algum grau de controle sobre a taxa de câmbio.

Mas o pior da crise ainda não havia passado. Em meados de 1921 o governo começava a enfrentar dificuldades no financiamento de seu crescente desequilíbrio fiscal. Embora a falta de dados sobre operações internas de crédito do governo federal impeça⁵ uma avaliação adequada das fontes de financiamento do déficit, desde o início de 1921 o Tesouro aumentava rapidamente sua dívida de curto prazo com o Banco do Brasil. Isso, por sua vez, tinha consequências para a viabilidade do esquema de defesa do café já que o crescimento dos empréstimos do Tesouro afetava a capacidade do Banco em financiar as grandes operações da valorização sem recurso maciço à Carteira de Redesconto.

Esse conflito entre as demandas financeiras do Tesouro e do programa de sustentação do café seria resolvido a partir do último trimestre de 1921, recorrendo-se ao crédito externo para financiar a valorização. Com os preços começando firme recuperação em agosto e a perspectiva de pequena safra para 1922, não foi difícil para os responsáveis pela defesa do café conseguir, com a intermediação de uma firma exportadora britânica, linhas de crédito de curto prazo junto a bancos comerciais britânicos para recomprar as letras em poder do Banco do Brasil e realizar as compras ainda eventualmente necessárias para firmar os preços. Esses créditos de curto prazo seriam consolidados em maio de 1922, através de um empréstimo de longo prazo coordenado pelos tradicionais *merchant bankers* do governo federal em Londres. Completava-se com sucesso mais um episódio de defesa do café, e o financiamento externo conseguido na undécima hora trazia ainda o benefício de fornecer ao Banco do Brasil munição suficiente para frear o colapso cambial iniciado no segundo trimestre de 1920.

A posição fiscal, entretanto, continuou crítica. Em 1922, o déficit de caixa do governo federal atingiria níveis alarmantes, dada a incapacidade do governo em conter o crescimento da despesa e a necessidade de liquidar grande volume de atrasados acumulados no exercício anterior. Desde o início do ano tendo que reduzir a emissão de apólices ante o elevado desconto nas cotações dessas obrigações de longo prazo, o Tesouro foi obrigado a financiar o desequilíbrio orçamentário através do lançamento maciço de letras de curto prazo. Como o grosso das letras emitidas acabava por encontrar o caminho da carteira do banco do governo, o déficit fiscal transformava-se em vultosa e crescente dívida de curto prazo do Tesouro com o Banco do Brasil.

O crescimento dessa dívida teria sérias consequências para o equilíbrio monetário pois, embora a legislação proibisse o redesconto de títulos da dívida pública, o Banco do Brasil podia gerar os recursos líquidos necessários para bancar o crescimento de seus empréstimos ao governo por via indireta, redescontando ativos de sua carteira comercial. Esse expediente, usado até o primeiro semestre de 1922 tinha, entretanto, limites bem definidos já que com a perspectiva de prolongada

⁵ Os Balanços Gerais da União não foram publicados entre 1915 e 1923.

inadimplência do governo essas operações implicavam perigosa deterioração de qualidade de carteira do Banco. Nestas circunstâncias, os princípios doutrinários cederam lugar ao pragmatismo: em outubro, o Congresso autorizou o redesconto de títulos federais até meio milhão de contos – equivalente a mais do que o total das letras em carteira no Banco do Brasil em fins de 1921 –, provocando crescimento explosivo da base monetária no último trimestre do ano.

A forma de financiamento do severo desequilíbrio fiscal causado pelos choques do pós-guerra teria, ainda, sérias consequências de médio prazo. Por um lado, a expansão monetária por ele provocada alimentaria as já sensíveis pressões inflacionárias desencadeadas pelo colapso cambial de 1920-1921. Por outro lado, a necessidade de liquidar a dívida de curto prazo gerada em 1922 – parte substancial da qual exercia efeito paralisador sobre a capacidade operacional do Banco do Brasil –, motivaria a adoção imediata de grande austeridade na condução da política fiscal.

Recuperação, desequilíbrio externo e ajuste recessivo: 1922-1926

Apesar dos graves problemas financeiros enfrentados em seus últimos meses, o governo Epitácio Pessoa seria concluído já em clima de franca recuperação econômica. Em fins de 1922, voltava a crescer o preço internacional do café, havia clara reversão da tendência à queda das exportações e do déficit comercial, verificava-se rápida retomada do crescimento da produção industrial. Os programas de obras públicas e o crédito mais folgado sustentavam altos níveis de atividade na construção civil. As causas da impressionante reversão cíclica de 1922 não derivam, todavia, da adoção consciente de medidas estabilizadoras pelo governo em resposta ao choque externo e à recessão de 1920-1921. Elas resultaram tanto dos efeitos anticíclicos da política de valorização, que não eram diretamente colimados pelas autoridades quando de sua adoção, quanto da propagação dos efeitos da violenta depreciação cambial de 1920-1921 através de mecanismos estabilizadores inerentes à economia primário-exportadora brasileira.⁶

O sucesso da intervenção federal no mercado do café sem dúvida atenuou as consequências domésticas do choque externo causado pela recessão mundial. A sustentação artificial dos preços do café fez reverter muito mais depressa a tendência à queda das exportações e dos termos de troca, além de ter protegido a renda real do setor cafeeiro que vinha sendo rapidamente erodida desde meados de 1920, quando os preços internacionais do café passaram a cair mais rapidamente do que a da taxa de câmbio. Entretanto, a decisão de implementar a valorização foi tomada pelo governo federal como coadjuvante da política cambial que visava arrefecer o ritmo da depreciação cambial. Mesmo assim, o governo só conseguiu readquirir controle sobre o mercado de divisas após grande depreciação do mil-réis, cujo valor em relação ao esterlino atingiria em fins de 1922 um terço do vigente em maio de 1920.

⁶ A rápida recuperação da produção industrial brasileira após a recessão do pós-guerra, induzida por resultados imprevistos de medidas de política econômica tem, de fato, enorme semelhança com a recuperação após a Grande Depressão, conforme descrita em Furtado (1959).

Esse violento colapso cambial também teve importante efeito estabilizador. Em primeiro lugar, contribuiu de forma crucial para a grande queda das importações em 1921, que explica a maior parte do rápido reajustamento do balanço comercial no período 1920-1922, fator importante na recuperação. Em segundo lugar, a desvalorização cambial, concorrendo para o aumento explosivo do déficit público – e, por esta via, como discutido na seção anterior, para marcada elevação da taxa de expansão monetária em 1921-1922 –, também contribuiu de forma importante para a reversão cíclica, embora através de efeitos claramente indesejados pelo governo. Finalmente, ao isolar a economia do impacto deflacionário da queda dos preços internacionais, o colapso cambial protegeu de perdas substanciais de renda exportadores e indústrias competitivas com importações, e explica por que o Brasil experimentou queda de preços domésticos muito mais suave do que os países centrais durante a recessão.

O governo de Artur Bernardes herdava, entretanto, um balanço de pagamentos extremamente vulnerável e crônica crise fiscal que atingira gravemente a capacidade de financiamento do Banco do Brasil e que condicionaria a definição de seu programa de política econômica. O ponto básico do programa de Bernardes seria a realização de uma reforma monetária que transformasse o Banco do Brasil em banco central, retirando do Tesouro os poderes de emissão de moeda. A estabilização das receitas de exportação com vistas ao fortalecimento da posição externa, que passava a constituir-se em meta prioritária do novo governo, seria cumprida pela institucionalização de novo e ousado programa, dito “permanente”, de defesa dos preços do café.

O novo esquema de defesa do café, projetado para ser administrado por um instituto federal cuja constituição em princípio havia sido autorizada pelo Congresso nos últimos meses do governo anterior, introduzia duas mudanças fundamentais em relação às intervenções passadas. Em primeiro lugar, os preços não seriam mais controlados através da compra e estocagem de excedentes eventuais pelo governo, mas da retenção compulsória de todo o café colhido nas regiões produtoras do Centro-Sul em armazéns “reguladores”, a serem construídos em entroncamentos ferroviários estratégicos, e do controle do volume embarcado a partir desses armazéns para os portos, isto é, pelo controle contínuo da oferta brasileira ao mercado mundial. Esta alteração dos mecanismos da valorização implicava crucial mudança na distribuição de suas perdas e lucros. Antes, era a autoridade pública que incorria nos ônus financeiros e carregava os ganhos eventualmente resultantes da operação esporádica de defesa dos preços; agora, era o fazendeiro que, como proprietário dos cafés armazenados, bancaria a operação. Este teria, entretanto, que fazer frente às despesas incorridas entre a entrega do café ao armazém regulador e seu embarque para exportação com os adiantamentos conseguidos a um dado custo financeiro, com seu comissário ou na rede bancária, contra a garantia de certificado de depósito fornecido pelos armazéns.

Finalmente, o programa de governo contemplava drástica redução do déficit público, com cortes do gasto em formação de capital cumprindo importante papel no ajuste a curto prazo. Havia, entretanto, que resolver os problemas criados pelo esgotamento da capacidade de financiamento do déficit público, uma vez que as medidas de ajuste adotadas levariam tempo para reduzir o desequilíbrio a proporções gerenciáveis. Este não era um problema trivial porque, por um lado,

o congestionamento da carteira do Banco do Brasil reduzira sua capacidade de financiar o governo e a reforma monetária da nova administração preconizava o fechamento da Carteira de Redesconto. Por outro lado, havia a necessidade de precaver-se para enfrentar as demandas do setor cafeeiro, aleatórias mas potencialmente elevadas, pelo crédito necessário à viabilização do novo esquema de defesa.

Com efeito, o funcionamento do novo sistema dependia crucialmente da existência de uma fonte de recursos que agisse como emprestador de última instância, intervindo em apoio ao sistema bancário quando as necessidades de financiamento dos estoques retidos nos reguladores ultrapassassem o que os bancos estivessem dispostos a financiar com base em considerações de lucratividade e risco. Em princípio, esses recursos poderiam provir de fontes externas e, do ponto de vista do equilíbrio externo, este seria o caminho indicado. Entretanto, não só os banqueiros do governo em Londres recusavam-se a envolver-se em um esquema permanente de defesa, como Nova York estava fechada como alternativa de financiamento pela cerrada oposição que o governo norte-americano fazia ao esquema de valorização brasileiro (ver, sobre isso, Brandes, 1962, p. 130). A antevisão desses problemas influenciou decisivamente o projeto de novo banco central. Ainda em 1922, o Banco do Brasil foi dotado do monopólio de emissão monetária, podendo emitir até 600 mil contos em condições idênticas às da então extinta Carteira de Redesconto, montante certamente suficiente para enfrentar as demandas do orçamento e da defesa do café no futuro previsível.

Os primeiros meses do governo Bernardes, entretanto, seriam marcados por uma conduta cautelosa na condução da política monetária, coerente com sua meta prioritária de apreciação cambial que pressupunha corrigir a vulnerabilidade da posição externa. Mas no terceiro trimestre de 1923, começaram a crescer rapidamente as necessidades de financiamento da nova safra de café. As origens do problema remontam aos termos do contrato do empréstimo de 1922, que impediam o governo brasileiro de iniciar nova operação de valorização antes da liquidação do empréstimo, prevista para um prazo de 10 anos, que obrigou o novo governo a negociar a aceleração das amortizações através da liberação mais rápida dos cafés ainda remanescentes do estoque dado em garantia do empréstimo. A venda rápida desses cafés somou-se, em 1923, a uma safra que era quase o dobro da safra do ano anterior, exercendo efeito depressivo sobre os preços a partir da metade do ano e levando o governo a implementar, ainda que informalmente, a defesa.⁷

Dada a substancial munição entregue ao Banco do Brasil pela reforma de seus estatutos, não havia dúvida de que, do ponto de vista estrito do controle dos preços de oferta no mercado mundial, o novo esquema seria bem-sucedido e, de fato, os preços logo se recuperaram. O dilema de política econômica era, entretanto, que a sustentação dos preços poderia tomar necessário o abandono da política monetária restritiva. Isso dependeria não só do comportamento do mercado internacional do café mas também, crucialmente, das condições domésticas de crédito, que determinavam a capacidade do sistema bancário privado de cumprir seu papel no financiamento da retenção dos estoques. No início do terceiro trimestre de 1923,

⁷ O Instituto do Café não foi formalmente instalado, mas o esquema de retenção do escoamento da safra para os portos através dos armazéns reguladores foi iniciado.

num contexto de crescente aperto de liquidez como referido acima, a superposição dos problemas sazonais decorrentes do aumento da demanda de crédito nas colheitas de outras lavouras e da drenagem de caixa dos grandes bancos tomava extremamente difícil ao sistema bancário privado acomodar os requisitos financeiros da valorização do café. O Banco do Brasil, tendo que enfrentar pesados saques de depósitos interbancários e com sua posição de caixa ainda comprometida pela impossibilidade do governo de liquidar sua dívida de curto prazo, não teve saída senão lançar mão, em escala crescente, de sua faculdade de emissão.

A partir de agosto de 1923, acelerou-se novamente a depreciação do mil-réis. Tendo perdido o controle sobre a política monetária e temendo a recorrência de uma crise cambial e de seus impactos orçamentários, o governo passou a considerar a obtenção de um grande empréstimo de estabilização como o único caminho para evitar a desmoralização prematura de seu programa de reforma financeira. Tal empréstimo, se empregado para liquidar o débito do Tesouro com o Banco do Brasil, serviria para restabelecer o controle sobre o mercado de divisas, enquanto o crescimento paralelo dos ativos domésticos líquidos do banco aumentaria sua capacidade de empréstimo, reduzindo a necessidade de recurso à emissão de moeda.

Assim, já em setembro, as autoridades brasileiras formalizam um pedido de empréstimo de £25 milhões a seus banqueiros britânicos que, entretanto, condicionaram a concessão do empréstimo à implementação de reformas e políticas a serem recomendadas por uma missão de peritos por eles enviada para estudar in loco a posição financeira do Tesouro e a situação cambial. A condição é aceita e, no primeiro trimestre de 1924, o governo negocia com a missão inglesa as bases do empréstimo. Entretanto, em meados do ano, quando se ultimavam os detalhes da operação, restrições impostas pelo governo britânico a empréstimos externos, com vistas ao fortalecimento da libra para preparar seu retorno ao padrão-ouro, acabam por inviabilizá-la.

O fracasso da estratégia de estabilização não recessiva com base no endividamento externo, após vários meses de negociações, impunha urgente redefinição de políticas. A posição externa continuava vulnerável, uma vez que o substancial crescimento das exportações em 1924, causado pelo comportamento favorável dos preços do café, fora anulado pelo aumento paralelo das importações, estimulado pela recuperação doméstica e, na ausência de novos empréstimos externos, a taxa de câmbio permanecera 50% abaixo da taxa de estabilização planejada pelo governo. A aceleração inflacionária que acompanhou a recuperação, além de contribuir para as dificuldades de ajuste externo, erodia rapidamente os salários reais, começando a criar tensões preocupantes nos centros urbanos.

Quase ao mesmo tempo em que fracassavam as tentativas visando o empréstimo britânico, eclodiram as revoltas militares de julho de 1924, que assumiram graves proporções em São Paulo, onde os rebeldes tomaram a sede do governo do estado. A revolta paulista foi controlada pelas forças legalistas antes do fim de julho, mas a necessidade de cobrir despesas militares imprevistas e prestar socorro aos bancos, em decorrência da interrupção das transações com São Paulo, levou a nova explosão das emissões do Banco do Brasil que atingiram o limite legal entre agosto e outubro. Esta nova perda de controle sobre a política monetária forneceu o motivo para que um influente grupo de políticos intimamente ligados a Bernardes (Falcão, 1931, p. 69-71), que atribuía a persistência da fragilidade

da posição externa e das pressões inflacionárias a taxas elevadas de expansão de moeda e preconizava a adoção de políticas deflacionistas, convencesse o presidente da necessidade urgente de adotar-se uma política ortodoxa de ajuste interno e externo, acoplando uma política monetária contracionista à política de austeridade fiscal já então adotada.

A decisão de implementar o choque monetário, tomada em fins de 1924, teria ainda consequências importantes para a política do café. Como o papel ocupado pelo Banco do Brasil no esquema de defesa implantado por Bernardes implicava submeter a base monetária a flutuações de magnitude aleatória e potencialmente muito grandes toda vez que se materializasse um desequilíbrio entre a oferta e demanda mundiais de café, o sucesso da nova política monetária poderia ser comprometido pela manutenção da forma de financiamento da valorização, como ocorrido em 1923. Além disso, não só o governo federal não havia abandonado a ideia de concretizar um grande empréstimo externo, tão logo se normalizassem as condições em Londres, como as negociações da primeira metade do ano haviam mostrado que o apoio do mercado de capitais de Nova York seria decisivo para o sucesso da operação. Considerando que os banqueiros britânicos condicionavam a concessão do empréstimo ao término do envolvimento do governo no financiamento do esquema de defesa, e que este envolvimento seria certamente fator impeditivo da participação de bancos americanos em um empréstimo federal pela oposição do governo americano à valorização do café, sua manutenção tornou-se disfuncional do ponto de vista dos objetivos maiores da política macroeconômica de estabilização. Por outro lado, em 1924 os preços do café recuperaram-se, em dois grandes saltos, dos níveis estavelmente baixos dos dois anos anteriores, sob influência do bem sucedido programa de defesa. Com os preços elevados e o aumento da perspectiva de ganhos com a valorização, tornava-se politicamente muito mais fácil para o governo declarar terminado seu envolvimento com o esquema.

Assim, em fins de 1924, quase ao mesmo tempo em que eram demitidos o ministro da Fazenda e o presidente do Banco do Brasil, ambos paulistas, como prelúdio para o início da política de ajuste ortodoxo, o governo transferia a responsabilidade pelo programa de valorização do café para o governo de São Paulo. Já a partir do início de 1925, o Banco do Brasil eleva as taxas e restringe drasticamente o montante de suas operações de redesconto com a intenção de reduzir a base monetária através da retirada de notas do Tesouro em circulação, iniciando um processo de contração monetária que seria seguido sem interrupção até o fim do governo Bernardes. O mix monetário-fiscal recessivo foi completado pela manutenção do esforço para equilibrar o orçamento, já que, aos olhos dos ortodoxos que agora controlavam a política econômica, a disciplina fiscal era o pressuposto da viabilidade da manutenção da política monetária restritiva.

Dada a grande dependência do setor privado em relação aos bancos comerciais na ausência de um mercado financeiro desenvolvido, o choque monetário, implementado em meio ao ciclo de expansão iniciado em 1922, teve impacto extremamente negativo sobre o desempenho da economia. Seus efeitos sobre os níveis de atividade corrente foram severos. A produção industrial, que se recuperava fortemente desde 1922, estagnou em 1925 e 1926; o investimento industrial, medido pelo índice de *quantum* de importações de bens de capital para a indústria, que voltara a crescer aceleradamente desde 1923, caiu nada menos do que 24% em 1926.

Não obstante seu alto custo em termos de perdas de produto e emprego, o interlúdio deflacionário de 1925-1926 atingiu seus principais objetivos. Por um lado, a taxa de câmbio apreciou-se abruptamente em mais de 40% entre agosto e outubro de 1925. Por outro lado, sob o impacto conjugado da perda de dinamismo da demanda doméstica e apreciação cambial, a inflação desacelerou rapidamente ao longo de 1925 e, em 1926, o nível de preços (custo de vida) chegou a cair 10%. Deve ser notado, entretanto, que a recuperação da posição externa brasileira em fins do governo Bernardes – que terá, como discutido na próxima seção, grande influência para a formulação da política econômica de Washington Luís –, era um reflexo da impressionante recuperação dos fluxos de comércio e investimento internacionais iniciada em meados da década.

O boom e a Depressão após o retorno ao padrão-ouro: 1927-1930

Apesar da tranquilidade política que marcou a articulação das oligarquias visando a sucessão presidencial de 1926, a grande medida de continuidade na postura ortodoxa de Washington Luís em relação à política fiscal e a crença nas vantagens da criação de um banco central “moderno”, a mudança de governo seria acompanhada de alteração radical das políticas monetária e cambial. A motivação política para essa alteração era óbvia. Desde fins de 1925, cresciam os protestos de industriais – especialmente os da indústria têxtil e exportadores contra os efeitos deflacionários da contração de moeda e da apreciação cambial, enquanto desapareciam as razões objetivas que informaram a opção pelo ajuste recessivo em fins de 1924. Deve ser lembrado que essa dura opção foi feita em uma situação em que a preocupação generalizada com a fragilidade da posição externa e a persistência de pressões inflacionárias permitiram apresentar o ajuste deflacionário quase que como medida de salvação nacional. Entretanto, em fins de 1926, controlada a inflação e com a substancial melhora da posição externa – induzida pela manutenção de altos preços do café e, especialmente, pelo início de um novo ciclo de endividamento externo –, manter indefinidamente essa política seria uma atitude suicida em um sistema político em que exportadores e, crescentemente, produtores de artigos competitivos com importações detinham substancial influência.

Assim, tão logo assume o governo, Washington Luís envia ao Congresso um projeto de reforma monetária propondo o retomo ao padrão-ouro à taxa de aproximadamente 6 pence, cerca de 23% abaixo da taxa média do terceiro trimestre de 1926, justificada por ele como refletindo a taxa média do período 1921-1926. O projeto era, formalmente, um plano para atingir-se, em etapas sucessivas, a conversibilidade do total do estoque de moeda em circulação à nova paridade. A primeira fase, que deveria ser implementada imediatamente, seria um período de estabilização de fato. Para isto, propunha-se a criação da Caixa de Estabilização, um órgão do Tesouro que teria a atribuição precípua de emitir notas conversíveis à vista contra depósitos em ouro nela feitos ao novo par, exatamente nos moldes da antiga Caixa de Conversão, que operava antes da guerra. A segunda fase seria implementada tão logo o estoque de ouro acumulado pela Caixa, através da ação do governo ou de depósitos induzidos por operações privadas de arbitragem, fosse considerado suficiente para permitir a

decretação da conversibilidade plena das notas em circulação, isto é, inclusive das não emitidas pela Caixa. A reforma seria concluída com a mudança da unidade monetária, criando-se o cruzeiro, de valor igual ao do mil-réis à nova paridade e pela transferência do poder de emissão ao Banco do Brasil.

Embora grande parte da literatura tenda a considerar a criação da Caixa de Estabilização como mais um exemplo de transplante acrítico de concepções contemporâneas de política monetária desenvolvidas no contexto das experiências europeias de estabilização,⁸ é inegável que a reforma de Washington Luís tinha uma inspiração política eminentemente prática. Em primeiro lugar, respondia aos anseios imediatos dos produtores domésticos tanto em relação às tendências à apreciação cambial quanto ao futuro da política monetária pois, se a esperada recuperação da posição externa decorrente da participação brasileira no boom internacional de investimentos anglo-americanos se materializasse, o consequente aumento de reservas da Caixa implicaria reversão quase automática da queda da base monetária verificada nos últimos dois anos. Em segundo lugar, após as recentes experiências inflacionárias da Carteira de Redesconto e da Carteira de Emissão do Banco do Brasil, a reintrodução de um mecanismo “automático”, isto é, não discricionário, de controle da oferta de moeda e que impusesse disciplina fiscal contava tanto com o apoio amplamente majoritário da opinião politicamente relevante no Brasil quanto com o dos credores externos, e serviria para aplacar a intensidade dos debates sobre gerência monetária que geraram tanto calor desde o início da década.

Enquanto isso, consolidavam-se as novas bases de operação financeira do programa de defesa do café, agora sob controle do governo de São Paulo. Tão logo o mercado de capital de Londres voltou a operar num clima de intensa competição, não foi difícil ao recém-criado Instituto do Café de São Paulo convencer Lazards, um grande banco britânico, até então praticamente ausente de operações com o Brasil, a prover os fundos para que o Banco do Estado – constituído com a finalidade básica de cumprir o papel de empréstador de última instância aos bancos envolvidos com o financiamento de café, antes desempenhado pelo Banco do Brasil –, bancasse as eventuais necessidades de financiamento do complexo cafeeiro durante a retenção dos estoques.

A consolidação financeira da valorização paulista teve impacto extremamente favorável sobre os preços e, juntamente com a mudança de política monetária e cambial, permitiria rápida superação da estagnação que caracterizava o biênio anterior, já no primeiro ano do governo Washington Luís. A grande onda de investimentos estrangeiros reiniciada em 1926 mais do que compensou a redução do saldo em conta corrente, e o elevado superávit no balanço de pagamentos induziu rápida expansão das emissões da Caixa até meados de 1928. A grande maioria desses investimentos era constituída de empréstimos públicos e, embora vários deles tenham sido contraídos para resgate de dívidas pendentes com credores estrangeiros, um montante significativo foi destinado a obras públicas ou outras formas de gasto doméstico.

Na segunda metade de 1927, os efeitos expansionistas do relaxamento das condições de crédito foram reforçados por condições excepcionalmente favoráveis

⁸ Ver, por exemplo, Bello (1966, p.265-66); Falcão (1931, p. 802) e Neuhaus (1974, p. 75).

para a cafeicultura. O aumento de renda no polo dinâmico da economia e o relaxamento das condições de crédito não só estimularam o investimento na própria cafeicultura, como refletiram-se em aumento generalizado de demanda para o setor urbano, contribuindo de forma decisiva para a reativação dos níveis de atividade. O produto real, que após estagnar em 1925 crescera 5,2% em 1926, cresce 10,8% em 1927 e 11,5% em 1928. Essa rápida recuperação, ao contrário da reversão cíclica de 1922-1923, tem lugar em condições de quase perfeita estabilidade de preços, garantida pela estabilidade cambial e pela existência de margens provavelmente amplas de capacidade ociosa na indústria, geradas pela estagnação da demanda que acompanhou os estágios finais do boom de investimentos iniciado em 1923.

A exuberante recuperação de 1927-1928 sustentava-se, entretanto, em bases frágeis, já que dependia crucialmente da manutenção das condições econômicas internacionais extremamente favoráveis verificadas desde 1926. Como a experiência de antes da guerra havia demonstrado, dada a instabilidade dos fluxos financeiros à periferia, normalmente variando em sincronia com os preços internacionais de produtos primários, a adoção do padrão-ouro em ciclos de endividamento externo aumentava a vulnerabilidade do equilíbrio macroeconômico doméstico. Isto porque, como as condições favoráveis de balanço de pagamentos que induziram a adoção do padrão-ouro podiam reverter-se abruptamente, a perda de reservas automaticamente submeteria a economia a violentas pressões deflacionárias. Entretanto, o potencial desestabilizador desse regime monetário era agora ampliado por seus efeitos sobre a viabilidade financeira do esquema de defesa do café, tal como organizado por São Paulo na segunda metade dos anos 1920 e, portanto, sobre as receitas de exportação. Vejamos por quê.

A viabilidade financeira da defesa dependia da capacidade do Instituto financiar um volume de estoques cuja magnitude podia variar sob a influência de três fatores fora de seu controle. O primeiro era, obviamente, o tamanho da safra, safras maiores significando, *ceteris paribus*, maior pressão sobre os recursos do Instituto. O segundo era o estado da demanda mundial que, ao obrigar uma redução do fluxo de embarques dos armazéns reguladores para os portos, provocaria variações nos estoques a serem retidos pela defesa, afetando a demanda de financiamento de modo análogo ao de uma grande safra. O terceiro era o estado da liquidez doméstica que, diferentemente dos dois choques de demanda e oferta analisados acima, não afetaria os requisitos de financiamento do Instituto através do aumento dos requisitos globais de financiamento, mas através de seus efeitos sobre a capacidade do sistema bancário, privado de desempenhar a parte que lhe era reservada no esforço de financiamento da retenção dos excedentes.

Entretanto, enquanto o Brasil estivesse sob o padrão-ouro, o segundo e o terceiro dos fatores apontados anteriormente, isto é, o estado da demanda mundial e as condições de crédito doméstico, deveriam estar correlacionados de modo perverso. Uma súbita deterioração da balança comercial originada da queda de demanda mundial de café deveria, no padrão-ouro, ter efeito contracionista sobre o crédito doméstico. Isto implicaria que, quando os requisitos financeiros da defesa dos preços do produto estivessem crescendo por causa do arrefecimento da demanda mundial, a propensão do setor privado brasileiro a emprestar à cafeicultura estaria diminuindo, aumentando, portanto, a necessidade de captação externa de recursos para repasse pelo Instituto.

A situação poderia ficar ainda mais difícil para os responsáveis pela defesa caso a deterioração da demanda nos países centrais fosse acompanhada pela simultânea deterioração das favorabilíssimas condições de crédito que então prevaleciam nos dois grandes centros financeiros internacionais. Nunca é demais relembrar que a recuperação da posição externa brasileira a partir de 1926 deveu-se quase inteiramente ao surgimento de grande superávit em conta de capital. Assim, o surgimento simultâneo de dificuldades de captação externa amplificaria os problemas de equilíbrio externo e o resultante choque monetário, aumentando ainda mais a demanda de recursos do Instituto em um período em que, por hipótese, sua capacidade de captação externa estaria prejudicada.

Esta explicação da instabilidade potencial a que a economia brasileira estava submetida em meio à prosperidade dos anos iniciais do governo Washington Luís, por sua grande dependência em relação a um funcionamento estável da economia mundial e, em especial, dos mercados financeiros internacionais, será amplamente confirmada pelos eventos a partir de fins de 1929. De fato, foi o surgimento de uma situação como a apontada no parágrafo anterior, agravada pela ocorrência de uma nova supersafra em 1929, com os estoques já elevados desde a safra de 1927 que provocaria o colapso do sistema em fins de 1929.

O surgimento de tendências recessivas na economia brasileira data, todavia, do início de 1929 – antes, portanto, da perda de dinamismo e colapso financeiro das economias industriais, ocorridos no segundo semestre desse ano –, como resultado da opção do governo em retornar à política creditícia restritiva em resposta a dificuldades de balanço de pagamentos surgidas já em 1928. A deterioração da posição externa na segunda metade de 1928 resultou da operação de duas causas independentes. Por um lado, a estagnação das exportações num contexto de crescimento acelerado das importações, induzido pela recuperação dos níveis de atividade e investimento domésticos, provocou rápida erosão do saldo comercial. Por outro lado, uma contração progressiva do saldo em conta corrente foi acompanhada pelo estancamento temporário do fluxo de empréstimos externos de longo prazo para a periferia na segunda metade de 1928.⁹

A rápida erosão do saldo do balanço de pagamentos no segundo semestre de 1928 fez cair imediatamente o ritmo de crescimento das emissões da Caixa de Estabilização. A reação inicial do Banco do Brasil foi auxiliar prontamente bancos e grandes firmas cuja posição financeira fora ameaçada pelo brusco choque monetário após meses de grande expansão de crédito. Entretanto, logo surgiram críticas consistindo em que, nas circunstâncias de crescente desequilíbrio externo, as regras do jogo da gerência monetária sob o padrão-ouro aconselhavam medidas contracionistas diametralmente opostas à postura acomodadora então adotada pelo banco. A posição desses defensores da ortodoxia era reforçada pelo fato de que o contínuo crescimento da relação entre as reservas ouro de Caixa e o total da circulação monetária desde 1927 havia gerado a convicção de que o Banco do Brasil deveria preparar-se para assumir suas funções de banco central a qualquer momento. O

⁹ Embora as causas desse fenômeno ainda sejam objeto de debate, a opinião dominante é a de que ele teria sido provocado pela atração exercida pelo boom de Wall Street e seus efeitos sobre as taxas internacionais de juros. Para uma discussão da literatura, ver Kindleberger (1973, p. 74 e seguintes).

banco vinha, de fato, ampliando seus encaixes continuamente com esse objetivo, e os críticos viam a nova atitude como um perigoso desvio dos objetivos maiores do plano de reforma monetária do governo.¹⁰

A luta pela definição da política de crédito do Banco do Brasil decidiu-se em favor da solução ortodoxa e, a partir de setembro de 1928, o banco implementaria drástica redução de empréstimos ao setor privado. A mudança da política do Banco do Brasil foi seguida rapidamente pela contração de depósitos dos outros bancos e o estoque nominal de moeda, cujo crescimento já havia caído com a diminuição dos influxos de ouro na Caixa de Estabilização, estagna no último semestre de 1928 e começa a cair em 1929. O redemoinho deflacionário atingiu quase imediatamente os níveis de atividade urbanos, mas o governo federal manteve-se fiel ao novo curso, mesmo consciente de que a nova política ensejava severa recessão. O produto real estagnou aos níveis de 1928, e a produção industrial começou a declinar. As importações, que recuperavam-se à taxa de 15,9% em termos reais ao longo de 1928, começam a cair já no primeiro trimestre de 1929, apesar da reação defasada das importações de bens de capital em relação às flutuações de demanda.

Entretanto, o pior ainda estava por vir com o colapso da capacidade de sustentação financeira do programa de defesa do café. O primeiro golpe sobre o Instituto foi desfechado pela natureza. Condições meteorológicas favoráveis propiciaram uma segunda safra recorde em 1929, apenas dois anos depois que o recorde histórico de 1927 elevava os estoques da defesa a quase o montante de um ano de produção normal. Este aumento de estoques ampliara em muito o período de retenção dos cafés depositados nos reguladores – estimado em maio de 1929 em nada menos do que 16 meses –, aumentando os encargos financeiros dos agricultores em um período em que, com a ocorrência de uma safra pequena em 1928, a grande maioria deles já enfrentava sérios problemas de liquidez. Com o passar do tempo, os fazendeiros começam a pressionar o Instituto para o aumento do fluxo de embarque do café para os portos. Por motivos inteiramente diferentes, ligados à política cambial, o governo federal também pressionava as autoridades paulistas no mesmo sentido.

O segundo e definitivo choque foi a progressiva deterioração das condições de crédito em Londres no terceiro trimestre de 1929,¹¹ que bloqueou definitivamente a alternativa de obtenção de financiamento externo pelo Instituto no futuro previsível. As autoridades responsáveis pela defesa ainda tentaram desesperadamente obter do Banco do Brasil os recursos indispensáveis ao menos para as compras necessárias à manutenção dos preços em Santos, visando evitar as consequências desastrosas de um colapso de preços, mesmo ao custo de deslocar todo o peso da defesa para os ombros dos cafeicultores. O governo federal, entretanto, já enfrentando o acirramento da campanha contra a Aliança Liberal define como prioritária a manutenção da estabilidade cambial e a conclusão do programa de reforma monetária, permanecendo inarredável de sua dupla posição de recusar-se a autorizar o Banco do Brasil a prover os enormes requisitos de financiamento da defesa e recomendar o aumento das vendas (Telles, 1931, p. 33).

¹⁰ Banco do Brasil, *Relatório*, 1929, pp. 13-14.

¹¹ O agravamento das tensões financeiras em Londres precede a crise de Wall Street. Ver Sayers (1976, p. 228-9).

Em 11 de outubro, esgotam-se os recursos do Instituto e inicia-se o colapso dos preços do café. No fim do ano, os preços já atingem um terço do valor anteriormente garantido pela defesa e, ao longo de 1930, a contração das vendas e a reversão de expectativas nos países consumidores fazem do café um dos casos mais dramáticos de queda de preços entre os produtos primários durante os estágios iniciais da Grande Depressão.

O colapso dos preços do café foi o golpe de misericórdia no equilíbrio do balanço de pagamentos. Mas, em impressionante semelhança com os eventos que antecederam o colapso do padrão-ouro de antes da guerra, o governo federal se tenha agarrado teimosamente à manutenção do padrão no pressuposto otimista de que seria possível obter um grande empréstimo de estabilização a curto prazo. O resultado foi aprofundar mais ainda a contração monetária ao longo de 1930, transformando a recessão iniciada no início de 1929 em uma crise de proporções sem precedentes, que acabaria por sepultar o regime.

3. Uma reinterpretação da historiografia tradicional

Os eventos descritos na seção anterior permitem uma tentativa de reavaliação crítica das interpretações tradicionais da condução da política econômica na Primeira República.

Começemos pelo revisionismo idealista. Ainda que os escritos de Pelaez e outros tenham tido o mérito de sublinhar a incrível capacidade de sobrevivência do catecismo ortodoxo em círculos influentes do espectro político brasileiro – um fato não controverso e que, decerto, não constituiu apanágio do Brasil nas primeiras décadas do século –, a evidência disponível não sustenta sua alegação básica acerca do viés ortodoxo das políticas efetivamente implementadas. Após o período 1898-1906, quando Joaquim Murinho e Leopoldo de Bulhões ocuparam a pasta da Fazenda – um período que marca o fastígio da influência da reação conservadora consolidada na esteira da explosão monetária, colapso cambial, crônico déficit público e estagflação dos primeiros anos da república¹² –, a ortodoxia esteve quase sempre na defensiva, somente readquirindo influência a ponto de efetivamente influenciar a formulação da política econômica em meados dos anos 1920, quando fortes desequilíbrios cambiais, monetários e fiscais voltaram a ocorrer. A reação contra políticas monetárias excessivamente contracionistas e sobrevalorização da taxa de câmbio que informou a adoção do padrão-ouro em 1906 e 1928, bem como as políticas monetária, fiscal e do café seguidas durante, por exemplo, o governo Epitácio Pessoa e os dois primeiros anos do governo Artur Bernardes, dificilmente podem ser representadas como tendo sido motivadas por ideias ortodoxas no sentido usado por Pelaez. Apesar das frequentes declarações públicas dos responsáveis por essas políticas em favor dos princípios de *sound finance*, elas foram implementadas contra a oposição aberta dos setores mais representativos da opinião conservadora.

A crítica à visão tradicional requer uma argumentação mais cuidadosa. É claro que não existe aqui a intenção de negar o fato de que os representantes políticos

¹² Ver Fritsch (1980a, p. 259-68).

dos setores agrícolas, comercial e bancário paulista ligados ao café detinham uma posição hegemônica no Estado brasileiro. No limiar da República, as elites políticas paulistas – representantes do ainda emergente mas já poderoso setor cafeeiro baseado no trabalho livre e desembaraçadas de qualquer compromisso com o antigo regime –, conquistaram e consolidaram uma incontestável posição de liderança, utilizando com destreza esse duplo papel que lhes assegurava o suporte dos setores relevantes da burguesia e o desenvolvimento de um *rapport* natural entre seus líderes e os militares fortemente antimonarquistas que controlavam os governos provisórios.¹³ A preservação dessa posição foi garantida pela enorme importância da produção cafeeira paulista para o desempenho da economia, pelos mecanismos centralizadores de poder do sistema de controle político implantado durante o governo Campos Sales, e pela habilidade demonstrada pela oligarquia agrário-financeira paulista em incorporar os interesses da crescente burguesia industrial do estado a seus próprios canais de representação política.

Não se deve perder de vista, entretanto, que o poder de São Paulo não era absoluto, e que nem sempre os políticos paulistas detiveram o controle da máquina política federal extremamente eficaz que seus líderes históricos construíram na virada do século. Vários exemplos, como os da eleição presidencial de 1910, quando São Paulo apoiou o candidato dissidente – que incluía o suporte federal à defesa do café em sua plataforma eleitoral –, e perdeu, podem ser arrolados para ilustrar esse ponto, mas isso nos levaria para muito além da presente discussão. Para desenvolver os argumentos críticos da visão tradicional apresentados a seguir, somente é necessário que se postule a noção intuitiva de que, se a posição hegemônica possuída por qualquer classe não pode fundar-se senão na importância que ela possui em alguma instância da atividade econômica, não se pode ignorar que a hegemonia política não pode ser exercida unilateralmente e de forma incondicional. O fato da hegemonia, como notado por Gramsci, “pressupõe indubitavelmente que se deve levar em conta os interesses e as tendências dos grupos sobre os quais a hegemonia será exercida; isto é, que o grupo dirigente faça sacrifícios de ordem econômico-corporativa” (Gramsci, 1980, p. 33).

Não obstante, a literatura tradicional sobre política econômica no Brasil republicano pré-1930, que deriva todo o seu atrativo de plausibilidade *a priori* do fato não controverso da hegemonia paulista, demonstrou uma notável falta de interesse em atentar para essa verdade quase acaciana. Com efeito, a afirmação tradicional de que a política econômica do governo federal teria consistentemente favorecido os interesses corporativos da cafeicultura, elaborada como um simples corolário da hegemonia política deste grupo, é basicamente incorreta. Isto será demonstrado a seguir questionando-se a própria validade empírica dos dois fatos estilizados que formam o suporte de evidência factual da visão tradicional, por exemplo, que o governo federal sempre curvou-se a pressões da cafeicultura no sentido de apoiar programas de valorização, e que sistematicamente favoreceu a depreciação cambial.

Considere-se, primeiramente, a noção de que o governo federal sempre esteve pronto a sustentar os preços do café e que isto teria sido motivado pela intenção de proteger os interesses setoriais da cafeicultura. Deve ser lembrado antes de

¹³ Para a elaboração deste ponto, ver Fritsch (1988, cap. 1) e Cardoso (1975, p. 37 e seguintes).

mais nada que o governo federal (i) efetivamente negou apoio à valorização em situações críticas, como em 1906 e 1929; (ii) não promoveu a constituição efetiva de uma instituição federal permanentemente dedicada à valorização do café, como demandado por São Paulo na primeira metade dos anos 1920, tendo finalmente retornado sua responsabilidade informal pela defesa de preços ao governo paulista em fins de 1924, e (iii) somente interveio financiando a retenção de estoques esporadicamente em 1908, 1917, 1921 e, através do Banco do Brasil, em 1923-1924.

As razões para esta atitude cambiante do governo federal em relação ao envolvimento com a defesa do café são variadas, mas admitem uma generalização. Por um lado, nas várias ocasiões em que o governo não interveio, assim agiu porque as pressões para a intervenção federal foram efetivamente neutralizadas pela influência de outros grupos politicamente fortes que a ela se opunham. A opinião dos banqueiros londrinos do governo federal sobre os riscos financeiros da valorização foi decisiva para bloquear o apoio do governo ao Convênio de Taubaté em 1906. A ferrenha oposição ao plano de valorização permanente apresentado por Eptácio Pessoa em 1921, liderada pela bancada mineira na Câmara e que refletia a opinião de grupos conservadores em matéria financeira sobre os efeitos deletérios do financiamento das compras através da emissão de moeda, foi instrumental para seu arquivamento. A oposição conjunta desses mesmos grupos ortodoxos nacionais e dos banqueiros estrangeiros do governo federal contra o envolvimento do governo em esquemas de valorização, somada à forte oposição do executivo norte-americano a esquemas de controle de oferta de produtos primários em meados dos anos 1920, precipitou a decisão de liquidar a defesa federal em 1924. Finalmente, restrições impostas pela acirrada campanha presidencial, a impossibilidade política de assumir uma atitude de confrontação em face dos banqueiros internacionais – cuja confiança era tida como essencial para a manutenção da estabilidade cambial – e a *idée fixe* de Washington Luís a respeito das vantagens da preservação do padrão-ouro influenciaram a surpreendente recusa do último governo do regime em conceder suporte financeiro ao Instituto do Café de São Paulo em 1929.

Por outro lado, as ocasiões em que o governo federal efetivamente concedeu apoio direto à cafeicultura foram circunstâncias em que havia sinais evidentes de que adviria severo desequilíbrio externo caso os preços do café fossem deixados ao sabor das forças de mercado. Por isso, mesmo as eventuais operações federais de valorização do café não podem ser apresentadas como evidência de que o apoio concedido pelo governo tenha sido motivado pela intenção de dar tratamento preferencial a este setor. Não se deve perder de vista que, em uma economia primário-exportadora especializada como era a brasileira, onde a instabilidade macroeconômica normalmente derivava de choques externos, a estabilização dos preços do produto básico de exportação é, em geral, a política anticíclica mais eficiente a curto prazo.¹⁴ Isto era particularmente verdadeiro no caso do Brasil, uma vez que a posição quase monopolista no mercado mundial do produto simplificava grandemente a implementação da defesa. As intervenções do governo federal exerceram, de fato, uma influência estabilizadora benéfica, evitando desequilíbrios externos substanciais que certamente teriam tido graves consequências para o

¹⁴ Ver, por exemplo, Prebisch (1950, p. 57).

desempenho da economia. Portanto, mesmo os casos em que o governo federal interveio diretamente nos mercados de café não podem ser usados *prima facie* como evidência da intenção de proteger os interesses setoriais da cafeicultura uma vez que, nessas ocasiões, estes interesses confundem-se com o interesse nacional.

A crítica ao suposto viés da política cambial em favor do setor exportador – que constitui o segundo “fato” arrolado em defesa da visão tradicional –, requer uma digressão mais longa. Deve ser lembrado que, durante a Primeira República, o Brasil experimentou dois tipos de regime cambial: taxas de câmbio flutuantes com emissão de moeda fiduciária gerenciada seja pelo Tesouro, seja pelo Banco do Brasil, e taxas de câmbio fixas em regime de padrão-ouro. Sob este último – adotado entre 1906 e 1914 e, novamente, entre 1927 e 1930 –, a política adotada na presença de desequilíbrios externos resumiu-se, em ambas ocasiões, a tentar manter a paridade sobrevalorizada enquanto o governo tentava sem sucesso obter assistência financeira externa para restaurar o equilíbrio de pagamentos. Nesses casos, portanto, é evidente que a visão tradicional não tem o respaldo dos fatos. Mais do que isso, nesses períodos em que o governo aferrou-se à defesa de paridade ouro, como em 1913-1914 e 1929-1930, a enorme contração monetária causada pela rápida perda de reservas teve efeitos desastrosos sobre o setor produtivo, incluindo-se aí, proeminentemente, a cafeicultura.

Por outro lado, dos anos em que o Brasil permaneceu sob taxas flutuantes, são os períodos de 1889 a 1906 e de 1919 a 1926 os que apresentam maior interesse do ponto de vista da presente discussão, uma vez que durante a Primeira Guerra Mundial a taxa de câmbio foi mantida aproximadamente estável, por razões fiscais e de política anti-inflacionária, ao nível atingido após a rápida queda ocorrida no início do conflito, em seguida ao abandono do padrão-ouro. É interessante observar que esses dois longos períodos revelam uma surpreendente similaridade quanto à evolução temporal da posição externa da economia e à sequência de políticas macroeconômicas adotadas. Os anos iniciais de ambos os períodos são marcados por rápida reversão de condições externas inicialmente favoráveis, daí resultando grande depreciação cambial. Esses colapsos cambiais – cujo controle estava muito além da capacidade do governo desencadearam desequilíbrios orçamentários e monetários cumulativos que acabaram por reforçar as pressões inflacionárias básicas provocadas pela depreciação cambial. Além disso, na medida em que o equilíbrio externo foi restabelecido em bases frágeis através da operação de mecanismos automáticos induzidos por alterações de rendas e preços, e o governo continuou enfrentando dificuldades de captação de empréstimos estrangeiros, esses súbitos desequilíbrios externos foram também seguidos por períodos em que as reservas internacionais mantiveram-se em níveis extremamente baixos. A ansiedade acarretada pela perda de controle efetivo sobre a política cambial, somada ao efeito desmoralizador do descontrole das contas do governo e de crescentes pressões inflacionárias, acabaria finalmente por tornar o rompimento do círculo vicioso de instabilidade cambial e de preços, desequilíbrio fiscal e expansão monetária o objetivo prioritário da política econômica.

Assim, os grandes colapsos cambiais de 1890-1892 e 1920-1922 foram, após um período de grande instabilidade econômica interna e crônico desequilíbrio externo, seguidos por negociações com banqueiros internacionais visando a obtenção da liquidez externa necessária ao restabelecimento do equilíbrio cambial, como pré-condição

para a adoção simultânea de programas ortodoxos de estabilização. Dessas situações de penúria cambial e grande dependência em relação aos banqueiros internacionais resultaram, com algumas diferenças de detalhe, as políticas monetária e fiscal extremamente restritivas seguidas pelos governos Campos Salles e Artur Bernardes. Esses interlúdios deflacionários – que, diferentemente dos colapsos cambiais que em última instância os motivaram, resultaram de opções deliberadas de política econômica – tinham ainda o objetivo explícito de promover substancial apreciação cambial e, portanto, dificilmente podem ser explicados a partir da visão tradicional.

Estas duas ocasiões em que o governo federal deliberadamente implementou um mix monetário-fiscal restritivo foram, entretanto, seguidas por franca recuperação do valor da exportações e fases de grande crescimento do investimento mundial, recuperando-se rapidamente a capacidade de endividamento brasileiro. O súbito aumento da receita cambial, ocorrendo em circunstâncias em que o nível de importações encontrava-se deprimido, provocou as rápidas apreciações cambiais de 1905 e 1925-1926, alterando-se drasticamente, o quadro que havia motivado a adoção das políticas restritivas. A resposta do governo foi, em ambas as ocasiões, a adoção do padrão-ouro, medida que, por visar prevenir que os emergentes superávits externos provocassem a apreciação continuada do mil-réis, tem sido também apontada como resultante de pressões da cafeicultura.

Deve ser notado, entretanto, que pelo menos dois motivos tornaram a adoção do padrão-ouro a bandeira de todas as classes produtoras nacionais. O primeiro era o de que, estando o governo empenhado em controlar a expansão monetária e sendo estreito o mercado doméstico de títulos públicos, os grandes superávits do balanço de pagamentos resultavam em pressões incontrolláveis sobre a taxa de câmbio, o que – após os custos e rendas haverem se ajustado às taxas depreciadas anteriormente vigentes – ameaçava todos os produtores de bens comercializáveis. Em segundo lugar, mantidas as condições favoráveis do balanço de pagamentos, a operação das regras do jogo do padrão-ouro garantiria o crescimento da base monetária – e, portanto, o abandono da política de dinheiro caro até então seguida –, o que não poderia deixar de contar com o aplauso de todo o setor privado doméstico.

Deve ser notado, ainda, que a adoção do padrão-ouro era vista também com satisfação pelos banqueiros internacionais e exercia, por isso, um importante efeito positivo sobre a capacidade de endividamento externo das economias periféricas. Como isto permitia que autoridades públicas, estaduais e mesmo municipais, tirassem proveito das condições conjunturalmente favoráveis nos mercados internacionais de capital para financiar seus programas de obras, é plausível supor que as oligarquias regionais também tivessem, em geral, interesse na adoção do padrão-ouro.

Os argumentos acima mostram, portanto, que a ideia de que a tendência à depreciação do mil-réis ao longo da Primeira República foi consequência intencional de decisões de política, também precisa ser qualificada. A queda secular do mil-réis entre 1889 e 1930 é totalmente explicada pelos dois grandes colapsos cambiais do início da última década do século XIX e do início dos anos 1920, que resultaram de severos choques externos cujos efeitos sobre o valor externo do mil-réis o governo federal não conseguiu evitar. Por outro lado, a afirmativa de que a adoção ocasional do padrão-ouro foi motivada pela intenção de proteger os interesses setoriais da cafeicultura parece ser uma simplificação grosseira.

4. Conclusões

A evidência apresentada neste ensaio permite conclusões de três ordens distintas. Em primeiro lugar, como argumentado na seção 2, a de que uma análise cuidadosa da política econômica federal na Primeira República não sustenta a visão tradicional segundo a qual sua execução teria visado fundamentalmente beneficiar os interesses da cafeicultura, nem sua antítese implícita, que tenta demonstrar a existência de um sistemático viés ortodoxo nas políticas efetivamente implementadas.

Deve ser frisado que a interpretação alternativa apresentada neste ensaio não é incompatível com a visão da oligarquia paulista como fração hegemônica no Estado brasileiro. Parte das críticas aqui apresentadas à visão tradicional limitou-se a mostrar que medidas de política alegadamente adotadas em defesa do café beneficiaram um conjunto muito mais amplo de interesses e, portanto, não tem ligação com essa questão. A aparente incompatibilidade aflora quando se discutem os interlúdios de adoção de políticas ortodoxas. Mas, segundo a interpretação aqui apresentada, essas políticas foram adotadas no bojo de profundas crises econômicas que se constituíam em efetiva ameaça à coesão política do Estado, como no final dos anos 1890, em 1913-1914, em meados dos anos 1920 e em 1929-1930. No decorrer dessas crises, o debate político tendia a gravitar, seja na direção de um consenso sobre a necessidade de restabelecer-se a estabilidade econômico-financeira como pré-condição de reestabilização política, como no fim dos anos 1890 e em meados dos anos 1920, seja no sentido de preservar os sinais aparentes de estabilidade, como em 1913-1914 e 1929-1930. Estas eram ocasiões em que o poder dos credores externos e/ou a influência dos grupos ortodoxos domésticos mais se fazia sentir na formulação das políticas de “salvação nacional”, em relação às quais as oligarquias políticas de São Paulo, pela própria posição hegemônica que ocupavam no aparelho do Estado, não podiam adotar uma postura corporativa. Uma importante interrogação permanece, entretanto, a desafiar interpretações, por exemplo, quais as bases materiais do “pensamento ortodoxo”, da opinião conservadora em matéria financeira? De fato, a ortodoxia, embora longe de ter a efetividade a ela atribuída pelo revisionismo idealista, permaneceu influência importante sobre o debate e, por vezes, informou a própria execução da política econômica. Decifrar esta charada é um desafio que exige, entretanto, um conhecimento da racionalidade das demandas econômicas das classes relevantes, e de seu comando sobre os recursos do Estado bem maior do que o disponível no atual estado da arte da historiografia política do período.

Um segundo conjunto de conclusões relevantes relaciona-se ao *modus operandi* dos mecanismos de ajustamento externo em países periféricos, no ambiente relativamente livre de intervenção governamental que caracterizava as relações econômicas internacionais do Brasil no período anterior à Grande Depressão, tanto sob o padrão-ouro, quanto sob regime de taxas de câmbio flutuantes.

A experiência brasileira sob o padrão-ouro ressalta algumas características negativas de sua operação em um país devedor e sujeito a grande instabilidade de preços de exportação como o Brasil, tendendo a confirmar a visão de que os fatos estilizados, utilizados em modelos teóricos concebidos para explicar a existência de mecanismos autoequilibradores sob o padrão “servem mais para iluminar o mito do padrão-ouro do que a realidade histórica” (Eichengreen, 1985, p. 3). Com efeito, a

dinâmica de ajuste do balanço de pagamentos brasileiro sob o padrão-ouro segue muito de perto o sugerido no estudo pioneiro de Ford (1962) sobre a Argentina, sendo em grande medida dominado pelo comportamento da conta de capital. Como visto acima, a adoção do padrão-ouro se colocava como opção preferencial sempre que a participação do Brasil em um boom de investimentos internacionais, coincidindo com a recuperação dos preços das exportações, gerava superávits externos e pressões para a apreciação do mil-réis. Como o papel das autoridades monetárias após a adoção do padrão-ouro tomava-se basicamente passivo, sendo incapaz de esterilizar os aumentos de moeda primária causados pelos influxos de ouro, os excedentes externos acabavam por gerar substancial expansão de crédito, alimentando a aceleração do crescimento do nível de atividade, causados, em primeira instância, pelo aumento das exportações líquidas e do investimento doméstico – especialmente público financiado por empréstimos externos.

Na medida em que essas causas primárias da aceleração do crescimento persistissem, o ajustamento da conta corrente prosseguia, basicamente, através do crescimento das importações induzido pelo crescimento da renda.¹⁵ Assim, o equilíbrio do balanço de pagamentos, do qual o equilíbrio monetário em última instância dependia, tornava-se cada vez mais dependente da manutenção de preços favoráveis do principal produto de exportação e da propensão dos investidores estrangeiros a emprestar ao Brasil. Dada a velocidade com que ambas essas variáveis podem mudar, vale dizer que a posição externa brasileira ficava cada vez mais vulnerável. Quando, eventualmente, os empréstimos estrangeiros e os preços de exportação entravam em colapso após um processo de vigoroso crescimento das importações ter ganho impulso e erodido substancialmente o superávit comercial, a brusca contração monetária que inevitavelmente se seguia tinha efeitos reais extremamente dolorosos, como testemunhado em 1913-1914 e 1929-1930.

Por outro lado, a dinâmica de ajuste do balanço de pagamentos a choques externos sob taxas de câmbio flutuantes tinha características distintas. A queda nas importações, decorrente da rápida depreciação cambial e do aperto de crédito criado pelo comportamento precaucionário dos bancos comerciais, nessas ocasiões, eram elementos fundamentais do processo de ajuste de curto prazo que se seguia à ocorrência de choques adversos, do mesmo modo que a defesa dos preços do café – quando implementada, como no início dos anos 1920 –, também cumpria importante papel. Nestas situações, embora o ajuste externo tenha sido acompanhado de maiores taxas de inflação, as perdas de produto real foram bastante menores do que as do ajustamento sob o padrão-ouro.

Uma última e importante conclusão é a de que, na explicação da profunda mudança no estilo de política econômica que se processa a partir dos anos 1930, no sentido de maior intervenção governamental nas transações internacionais, papel mais proeminente deve ser atribuído às restrições decorrentes de mudanças no ambiente externo que inviabilizaram a manutenção da postura tradicional. Isto

¹⁵ A ênfase no papel de variações de renda na explicação de mudanças nas importações deriva do fato de que, dada a enorme diferença existente entre as estruturas de oferta e demanda e, portanto, o número relativamente pequeno de atividades competitivas com importações, o papel de mudanças de preços relativos deveria ser também pequeno, Ford (1962, cap. VII).

implica minimizar a validade da noção de que, nessa mudança de estilo, existisse alguma intencionalidade *a priori* no sentido de aumentar os incentivos à indústria, como não raramente se infere a partir de pressupostos a respeito da perda de poder dos grupos exportadores após o colapso da Primeira República.

É certamente lícito inferir-se que os governos do regime anterior a 1930 fracassaram fundamentalmente ao não promover as mudanças estruturais necessárias para dar maior estabilidade macroeconômica ao país, tal como maior diversificação das exportações, uma base fiscal menos vulnerável a choques externos e assim por diante. Entretanto, operando em uma ordem econômica internacional em que, embora não isenta de severos choques, conseguiu-se preservar, ou rapidamente restaurar, suas características institucionais básicas, os governos da Primeira República foram capazes de produzir estabilidade macroeconômica sem precisar interferir profundamente – exceto no mercado do café – com a livre operação das forças de mercado, ainda que isso tenha sido feito ao custo de crescente endividamento externo.

O dramático desequilíbrio externo sofrido pelo Brasil a partir do fim dos anos 1920 em decorrência do colapso dos mercados internacionais de capital, da brutal contração do comércio mundial e dos problemas criados pela crise de superprodução de café, alterou completamente as condições de viabilidade da forma de inserção internacional da economia brasileira consolidada na Primeira República. Isto criou, ironicamente, as condições de superação do antigo problema de como manter a estabilidade doméstica em face de choques externos sem nenhuma das grandes reformas estruturais ou institucionais que teriam sido necessárias em condições normais de funcionamento da economia internacional. Assim, se esse argumento é aceito, deve-se concluir que, diferentemente do contido na maior parte da historiografia corrente, é nas profundas mudanças nas regras do jogo ocorridas nas relações econômicas internacionais durante a Grande Depressão, e não na recomposição da base política do Estado que se seguiu à revolução de 1930, que devem buscar-se as explicações da racionalidade e da viabilidade das políticas econômicas e reformas estruturais ocorridas após o colapso da Primeira República.