

As finanças públicas no debate monetário brasileiro (1915-1923)^a

Public Finance in the Brazilian Monetary Debate (1915-1923)

Thiago Fontelas Rosado Gambi^b 

Universidade Federal de Alfenas (Unifal-MG), Instituto de Ciências Sociais Aplicadas, Varginha (MG), Brasil

Resumo: No contexto da Primeira Guerra Mundial e da retomada das emissões de moeda pelo governo brasileiro, a questão monetária se destacou no debate econômico nacional entre 1915 e 1923, tendo como protagonistas Homero Batista e Antônio Carlos Ribeiro de Andrada. Este trabalho procura verificar, especificamente, como esses dois personagens relacionavam déficits orçamentários e desvalorização da moeda, e quais eram suas recomendações práticas para a política monetária e fiscal, a fim de compreender visões do papel das finanças públicas na estabilização do valor da moeda presentes naquele debate. Concluímos que, em linha com a visão convencional das teorias monetárias da época, ambos tratavam a questão fiscal em paralelo à questão monetária e, de maneira geral, não relacionavam direta e necessariamente déficits orçamentários à desvalorização da moeda. Essa visão se modificou a partir de 1918, quando o equilíbrio orçamentário apareceu como condição para a revalorização da moeda nacional e a retomada de sua conversibilidade.

Palavras-chave: Finanças públicas. Moeda. Debate monetário.

Abstract: In the context of the First World War and the resumption of government note issuance in Brazil, monetary affairs took prominence in

Editor responsável: Ivan Colangelo Salomão | DOI: 10.29182/hehe.v29i3.1113

^a Submissão: 11/12/2025 | Aprovação: 27/04/2026 | Publicação: 04/06/2026

^b thiago.gambi@unifal-mg.edu.br

O autor declara não haver conflito de interesse. Os conteúdos utilizados na pesquisa encontram-se no manuscrito.



Esta publicação está licenciada sob os termos de Creative Commons 4.0 Internacional

the national economic debate between 1915 and 1923, with Homero Batista and Antônio Carlos Ribeiro de Andrada as its main protagonists. This study seeks to examine, in particular, how these two figures understood the relationship between budget deficits and currency devaluation, and what practical recommendations they advanced for monetary and fiscal policy, in order to shed light on contemporary views regarding the role of public finance in maintaining monetary stability. We conclude that, consistent with the conventional understanding of the monetary theories of the time, both treated fiscal and monetary issues as parallel domains and, in general, did not regard budget deficits as a direct or necessary cause of currency devaluation. This perspective began to shift after 1918, when budget balance came to be seen as a prerequisite for the revaluation of the national currency and the restoration of its convertibility.

Keywords: Public finance. Money. Monetary debate.

JEL: B1. B15. B19.

Introdução

Entre 1915 e 1923, abriu-se no Brasil um debate sobre a situação da moeda e sua emissão. O mesmo ponto surgiu no debate monetário europeu no contexto da Primeira Guerra Mundial e do seu término em 1918. O relatório da comissão Cunliffe desse ano e as conferências financeiras de Bruxelas, de 1920, e Gênova, de 1922, são exemplos de discussões sobre a retomada do padrão-ouro no pós-guerra e a criação de instituições que pudessem viabilizar essa retomada e sua posterior manutenção.¹ No Brasil, o debate foi travado, inicialmente, em torno da autorização legislativa para reabilitar as emissões do Tesouro² e, em seguida, de uma série de propostas de mudanças no regime de emissão.

Duas posições se destacaram nesse debate, uma mais vinculada à Teoria Quantitativa da Moeda, isto é, defendia a plena conversibilidade da moeda brasileira em metal como condição para a estabilidade de seu valor, e outra associada à chamada Doutrina do Crédito Legítimo, que buscava ampliar a oferta de moeda admitindo, além do metal, o lastro em títulos representativos de transações reais, a fim de melhor atender as necessidades de crédito da economia. Essas duas posições eram representadas, respectivamente, por Antônio Carlos Ribeiro de Andrada e Homero Batista.

O objetivo do artigo é verificar como Batista e Andrada relacionaram déficits orçamentários e desvalorização da moeda, e quais foram suas recomendações práticas para a política monetária e fiscal, a fim de compreender visões do papel das finanças públicas na estabilização do valor da moeda no debate monetário da época. A periodização do estudo se inicia em 1915, com a publicação do primeiro relatório do Banco do Brasil assinado por Batista, e termina em 1923, com o lançamento do livro *Bancos de emissão no Brasil*, de Andrada.

Andrada foi ministro da Fazenda entre outubro de 1917 e novembro de 1918, no governo Venceslau Brás, e deputado federal por Minas Gerais

¹ A comissão Cunliffe, estabelecida pelo governo inglês em janeiro de 1918 para avaliar os rumos da política cambial e monetária inglesa depois da Primeira Guerra Mundial, recomendou a retomada do padrão-ouro. As Conferências Financeiras Internacionais de Bruxelas e Gênova reafirmaram a retomada do padrão-ouro e recomendaram a criação de bancos centrais independentes (Marcussen, 2003; Neuhaus, 1975).

² A emissão de papel moeda pelo Tesouro foi extinta em 1899 pelo art. 5 da Lei 581 de 20 de julho e retomada em agosto de 1914.

entre 1911 e 1924, ano em que foi eleito para o Senado por esse estado. Batista foi deputado federal pelo Rio Grande do Sul de 1906 a 1914, quando assumiu a presidência do Banco do Brasil. Em julho de 1919, já no governo Epitácio Pessoa, deixou a presidência do banco para assumir o ministério da Fazenda, onde permaneceu até 1922.³

Em função do acúmulo de déficits fiscais nos países envolvidos na Primeira Guerra Mundial e da proposta de retomada do padrão-ouro com o fim do conflito, evidenciou-se no debate monetário europeu a necessidade de equilibrar o orçamento público como condição fundamental para tal retomada (Cunliffe, 2016). No Brasil, o contexto do debate monetário foram as propostas para a criação de um banco emissor a partir de 1915 até a reforma do Banco do Brasil em 1923. Homero Batista propôs o modelo de banco emissor adotado na reforma. Antônio Carlos Ribeiro de Andrada opôs-se frontalmente a ele. A proposta de Batista está nos relatórios do Banco do Brasil e do Ministério da Fazenda. A crítica de Andrada está, basicamente, no livro publicado em 1923. Esses textos, complementados com os relatórios do Ministério da Fazenda de 1917 e 1918, e os Anais da Câmara dos Deputados de 1918 e 1921, compõem a documentação utilizada neste artigo, dividido em três seções, além da introdução e das considerações finais.

A primeira seção traça um breve panorama dos projetos de criação de bancos emissores apresentados ao parlamento, iniciando com o projeto do deputado Sampaio Vidal em 1918 até a reforma do Banco do Brasil em 1923, proposta no projeto do próprio Vidal e de Cincinato Braga. A segunda seção resume as teorias monetárias mais proeminentes à época, a Teoria Quantitativa da Moeda e a Doutrina do Crédito Legítimo, a fim de avaliar como abordavam a questão fiscal. Para fechá-la, apresentamos sumariamente a posição de financistas europeus lidos por Batista e Andrada sobre a relação entre finanças públicas e valor da moeda. Por fim, na terceira seção, investigamos esse ponto nos escritos desses dois personagens.

³ Para mais informações biográficas de Homero Batista, ver Donadio (2001). De Antônio Carlos Ribeiro de Andrada, ver Malin (2001) e Gremaud (2021).

1. Contexto da discussão monetária no Brasil (1915-1923): propostas de criação de um banco emissor

A eclosão da Primeira Guerra Mundial em 1914 colocou em xeque a manutenção do padrão-ouro em diversos países, inclusive no Brasil. Desde 1906 o país aderira ao padrão-ouro por meio da Caixa de Conversão, cuja emissão era lastreada integralmente em ouro ou divisas-ouro. Com a guerra e a consequente dificuldade de obtenção de metal e divisas, dada a restrição dos fluxos de comércio e capital, o padrão-ouro foi abandonado e, algum tempo depois, já terminado o conflito, a Caixa de Conversão foi extinta.⁴

A retomada da emissão pelo Tesouro já em 1914 e a perspectiva de fechamento da Caixa de Conversão reanimaram as discussões sobre a criação de bancos de emissão para regular a oferta de moeda e crédito na economia brasileira. Essa não era uma questão eminentemente doméstica. Nas primeiras décadas do século XX foram criados bancos centrais em diferentes partes do mundo, dos Estados Unidos à Austrália, passando por Europa e América Latina (Singleton, 2011). O debate sobre a valorização da libra voltou na Inglaterra com o fim da guerra e, no início da década 1920, as conferências financeiras internacionais trataram da retomada do padrão-ouro no mundo. Nesse contexto, nas décadas de 1910 e 1920, o debate monetário brasileiro reeditou, sob novos argumentos, as disputas entre metalistas e papelistas verificadas no século XIX. À defesa do padrão-ouro e da estabilidade cambial opunha-se a chamada Doutrina do Crédito Legítimo e a adequação da oferta monetária às necessidades da economia brasileira (Neuhaus, 1975; Gremaud, 1997; Villela, 2023).

Esta seção apresenta as propostas que formaram o pano de fundo para o debate monetário da época.⁵ A proposta originária, ponto de partida de extensa discussão posterior no parlamento, foi apresentada no relatório do Banco do Brasil de 1915, publicado pouco tempo depois de Homero Batista assumir sua presidência. Embora sem muitos detalhes, o relatório indicou a conveniência de reorganizar o Banco do Brasil como uma instituição reguladora da moeda e do crédito. Em outras palavras, a ideia era dotar o banco com funções de banco central, a fim de atender

⁴ A Caixa de Conversão foi criada pelo decreto 1.575, de 6 de dezembro de 1906, e extinta pelo decreto 14.066, de 19 de fevereiro de 1920.

⁵ Para um detalhamento do debate no parlamento e na imprensa, ver Centurião (2025).

não só ao objetivo de estabilizar o valor da moeda nacional, mas também de auxiliar no financiamento do comércio, da indústria e da construção de infraestrutura. Para Centurião (2025), Batista via o banco como um instrumento do desenvolvimento nacional.

A ideia foi apresentada com mais detalhes nos relatórios do Banco do Brasil de 1917 e 1918. A conveniência de retirar a emissão do Tesouro e passá-la ao Banco do Brasil foi reforçada. Ao se tornar emissor, porém, o banco não perderia suas funções de banco comercial, atuando simultaneamente como banco de depósitos e descontos. Como banco emissor, seu duplo objetivo também foi reafirmado: por um lado, substituir a emissão inconversível do Tesouro por notas bancárias conversíveis e garantidas por títulos comerciais e ouro, a fim de estabilizar o valor da moeda e do câmbio; por outro, apoiar o financiamento da economia (Banco do Brasil, 1918). A perspectiva era de que, somente no longo prazo e dependendo das circunstâncias, a moeda brasileira caminharia para a plena conversibilidade em metal (Banco do Brasil, 1918).

Nenhum dos dois objetivos se encaixava bem no modelo de banco central difundido pelas conferências de Bruxelas e Gênova, considerado ortodoxo, que previa a emissão de notas conversíveis em ouro e nenhuma atuação no estímulo ao crédito, enquadrando-se no movimento mais amplo de coordenação do sistema monetário internacional para retomar o padrão-ouro depois da Primeira Guerra Mundial (Singleton, 2011). O modelo inspirador da proposta de Batista foi o Banco da Alemanha. A estratégia desse banco era justamente emitir sobre títulos comerciais e metais durante um período de transição até a conversibilidade metálica. Concretamente, um terço da emissão teria de ser lastreada em moeda corrente, ouro ou moeda estrangeira e dois terços em cheques ou letras descontadas com prazo máximo de vencimento de três meses e três assinaturas de garantia. Segundo Batista, esse era um modelo intermediário entre a conversibilidade metálica do Banco da Inglaterra e a emissão fiduciária do Banco da França (Banco do Brasil, 1917).

Esperava-se, com a proposta, expandir o crédito por meio do aumento do grau de utilização dos capitais do Banco do Brasil, pois sua emissão representaria parcialmente títulos comerciais de sua carteira. Além disso, por meio do redesconto, essa emissão mobilizaria encaixes de outros bancos comerciais, considerados altos na época. O lastro em títulos represen-

tativos de transações comerciais reais indicava que o modelo se fundamentava na Doutrina do Crédito Legítimo (Neuhaus, 1975).

Essa proposta foi a base do projeto apresentado à Câmara dos Deputados em 7 de dezembro de 1918 por Rafael de Abreu Sampaio Vidal, que sucederá Homero Batista no Ministério da Fazenda em 1922. O discurso de apresentação da proposta à câmara no dia 10 de dezembro expressa claramente a influência da proposta de Batista sobre o projeto, inclusive contendo trechos similares aos do relatório do Banco do Brasil de 1918, como uma citação de Amaro Cavalcanti (Brasil, 1919a; Banco do Brasil, 1918).

De fato, os fundamentos da proposta de Batista estavam inscritos no projeto Vidal, que, em síntese, previa: 1) a transformação do Banco do Brasil num banco central de emissão, com autorização para operar descontos, câmbio, hipotecas, além de ser banco do governo; 2) o lastro da emissão seria de um terço em ouro e dois terços em papel; 3) as emissões teriam um limite, mas haveria também uma válvula de escape em casos de extrema necessidade; 4) as notas inconversíveis em circulação, emitidas pelo Tesouro, deveriam ser resgatadas num ritmo anual de 5%; 5) o ouro da Caixa de Conversão seria transferido para o banco; 6) a conversibilidade em metal começaria num prazo de cinco anos a contar do início de suas operações; 7) o governo teria crédito privilegiado com o banco e poderia nele descontar letras do Tesouro até certo limite (Andrada, 1923).

Apesar do apoio de comerciantes e industriais do Rio de Janeiro e de São Paulo, o projeto Vidal não foi aprovado, segundo Andrada (1923), por falta de apoio do presidente da República. Entretanto, surgiu uma solução intermediária para a questão da moeda e do crédito, a criação da Carteira de Redescontos do Banco do Brasil (Cared). Seu objetivo era, justamente, mobilizar recursos parados nos caixas dos bancos e utilizá-los para ampliar a oferta de crédito, conforme indicava Homero Batista. Por meio da carteira, os bancos comerciais poderiam redescontar no Banco do Brasil títulos comerciais já descontados e receber em troca notas emitidas pelo Tesouro.

A Cared foi aprovada numa conjuntura econômica difícil, com a queda dos preços do café e da borracha combinada com desequilíbrios fiscal e monetário (Brasil, 1921; 1922a). Ela foi proposta pelo deputado Carlos de Campos com a justificativa de dotar o governo de meios para

enfrentar momentos de dificuldade como aquele (Andrada, 1923). Entretanto, sua tramitação no parlamento foi sinuosa. Apesar de aprovada na Câmara com um único voto contrário, ela foi modificada no Senado num ponto fundamental: a emissão de moeda.

A versão vinda da Câmara previa emissão de moeda no Tesouro, mas uma emenda do senador Francisco Sá propôs a transferência da emissão para o Banco do Brasil, seguindo os moldes do projeto Vidal de 1918 e da proposta original de Homero Batista (Brasil, 1922a). Desse modo, o Banco do Brasil ganharia uma Carteira de Emissão e Redescontos, pois o projeto emendado foi aprovado e sancionado em novembro de 1920, com o apoio de representantes do comércio, da indústria e dos setores cafeeiro e bancário (Brasil, 1922a).

Numa dessas manobras somente bem compreendidas pelo mundo político, a função emissora foi retirada do banco, antes mesmo de se concretizar, e devolvida ao Tesouro por meio de um artigo inserido na lei orçamentária de 1920.⁶ O artigo voltou à definição de que o Tesouro emitiria para atender a Carteira mediante solicitação da presidência do Banco do Brasil. E assim a Carteira de Emissão e Redescontos voltou a ser apenas a Carteira de Redescontos e entrou em operação em fevereiro de 1921.

Inicialmente a Cared atendeu à expectativa de ampliar o crédito mediante a mobilização dos encaixes bancários e parece ter sido fundamental para a recuperação da economia brasileira diante da recessão mundial do início da década de 1920 (Neuhaus, 1975; Peláez; Suzigan, 1981; Chavantes, 2004). Por outro lado, sua situação se agravou com o decreto que pôs fim à proibição do desconto de títulos do governo. A partir de então, a Cared passou a financiar diretamente o gasto público.⁷

A questão fiscal aparece mais claramente aqui porque diversos autores atribuem o enfraquecimento da Carteira aos sucessivos empréstimos ao governo, cuja consequência foi a fragilização das contas públicas dado

⁶ Artigo 50 da Lei 4.230, de 31 de dezembro de 1920.

⁷ O Banco do Brasil não podia, por lei, descontar títulos do governo, mas podia emprestar ao Tesouro recursos levantados por meio do desconto de títulos comerciais em sua carteira. Assim, a Cared se vinculava indiretamente às emissões do Tesouro e ao financiamento da despesa pública (Fritsch, 2014). O vínculo se tornou direto quando o Decreto 4.595, de 18 de outubro de 1922, equiparou os títulos do governo aos títulos comerciais, permitindo o seu desconto pela Cared (Franco, 2018).

o aumento significativo da dívida do governo com o banco. O desvio de recursos do setor privado para o setor público suscitou críticas na imprensa e em setores antes simpáticos à Cared (Vieira, 1981 apud Chavantes, 2004; Peláez; Suzigan, 1981; Pacheco, 1979).

Em fins de 1922, Cared e governo estavam pressionados pelas críticas. A conjuntura econômica e política tampouco era favorável. Artur Bernardes acabara de se tornar presidente numa eleição contestada,⁸ a inflação subia e o câmbio se desvalorizava. O diagnóstico da situação feito por Bernardes é importante para este artigo porque via como causa dos problemas monetários o excesso de emissão do Tesouro motivado por déficits fiscais, isto é, a emissão aparece como um efeito, e não como causa, dos déficits fiscais. Paralelamente, as emissões feitas via Cared aumentavam ainda mais a dívida do governo com o Banco do Brasil.

Com esse diagnóstico e com o objetivo de reorganizar a oferta de moeda e crédito na economia, especialmente com a ruptura do vínculo entre o Tesouro e o Banco do Brasil, Bernardes propunha a transferência da emissão do Tesouro para o banco (Gambi, 2020; Centurião, 2025). Sampaio Vidal, o referido deputado do projeto de 1918, e Cincinato Braga, ambos políticos paulistas vinculados ao café (Fritsch, 1988), foram nomeados, respectivamente, ministro da Fazenda e presidente do Banco do Brasil. Bernardes, Sampaio Vidal e Cincinato Braga eram favoráveis à emissão no Banco do Brasil, contudo, enquanto o presidente da República esperava que o banco funcionasse como uma instituição independente com atuação fundamental em seu programa de austeridade fiscal, os dois últimos esperavam estimular o crédito para atender às necessidades legítimas dos negócios, especialmente do setor cafeeiro (Neuhaus, 1975).

Apesar dessa divergência de fundo, a aprovação do projeto Braga-Vidal pelo parlamento, em 1923, transferiu para o Banco do Brasil o monopólio emissor, mantendo sua função comercial. A emissão seguia o disposto na proposta original de Homero Batista e seria garantida por papel e metal. Para Neuhaus (1975), essa reforma do Banco do Brasil seria o apogeu da Doutrina do Crédito Legítimo no Brasil. A experiência

⁸ Bernardes foi eleito com o apoio das oligarquias de Minas Gerais e São Paulo, isto é, com o compromisso de manter a política de defesa do café e de eleger o paulista Washington Luís como sucessor. O Rio Grande do Sul e parte do exército se opuseram à eleição de Bernardes, primeiro, questionando sua vitória eleitoral, depois, organizando rebeliões militares em diversos estados.

do Banco do Brasil como emissor terminou com a criação da Caixa de Estabilização em 1926, já no governo de Washington Luís.

A proposta de Homero Batista de 1917, a Cared e, finalmente, a reforma do Banco do Brasil de 1923 podem ser vistas como parte de um processo que resultou na criação de algo “muito parecido com um banco central” (Franco, 2018, p. 314) ou de um “ensaio de banco central” (Centurião, 2019; 2025). Nesse percurso, o debate sobre questões monetárias e bancárias se intensificou e, para além de interesses setoriais, opôs, basicamente, duas teorias monetárias: a Teoria Quantitativa da Moeda e a Doutrina do Crédito Legítimo, percebidas no debate brasileiro, respectivamente, pelas posições de Antônio Carlos Ribeiro de Andrada e Homero Batista.

2. A questão fiscal nas teorias monetárias e na prática dos financistas do final do século XIX e início do XX

As teorias que embasaram o debate monetário tratado neste trabalho foram a Teoria Quantitativa da Moeda e a Doutrina do Crédito Legítimo. De maneira geral, a primeira prevaleceu nos debates monetários do fim do século XIX e início do século XX, mas a segunda foi influente na prática dos bancos centrais, especialmente depois da criação do sistema de reserva federal nos Estados Unidos em 1913 (Fuerst, 2008). No Brasil, a Doutrina do Crédito Legítimo esteve por trás da proposta de Homero Batista e dos projetos dela derivados.

A ideia fundamental da Teoria Quantitativa da Moeda é de que variações na oferta de moeda provocam variações no mesmo sentido no nível de preços. Ela estabelece não só uma correlação entre oferta de moeda e nível de preços, como indica a relação de causalidade entre essas duas variáveis: o movimento vai da oferta de moeda para o nível de preços. Sua conclusão é de que alterações no nível de preços são resultados de alterações na oferta de moeda. Como a teoria considera estável a demanda por moeda, variações na quantidade de moeda dependeriam basicamente do controle da autoridade monetária sobre a oferta de moeda e, consequentemente, sobre o nível de preços (Friedman, 2008).

Por isso, a Teoria Quantitativa da Moeda exigia a plena conversibilidade do papel moeda em metal: o estoque de metal e o respeito da au-

toridade monetária à relação de troca entre o papel moeda e o metal eram vistos como reguladores e limitadores da emissão de papel moeda, seja pelo Tesouro, seja por bancos, haja monopólio, haja pluralidade emissora. A Teoria Quantitativa da Moeda enfatizava, portanto, o controle da oferta de moeda para evitar a desvalorização monetária e cambial. A estabilidade do valor da moeda era considerada condição para o bom funcionamento da economia e, por essa razão, deveria ser prioridade da política econômica a manutenção de uma moeda “saudável”, isto é, conversível em metal. Essa era a posição da escola monetária no debate inglês da primeira metade do século XIX, emulada no Brasil pelos chamados metalistas e, posteriormente, já no século XX, por economistas de linhagem liberal, como Calógeras, Andrada e Gudin (Gremaud, 1997; 2021; Villela, 2023).

Inicialmente, a Teoria Quantitativa da Moeda e seus adeptos não associavam diretamente déficits fiscais à desvalorização monetária e cambial. Assim, a defesa do equilíbrio orçamentário e da redução do gasto público vinculava-se mais à defesa do liberalismo econômico, e o financiamento das contas do governo deveria se subordinar às condições monetárias do país. Posteriormente, no contexto de crises econômicas e guerras, entre o fim do século XIX e o início do século XX, os déficits fiscais passaram a ser associados mais diretamente à emissão de moeda, pois teria ficado mais claro que eles a aceleravam (Friedman, 2008).

A teoria monetária rival era a chamada Doutrina do Crédito Legítimo. Ela é associada originalmente a John Law e foi assim nomeada por Adam Smith em *A riqueza das nações*, já considerando o desenvolvimento dos bancos na Inglaterra e na Escócia, ponto também abordado nesse livro (Green, 2008). Sua ideia fundamental é de que a emissão de papel moeda poderia ser feita com base em metal ou títulos representativos de transações reais. Ao permitir a emissão de moeda sobre esses títulos, essa proposta teórica visava dar maior flexibilidade à oferta monetária, desvinculando-a parcialmente do metal, e mobilizar recursos a partir de títulos comerciais que, do contrário, só seriam mobilizados com o seu vencimento.

Para a Doutrina do Crédito Legítimo, o aumento da oferta de moeda deveria ir de mãos dadas com a atividade econômica, que, por sua vez, estava ligada ao crédito comercial. Os bancos deveriam então usar a emissão de moeda para descontar os títulos comerciais, colocar dinheiro em

circulação, financiar atividades produtivas e, enfim, estimular o crescimento da economia (Fuerst, 2008). Em outras palavras, a oferta de moeda deveria ser definida pela demanda da economia e seguir o princípio das necessidades do comércio, isto é, reduzir-se nas crises e expandir-se nos tempos de prosperidade (Schwartz, 2008).

Como os títulos sobre os quais se emitiria moeda seriam representativos de operações reais, a emissão seria respaldada no valor real criado nessas operações. Uma vez vencido o título, a moeda emitida sobre ele retornaria ao emissor e, assim, o limite das transações reais significaria o próprio limite da emissão de moeda, sendo impossível o excesso de emissão em relação a elas. Portanto, à expansão da oferta de moeda por meio de títulos reais não corresponderia inflação ou desvalorização cambial, como afirmava a Teoria Quantitativa da Moeda, pois a própria atividade econômica regularia a oferta de moeda (Fuerst, 2008).

Segundo Schwartz (2008), a teoria foi levemente modificada no contexto do debate inglês pela chamada lei do refluxo, de Tooke e Fullarton, admitindo a possibilidade de haver excesso de emissão por um curto período, porém esse excesso rapidamente desapareceria na medida em que os títulos originários da emissão fossem pagos. Essa teoria era a base da argumentação da escola bancária, rival da escola monetária no debate inglês. No Brasil, aproximava-se do que defendiam os chamados papelistas.⁹

A questão fiscal tampouco aparece explicitamente na Doutrina do Crédito Legítimo. Contudo, mesmo defendendo a emissão de moeda lastreada em títulos, além de ouro, para que não houvesse excesso de oferta de moeda era fundamental a conversibilidade da moeda em metal ou o resgate da moeda emitida sobre os títulos. Fica implícita também nessa teoria a subordinação do gasto público aos limites da política monetária.

Como observam Flandreau (2005) e Margaraiz (2024), o conhecimento macroeconômico do século XIX era baseado em estudos de caso, e a teoria monetária talvez seja a mais empírica das teorias econômicas, o

⁹ Os papelistas, embora críticos de um padrão-ouro estrito, defendiam a conversibilidade da moeda em metal ou papel; os papelistas puros faziam uma crítica radical ao padrão-ouro e sustentavam a adesão à moeda inconvertível (Villela, 2001; 2023). Esses últimos eram alvos das críticas de Andradá e Batista.

que ajuda a compreender o caráter mutável do vínculo entre finanças públicas e moeda ao longo do tempo. Durante o século XIX, Estados e economias se desenvolveram mutuamente e se tornaram mais complexos. O crescimento econômico foi acompanhado do aumento do gasto público inclusive em momentos de paz. Apesar disso, a questão fiscal continuava subsumida nas teorias monetárias.

Entretanto, ainda que essas teorias não tenham incorporado a questão fiscal em suas formulações, ela foi cada vez mais considerada por economistas teóricos e homens práticos – banqueiros, especialistas em finanças e formuladores de política econômica – em seus diagnósticos e recomendações a respeito da moeda e do câmbio. Analistas do último quarto do século XIX percebiam a existência de um canal fiscal que influenciava a oferta de moeda e, conseqüentemente, o comportamento dos preços e do câmbio.

Vale lembrar que, nessa época, no Brasil e na Europa, a defesa do equilíbrio orçamentário era pauta de economistas e especialistas em finanças de viés liberal, seja por representar contenção na atuação do Estado na economia, seja por expressar boa gestão financeira e crédito público. Na Europa, mais do que no Brasil, o vínculo entre déficit fiscal e moeda ficou mais claro no final do século XIX e, especialmente, depois da Primeira Guerra Mundial. No contexto de crises econômicas e, sobretudo, guerras, era inescapável o recurso às emissões de moeda de curso forçado,¹⁰ e com isso concordavam até os financistas mais liberais (Leroy-Beaulieu, 1877). Porém, passados os conflitos armados e as crises econômicas, a busca pelo equilíbrio orçamentário era indicada como o principal meio para revalorizar a moeda, isto é, torná-la novamente conversível em metal, aí sim, numa clara relação de causalidade entre o equilíbrio orçamentário e a valorização da moeda.

Era o que defendia, por exemplo, o relatório Cunliffe, de 1918. A comissão contratada pelo governo inglês para tratar da moeda e do câmbio depois da Primeira Guerra Mundial recomendava o retorno ao padrão-ouro o mais rápido possível e, para isso, as primeiras medidas a serem tomadas seriam resgatar a dívida pública e equilibrar o orçamento público (Cunliffe, 2016). Na França, Georges Pallain, presidente do Banco da

¹⁰ Moeda sem lastro metálico e com aceitação obrigatória por lei como meio de pagamento.

França nos primeiros vinte anos do século XX, citado por Arthur Raffalovich e Raphael-Georges Levy, afirmava com clareza que a elasticidade da situação monetária de um país estava estritamente subordinada ao equilíbrio orçamentário e ao “impecável” funcionamento de seu sistema de emissão (Raffalovich, 1900, p. 691; Levy, 1911, p. 617). A palavra subordinada não deixa dúvida sobre a relação de causalidade entre o resultado fiscal e o valor da moeda que emerge na análise prática de financistas e governos entre o fim do século XIX e início do século XX.

A observação empírica de países como Rússia, Áustria, Hungria, Portugal, Espanha, Grécia e da América Latina, indicava uma correlação entre déficits fiscais e desvalorização monetária e cambial, levando à percepção de que os déficits fiscais seriam a principal causa do aumento da oferta de moeda e das perturbações monetárias. A diferença importante em relação à visão convencional da Teoria Quantitativa da Moeda era o papel da questão fiscal na explicação da desvalorização monetária e cambial. Se na visão convencional era a oferta de moeda que, em última instância, determinava o nível de preços e do câmbio, estando a questão fiscal subsumida na política monetária, nessa interpretação modificada da Teoria Quantitativa da Moeda a questão fiscal assume protagonismo, influenciando diretamente a oferta de moeda. Tal diagnóstico implicava na recomendação de equilíbrio orçamentário para mitigar a desvalorização monetária e cambial. Para Flandreau (2005), esses casos, e também a maneira como eram contados, induziam à conclusão de que a monetização da dívida pública estava na raiz das crises monetárias.

Diversos especialistas em finanças do final do século XIX ajudaram a difundir o diagnóstico de déficits fiscais como causa e não efeito do aumento da oferta de moeda, por exemplo, Paul Leroy-Beaulieu, Arthur Raffalovich e Raphael-Georges Lévy. Todos eles difundidos no Brasil e referências tanto de Batista como de Andrada. Vamos tratar dos dois primeiros para ilustrar a questão fiscal como causa de problemas monetários e seu papel em contextos de reverberação de crises financeiras.

Leroy-Beaulieu foi um influente jornalista em assuntos financeiros. Colaborava com a *Revue de Deux Mondes*, foi editor do *Journal des Débats* e, em 1873, fundou a *Economiste Française*, periódicos que circulavam no Brasil e que podem ser encontrados nas referências de participantes do debate brasileiro. Atuou também na academia como catedrático de Fi-

nanças Públicas na Escola Livre de Ciências Políticas e, posteriormente, de Economia Política no Collège de France (Hébert, 1987). Seu principal livro sobre finanças, o *Tratado da ciência das finanças*, publicado em 1877, divide-se em dois tomos, o primeiro relativo às receitas públicas e o segundo sobre o orçamento e o crédito público.

De maneira geral, Leroy-Beaulieu (1877) era um crítico da moeda de curso forçado, pois a considerava uma forma artificial de moeda, já que não vinculada a nenhuma contrapartida produtiva e, por essa razão, sua emissão poderia resultar em inflação e desorganização da economia. Considerava ainda a emissão inconvertível uma maneira “insidiosa” de financiar déficits fiscais, expediente justificado somente em casos de crise severa e guerras. Em tempos de paz, a emissão inconvertível utilizada para cobrir déficits fiscais seria mera expressão da má administração das finanças públicas (Leroy-Beaulieu, 1877, p. 112; p. 501).

A importância assumida pela questão fiscal em sua visão está relacionada à ideia de que a confiança na moeda era um elemento essencial para a estabilidade de seu valor. Ele diz que, quando o déficit fiscal exige financiamento imediato, e não é possível financiá-lo pela cobrança de mais impostos ou por emissão de dívida pública, a alternativa é aumentar a emissão de moeda inconvertível, o que poderia implicar desvalorização monetária e cambial (Flandreau, 2005).

Se déficits fiscais eram considerados causa da instabilidade do valor da moeda, logo, o equilíbrio fiscal seria uma condição para a estabilidade monetária e para a construção da confiança dos agentes na moeda, especialmente credores externos. Aliás, para Leroy-Beaulieu (1877), em tempos de paz, a principal razão para se decretar o curso forçado seriam os empréstimos externos, em virtude da exportação de metais que ensejavam, inclusive seria essa a situação do Brasil e de outros países da América Latina. Ao mesmo tempo, aponta a resistência de governos à adoção de medidas drásticas para equilibrar o orçamento, como o aumento de impostos ou o corte de gastos. E diz claramente que a saída do curso forçado e o restabelecimento da convertibilidade deveriam ser prioridade em relação a grandes obras do Estado (Leroy-Beaulieu, 1877). Para ele, a compreensão pública de que a emissão inconvertível é causa da desvalorização monetária e da necessidade de equilíbrio fiscal seria fundamental para garantir a confiança na moeda (Flandreau, 2005).

Arthur Raffalovich contribuiu com periódicos difundidos internacionalmente, como o já referido *Journal des Débats*, o *Les Temps* e o *Journal des Économistes*. A questão fiscal aparece com destaque na edição de 1920 de *O mercado financeiro* (Raffalovich, 1920). Ele também considerava a emissão inconversível uma forma degenerada de crédito público, de difícil controle e feita sem transparência. E igualmente vinculava o equilíbrio orçamentário ao crédito público e ao valor da moeda ao avaliar que os déficits fiscais eram vistos pelo mercado como indicadores de fraqueza do Estado, o que encarecia o seu financiamento e resultava em maior instabilidade financeira e monetária. Portanto, o equilíbrio orçamentário estaria na base da confiança no Estado e da estabilidade das finanças públicas.

Para ele, o equilíbrio fiscal seria essencial para a solidez da moeda, especialmente em conjunturas de crise. Sua posição expressa a visão mais geral de que países com bom comportamento fiscal não seriam muito afetados pelos movimentos bruscos de capital típicos da reverberação de crises financeiras porque sempre encontrariam compradores para seus títulos de dívida. As crises atingiriam principalmente países altamente endividados, que já viviam de rolar seus empréstimos por meio de novos empréstimos. Nesse caso, uma parada da rolagem da dívida rebateria na emissão inconversível e na desvalorização da moeda. Para evitar a dependência em relação aos credores, restaria aos governos promoverem o equilíbrio fiscal e assim não contrair dívidas em excesso (Flandreau, 2005).

Raffalovich também considerava a expectativa quanto à situação fiscal do país na avaliação de sua moeda, pois, segundo ele, a taxa de câmbio refletia em parte a opinião do mercado sobre sua situação orçamentária. Esse aspecto da determinação da taxa de câmbio baseado em expectativa e opinião era chamado pelo financista de “moral” ou “sentimental”, para além de outros aspectos mais concretos (Flandreau, 2005, p. 20).

Segundo Flandreau (2005), a ênfase na questão fiscal como causa de perturbações monetárias fez os especialistas em finanças do final do século XIX e início do século XX considerarem o papel das expectativas sobre o valor da moeda. Assim, o importante na análise da moeda não era a emissão de curto prazo, mas a perspectiva de emissão fundamentada no resultado fiscal, ou seja, a expectativa de déficits fiscais levava à antecipação da desvalorização da moeda caso a perspectiva de financiamento desses déficits fosse a emissão inconversível. Essa era a maneira

pela qual financistas e homens práticos analisavam o mercado de câmbio na época.

Com a questão fiscal como protagonista, a recomendação dos especialistas para estabilizar o valor da moeda era a geração de superávits fiscais a fim de reduzir a expectativa quanto à necessidade de emitir para cobrir o desequilíbrio orçamentário. Outra recomendação para tentar estabilizar a moeda era tomar empréstimos de consolidação (*funding loans*), os quais invariavelmente exigiam esforço fiscal e restrição monetária posterior. De fato, ao analisar os casos de estabilização na Áustria-Hungria (1896), Rússia (1897) e Itália (1902), Flandreau (2005) concluiu que programas de estabilização bem-sucedidos combinaram esforço fiscal e drástica redução da oferta de moeda.

Entretanto, o custo social e econômico da estabilização do valor da moeda também estava presente já nessa época. Debatia-se, por exemplo, se a restrição fiscal deveria ser mantida somente até a estabilização do valor da moeda ou se deveria ser permanente, dado o aspecto “moral” da determinação da taxa de câmbio, isto é, a boa reputação do crédito público (Flandreau, 2005).

Apesar da defesa do banco central independente ainda não ser predominante no final do século XIX e início do século XX, na avaliação de Flandreau (2005) a recomendação de se criar bancos centrais independentes nesse período se baseava no diagnóstico de que a deterioração da situação fiscal contaminava a oferta de moeda e a taxa de câmbio, por isso o Tesouro não deveria emitir, nem bancos emissores deveriam se associar a governos. Era a recomendação feita por outro importante financista francês, Raphael Georges-Levy, em seu livro *Bancos de emissão e tesouros públicos*, publicado em 1911, o que remete a um vínculo mais próximo entre finanças públicas e moeda com o viés de que o gasto público induziria emissões inconversíveis e, conseqüentemente, desvalorização da moeda e do câmbio (Levy, 1911).

Em síntese, esta seção procurou mostrar que visões convencionais da Teoria Quantitativa da Moeda e da Doutrina do Crédito Legítimo não tomavam a questão fiscal como causa primordial da desvalorização monetária e cambial e sim a administração da oferta de moeda, seu controle e seu limite. A questão fiscal entrou no diagnóstico da causa das perturbações monetárias mais por meio da prática do que da teoria. Entre o

último quarto do século XIX e o início do século XX, especialistas em finanças não só identificavam um canal de transmissão da situação fiscal para o valor da moeda, como já colocavam a questão fiscal no centro do problema, como causa e não efeito do aumento da oferta de moeda. A próxima seção procura analisar como a questão fiscal apareceu no debate monetário brasileiro entre 1915 e 1923, no contexto das propostas de transformação do Banco do Brasil em banco emissor.

3. Finanças públicas e moeda em Homero Batista e Antônio Carlos Ribeiro de Andrada

O debate monetário das décadas de 1910 e 1920 no Brasil se baseou, em linhas gerais, nas visões de moeda e banco de Homero Batista e Antônio Carlos Ribeiro de Andrada. Pode-se dizer que Batista foi o proponente das ideias inscritas nos projetos apresentados ao parlamento entre 1918 e 1923,¹¹ que resultaram na aprovação da reforma do Banco do Brasil de 1923. Em síntese, Batista propôs a transformação do Banco do Brasil num banco emissor com emissão lastreada em metal ou títulos comerciais representativos de transações efetivamente realizadas. Seu oponente, Andrada, opôs-se a esses projetos, pois defendia uma emissão lastreada exclusivamente em metal e, em sua visão, somente depois de resolvido esse quesito é que se deveria enfrentar a questão da instituição emissora.

Embora estivessem em lados opostos do debate, as ideias de Batista e Andrada se aproximavam em alguns aspectos. Assim como as escolas inglesas, bancária e monetária, ambos viam a conversibilidade da moeda em metal como o principal atributo de uma “moeda saudável”, isto é, com valor estável, por isso ambos se juntavam na crítica à emissão de papel moeda inconversível (Brasil, 1919a; Andrada, 1923).

A escassez de numerário para realizar transações era uma das principais críticas das associações do comércio e da indústria nas décadas de 1910 e 1920. Elas pleiteavam ao governo o aumento das emissões, mesmo inconversíveis, para resolver o problema. Batista e Andrada coincidiam na rejeição do diagnóstico de escassez de numerário e na oposição à expansão do meio circulante com emissão de papel moeda de curso forçado.

¹¹ Referimo-nos aos seguintes projetos, tratados na primeira seção: Sampaio Vidal (1918), Carlos de Campos e emenda Francisco Sá (1920) e Cincinato Braga-Sampaio Vidal (1923).

Também se aproximavam quanto à terapêutica, seguindo o padrão das teorias monetárias da época, ao indicarem o controle da emissão como o caminho mais certo para a recuperação do valor da moeda (Brasil, 1919a; Andrada, 1923).

Nesse ponto surge também a concordância quanto à necessidade de equilibrar as contas públicas como uma condição subsidiária ao controle da emissão para a revalorização da moeda. Em geral, o desequilíbrio orçamentário não era visto por ambos como causa necessária do descontrole monetário, pois os déficits fiscais também poderiam ser financiados de modo não inflacionário por empréstimos internos e externos e aumento de impostos. Entretanto, quando financiados por emissão de papel moeda, os déficits fiscais poderiam comprometer o valor da moeda e deveriam ser evitados nesses casos. A relação entre déficit fiscal e desvalorização da moeda aparecia, portanto, condicionada à emissão de papel moeda e ao seu controle pela autoridade monetária (Brasil, 1919a; Andrada, 1923). Em outras palavras, a redução do papel e o controle orçamentário eram objetivos a serem atingidos lado a lado.

Apesar da proximidade entre Batista e Andrada em alguns aspectos quanto à moeda e sua gestão, o debate monetário no Brasil, no período em tela, ficou marcado mais pelo que os distanciava. O ponto fundamental da proposta de Batista, que ensejou o debate posterior, era o lastro em metal e papel para as emissões, como operava o Banco da Alemanha. Embora o próprio Batista considerasse ideal o lastro em metal, assim como a escola bancária, acreditava que o complemento do lastro em papel representativo de transações reais daria maior elasticidade às emissões sem o risco do excesso emissor, já que a emissão estaria respaldada em transações efetivamente realizadas, e assim atenderia melhor às necessidades da produção, especialmente em economias como a brasileira, dependentes da exportação de poucos produtos e carente de infraestrutura (Brasil, 1917; 1918).

Andrada, no relatório do ministério da Fazenda de 1917, compilou excertos do relatório do Banco do Brasil com a proposta de Batista, mas não a comentou nem nesse relatório ministerial, nem no seguinte (Brasil, 1918; 1919b). Apesar de ter se rendido às emissões enquanto ministro da Fazenda, justificadas pelos déficits orçamentários acumulados e pelo contexto da guerra (Brasil, 1919b), Andrada partia do princípio de que o

lastro metálico e a plena conversibilidade eram condições essenciais para o bom funcionamento da economia, com estabilidade cambial e baixa inflação. Assim, a primeira tarefa de qualquer governo deveria ser, como se dizia à época, “sanear” o meio circulante, isto é, garantir a conversibilidade da moeda em metal, à vista e ao portador. A possibilidade de emitir moeda sem lastro metálico, independentemente de ser lastreada em papel ou de não ter qualquer lastro, levaria necessariamente ao arbítrio e ao abuso emissor (Andrada, 1923). Daí sua oposição aos projetos derivados da proposta de Batista apresentados ao parlamento.

Outro ponto que os distanciava diz respeito à instituição emissora. Na Europa, como apontado por Batista e como indicam as posições dos especialistas em finanças referidos na seção anterior, era consensual a ideia de que a emissão deveria ser feita por um ou vários bancos, privados ou públicos, mas jamais pelo Tesouro. Foi a posição que ensejou a difusão de bancos centrais pelo mundo nas décadas de 1920 e 1930. Esse também era um aspecto importantíssimo na proposta de Batista e nos projetos apresentados ao parlamento. Batista defendia a emissão bancária, notadamente com a transformação do Banco do Brasil em banco emissor. Andrada recusava a proposta com o argumento de que, com a moeda inconversível e desvalorizada, não era o momento oportuno para se criar bancos emissores ou delegar a função emissora ao Banco do Brasil, sob pena de se repetir experiências anteriores que, segundo ele, mostravam bancos emissores como meras fábricas de papel moeda (Andrada, 1923). Por isso, na visão de Andrada, a política prioritária relativa à moeda não deveria ser a criação de bancos emissores, mas a adoção de medidas para revalorizar a moeda, sendo a principal delas a redução da oferta monetária, em linha com a visão convencional da Teoria Quantitativa da Moeda (Andrada, 1923).

Já Batista partia do diagnóstico de que o problema monetário do Brasil estava associado, em primeiro lugar, a falhas no sistema bancário que faziam com que recursos ficassem parados nos caixas dos bancos, por isso, no Ministério da Fazenda, retomou a criação da câmara de compensação de cheques, forma de pagamento em ascensão à época, da carteira de emissão bancária com lastro em títulos, do redesconto e de um instituto fiscalizador de bancos, todos eles elementos presentes na chamada reforma bancária de 1921 (Chavantes, 2004).

A discussão sobre a instituição emissora remete, de certo modo, à questão fiscal pois implica a ideia de que, se o governo se encarregasse das emissões, cresceria a possibilidade de abuso na emissão de papel moeda para financiar o gasto público. Por isso, o controle da moeda deveria ser apartado do controlador dos gastos (Brasil, 1918). Entretanto, é preciso ressaltar novamente que essa visão não implicava uma relação necessária entre déficit fiscal e desvalorização da moeda, seria mais uma medida profilática para evitar eventuais financiamentos inflacionários das contas públicas. Em boa parte do debate, a ênfase está na questão monetária, embora já tenhamos indicado a convergência de ambos quanto ao equilíbrio orçamentário, desejável por indicar bom controle das contas públicas, adequação na elaboração do orçamento público e também por ser uma condição necessária, embora não suficiente, quando o objetivo da política monetária é revalorizar a moeda ou retomar sua conversibilidade em metal.

O protagonismo do equilíbrio orçamentário no debate monetário parece mais claro a partir de 1918. Batista, por exemplo, concordava com a recomendação internacional – do relatório Cunliffe e das conferências financeiras – de que o equilíbrio fiscal seria condição necessária para a recuperação do crédito público e para a retomada do padrão-ouro. Ao considerar as fragilidades na elaboração do orçamento e a precariedade na preparação das leis orçamentárias, afirma:

[...] fácil será de compreender quão distante nos achamos da aplicação das medidas ventiladas na conferência de Bruxelas, as quais visam, como objetivo principal, o equilíbrio orçamentário – base segura e indispensável a uma sã política financeira [...] por que o país é novo e próspero, os que se batem contra os excessos de dispêndio são olhados como adversos aos seus meios de expansão e de desenvolvimento; não se pondera, entretanto, na ânsia irreprimível de um progresso imediato, que esses lamentáveis excessos, que se expressam por somas muito acima das possibilidades normais, hão de ser fatalmente a causa de retardamento futuro, a determinante de um doloroso castigo da imprevidência contumaz [...] preciso é, para que essas riquezas se traduzam em benefício da nação, que os seus dirigentes, por uma atuação firme e serena, embora antipática, possam manter inalterável o *crédito do país*, o que só se consegue

pelo equilíbrio orçamentário. Essa deve ser uma das inflexíveis diretrizes da nossa *política financeira*. (Brasil, 1921, p. 145-146, grifo nosso)

Como já apontado, Batista se alinhava à prática de países mais desenvolvidos financeiramente na defesa da retirada da emissão do Tesouro e sua transferência para um banco emissor (Banco do Brasil, 1917). Entretanto, no caso brasileiro e naquela conjuntura, seu diagnóstico era de que o problema monetário não estava na escassez de meio circulante, pois, se assim fosse, os preços deveriam cair, mas não caíam. Para ele, os apuros da praça estavam ligados à dificuldade de escoamento da produção, especialmente por conta da inadequada infraestrutura de transportes, e, no caso da moeda, à chamada baixa elasticidade do meio circulante. Esta, por sua vez, derivava de falhas no sistema bancário que retinham recursos nos caixas dos bancos, como mencionado há pouco. Por isso, afirmava:

Ninguém asseverará, seriamente, que o desenvolvimento do país, nos cinco anos decorridos [desde o início da Primeira Guerra], tenha, com justeza, a expressão que se possa inferir desse desdobrar incessante de sua circulação, *operado sempre em pleno domínio de moeda desvalorizada e de déficits dos balanços públicos anuais*. (Brasil, 1921, p. 159-160, grifo nosso)

A comunicação entre o lado fiscal e o monetário fica mais clara justamente no caso do financiamento inflacionário do déficit fiscal, e, nessas circunstâncias, seria preciso, simultaneamente, controlar a emissão e equilibrar o orçamento público para não pressionar a necessidade de novas emissões de moeda. A crítica ao papel moeda para cobrir despesas públicas vem mais clara com uma citação de François Marsal:¹²

Creio que, no que diz respeito a este ponto particular das relações entre a inflação e a dívida pública, *podemos concluir dizendo que é melhor para um Estado contrair empréstimos por meio de apelo ao crédito público do que pedir os recursos de que necessita à fabricação de papel-moeda*. Tal foi a opinião dos congressistas que, por unanimidade, votaram uma ordem do dia tomando conhecimento da decisão das as-

¹² Frédéric François Marsal foi ministro das Finanças da França na década de 1920.

sociações aderentes de unir seus esforços para se opor a qualquer novo recurso à emissão fiduciária com o objetivo de cobrir as despesas. Públicas. (Brasil, 1922b, p. 18, grifo nosso)

Novamente, o déficit aparece como possível causa da emissão de papel moeda, mas não necessariamente. A princípio, não seria problema cobrir déficits fiscais com dívida externa ou interna, mas seria importante controlar o gasto público para evitar a emissão inconversível. Batista cita Rui Barbosa: “o desequilíbrio entre a receita e a despesa é a enfermidade crônica da nossa existência nacional” (Brasil, 1921, p. 12). Contudo, o controle do orçamento público era enfatizado por ele mais na discussão sobre a administração das finanças públicas do que sobre a organização do sistema monetário.

Andrada tampouco enfatizou o desequilíbrio orçamentário como causa da desvalorização da moeda pelo menos até 1914. Adepto da visão convencional da Teoria Quantitativa da Moeda, considerava o excesso de emissão a causa primeira da desvalorização monetária. Por isso, de maneira geral, recomendava ao governo brasileiro o resgate da moeda inconversível, a política monetária praticada pelas “nações de autoridade”, a fim de valorizar o meio circulante debilitado pelo excesso de emissão. Essa política estaria “a serviço da orientação clássica [...] aquela que está na tradição do governo do Brasil e da qual se teve experiência a partir de 1899” (Andrada, 1923, p. 470-471).

Andrada se refere à política monetária contracionista conduzida por Joaquim Murinho e cita Leroy-Beaulieu para dizer que a valorização da moeda brasileira três anos depois teria sido resultado, em grande medida, da redução das notas em circulação durante três anos consecutivos, e paralelamente à melhoria do orçamento e à constituição de um fundo em Londres que assegurou temporariamente o pagamento em espécie dos juros da dívida externa (Andrada, 1923). Vale lembrar que, quando atuou como secretário de finanças de Minas Gerais, entre 1902 e 1906, Andrada promoveu um significativo corte de despesas, pois o orçamento organizado era visto por ele como uma condição necessária para o financiamento adequado do gasto público (Malin, 2001). Assim como em Batista, a questão fiscal e a monetária são tratadas em paralelo e o equilíbrio fiscal

entra como condição subsidiária no caso de revalorização da moeda e busca pela conversibilidade em metal.

Entretanto, Andrada já avaliava que o aumento da inflação a partir de 1914 se devia à retomada das emissões em função da necessidade de financiar despesas improdutivas do Estado (Andrada, 1923), e, no relatório do Ministério da Fazenda de 1918, deixa claro que a causa principal da desvalorização cambial seria o acúmulo de déficits. Nota-se que o fiscal ganha importância em sua análise da moeda por este trecho:

[...] em 1914 teve o Brasil de voltar à prática das emissões de papel moeda da qual se afastara desde 1898. *Déficits que anualmente se acumularam nas finanças públicas* revelaram, no citado ano, situação de extremas aperturas. Tentava-se vencer a dificuldade por meio de empréstimo externo, quando se declarou a grande guerra europeia. *Na falta absoluta de outros recursos, foi decretada a emissão.* (Andrada, 1923, p. 361, grifo nosso)

A falha em obter empréstimos externos para cobrir déficits fiscais no contexto da guerra seria uma causa apenas imediata, sendo os déficits acumulados a causa principal, e ambas as causas acabaram levando à emissão de moeda inconvertível (Brasil, 1919b).

Ainda no relatório de 1918, em sintonia com o relatório Cunliffe, Andrada dizia que o primeiro dever do governo com fim do conflito seria a redução da despesa pública, pois, para ele, dentre as consequências mais danosas do desequilíbrio orçamentário, a ampliação do meio circulante pela emissão de moeda inconvertível ocuparia o primeiro lugar. Defendia, inclusive, cortar o gasto realizado em obras de melhoramentos materiais, ecoando a crítica de Leroy-Beaulieu de que governos seriam apaixonados por gastos em grandes obras e armamentos (Brasil, 1919b; Leroy-Beaulieu, 1877). Nesse trecho do relatório, o déficit fiscal aparece claramente como protagonista no diagnóstico do problema monetário.

No discurso de Andrada proferido na câmara em 29 de julho de 1921, no contexto do funcionamento da Cared, o vínculo entre a questão fiscal e monetária também fica evidente. Dizia que o desequilíbrio orçamentário levaria ao descrédito do Estado, o que dificultaria e encareceria o financiamento dos déficits, forçando a emissão de papel moeda incon-

versível e, conseqüentemente, a desvalorização cambial. O importante aqui é observar a causalidade, pois financiamento inflacionário seria expressão do descrédito resultante dos déficits. A expressão “dai-me boas finanças e vos darei boa moeda”, utilizada no discurso e retirada de um texto de Raphael-Georges Levy escrito para a Conferência Internacional do Comércio em Lisboa, reforça a relação de causa e efeito (Brasil, 1919b; Gremaud, 2021).

De fato, na discussão sobre a criação da Cared e depois sobre seu funcionamento, as críticas de Andrada deixam transparecer uma compreensão de que a demanda do governo por recursos comprometeria o funcionamento da Carteira, ou seja, o aumento do gasto acima da receita pública, por conveniência do governo ou imprudência da Carteira, resultaria necessariamente em excesso de emissão, ainda que as regras de funcionamento da Cared previssessem o lastro em títulos representativos de transações reais e a proibição do redesconto de títulos públicos. No fim de março de 1921, Epiácio Pessoa decidiu intervir no mercado de café, comprando o produto, a fim de valorizá-lo. Segundo Andrada, para isso foram usadas emissões da Carteira:

As despesas públicas estavam, então, em grande crescimento, impulsionadas por quase todos os departamentos administrativos, notadamente o ministério da Viação, o da Guerra e a Prefeitura, de todo esquecida a necessidade do equilíbrio dos orçamentos, ou, ao menos, o propósito de não permitir que os gastos se distanciassem muito da receita. Em virtude das despesas crescentes o governo, a esse tempo, já devia ao Banco do Brasil a alta soma de 76 mil contos. Na expansão da despesa pública, atendendo a serviços e obras novas, estaria, com proveito para o banco, que auferiria os juros, outro emprego para o papel moeda emitido pela carteira. *O dinheiro, assim facilitado, por sua vez impeliria o governo à prodigalidade, pois a orientação das economias, ou mesmo de moderação nos gastos, fica inteiramente em planos sempre que floresce, de modo direto ou indireto, o regime das emissões inconversíveis. É dominadora e empolgante a tentação que sobre os governos exerce a máquina “a latere” de fabricar dinheiro.* (Andrada, 1923, p. 416, grifo nosso)

As críticas à Cared são interessantes porque revelam experiência análoga ao que se passou na Europa, onde os déficits fiscais provenientes das guerras, mas não somente, foram deixando mais clara, na visão de financistas liberais, sua relação com a desvalorização da moeda. No Brasil, no caso de Andrada, os déficits fiscais acumulados desde 1914 e a Cared parecem ter cumprido esse papel:

[...] os alvitres que a queda excessiva do câmbio suscita, para atenuar ou destruir as causas primárias da desvalorização da moeda, têm de objetivas os três fatores dessa desvalorização, quais – *o desequilíbrio orçamentário e financeiro, as emissões de papel moeda e o desfavor da balança de contas internacionais* [...] *a influência dos três é hoje ponto pacífico no domínio da teoria econômica e na prática do governo dos povos.* Não apenas a experiência de outros países, mas a nossa própria, mostra que *o esforço pelo equilíbrio das finanças*, afirmando-se na reação contra os gastos imoderados, na prática de economias severas, na arrecadação rigorosa das rendas, e na proscricção de empréstimos de qualquer natureza, é fator importante contra o declínio do valor da moeda, concorrendo importantemente para a alta dos câmbios [...] mas de pouco valerá o esforço pelo equilíbrio financeiro se a ele não se conjugarem o propósito e a ação contra o outro e importante fator de câmbios baixos: - as emissões de papel moeda. (Andrada, 1923, p. 423-424, grifo nosso)

Diante dessa argumentação, Andrada (1923) recomendava que a política monetária brasileira deveria se orientar para a valorização da moeda e, para isso, seria necessário equilibrar o orçamento público, resistir à expansão monetária e reduzir paulatinamente o meio circulante. Dizia ele que, com déficits fiscais permanentes, a deflação seria uma utopia e a realidade seria o aumento da inflação (Andrada, 1923). Em suma, garantir o equilíbrio orçamentário passou a ser visto como algo tão importante para a valorização da moeda quanto suprimir a emissão inconversível e reduzir o meio circulante.

4. Considerações finais

Entre 1915 e 1923, o governo e o parlamento brasileiro debateram a reorganização da emissão de moeda no país. Nesse período, foram discutidos diversos projetos que procuravam modernizar, fortalecer e expandir o sistema bancário brasileiro para atender às demandas da economia e, simultaneamente, recuperar e estabilizar o valor da moeda nacional. Como resultados concretos desses projetos, tivemos a criação da Cared do Banco do Brasil e o estabelecimento do monopólio emissor nesse banco com a reforma de 1923.

Para ilustrar as principais propostas e argumentos levantados no debate, analisamos as posições de dois de seus protagonistas, Homero Batista e Antônio Carlos Ribeiro de Andrada, representantes de duas teorias monetárias influentes à época, a Doutrina do Crédito Legítimo e a Teoria Quantitativa da Moeda. O artigo procurou mostrar que a visão convencional dessas teorias não estabelecia uma relação de causalidade necessária entre equilíbrio orçamentário e desvalorização da moeda; a principal preocupação de ambas residia na emissão excessiva decorrente, em primeiro lugar, de problemas na administração da oferta monetária. No final do século XIX e início do século XX, especialistas em finanças europeus, alguns deles conhecidos de Batista e Andrada porque citados por eles, começaram a aproximar a questão fiscal e monetária ao vincular déficit fiscal e desvalorização da moeda, especialmente depois das experiências de crises econômicas e guerras, modificando parcialmente, a partir da prática, a visão convencional das teorias monetárias.

No contexto brasileiro, Batista e Andrada expressavam essa visão convencional, pois, de maneira geral, não apresentavam um vínculo de causalidade claro, direto e necessário entre o resultado fiscal e o valor da moeda. Ambos apontavam a necessidade de se equilibrar o orçamento público, porém nem sempre como condição fundamental para estabilizar o valor da moeda – pois os déficits fiscais poderiam ser financiados de maneira não inflacionária por impostos ou dívida –, mas por uma preocupação com as finanças públicas em si, no sentido de racionalizar o uso dos recursos públicos e de elaborar um orçamento adequado com o objetivo de melhorar o crédito público.

Entretanto, a partir de 1918, Andrada adotou com mais clareza a visão prática vinda da Europa (do relatório Cunliffe e das conferências

financeiras), que passou a vincular mais diretamente o desequilíbrio fiscal à emissão de moeda inconvertível. Esse argumento foi utilizado por ele para criticar o financiamento da despesa pública pela Cared. Já Homero Batista não se referiu manifestamente a esse vínculo, embora o tenha sugerido em seus últimos relatórios do Ministério da Fazenda. O acúmulo de déficits fiscais associados ao contexto da Primeira Guerra Mundial combinado com o aumento da emissão inconvertível de 1914 a 1918, inclusive nas gestões de Andrada e Batista no ministério da Fazenda, aparentemente os levou a considerar que, naquela conjuntura, o desequilíbrio orçamentário poderia estar na raiz da expansão da emissão inconvertível.

Em síntese, pode-se dizer que, até 1918, as posições de Batista e Andrada no debate brasileiro sobre moeda e emissões estavam alinhadas com a visão convencional das teorias monetárias da época. Ambos tratavam a questão fiscal em paralelo à questão monetária e, de maneira geral, não relacionavam direta e necessariamente déficits fiscais à desvalorização monetária e cambial. Essa visão se modificou a partir de 1918, quando o equilíbrio orçamentário apareceu como condição para a revalorização da moeda nacional e a retomada de sua convertibilidade.

Referências

ANDRADA, A. C. R. de. *Bancos de emissão no Brasil*. Rio de Janeiro: Livraria Leite Ribeiro, 1923.

BANCO DO BRASIL. *Relatório do Banco do Brasil apresentado à Assembléa Geral dos Accionistas na sessão ordinária de 1915* [1915]. Rio de Janeiro: Typ. do Jornal do Commercio, 1915.

BANCO DO BRASIL. *Relatório do Banco do Brasil apresentado à Assembléa Geral dos Srs. Accionistas na sessão ordinária de 30 de abril de 1917* [1916]. Rio de Janeiro: Typ. Leuzinger, 1917.

BANCO DO BRASIL. *Relatório do Banco do Brasil apresentado à Assembléa Geral dos Srs. Accionistas na sessão ordinária de 30 de abril de 1918* [1917]. Rio de Janeiro: Typ. Leuzinger, 1918.

BRASIL. Congresso Nacional. *Anais da Câmara dos Deputados. Sessões de 2 a 16 de dezembro de 1918*. v. XII. Rio de Janeiro: Imprensa Nacional, 1919a.

BRASIL. Congresso Nacional. *Anais da Câmara dos Deputados. Sessões de 20 a 30 de julho de 1921*. v. VI. Rio de Janeiro: Imprensa Nacional, 1923.

BRASIL. Ministério da Fazenda. *Relatório apresentado ao presidente da república dos Estados Unidos do Brasil pelo ministro de Estado dos negócios da fazenda Dr. Antonio Carlos Ribeiro de Andrada no anno de 1917*. v. 1. Rio de Janeiro: Imprensa Nacional, 1918.

BRASIL. Ministério da Fazenda. *Relatório apresentado ao presidente da república dos Estados Unidos do Brasil pelo ministro de Estado dos negócios da fazenda Dr. Antonio Carlos Ribeiro de Andrada no anno de 1918*. v. 1. Rio de Janeiro: Imprensa Nacional, 1919b.

BRASIL. Ministério da Fazenda. *Relatório apresentado ao presidente da república dos Estados Unidos do Brasil pelo ministro de Estado dos negócios da fazenda Homero Baptista no anno de 1920 [1919]*. Rio de Janeiro: Imprensa Nacional, 1921.

BRASIL. Ministério da Fazenda. *Relatório apresentado ao presidente da república dos Estados Unidos do Brasil pelo ministro de Estado dos negócios da fazenda Homero Baptista no anno de 1922 [1920]*. Rio de Janeiro: Imprensa Nacional, 1922a.

BRASIL. Ministério da Fazenda. *Relatório apresentado ao presidente da república dos Estados Unidos do Brasil pelo ministro de Estado dos negócios da fazenda Homero Baptista no anno de 1922 [1921]*. Rio de Janeiro: Imprensa Nacional, 1922b.

CENTURIÃO, L. R. Private lenders of last resort: the debates around central banking in Brazil in the 1920s. *Financial History Review*, p. 1-21, 2025. Disponível em: <<https://doi.org/10.1017/S0968565025000022>>.

CENTURIÃO, L. R. The Dress Rehearsal: a instituição de um banco central no Brasil em 1923. *Working Paper*, n. 2019-03, Department of Economics, FEA-USP, 2019.

CHAVANTES, A. P. *Consolidação do sistema bancário em São Paulo na década de 1920*. Campinas: Unicamp, 2004 (Dissertação de Mestrado em Economia da Unicamp).

DONADIO, P. Homero Batista. In: ABREU, A. A. de. *Dicionário Histórico-Biográfico da Primeira República*. Rio de Janeiro: FGV/CPDOC, 2001.

CUNLIFFE, Interim Report of the Cunliffe Committee, 1918: Report on Currency and Foreign Exchanges after the War. In: DUCKENFIELD, M. *The Monetary History of Gold: a Documentary History, 1660-1999*. London: Routledge, 2016.

FLANDREAU, M. Crises and punishment: moral hazard and the pre-1914 international financial architecture. In: FLANDREAU, M. (Org.). *Money Doctors: The Experience of International Financial Advising, 1850-2000*. Londres: Routledge, 2005.

FRANCO, G. *A moeda e a lei: uma história monetária brasileira, 1933-2013*. Rio de Janeiro: Zahar, 2018.

FRIEDMAN, M. Quantity Theory of Money. In: DURLAUF, S.; BLUME, L. *The New Palgrave Dictionary of Economics*, v. 6. Nova York: Palgrave MacMillan, p. 793-815, 2008.

FRITSCH, W. *External Constraints on Economic Policy in Brazil, 1889-1930*. Londres: The MacMillan Press, 1988.

FRITSCH, W. Apogeu e crise na primeira república, 1900-1930. In: ABREU, M. de P. (Org.). *A ordem do progresso*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2014.

FUERST, T. Real Bills Doctrine versus the Quantity Theory. In: DURLAUF, S.; BLUME, L. *The New Palgrave Dictionary of Economics*. v. 6. Nova York: Palgrave MacMillan, p. 6-9, 2008.

GREEN, R. Real Bills Doctrine. In: DURLAUF, S.; BLUME, L. *The New Palgrave Dictionary of Economics*. v. 6. Nova York: Palgrave MacMillan, p. 4-6, 2008.

GREMAUD, A. P. Antônio Carlos de Andrada, um ortodoxo em tempos heterodoxos. In: SALOMÃO, I. C. (Org). *Os homens do cofre*. São Paulo: Editora Unesp, 2021.

GREMAUD, A. P. *Das controvérsias teóricas à política econômica*. São Paulo: USP, 1997 (Tese de Doutorado em Economia da USP).

HÉBERT, R. Leroy-Beaulieu, Pierre-Paul (1843-1916). In: EATWELL, J.; MILGATE, M.; NEWMAN, P. *The New Palgrave: A Dictionary of Economics*. v. 3. Londres: The Macmillan Press, 1987.

LEROY-BEAULIEU, P. *Traité des la Sciences des Finances: des revenus publics*. Tome premier. Paris: Guillaumin et Cie, Félix Alcan Éditeurs, [1877] 1906.

LEROY-BEAULIEU, P. *Traité des la Sciences des Finances: le budget et le crédit public*. Tome second. Paris: Guillaumin et Cie, Éditeurs, 1877.

LEVY, R.-G. *Banques d'émission et trésors publics*. Paris: Librairie Hachette, 1911.

MALIN, M. Antônio Carlos. In: ABREU, A. A. de. *Dicionário Histórico-Biográfico da Primeira República*. Rio de Janeiro: FGV/CPDOC, 2001.

MARCUSSEN, M. Central Banks on the Move. *Research note to be presented at EUSA's 8th Biennial International Conference*, March 27-29, 2003. [mimeo.]

MARGARAIZ, M. Monnaie et finances publiques: conflictualité ou *condominium* du Trésor et de la Banque de France au XXe siècle. In: CARDONI, F.; MARGARAIZ, M. *L'Etat des finances publiques en France*. Paris: Institut de la Gestion Publique et du Développement Économique, 2024.

NEUHAUS, P. *História monetária do Brasil, 1900-1945*. Rio de Janeiro: Ibmec, 1975.

PACHECO, C. *História do Banco do Brasil*. v. 4. Brasília: Banco do Brasil, 1979.

PELÁEZ, C. M.; SUZIGAN, W. *História monetária do Brasil*. Brasília: Editora da UnB, 1981.

RAFFALOVICH, A. *Le Marché financier en 1899-1900*. Paris: Guillaumin, 1900.

RAFFALOVICH, A. *Le Marché financier, les dettes publiques et l'inflation pendant la guerre*. Paris: Librairie Felix Alcan, 1920.

SCHWARTZ, A. Banking School, Currency School and Free Banking School. In: DURLAUF, S.; BLUME, L. *The New Palgrave Dictionary of Economics*. v. 1. Nova York: Palgrave MacMillan, p. 353-358, 2008.

SINGLETON, J. *Central Banking in the Twentieth Century*. Cambridge: Cambridge University Press, 2011.

VILLELA, A. Debating Money in Brazil, 1850s to 1930. In: BIELSCHOWSKY, R.; BOIANOVSKY, M.; COUTINHO, M. *A History of Brazilian Economic Thought*. London: Routledge, 2023.

VILLELA, A. The Quest for Gold: Monetary Debates in Nineteenth-century Brazil. *Brazilian Journal of Political Economy*, v. 21, n. 4 (84), 2001.