



A GRANDE EMPRESA de  
SERVIÇOS PÚBLICOS na  
ECONOMIA CAFEIEIRA  
1850-1930

EDITORA HUCITEC

## A GRANDE EMPRESA DE SERVIÇOS PÚBLICOS NA ECONOMIA CAFEIEIRA

Flávio A. M. de Saes  
14 x 21 em 298 páginas

Este livro pioneiro apresenta um estudo abrangente e acurado de atividades de fundamental importância na história recente da economia brasileira. Nele transparecem as relações muitas vezes conflituosas entre o capital estrangeiro e o grande capital nacional sediado em São Paulo, bem como a cambiante natureza da ação reguladora do Estado.

Disponível nas Melhores Livrarias  
LIVREIRO: SEU CANAL DE INFORMAÇÃO E CULTURA

Editora Hucitec Ltda.  
Rua Gil Eanes, 713 - 04601-042 São Paulo - SP, Brasil  
Tel.: (11) 5543-5810 - Fax: (11) 5093-5938

[www.hucitec.com.br](http://www.hucitec.com.br)  
E-mail: [hucitec@terra.com.br](mailto:hucitec@terra.com.br)

## o Brasil no padrão-ouro: a Caixa de Conversão de 1906-1914<sup>1</sup>

M. Teresa Ribeiro de Oliveira  
Maria Luiza Falcão Silva'  
Professoras do Departamento de Economia da UnB

Medidas de política econômica, com o objetivo de assegurar a estabilidade da taxa de câmbio têm sido adotadas em vários países durante as últimas décadas. Essas medidas ou são parte de uma estratégia para acabar com um processo inflacionário crônico ou uma tentativa de manter uma estabilidade monetária já alcançada. De fato, a estabilidade da taxa de câmbio tem sido vista, hoje em dia, como uma condição necessária - embora não suficiente - para estabilizar os preços internos. A estabilidade do câmbio como objetivo de política econômica não constitui novidade e aparece no Brasil desde que o País começou a emitir papel-moeda inconvertível, no começo do século XIX.

Os efeitos adversos das flutuações da taxa de câmbio sobre a economia de um país são bem conhecidos hoje em dia. No entanto, para economias especializadas na produção de poucos produtos primários, como era a economia brasileira antes da Primeira Guerra Mundial, as implica-

<sup>1</sup> Versões iniciais deste trabalho foram apresentados no XXVIII Encontro Nacional de Economia da Associação Nacional de Centros de Pós-Graduação em Economia em Belém, 7-10 de dezembro de 1999, e na XVII Jornada de História Econômica da Asociación Argentina de Historia Económica em Tucumán, Argentina, 20-22 de setembro de 2000. As autoras agradecem os comentários recebidos de participantes desses congressos, em especial, os do Professor André Villela.

<sup>2</sup> Trabalhos de M. Teresa Ribeiro de Oliveira, publicados antes de 1992, foram assinados M. Teresa R.O. Versiani. As autoras agradecem as críticas e sugestões de dois pareceristas anônimos da revista *História Econômica & História das Empresas* e dos professores Flávio Rabelo Versiani e Joaquim Pinto de Andrade. A colaboração do auxiliar de pesquisa Rogério Dias de Araújo e o suporte financeiro do CNPq são também reconhecidos.

ções de uma taxa de câmbio instável eram diferentes. Dada a grande dependência da maioria dos setores produtivos em relação ao setor exportador, os efeitos de flutuações da taxa de câmbio sobre a renda e o emprego desse setor espalhavam-se rapidamente pela economia. Além disso, considerando o alto coeficiente de importação dos países exportadores de produtos primários, tais flutuações tinham efeitos diretos e imediatos no bem-estar da população. Ademais, taxas de câmbio instáveis criavam problemas sérios para a administração das finanças públicas, cujas receitas dependiam, basicamente, das tarifas sobre as importações.

Este trabalho investiga a primeira tentativa bem-sucedida de adequar a economia brasileira às regras do padrão-ouro, nos anos 1906- 1914, na crença de que tal experiência pode ajudar-nos a entender os esforços recentes de estabilização. A estabilidade cambial naquele período será vista como a conquista de um objetivo há muito almejado pelos condutores das políticas econômica e financeira do País.

A primeira seção apresenta a criação da Caixa de Conversão como resultado de uma busca da estabilidade cambial, *desideratum* de todos os governos desde 1891. As dificuldades de adequação das economias exportadoras de bens primários - e, em especial, as do Brasil - em aderir às regras do padrão-ouro são examinadas na seção seguinte. A terceira seção investiga, inicialmente, os efeitos das desvalorizações da primeira década republicana sobre as finanças do Governo e o recurso ao empréstimo externo consolidado em 1898 (*Funding Loan*) como a solução para o financiamento do déficit público. A seguir, uma análise do *Funding Loan* deixa clara a adequação de algumas de suas cláusulas aos objetivos de estabilização cambial dos Governos Campos Salles e Rodrigues Alves. Os efeitos adversos da apreciação do câmbio, na virada do século, sobre a renda dos cafeicultores e os custos de ajustamento da política restritiva são examinados no final da seção. A quarta seção mostra que, a despeito do interesse do Governo em enquadrar a economia brasileira dentro das regras do padrão-ouro, a criação da Caixa de Conversão em 1906 foi iniciativa dos cafeicultores e analisa o desempenho da Caixa no período 1906-1914. A seção seguinte avalia essa primeira experiência da economia brasileira em se adaptar às regras do padrão-ouro. A última seção apresenta as conclusões do trabalho.

## Estabilidade de câmbio e padrão-ouro

Examinando as políticas monetárias adotadas no Brasil antes da Primeira Guerra Mundial, fica clara a constante preocupação do Governo

com a estabilidade cambial. Não só o Governo buscava uma taxa de câmbio estável, mas a estabilidade era desejada pela maior parte da população. Havia então, como há agora, consenso de que a estabilidade da taxa de câmbio era, ao menos em princípio, uma meta a ser atingida. A discordância que existia dizia respeito ao nível em que a taxa de câmbio deveria ser mantida e às medidas que deveriam ser implementadas para se atingir a estabilidade a esse nível.

Segundo a visão dominante à época, a manutenção da taxa de câmbio e a estabilidade de preços em uma economia estavam associadas à adoção das regras do padrão-ouro. Como se sabe, o funcionamento de uma economia nesse sistema requeria a adoção de algumas regras básicas, as quais convém lembrar sucintamente.

De acordo com a primeira regra, cada país que desejasse funcionar no sistema monetário do padrão-ouro deveria fixar o preço de sua moeda - ou seja, sua taxa de câmbio - em ouro. A segunda regra dizia que a conversibilidade da moeda em ouro e a do ouro em moeda, de acordo com a taxa fixada, seriam asseguradas pelas autoridades monetárias. A garantia dessa conversibilidade implicava uma terceira regra: os países que funcionavam no sistema monetário do padrão-ouro deveriam manter reservas de ouro ou divisas conversíveis em ouro compatíveis com a participação dessa economia no comércio internacional. E, uma última regra: não poderia haver nenhuma restrição à importação e à exportação de ouro.

Observadas essas regras, o volume de meios de pagamento de um país tornava-se uma função de suas reservas em ouro, e, conseqüentemente, dos resultados líquidos do balanço de pagamentos. Um superávit no balanço de pagamentos corresponderia a uma entrada líquida de ouro e, portanto, a uma expansão dos meios de pagamentos. Um déficit, ao contrário, corresponderia a uma saída líquida de ouro e à redução dos meios de pagamentos. Essas alterações no volume de meios de pagamento garantiriam, por sua vez, o reequilíbrio automático do balanço de pagamentos, via modificações nas taxas de juros e/ou modificações nos preços relativos dos produtos similares domésticos e importados.<sup>3</sup>

<sup>3</sup> Por um lado, um país com superávit no seu balanço de pagamentos teria um aumento no volume de papel-moeda em circulação e, conseqüentemente, uma redução na taxa de juros. Já um país deficitário teria uma redução nos meios de pagamento e, portanto, um aumento das taxas de juros. Essas alterações nas taxas de juros estimulariam uma saída de capitais dos países superavitários para os deficitários.

As regras básicas do padrão-ouro continham, como subproduto, uma outra regra de grande apelo popular. Uma vez que o papel moeda se tornava conversível em ouro, a quantidade em circulação não estava mais sujeita à discricção do Governo, mas era, sim, o resultado do desempenho do balanço de pagamentos. Assim sendo, o Governo não estava mais livre para emitir papel-moeda à vontade. As despesas além daquelas previstas pelo Orçamento, teriam que ser pagas por empréstimos internos ou externos. A superabundância de papel-moeda, vista por aqueles que defendiam a conversibilidade como a principal causa da desvalorização externa do valor do mil-réis, deixaria de existir. Como o valor em ouro da unidade monetária brasileira - então, o mil-réis - já era definido por lei, a única exigência para o País entrar no padrão-ouro era tornar o papel-moeda conversível à paridade legal.

A estabilidade do câmbio garantida pela adesão às regras do padrão ouro não era atrativa apenas para economias periféricas como a do Brasil. Segundo Eichengreen (1985, p.6):

*"(. . .) the appeal of the gold standard can be traced to the belief that it provides price and exchange stability ( . . . )and of the fact that the classical gold standard provided exchange-rate stability there can be little dispute. Only a small number 1" countries were forced off the gold standard in the period 1880-1914 (. . .) This stability not only explains why it was so popular before the First World War but also helps to understand the efforts made by most countries to return to it when the War was over."*

Contudo, conforme será discutido na próxima seção, a idéia de que o padrão-ouro levava à estabilidade macroeconômica é questionável. Alfred Marshall (1923), por exemplo, tinha dúvidas quanto à possibilidade de se atingir estabilidade de preços no longo prazo com um regime que dependia de "hazard mining". Bordo e Schwartz (1994, p.1) focalizam a questão do ajustamento assimétrico:

rios. Por outro lado, um aumento no volume dos meios de pagamento no país superavitário aumentaria os preços dos produtos domésticos relativamente aos preços dos importados, incentivando as importações e desestimulando as exportações. O ajustamento por meio dos preços é explicado pelo clássico mecanismo *pricespecie*, enquanto o ajustamento por meio do produto está de acordo com o pensamento keynesiano recente.

*"(. . .) for the core countries the balance of payments adjustment mechanism was stable, so few crises occurred; the peripheral countries, by contrast, were subject to shocks imported under fixed exchange-rate crises and a destabilized growth pattern. "*

Análise semelhante é desenvolvida por Eichengreen (1996, pp.38- 44) que, de forma bastante interessante, examina o ajustamento assimétrico a partir do papel desempenhado pelos diferentes bancos centrais e da posição hierárquica que cada um desfrutava no sistema financeiro internacional, liderados, obviamente, pelo Banco da Inglaterra. Eichengreen lembra que muitos países fora da Europa não tinham bancos centrais. Os Estados Unidos, por exemplo, só vieram a criar seu banco central, o Federal Reserve Bank (FED), em 1913. Em muitos países, o processo de estabelecimento de bancos centrais só se concretizou em torno de 1920.

Ora, sem bancos centrais atuantes e fortes, era impossível executar políticas anticíclicas que contrariassem as regras do padrão-ouro. Segundo Eichengreen (1996, p.39):

*"Banking systems at the periphery were fragile and vulnerable to disturbances that could bring a country's foreign as well as domestic financial arrangements crashing down, all the more so in the absence of a lender of last resort. A loss of gold and foreign exchange reserves led to a matching decline in the money supply, since there was no central bank to sterilize the outflow or even a bond or discount market on which to conduct sterilization operations."*

Foge, contudo, ao alcance deste trabalho desenvolver esse ponto com maior profundidade.

Vamos concentrar nossa atenção nas dificuldades encontradas pela economias primário-exportadoras, como era o Brasil na virada do século passado, em se adequar às regras do padrão-ouro em um cenário de flutuações voláteis nos termos de troca das poucas mercadorias que essas economias produziam e exportavam. Como o Brasil, outras economias latino-americanas enfrentaram maiores ou menores dificuldades na adaptação de suas economias às regras do padrão-ouro e adotaram caixas de conversão. Para uma análise cuidadosa do caso argentino, considerado muitas vezes como uma experiência mais bem-sucedida ver, por exemplo, Díaz-Alejandro (1985) e Abreu (1993) .Também Ford (1960) se debruça sobre o caso argentino e busca examinar o

rompimento dessa economia com o padrão-ouro em 1885 e sua decisão de se reintegrar a esse sistema monetário em 1900 (Op.cit.,p.151).

### **Dificuldades na adoção do padrão-ouro pelas economias exportadoras de bens primários do século XIX**

A estabilidade cambial via adesão às regras do sistema monetário do padrão-ouro, antes da Primeira Guerra Mundial, esteve restrita aos países industrializados e a suas colônias. Portugal, Espanha e países da América Latina, por exemplo, não conseguiam manter-se, por longos períodos, nas regras do padrão-ouro.<sup>4</sup> Na verdade, a maioria das economias periféricas, exportadoras de produtos primários, eram sujeitas a grandes e constantes flutuações da taxa de câmbio. Isso não significa que, ao se comportarem de acordo com as regras do padrão-ouro, esses países não mantivessem uma taxa de câmbio estável. Significa, apenas, que encontravam enormes dificuldades para sujeitar suas economias a essas regras.

A assimetria do ajustamento a desequilíbrios externos das economias centrais e periféricas - os problemas encontrados pelas economias periféricas face à facilidade de adaptação das economias centrais - que funcionava no sistema monetário do padrão-ouro, antes da Primeira Guerra Mundial tem sido amplamente discutida na literatura. Alega-se, por exemplo, que os mesmos mecanismos que asseguraram a estabilidade da taxa de câmbio nas economias centrais teriam sido responsáveis pelos desequilíbrios das economias periféricas.<sup>5</sup> É interessante notar que contribuições como as de Ford (1983,1985), Eichengreen (1985,1996) a respeito de assimetrias sistêmicas no processo de ajustamento a choques externos entre países do centro e periféricos durante a vigência do padrão ouro vêm sendo revisitadas no contexto atual de implementação de programas de estabilização ancorados no câmbio. Tais programas são, de certa forma, uma reinvenção do padrão-ouro nesta virada de século (Silva et al., 2001).

<sup>4</sup> De acordo com Eichengreen (1985,p.6), Portugal,Argentina, Itália, Chile,Bulgária e México apresentaram suas maiores desvalorizações cambiais entre 1870 e 1914.

<sup>5</sup> Em relação às dificuldades das economias periféricas, *vis-à-vis* às economias centrais, para se adaptarem às regras do padrão-ouro e as razões dessa assimetria, ver, por exemplo: Ford (1985), Eichengreen (1985), Franco (1988), Fritsch e Franco (1992).

Em 1953, Hélio Schlittler Silva já chamava a atenção para a grande vulnerabilidade das economias exportadoras de bens primários do século XIX ao desempenho das economias centrais, e enfatizava as dificuldades da economia brasileira da época para se adaptar às regras do padrãoouro. Essa vulnerabilidade devia-se, em parte, à especialização da economia na produção de poucos produtos exportáveis. De fato, o nível da atividade econômica do País - e, portanto, seu nível de renda - dependia, direta e indiretamente, do desempenho de alguns poucos produtos. Na década de noventa do século XIX, o café, sozinho, era responsável por 65,4% das receitas de exportação. Caso se considere, também, a borracha, esses dois produtos respondiam por 79,4% das exportações.<sup>6</sup> Por conseguinte, mudanças na demanda externa pela borracha e pelo café brasileiros tinham consideráveis e variados efeitos na economia.

Além do mais, os superávits da balança comercial, a partir dos anos sessenta do século XIX, não eram suficientes para cobrir os déficits de outros itens do balanço de pagamentos, especialmente daqueles relacionados com pagamento de dívidas externas. Assim, o equilíbrio nas contas externas tinha que ser obtido por uma entrada de capitais estrangeiros (principalmente sob a forma de empréstimos públicos) e/ou por desvalorização da taxa de câmbio. Conseqüentemente, o resultado do balanço de pagamentos do Brasil era muito suscetível a alterações no desempenho das economias centrais. Recessões nos países industrializados afetavam adversamente o balanço de pagamentos do Brasil, já que não apenas diminuía drasticamente o superávit da balança comercial, mas também reduziam a entrada de capitais estrangeiros. Como as reservas de ouro acumuladas em épocas de prosperidade não eram suficientes para cobrir os déficits dos tempos de recessão, cabia à flutuação da taxa de câmbio - em resposta a mudanças na oferta e na demanda por moedas estrangeiras - reequilibrar as contas externas.

Alguns anos mais tarde, em sua obra clássica, *Formação Econômica do Brasil*, publicada pela primeira vez em 1959, Celso Furtado retomou o argumento de Schlittler Silva enfatizando as dificuldades das economias exportadoras de produtos primários, como a economia brasileira das últimas décadas do século dezanove, em se adaptarem às regras do padrão-ouro. Mais recentemente Fritsch e Franco (1992, p.20) revisitaram essa discussão e questionaram a generalidade da relação entre termos de troca e movimento de capital:

<sup>6</sup>Dados em : "Principais produtos exportados-1821/1939", IBGE (1941, pp.89-90).

"Taking the period 1870-1900 as a whole the correlation between capital movements and terms of trade is simply not significant (. . .) though it is easy to see that there are times in which the correlation is very clearly positive and others in which it is clearly negative."

Outro aspecto interessante para o qual Furtado chamou a atenção foi a inabilidade dos políticos brasileiros de então em compreender que as dificuldades enfrentadas pelas economias primário-exportadoras eram inerentes à sua condição de dependência em relação às economias centrais. De acordo com Furtado, a ciência econômica européia, considerada no Brasil como uma verdade absoluta "( ... ) tendia a transformar-se em um corpo de doutrina, que se aceitava independentemente de qualquer tentativa de confronto com a realidade" (Furtado,1970, p.160). Assim, a maioria dos políticos brasileiros, no que se refere às políticas monetárias, não aceitava qualquer solução fora das regras do padrão-ouro.

"Ao historiador das idéias econômicas no Brasil não deixará de surpreender a monótona insistência com que se chama de aberrativo e anormal tudo que ocorre no País: a inconvertibilidade, os déficits, as emissões de papel-moeda. Essa 'anormalidade' secular não chega, entretanto, a constituir objeto de estudo sistemático. Com efeito, não se faz nenhum esforço sério para compreender tal anormalidade. ( ... ) Todos os esforços se gastam numa tarefa que a experiência histórica demonstrava ser vã: submeter o sistema econômico às regras monetárias que prevaleciam na Europa." (Furtado, 1970, p.160).

## A economia política da taxa de câmbio: 1890-1906

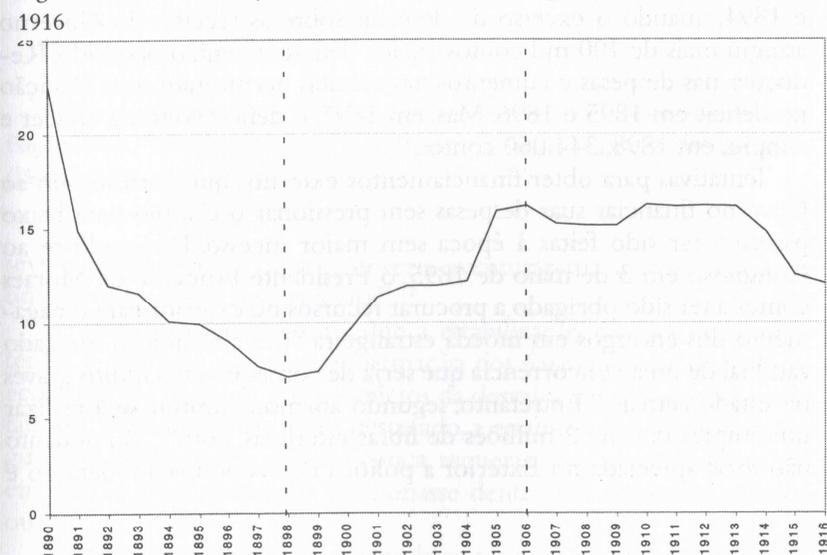
### A evolução do câmbio na primeira década republicana

A depreciação do câmbio nos anos noventa do século passado não teve precedentes. De 1890 a 1898, o mil-réis depreciou-se em 68%.<sup>7</sup> Cabe, entretanto, observar que, ao longo das últimas décadas do século dezenove, não houve intervenção explícita do Governo no merca-

do cambial. Vigorava o regime de livre flutuação, e os níveis da taxa de câmbio revelavam, portanto, as condições de oferta e demanda de divisas ..

A Figura 1 mostra o comportamento da moeda brasileira, o mil-réis, entre 1890 e 1906.<sup>8</sup> Como vários outros países independentes da América Latina no século XIX, o Brasil era forçado a deixar seu câmbio flutuar livremente. De fato, a manutenção de uma moeda conversível, que assegurasse um câmbio estável, era dificultada, nessas economias, pela falta de mecanismos institucionais de curto prazo que facilitassem movimentos de ouro antes que itens autônomos pudessem ajustar-se. Em outras palavras, essas economias não dispunham de mecanismos de política econômica que permitissem atenuar, ou mesmo reverter, os efeitos de entrada e de saída líquida de ouro sobre o volume de meios de pagamento.

Figura 1. Brasil — Evolução da Taxa de Câmbio (Pence por mil-réis) Período: 1890 – 1916



Fonte: IBGE, "Curso do Câmbio na Praça do Rio de Janeiro — 1822/1939" em IBGE (1941, pp.63-64).

<sup>7</sup> Dados de taxa de câmbio em: "Curso do Câmbio na Praça do Rio de Janeiro - 1822/1939", IBGE (1941, pp.63 - 64).

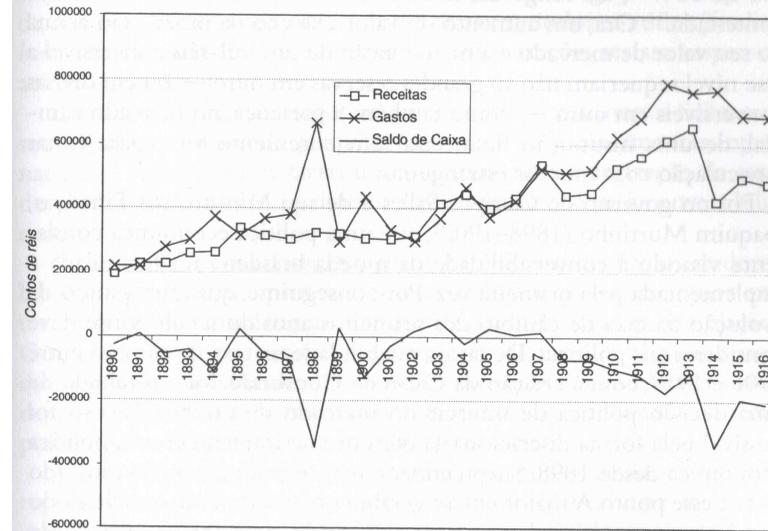
<sup>8</sup> Na Figura 1, pode-se observar, por exemplo, a depreciação da moeda brasileira em relação à libra esterlina entre 1890 e 1898. Em 1898, o valor externo dos mil-réis era 68% daquele de 1890.

Se as causas da depreciação do valor externo da moeda brasileira na última década do século XIX têm sido objeto de controvérsias, há um consenso sobre suas conseqüências." E uma dessas conseqüências diz respeito aos graves problemas que tal depreciação trouxe às finanças públicas. De fato, enquanto os encargos financeiros do Governo com a dívida externa e outras despesas no exterior subiam na mesma proporção que a depreciação do mil-réis, suas receitas não eram alteradas pela queda do câmbio. Como a receita do Governo Central dependia, principalmente, dos impostos sobre a importação, e estes eram calculados de acordo com um câmbio fixo, a queda do valor externo da moeda brasileira aumentava, em mil-réis, as despesas do Governo em moeda estrangeira, mas não alterava suas receitas.<sup>10</sup> Assim sendo, a depreciação do câmbio tinha efeitos adversos sobre as contas do Governo.

Dados sobre as receitas e despesas do Governo Federal (Figura 2) mostram um déficit crescente nas contas públicas nos anos 1892, 1893 e 1894, quando o excesso de despesas sobre as receitas do Governo atingiu mais de 100 mil contos, maior déficit até então ocorrido. Reduções nas despesas e aumentos nas receitas permitiram uma redução no déficit em 1895 e 1896. Mas, em 1897, o déficit voltou a crescer e atingiu, em 1898, 344.060 contos.<sup>11</sup>

Tentativas para obter financiamentos externos que permitissem ao Governo financiar suas despesas sem pressionar o câmbio para baixo parecem ter sido feitas à época sem maior sucesso. Dirigindo-se ao Congresso em 3 de maio de 1895, o Presidente Prudente de Moraes confessa ter sido obrigado a procurar recursos no exterior para o pagamento dos encargos em moeda estrangeira "( ... ) aliviando o mercado cambial de uma concorrência que seria de conseqüências muito graves no estado actual ... " Entretanto, segundo afirmou, limitou-se a realizar um empréstimo de 2 milhões de libras esterlinas, pois "( ... ) enquanto não fosse apreciada no Exterior a política de economia, moderação e

Figura 2. Brasil – Evolução das Contas do Governo  
Período: 1890-1916



Fonte: IBGE, "Receita e Despesa do Governo Nacional — 1823/1939" em IBGE (1941, p. 120).

severo respeito á lei ( ... ) não deveria aventurar-me á experiência de uma grande operação financeira".<sup>12</sup>

É compreensível, portanto, que a estabilização da taxa de câmbio tenha se tornado a maior preocupação dos formuladores de política econômica, a despeito dos benefícios da desvalorização para os exportadores. Mas, conforme já foi destacado, a estabilização do câmbio, segundo a visão predominante à época, requeria uma moeda conversível em ouro e uma economia funcionasse dentro das regras do padrão ouro.

Portanto, para que o mil-réis pudesse vir a ser conversível em ouro era necessário, antes de tudo, apreciar o câmbio, já que a paridade legal de 1 mil-réis para 27 *pence* ainda era mantida. E surpreendente que a

<sup>9</sup> Veja-se Versiani (1985) para uma apresentação dessa controvérsia.

<sup>10</sup> 59,4% das receitas do Governo Federal na década de noventa do século XIX advinham dos impostos sobre importações. Média calculada a partir dos dados sobre a participação do imposto de importação na receita total em Abreu (1990, p.391).

<sup>11</sup> Dados sobre receitas e despesas do Governo Federal em "Receita e Despesa do Governo Nacional-1823/1939", IBGE (1941, p.120).

<sup>12</sup> Prudente J. de Moraes Barros, " Mensagem ao Congresso Nacional a 3 de maio de 1895", em Câmara dos Deputados (1978, p.123).

insistência em manter a paridade legal, criada pela Lei de 11 de Setembro de 1847<sup>13</sup>, tão longe das taxas de mercado não tenha sido muito contestada." Ora, um aumento do valor externo da moeda tão acima do seu valor de mercado e a manutenção de um mil-réis conversível a esse nível requeriam não só grandes reservas em ouro - ou em divisas conversíveis em ouro - como também a presença, no mercado cambial, de uma instituição financeira suficientemente forte para evitar especulação com moedas estrangeiras.

Foi no governo de Campos Salles e de seu Ministro das Finanças, Joaquim Murinho (1898-1902), que uma política econômica consistente visando à conversibilidade da moeda brasileira foi formulada e implementada pela primeira vez. Por conseguinte, qualquer estudo da evolução da taxa de câmbio dos primeiros anos do século vinte deve considerar tais políticas. De fato, a estabilidade na taxa de câmbio entre 1906 e 1914, com a criação da Caixa de Conversão, foi o resultado de uma decisão política de intervir no mercado de câmbio. Isto só foi possível pela forma discricionária com que se implementou a política econômica desde 1898. Surpreendentemente, pouca atenção tem sido dada a esse ponto. A maior ênfase geralmente é dada a uma melhora do comércio internacional, que teria permitido uma maior entrada de ouro antes de 1906.

#### *Valorização do câmbio e futura conversibilidade do mil-réis*

Em 15 de junho de 1898, o Governo brasileiro assinou um contrato com seus banqueiros londrinos, os Rothschild. Por esse acordo, a maior parte das dívidas brasileiras em moeda estrangeira foram consolidadas

<sup>13</sup> Essa foi a terceira paridade legal estabelecida entre o mil-réis e o ouro. De acordo com a lei nº 59 de 8 de outubro de 1833, o valor de 1/8 de onça de ouro fora fixado em 2\$500 (dois mil e quinhentos réis) substituindo a velha paridade de 1\$600 (mil e seiscentos réis). A nova paridade de 1847 implicava a taxa de 1 mil réis = 27 *pence*.

<sup>14</sup> Na verdade, após o segundo semestre de 1855 - quando a média mensal do valor externo dos mil-réis se manteve acima dos 27 *pence* por cinco de seis meses - ,essa média ficaria, persistentemente, abaixo da taxa de paridade até o último quartel de 1888, quando a média mensal se manteve em 27,06 *pence*. Em 1889, alcançou 27,2 *pence* mas, já em dezembro do mesmo ano a taxa de câmbio começou a cair significativa e continuamente até 1898, quando seu valor atingiu 7,20 *pence*. Taxas mensais de câmbio em : "Cotações mensais da libra esterlina em relação à moeda nacional- 1870/1930", IBGE (1941, pp.63-64).

em um novo empréstimo, o *Funding Loan* de 1898. De acordo com os termos do contrato, os compromissos de juros e de garantias de juros da dívida externa seriam pagos por três anos em títulos emitidos (*funding bonds*) por ocasião dos vencimentos. As amortizações seriam suspensas até 30 de junho de 1911.<sup>15</sup>

Esse acordo deu autoridade ao novo Presidente, Campos Salles, e a seu Ministro da Fazenda, Joaquim Murinho, para implementar, internamente, políticas monetárias que objetivassem a valorização da taxa de câmbio, vista como o primeiro passo para se chegar à conversibilidade.

Tanto os administradores das finanças brasileiras quanto os credores britânicos atribuíam a principal responsabilidade pelo baixo valor externo da moeda brasileira ao excesso de papel-moeda em circulação. Considerando que a constante depreciação da taxa de câmbio criava dificuldades para o País honrar suas dívidas em libras esterlinas, os credores britânicos procuraram assegurar que fosse implementada uma política voltada para uma valorização do câmbio.

Assim, o acordo do *Funding Loan* incluía uma cláusula relacionada especificamente à política monetária interna. O Governo brasileiro depositaria em bancos estrangeiros o valor - equivalente em mil-réis - das obrigações emitidas, calculadas à taxa de câmbio de 18 *pence* por um período de três anos, a partir de 1 de janeiro de 1899.<sup>16</sup> Esse papel moeda tirado de circulação poderia ser destruído ou usado para comprar, no futuro, *bills of exchange* em favor de N. M. Rothschild, para crédito do Fundo (*Fund*).

Cabe observar que essa cláusula não era resultado de uma imposição indevida dos banqueiros britânicos. Pelo contrário, ela estava perfeitamente de acordo, não só com o pensamento do Presidente em exercício, Prudentes de Moraes, e de seu sucessor, Presidente Campos Salles, como também com o de seus respectivos Ministros das Finanças. De fato, alguns meses após a assinatura do acordo, foi decidido que o papel-moeda retirado de circulação seria " ( ... ) efetivamente removido de circulação e incinerado" (Lei número 559, de 31 de dezembro, 1898, art.7).

<sup>15</sup> As dívidas do Governo correspondiam às amortizações e aos juros relativos a empréstimos e a garantias de juros. Para uma relação dos empréstimos e das garantias de juros incluídas ver a íntegra do acordo reproduzido em *Retrospecto Commercial de 1898*, pp.5-8.

<sup>16</sup> Esses bancos estrangeiros eram: London and River Plate Bank, Brasilianische Bank für Deutschland e London and Brazilian Bank.

A profissão de fé do Presidente Campos Salles na ortodoxia monetária, feita no dia de sua posse, não poderia ser mais clara. Segundo ele, a crise financeira que assolava o Governo era o mais urgente dos problemas a serem resolvidos. Essa crise era interpretada como o resultado " ( ... ) de erros gravíssimos, que vêm de longe, acumulando progressivamente os encargos dos seus pesados efeitos":

"O proteccionismo inoportuno e por vezes absurdo em favor de industrias artificiaes, á custa dos maiores sacrificios para o contribuinte e para o Thesouro; - A emição de grandes massas de papel inconvertível., causando profunda depressão no valor do meio circulante; - os déficits orçamentários creados pelo funcionalismo exaggerado,( ... ) e pelo augmento continuo da classe dos inactivos;as despezas extra-orçamentarias provenientes dos creditos extraordinarios abertos pelo Executivo e das leis especiaes votadas pelo congresso; - as indemnisações por sentenças judiciaes, que sobem todos os annos a sommas avultadas; ... ; - o augmento constante da divida fluctuante ( ... ) e consequente augmento da divida consolidada;- a má arrecadação das rendas publicas; - o effeito moral da má politica financeira, acarretando o descredito; - o consequente retrahimento da confiança dos capitaes no Paiz e no estrangeiro;a especulação( ... ); - finalmente a baixa da taxa cambial, synthese e expressão de todos os erros." (Salles, 1898, pp. 206-207).

Por isso,para vencer a crise financeira e o 'problema de credibilidade' encontrados pelo Governo, era crucial que se valorizasse o mil-réis até sua paridade legal. A valorização do câmbio requereria não só que se deixasse de emitir papel-moeda inconvertível para financiar despesas excessivas, mas também que se produzissem superávits orçamentários, que permitiriam retirar moeda de circulação. Para isso, impunha-se um ajuste fiscal.

Apesar de as contas públicas não apresentarem superávits entre 1889 e 1902, os déficits foram minimizados significativamente devido a uma severa redução nos gastos do Governo<sup>17</sup>. O déficit médio anual, de

<sup>17</sup> De fato, as receitas médias anuais diminuíram menos que 1 % entre os mesmos períodos. Como as receitas do Governo Federal ainda dependiam, basicamente, das tarifas de importação, qualquer aumento significativo das receitas requeriria a expansão das importações. Ora, dados sobre os valores médios anuais de importação em libras mostram uma redução de 15% das importações entre 1899-1902 e o

119.926 contos durante a gestão anterior do Presidente Prudente de Moraes, diminuiu para 21.020 com Campos Salles.<sup>18</sup>

Todavia, mesmo superávits não seriam suficientes para os objetivos do Governo. Era necessário que esses superávits não retornassem à circulação. O papel-moeda em circulação deveria ser reduzido e reservas de ouro acumuladas, caso se planejasse a introdução de papel-moeda conversível em futuro próximo.

A Lei número 581, de 20 de julho de 1899, preparou o terreno para a realização desses dois objetivos. Essa lei criava um fundo especial de reserva de papel-moeda a ser retirado de circulação e incinerado e um fundo de reservas de ouro que garantiria a conversibilidade do mil-réis. O primeiro fundo seria constituído por receitas do aluguel de estradas de ferro públicas ao setor privado, a serem pagas em papel-moeda; pagamentos dos empréstimos concedidos pelo Governo; eventuais receitas em papel-moeda recebidas pelo Governo; e superávits do orçamento do Governo. O segundo fundo era composto por impostos de 5% sobre os recibos dos importados, a serem coletados em ouro a partir de 10 de janeiro de 1900; rendas em ouro do aluguel de estradas de ferro do Governo; e o excesso de todas as receitas em ouro sobre os gastos em ouro. O Presidente Campos Salles foi sucedido, em 15 de novembro de 1902, por Rodrigues Alves, que deu continuidade aos programas econômicos em andamento.

#### *Evolução do câmbio e dos preços do café nos primeiros anos do século XX: prejuízos em dobro para os cafeicultores*

Os dados sobre as taxas de câmbio, ilustrados pela Figura 1, mostram uma significativa alteração na evolução do câmbio a partir de 1898. De fato, depois de um processo de constante desvalorização desde 1888, o valor externo do mil-réis começou a subir em 1899.

A óbvia dependência da economia brasileira em relação à demanda externa tem levado vários historiadores econômicos a superestimar os

período prévio 1895-1898 [taxas calculadas a partir de dados em:"Valor da importação e exportação de mercadorias -1821/1839", IBGE (1941, pp.68-69)]. Dados de receitas e despesas do governo federal em: "Receita e Despesa do Governo Nacional-1823/1939", IBGE (1941, p.120).

<sup>18</sup> O presidente Prudente de Moraes exerceu o seu mandato de 15/11/1894 até 15/ 11/1898, quando Campos Salles foi empossado como Presidente.

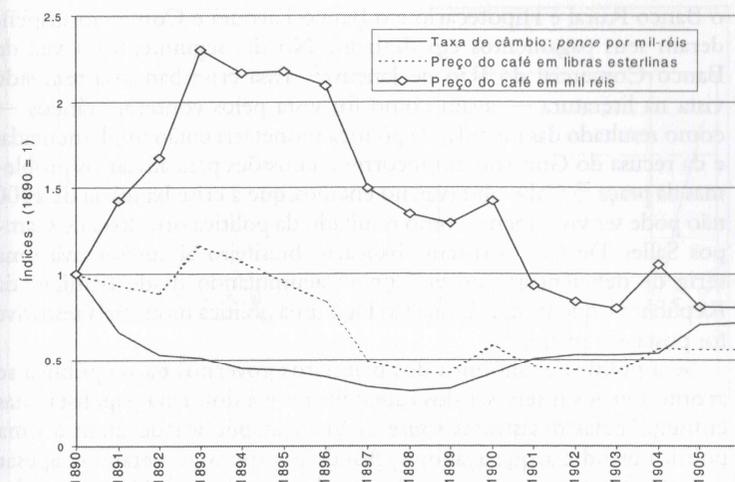
efeitos das mudanças no comércio internacional em reverter na evolução da taxa de câmbio. Pouca atenção tem sido dada às políticas monetárias ortodoxas então adotadas. Embora não caiba neste trabalho uma discussão dos fatores responsáveis pela apreciação do câmbio, fica claro que a apreciação cambial que se inicia no governo Campo Salles deve ser atribuída, pelo menos em parte, à política então implementada. A demanda por divisas estrangeiras reduziu-se drasticamente em função do *Funding Loan* e da redução de outros gastos em divisas, dadas a política de contenção de despesas do Governo e a redução da oferta monetária. Os superávits recordes da balança comercial alcançados no primeiro quinquênio dos anos 1900 devem ser atribuídos não só ao aumento das exportações mas também à manutenção de baixos níveis de importação. A política ortodoxa de redução de gastos e aperto de liquidez reduziram o nível de atividade da economia e, conseqüentemente, provocaram a melhora do desempenho externo. É evidente a relação inversa entre a oferta de moeda e o saldo da balança comercial até 1905, conforme se pode depreender mais adiante da Figura 4.

Se a depreciação cambial dos anos noventa protegeu os cafeicultores dos prejuízos advindos de uma queda nos preços internacionais do café, a apreciação que se seguiu intensificou esses prejuízos. De fato, o preço do café no mercado internacional, relativamente alto e estável nos primeiros três anos da década de 1890, subiu significativamente em 1893. A partir daí, caiu continuamente até 1899. Na virada do século, o preço do café teve um aumento substancial, retornando a níveis mais baixos nos três anos seguintes. A tendência observada no mercado era, certamente, de uma queda nos preços, a despeito de uma melhoria nos preços em 1904 e 1905. De fato, a média anual de preços em libras em 1904 e 1905 foi quase metade daquela observada na primeira metade dos anos 1890.<sup>19</sup>

A apreciação do câmbio, associada à queda dos preços do café no mercado internacional, ocasionou grandes perdas para os cafeicultores, que começaram a pressionar o Governo para o estabelecimento de mecanismos que impedissem futuras altas cambiais (Figura 3).

<sup>19</sup> Essa queda nos preços do café tem sido vista como resultado do aumento excessivo da oferta brasileira. Um estudo clássico dessa crise do café é encontrado em Furtado (1970, pp.177-178).

Figura 3. Brasil : Evolução da Taxa de Câmbio e dos Preços do Café  
Período: 1890 — 1906



Nota: taxa de câmbio (pence por mil-réis), preço do café (1.000 sacos) em libras e em contos de réis em 1890, foram, respectivamente: 22,56 pence, 17.850 libras e 189.894 contos.

Fontes: IBGE, "Curso do Câmbio na Praça do Rio de Janeiro -1822/1939" em IBGE (1941, pp.63-64) e "Principais Produtos Exportados - 1821/1939" em IBGE (1941, p.87).

### Os custos do ajustamento

As políticas monetária e fiscal dos governos Campos Salles e Rodrigues Alves foram bem-sucedidas no que tange ao controle do volume dos meios de pagamento (MI). O comportamento da oferta de moeda, representada por MI, não só parou de crescer a partir de 1898, mas apresentou variação negativa por sete anos consecutivos, 1898- 1905, e estabilidade nos seguintes, com exceção de 1904 (Figura 4).<sup>20</sup>

<sup>20</sup> O valor em contos de réis do papel-moeda em circulação em 1905 era 14% inferior ao de 1898. Dados sobre papel-moeda em circulação em "Papel Moeda em Circulação - 1822/1939", IBGE (1941, p.63).

O efeito imediato das políticas contracionistas sobre o sistema financeiro foi severo. A 12 de setembro de 1900, o Banco da República, o Banco Rural e Hipotecário e o Banco Lavoura e Comércio suspenderam seus pagamentos em dinheiro. No dia seguinte, foi a vez do Banco Comercial do Rio de Janeiro.<sup>21</sup> Essa crise bancária tem sido vista na literatura - assim como foi vista pelos contemporâneos - como resultado das medidas de política monetária então implementadas e da recusa do Governo em recorrer a emissões para aliviar os problemas da praça.<sup>22</sup> Cabe observar, no entanto, que a crise bancária de 1900 não pode ser vista apenas como resultado da política ortodoxa de Campos Salles. De fato, o sistema bancário brasileiro já apresentava uma série de deficiências que vinham se acumulando desde o início da República e que vieram à tona tão logo uma política monetária restritiva foi posta em prática.<sup>23</sup>

Se a política econômica dos primeiros governos da República se acomodou aos interesses dos cafeicultores e à doutrina papelista, suas conseqüências desastrosas sobre as finanças públicas levaram a uma política ortodoxa, que acabou seguindo as propostas metalistas, apesar de antagônicas aos interesses dos produtores de café. O fracasso das tentativas deflacionistas do Governo anterior deveu-se em parte às dificuldades de obter o apoio do Congresso para medidas que contrariavam o interesse dos cafeicultores. Entretanto, a situação de insolvência do Governo Federal ao final do século minou as resistências do Congresso à aprovação de uma política restritiva de valorização do câmbio.

Durante a implementação do plano de ajuste de Campos Salles, o relativo equilíbrio fiscal obtido resultou muito mais de uma drástica redução de gastos do que de um aumento de receitas. As despesas do Governo Federal, que em 1898 haviam atingido cerca de 668 contos - produzindo um déficit recorde de mais de 300 contos -, caíram para menos da metade em 1899. Um aumento de 47% das despesas nos anos seguintes foi seguido de novos cortes em 1901 e 1902. Em 1903,

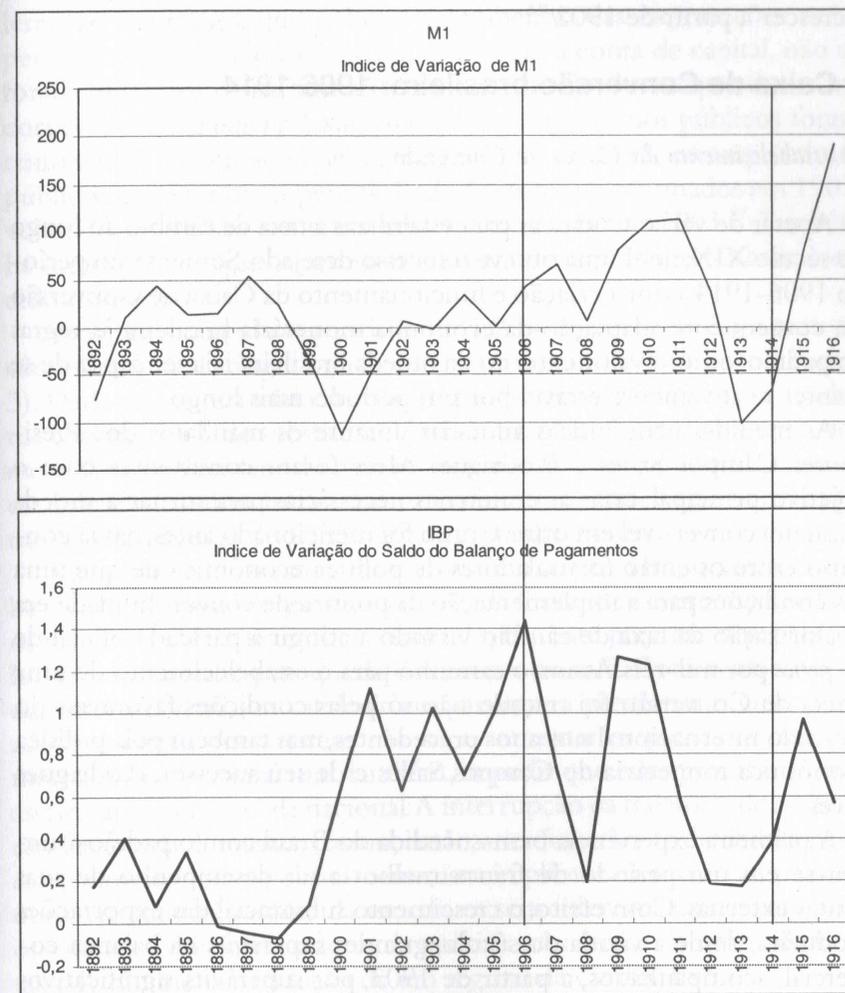
<sup>21</sup> Esses bancos estavam entre os mais importantes da praça do Rio de Janeiro. *Retrospecto Comercial, 1900*, p.14

<sup>22</sup> Ver, por exemplo, Fritsch e Franco (1992, p.7).

<sup>23</sup> Sobre a crise bancária das viradas do século ver Calógeras (1960), capítulo:XX, "A Crise dos Bancos em 1900". As origens dos problemas enfrentados pelo Banco da República são analisados no *Retrospecto Comercial, 1900*

**Figura 4. Brasil — Reservas e Oferta Monetária**

Período: 1892 – 1916



Fontes: IBGE (1941, p.63) ; Fritsch (1988), pp.189-191, Tabela A.11 e pp.198-202, Tabela A.16 e Peláez e Suzigan (1976) pp. 442-460, Tabela A.3

Nota: O resultado do balanço de pagamentos foi usado como *proxy* para o movimento de reservas internacionais.

essas despesas aumentaram 19% em relação ao ano anterior. As receitas, entretanto, diminuíram, continuamente, de 1898 a 1901 e só passaram a crescer a partir de 1902.<sup>24</sup>

## A Caixa de Conversão brasileira: 1906-1914

### O estabelecimento da Caixa de Conversão

Apesar de várias tentativas para estabilizar a taxa de câmbio ao longo do século XIX, nenhuma obteve o sucesso desejado. Somente no período 1906-1914, com a criação e funcionamento da Caixa de Conversão e a conseqüente adaptação da economia monetária brasileira às regras do padrão-ouro, o valor externo da moeda brasileira iria ser capaz de se manter relativamente estável por um período mais longo.

As medidas econômicas adotadas durante os mandatos dos Presidentes Campos Salles e Rodrigues Alves foram consistentes com o objetivo principal: criar as condições necessárias para tornar a moeda brasileira conversível em ouro. Como foi mencionado antes, havia consenso entre os então formuladores de política econômica de que uma das condições para a implementação da política de conversibilidade era a valorização da taxa de câmbio visando a atingir a paridade oficial de 27 *pence* por mil-réis. Assim, o caminho para o estabelecimento de uma Caixa de Conversão foi traçado não só pelas condições favoráveis do mercado internacional nos anos precedentes, mas também pela política econômica monetária de Campos Salles e de seu sucessor, Rodrigues Alves.

A primeira experiência bem-sucedida do Brasil com o padrão-ouro deu-se em um período de franca melhoria no desempenho de suas contas externas. Com efeito, o crescimento substancial das exportações produziu, desde a virada do século, grandes superávits na balança comercial, acompanhados, a partir de 1903, por superávits significativos na conta de capital." De um superávit médio anual na balança comercial de 1.953 milhões de libras esterlinas em 1896-1899, chega-se a

11.754 milhões, em 1900, e 19.285 milhões, em 1901. O saldo médio anual para os anos 1902-1906 foi de 14.803 milhões de libras.<sup>26</sup> Cabe lembrar, entretanto, que o bom desempenho das exportações nesse período não incluía o café. No que se refere à conta de capital, não só foram suspensos os pagamentos de amortização dos empréstimos incorporados no *Funding Loan*, mas novos empréstimos públicos foram contratados. Excetuando-se o *Funding Loan* de 1898, os empréstimos públicos no exterior, suspensos desde 1896, foram retomados em 1901, voltando, entretanto, a entrar regularmente a partir de 1903.<sup>27</sup> Também há indicações de que os investimentos externos privados tenham crescido período.<sup>28</sup>

Após ter alcançado a paridade de 7,2 *pence* por mil-réis, a taxa de câmbio nominal atingiu o pico de 15,9 *pence* em 1905 (veja-se a Figura 3). Dada essa apreciação cambial, os produtores domésticos de produtos exportáveis e de substitutos de importações começaram a pressionar o Governo no sentido de interferir no mercado com o objetivo de estabilizar o câmbio. Em outras palavras, começaram a apoiar, pela primeira vez, a adesão do País às regras do padrão-ouro.

Nesse contexto, os cafeicultores tiveram um papel importante, e coube a eles a proposta original de criação da Caixa de Conversão. De fato, os produtores de café estavam sendo duplamente prejudicados: pela valorização cambial e pela queda dos preços do café. Com o objetivo de defender sua renda, os cafeicultores passaram a pressionar o Governo a adotar medidas que viessem não só a aumentar os preços do = no mercado internacional mas, também, impedir que esses preços continuassem caindo em moeda nacional. A interrupção da trajetória de apreciação da moeda doméstica passou, então, a ser fortemente defendida pelos cafeicultores. Como, politicamente, ISSO implicava na adesão ao padrão ouro via conversibilidade da moeda, os seus interesses coincidiam com os interesses dos formuladores da política econômica da estabilidade da taxa de câmbio via a adoção de um regime de câmbio fixo.

Em 25 de fevereiro de 1906, os Presidentes de Minas Gerais, São Paulo e Rio de Janeiro, Estados produtores de café, encontraram-se em

<sup>24</sup>Dados em: "Receita e Despesa do Governo Nacional-1823/1939", IBGE (1941, p.120).

<sup>25</sup>Franco (1990, pp.12-13) salienta, com toda razão, a pouca importância que tem sido atribuída, na literatura, à grande entrada de capitais externos nos últimos anos do século XIX, às vésperas da Primeira Guerra.

<sup>26</sup>Dados sobre o desempenho da balança comercial em: "Valor da Importação e Exportação de Mercadorias -1821/1939", IBGE (1941, p.68).

<sup>27</sup>Dados em Fritsch (1988, p.189).

<sup>28</sup>O crescente envolvimento da economia brasileira com a economia internacional a partir do final do século XIX até 1913 é enfatizado por Franco (1990, p.12).

Taubaté, com o objetivo de elaborar um plano de valorização do café e de se entenderem sobre "outras medidas de alto alcance econômico".<sup>29</sup> Ao que tudo indica, essas medidas de alto alcance econômico referiam-se à criação de uma Caixa de Conversão que impedisse uma continuada apreciação do câmbio. De fato, nessa reunião, foi decidido que os Presidentes dos três Estados se dirigiriam ao Presidente da República para pedir que o Congresso Nacional fosse convocado em sessão extraordinária e urgente, para aprovar uma lei criando um 'aparelho', a Caixa de Conversão, que emitiria papel-moeda conversível em ouro a uma taxa prefixada"

O Presidente da República negou-se a convocar extraordinariamente o Congresso em regime de urgência, como queriam os participantes do Convênio de Taubaté, mas enviou ao Congresso o teor da proposta dos cafeicultores juntamente com a Mensagem Presidencial de 3 de maio. Segundo o artigo 8º do Convênio de Taubaté, o Estado de São Paulo estaria autorizado a tomar um empréstimo de até quinze milhões de libras esterlinas "o qual será aplicado como lastro para a caixa de emissão de ouro e conversão.que for creada pelo Congresso Nacional, para a fixação do valor da moeda".<sup>31</sup>

Em julho, outro documento, que alterava algumas cláusulas do Convênio, foi enviado ao Presidente da República pelos Presidentes de Minas, São Paulo e Rio de Janeiro. Embora a cláusula referente à criação da Caixa de Conversão não tivesse sido alterada, modificações na cláusula 4 do artigo 1 sugerem que os signatários do convênio previam dificuldades em conseguir que o Congresso aprovasse sua criação. Segundo a emenda proposta, "enquanto não for creada, ou enquanto não funcionar, a Caixa de Emissão e Conversão, os Estados poderão aplicar o produto do empréstimo diretamente à valorização do café."<sup>32</sup> De fato, o Congresso Nacional aprovou o Convênio, excetuada, entretanto, a parte que se referia ao estabelecimento de uma Caixa de Conversão.

<sup>29</sup> Jornal do Commercio, *Retrospecto Commercial*, 1906, p. 7.

<sup>30</sup> Ata da reunião em Taubaté, transcrita parcialmente em Jornal do Commercio, *Retrospecto Commercial*, 1906, p.7

<sup>31</sup> O Convênio de Taubaté, de 26 de fevereiro de 1906, foi assinado por Nilo Peçanha, Francisco Salles e Jorge Tibiriçá. Esse documento foi reproduzido no Jornal do Commercio, *Retrospecto Commercial*, 1906, pp. 9-10.

<sup>32</sup> Jornal do Commercio, *Retrospecto Commercial*, 1906, p.9

As divergências entre os cafeicultores e o Congresso não se referiam às vantagens e desvantagens de se estabelecer um mecanismo que tornasse a moeda conversível e mantivesse o câmbio estável. A discussão que se travou então foi, sobretudo, a respeito do nível de taxa cambial a ser adotado pela Caixa de Conversão. Os cafeicultores reivindicavam uma taxa desvalorizada em relação à que então prevalecia no mercado, enquanto os políticos ortodoxos defendiam uma valorização ao nível da velha paridade de 1847: 27 *pence* por mil-réis - ou seja, advogavam uma valorização de cerca de 100% em relação à taxa de mercado.

A média mensal da taxa de câmbio no segundo semestre de 1905 foi de 16,8 *pence*. Em janeiro do ano seguinte, alcançou 17, 22 *pence* e, no mês do Convênio de Taubaté, 16,97 *pence*. Apesar de tais níveis, a taxa de câmbio proposta pelos exportadores de Minas Gerais, Rio de Janeiro e São Paulo e seus representantes no Congresso era de 12 *pence*.<sup>33</sup> No projeto de lei para criar a Caixa de Conversão apresentado à Câmara dos Deputados por David Campista, a taxa de câmbio proposta era de 15 *pence*. Tal nível, de acordo com o autor do projeto, refletiria as condições econômicas reais do País. Finalmente chegou-se a um acordo: a taxa cambial seria de 15 *pence* por mil-réis, mas um limite às emissões seria estabelecido. De acordo com Fritsch e Franco (1992, p. 9):

" ( ... ) *this limit was explicitly demanded by deflationists based on the presumption that if the balance of payments bonanza continued the limit would be reached and the exchange rate would have to be revised upwards.* "

Fica claro, então, que a primeira proposta para se criar uma Caixa de Conversão partiu dos cafeicultores e tinha um objetivo explícito: defender a renda dos produtores de café dos efeitos adversos de uma taxa de câmbio valorizada. Essa constatação, entretanto, não justifica um argumento muito popular entre os historiadores econômicos, segundo o qual a condução da política monetária no Brasil era determinada, exclusivamente, pelos interesses dos exportadores e, em especial, dos

<sup>33</sup> Médias das taxas de câmbio calculadas a partir das "Cotações mensais da libra esterlina em relação à moeda nacional - 1870-1930" em IBGE (1986, vol. 3, pp. 545-550). Nos debates no Congresso, a taxa de câmbio de 12 *pence* foi citada como aquela sugerida pelos mentores originais do estabelecimento da Caixa de Conversão. No entanto, não houve uma menção explícita de nenhum nível da taxa de câmbio no acordo de Taubaté.

exportadores de café. De acordo com esse argumento, em períodos de queda dos preços do café no mercado internacional a taxa de câmbio era desvalorizada para reduzir os prejuízos dos cafeicultores; e, em períodos de apreciação da taxa de câmbio, reformas monetárias eram introduzidas para evitar perdas na renda dos exportadores.

As ações durante o período 1906 a 1914 estavam perfeitamente de acordo com as idéias que visavam à conversibilidade dos mil-réis e com as políticas que haviam sido implementadas desde de 1898 com o mesmo objetivo. Neste sentido, os cafeicultores conseguiram apenas antecipar a adoção do regime de Caixa de Conversão para evitar o agravamento da situação do setor exportador, tendo em vista a trajetória de apreciação do câmbio. A pressão dos cafeicultores não foi tanto pelo regime cambial mas pela estabilização da taxa de câmbio em um nível abaixo da paridade oficial.

Se o argumento do domínio da política cambial por parte dos cafeicultores fosse verdadeiro, a explicação das dificuldades encontradas pelos países da América Latina em adotar as regras do padrão-ouro antes da I Guerra Mundial não poderia ser mais simples: a adoção do padrão-ouro tinha sido descartada da América Latina por não estar de acordo com os interesses dos exportadores. A discussão sobre a sustentabilidade do padrão-ouro nas economias periféricas é muito mais complexa. Relaciona-se fortemente com a forma assimétrica com que o ajustamento se realiza nas economias centrais exportadoras de capital (Inglaterra, Alemanha e França) *vis-à-vis* as economias periféricas (como as economias latino-americanas no século XIX e início do século XX), como sugerem Triffin (1964), Ford (1962,1964), Franco (1988) e Bordo & Schwartz (1994), por exemplo.

#### *As regras de funcionamento da Caixa de Conversão*

Após acalorada discussão no Congresso, que se alongou por quatro meses, o projeto de criação da Caixa de Conversão, apresentado por David Campista, foi finalmente aprovado em ambas as Câmaras e transformado em lei regulamentada pelo Decreto número 1575, de 6 Dezembro de 1906. De acordo com esse decreto, a Caixa de Conversão - que seria supervisionada pelo Ministro das Finanças - receberia moedas em ouro, libras esterlinas, francos, marcos, liras e dólares e daria, em troca, notas da Caixa à taxa de 15 *pence* por mil-réis. O ouro recebido pela Caixa só poderia ser usado para converter suas próprias notas, as quais, uma vez convertidas, deveriam ser incineradas ou inutilizadas

de alguma outra forma. Uma vez que os depósitos de ouro alcançassem 20 milhões de libras esterlinas, a taxa de câmbio poderia ser valorizada por lei.

Assim, a taxa de câmbio entre as notas emitidas pela Caixa de Conversão e o ouro - ou moeda estrangeira conversível em ouro depositada na Caixa - era estável. Além disso, a conversão a essa taxa era garantida pelo Governo para a compra e venda de ouro e de moeda estrangeiras conversíveis em ouro. A razão entre o valor das notas emitidas e as reservas de ouro era 1: 1. Fica claro, portanto, que a Caixa de Conversão adotou, à época, as regras que têm sido associadas ao padrão-ouro clássico.

Cabe observar, entretanto, que as regras de conversão da moeda local em ouro eram aplicadas apenas para as notas da Caixa de Conversão, que representavam, nos primeiros estágios, uma porcentagem pequena do total em circulação. Assim, havia, paralelamente à Caixa de Conversão, um mercado livre, em que as taxas de câmbio podiam variar sem considerar a paridade fixada por lei. Entretanto, nesse mercado, um limite máximo para o valor dos mil-réis em ouro era determinado pela própria Caixa de Conversão. De fato, ninguém trocava seu ouro a uma taxa maior do que 15 *pence* por mil-réis se uma taxa melhor pudesse ser obtida na Caixa de Conversão. No entanto, se a tendência fosse revertida, a Caixa seria incapaz de evitar a desvalorização da taxa de câmbio. De fato, se a taxa de câmbio do mercado estivesse abaixo de 15 *pence* seria lucrativo trocar as notas da Caixa por ouro, e vender ouro no mercado livre.

É óbvio que as autoridades monetárias poderiam intervir no mercado livre, comprando e vendendo ouro para evitar tal desvalorização. Isso era feito, sempre que possível, por meio das operações da Carteira de Câmbio do Banco do Brasil.

Tem-se sustentado, ao longo deste artigo, que o regime de taxa de câmbio prevalecente no Brasil antes de 1906 era o de flutuação livre, sem nenhuma intervenção direta do governo, com o objetivo explícito de controlar a taxa de câmbio. Neste ponto, contudo, cabe admitir que essa afirmação é muito simplista. De fato, houve tentativas oficiais, geralmente malsucedidas, de usar o Banco da República/Banco do Brasil para evitar especulação no mercado de moedas estrangeiras e conseqüentes oscilações abruptas e indesejadas da taxa de câmbio.

N este trabalho, os anos 1898-1905 foram apresentados como um período em que medidas consistentes de política monetária foram implementadas com o objetivo de criar condições necessárias para a

conversibilidade do mil-réis à paridade legal. Ao longo desse período, entretanto, o Governo tentou criar, no maior banco brasileiro então em operação, um departamento de câmbio suficientemente forte para interferir no mercado de acordo com as políticas monetárias oficiais. Nesse sentido, o decreto de 20 de setembro de 1900 autorizou o Governo a transferir parte dos recursos dos fundos de garantia para o Banco da República.

Coube ao Presidente Rodrigues Alves e a seu Ministro das Finanças, Leopoldo de Bulhões, preparar o Banco da República para um papel mais importante no mercado de moedas estrangeiras. Referências ao papel desse banco eram constantes nos discursos anuais do Presidente no Congresso. No seu primeiro discurso para o Congresso, em 1903, por exemplo, o Presidente afirmava: "O Banco da República ( ... ), intervindo nas operações de câmbio, sua principal, si não exclusiva preocupação, tem sido embaraçar as grandes oscilações [da taxa de câmbio]". E em 1904: "a carteira de câmbio (do Banco da República) tem procurado manter certa estabilidade nas taxas".<sup>34</sup>

Em assembleia geral dos acionistas do Banco da República, em 29 de julho de 1905, o Ministro das Finanças, Leopoldo de Bulhões, propôs uma reforma completa no Banco. Tal reforma atribuía à instituição as funções de um banco central e fazia parte do plano econômico e financeiro do Governo. De acordo com a proposta, dois dos cinco membros da diretoria seriam escolhidos pelo Governo, e os superávits do Tesouro seriam depositados no banco, que teria o privilégio de emitir os recibos em ouro para o pagamento dos impostos de importação. O banco, uma vez reformado, seria chamado Banco do Brasil. De acordo com os estatutos do Banco, o diretor da divisão de moedas estrangeiras seria escolhido pelo Governo.<sup>35</sup>

A Figura 1 sugere que as mudanças na política monetária, com a criação da Caixa de Conversão e as reformas que culminaram com a transformação do Banco da República em Banco do Brasil, foram capazes de manter as taxas de câmbio estáveis e muito próximas às taxas fixadas por lei para compra e venda de ouro. Logo, o Banco do Brasil teve que intervir no mercado de moedas estrangeiras para que o valor dos mil-réis não se elevasse além de 15,19 *pence* por mil-réis. De fato,

<sup>34</sup> Alves (1903, p.327) e Alves (1904, p.348) .

<sup>35</sup> Artigo 9.º dos estatutos do Banco do Brasil aprovados pelo decreto nº 1455 de 30 de dezembro de 1905. Estatutos transcritos em Vianna (1926, pp.724-740).

como foi visto acima, se isso acontecesse, valeria a pena importar ouro e trocá-lo na Caixa de Conversão.

Nos primeiros anos de operação da Caixa de Conversão, o câmbio foi mantido perto desse nível. Condições excepcionalmente boas do comércio internacional em 1909 e nos primeiros meses de 1910 produziram um aumento significativo na entrada de ouro, e o Banco do Brasil foi incapaz de manter a paridade da taxa de câmbio. De 15,06 *pence*, em março, essa paridade começou a subir continuamente, até que, em setembro, alcançou 17,81 *pence*. O ouro depositado na Caixa de Conversão alcançou 20 milhões de libras esterlinas em maio de 1910 e, de acordo com a lei, atingido esse limite, a taxa de câmbio oficial poderia ser aumentada. Pelo Decreto N2 2.357 de 31 de dezembro 1910, a taxa de câmbio a ser adotada pela Caixa foi aumentada para 16 *pence*. O câmbio foi mantido relativamente estável nesse nível até julho. Em setembro, caiu para 13,53 *pence*. Pelo decreto n.º 11036, de 3 de agosto de 1914, foram declarados feriados os dias compreendidos 3 a 15 de agosto, sinal de que a Caixa de Conversão entrara em colapso.

### **Avaliação da primeira experiência brasileira com caixa de conversão**

Se a Caixa de Conversão foi bem-sucedida no que toca à estabilização do câmbio no período 1906-1914, certamente não foi tão eficiente - e não seria de esperar que o fosse - em estabilizar a atividade econômica.

A oferta de moeda aumentou substancialmente até 1912 e começou a cair a partir de então. Os dados da Figura 4 mostram a evolução das reservas e da oferta monetária no período 1890-1914. Tais dados nos permitem constatar que o padrão cíclico de alterações no suprimento da moeda se apresenta muito mais volátil do que o de variação nas reservas, fato resultante da adoção no Brasil de um 'padrão-ouro na margem', isso é, de um sistema monetário em que apenas as notas da Caixa eram conversíveis.

A pequena dimensão dos mercados domésticos de capital no Brasil antes da Primeira Guerra impediu o uso de políticas fiscais e operações de mercado aberto para esterilizar os movimentos do ouro. Por conseguinte, no caso brasileiro, como Fritsch e Franco (1992, p.10) assinalaram:

"( .. ) *the adoption of this 'clean' gold standard within which gold movements tended to have their full effect on domestic credit con-*

*ditions would considerably enhance cyclical fluctuations of the external sector. "*

A análise destes autores reforça a idéia de assimetrias sistêmicas nos mecanismos de ajuste pertencentes ao sistema monetário internacional quando países centrais e periféricos são examinados. Sintetizando seus argumentos principais: para países periféricos sujeitos às regras do padrão-ouro, em situações de superávits na balança de pagamentos, pressões para uma valorização da taxa de câmbio só podem ser compensadas ao custo de se expandir a base monetária, o que leva a flutuações agudas nas atividades domésticas. Entretanto, na falta de crescimento sustentável do setor exportador (dependente do desempenho de um ou dois produtos), o crescimento da atividade só poderia durar enquanto durasse a entrada de capitais. De fato, um aumento das importações em resposta à expansão da atividade interna, na presença de uma redução na entrada de capitais internos, pode provocar uma perda substancial de reservas. Nesse caso, seria de esperar drásticas reduções na base monetária e conseqüente recessão. E, concluem os autores (Fritsch e Franco, 1992, p. 10): "*If the gold losses were heavy enough, they could lead to the eventual abandonment of the gold standard. "*

A evolução dos meios de pagamento do Brasil e das taxas de câmbio nos anos 1906 a 1914<sup>36</sup> mostram que, após o estabelecimento da Caixa de Conversão, a tendência do câmbio foi de estabilizar-se. A partir de 1913, há uma tendência à depreciação que vai persistir durante os anos que se seguiram ao começo da Primeira Guerra Mundial. Cabe observar que 1906-1912 foi um período de superávits no balanço de pagamentos, resultantes do bom desempenho das exportações de borracha durante os primeiros quatro anos e de uma posição francamente favorável no que se refere à entrada de capitais estrangeiros. Tais resultados se traduziram em intensa expansão monetária no período (Figura 4). Um aumento das exportações líquidas e dos investimentos públicos e privados baseados em empréstimos estrangeiros, provocado por um cenário externo positivo, somado ao comportamento da política econômica expansionista, explicam, em grande parte, o crescimento da economia brasileira observado nos anos 1906-1912.

Entretanto, em 1913, a queda dos preços da borracha e do café e a diminuição dos fluxos de capital internacional (seguindo a Guerra dos

<sup>36</sup> Ver IBGE (1941).

Balcãs) levaram a uma súbita reversão da situação externa. Em conseqüência dessa queda das reservas internacionais, houve uma expressiva contração nos meios de pagamento com efeitos adversos sobre a atividade econômica e as finanças governamentais, o que comprometeu a sustentação da Caixa de Conversão (Figura 4). "*The ensuing slump lasted until the outbreak of World War when convertibility was abandoned to preserve what was left of the deposits at the Conversion Office as a war chest*" (Fritsch e Franco, 1992, p.11).

Na verdade, esse é o argumento central do processo de ajustamento assimétrico: em economias 'exportadoras', as flutuações internas de renda são extremamente sensíveis a fatores externos. Com efeito, elas são predominantemente determinadas por eles: os efeitos dos ciclos econômicos provocados por variações das receitas em moeda estrangeira são agravados por mudanças de liquidez e por movimentos induzidos de capital. Em contraste, nas economias 'de investimento', em que os ciclos são determinados por fatores domésticos - flutuações em investimentos financiados internamente - e a quantidade de dinheiro determinada pelo sistema bancário interno, o crescimento da economia tende a ser acompanhado por déficits no balanço de pagamentos e perdas no comércio de moedas estrangeiras. Ao contrário, períodos de recessão tendem a gerar superávits no balanço de pagamentos. Assim, *booms* se dão em condições monetárias mais rígidas, e declínios, em condições monetárias mais frouxas. Dessa forma, flutuações no nível de atividades tendem a ser atenuadas (Ford, 1962, p.124).

## Conclusões

Este artigo esboçou o processo contraditório que levou à introdução e ao colapso do padrão-ouro no Brasil no período 1906-1914. Após a grande depreciação cambial dos primeiros anos da República, a estabilidade do valor externo da moeda brasileira tornou-se um objetivo do Estado, pois um bom desempenho das contas públicas dependia da taxa de câmbio. O equilíbrio das contas públicas passou a ser um objetivo mais importante para a administração do País do que a proteção dos interesses dos cafeicultores.

O plano de ajuste implementado nas gestões dos Presidentes Campos Salles e Rodrigues Alves, em comum acordo com os banqueiros britânicos, preparou os 'fundamentos' da economia para a introdução do regime do padrão-ouro. A diminuição substancial de liquidez e do déficit do Governo é uma boa prova do poder e da eficiência dessa

intervenção estatal. A introdução do padrão-ouro ocorreu, com sucesso, em um cenário externo extremamente favorável. Ao mesmo tempo, os dados examinados mostraram como a adoção do padrão-ouro intensificou o padrão cíclico da oferta monetária, amplificando os choques externos. Muito bom em tempos bons, mas muito mau durante choques externos negativos, o padrão-ouro não pôde sobreviver aos anos críticos da Primeira Guerra Mundial.

O que aprendemos da experiência brasileira com a Caixa de Conversão, é que um arranjo ortodoxo da mesma não é nem eficiente para proteger de crises financeiras economias emergentes, como a do Brasil, nem suficiente para resolver o problema de inconsistência temporal associada a países com a reputação de não se ater aos compromissos de política econômica.

## Fontes e Bibliografia

### Fontes Primárias Impressas

- Alves, Francisco de Paula Rodrigues (1903). "Mensagem Presidencial ao Congresso, a 3 de maio de 1903", *Câmara dos Deputados, Mensagens Presidenciais, 1890-1910*. Brasília: Câmara dos Deputados, 1978, pp. 309-329.
- Alves, Francisco de Paula Rodrigues (1904). "Mensagem Presidencial ao Congresso em 3 de maio de 1904", *Câmara dos Deputados, Mensagens Presidenciais, 1890-1910*. Brasília: Câmara dos Deputados, 1978, pp. 331-350.
- Barros~ Prudente j. de Moraes (1895). "Mensagem Presidencial ao Congresso, a 3 de maio de 1895", *Câmara dos Deputados, Mensagens Presidenciais, 1890-1910*. Brasília: Câmara dos Deputados, 1978, pp. 109-125.
- Conselho Nacional de Estatística, Instituto Brasileiro de Geografia. (1939/1940) *Anuário Estatístico do Brasil, Ano V - 1939/1940*. Rio de Janeiro: IBGE, 1941.
- Fundação Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (1986). *Estatísticas Históricas do Brasil*. Vol. 3. Rio de Janeiro: IBGE.
- Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística. (1941). *Repertório Estatístico do Brasil, Quadros Resumidos N.º 1* Separata do Anuário Estatístico do Brasil - ano V - 1939/1940 (Edição fac-similada, original publicado em 1941). Rio de Janeiro: IBGE, 1986.
- Jornal do Comércio. *Retrospecto Commercial* 1898. Rio de Janeiro: Tipografia do Jornal do Comércio, 1899.
- Jornal do Comércio. *Retrospecto Commercial* 1900. Rio de Janeiro: Tipografia do Jornal do Comércio, 1901.
- Jornal do Comércio. *Retrospecto Commercial* 1906. Rio de Janeiro: Tipografia do Jornal do Comércio, 1907.
- Salles, Carlos M. Ferraz. (1898) "1898, 15 de Novembro, A Nação", *Câmara dos Deputados, Mensagens Presidenciais, 1890-1910*. Brasília: Câmara dos Deputados, 1978, pp. 209-210.

### Livros, Artigos, Capítulos de Livros e Textos de Discussão

- Abreu, Marcelo de Paiva (1993). *The Political Economy of Protectionism in Argentina and Brazil, 1880-1930*. Texto para Discussão N.º 306. Rio de Janeiro: PUC.
- Bordo, M.D. and A. J. Schwartz (1994). *The Specie Standard as a Contingent Rule: Some Evidence for Core and Peripheral Countries, 1880-1990*. National Bureau of Economic Research, Working Paper N.º 4860, September.
- Calógeras, J. Pandiá. (1960) *A Política Monetária do Brasil*. São Paulo: Companhia Editora Nacional.
- Díaz-Alejandro C. (1985). "Argentina, Australia and Brazil" em D.C.M. Platt e di Tella, (eds), *Argentina, Australia and Canada, Studies in Comparative Development, 1870- 1965*. London.
- Eichengreen, Barry (1985). "Editor's Introduction" em Eichengreen, Barry (ed.). *The Gold Standard in Theory and History*. New York e London: Methuen, pp. 1-36.
- Eichengreen, Barry (1996). *Globalizing Capital: A History of the International Monetary System*. New Jersey: Princeton University Press
- Ford, A. G. (1960). "Notes on the workings of the gold standard before 1914" em Eichengreen, Barry (ed.), *The Gold Standard in Theory and History*. New York e London: Methuen, 1985 pp. 141-165. (Texto reproduzido de *Oxford Economics Papers*. Fevereiro 1960, p. 52-76.)
- Ford, A. G. (1962). *The Gold Standard, 1880-1914: Britain and Argentina*, Oxford: Clarendon Press.
- Ford, A. G. (1964). "Bank rate, the British balance of payments, and the burdens of adjustment: 1870-1914". *Oxford Economics Paper*, No. 6.
- Franco, Gustavo H. Barroso (1988). *Assimetrias Sistêmicas sob o Padrão-Ouro*. Textos para Discussão n.º 184, Rio de Janeiro: Departamento de Economia/PUC.
- Franco, Gustavo H. Barroso (1990). "A Primeira Década Republicana", em Abreu, Marcelo de Paiva (org.). *A Ordem do Progresso, Cem Anos de Política Econômica: 1889- 1989*. Rio de Janeiro: Campus, pp. 11-30.
- Fritsch, Winston (1988). *External Constraints on Economic Policy in Brazil, 1889-1930*. London: Macmillan Press.
- Fritsch, Winston e Franco, Gustavo H. Barroso (1992). *Aspects of the Brazilian Experience under the Gold Standard*. Texto para Discussão n.º 286, Rio de Janeiro: Departamento de Economia/PUC.
- Furtado, Celso (1970). *Formação Econômica do Brasil*, 10ª ed. São Paulo: Companhia Editora Nacional.
- Kindleberger, Charles P. (1985). *Keynesianism versus Monetarism and Other Essays in Financial History*. London: George Allen & Unwin.
- Marshall, Alfred, (1923). *Money Credit and Commerce*, London: Macmillan.
- Peláez, Carlos Manuel e Suzigan, Wilson (1976) *História Monetária do Brasil: Análise da Política e Instituições Monetárias*. Rio de Janeiro: Série Monográfica/IPEA.
- Silva, Hélio Schlittler. (1953). "Tendências e Características Gerais do Comércio Exterior no Século XIX." *Revista de História da Economia Brasileira*, 1(1), junho, pp. 5-21.
- Silva, M. L. F.; Andrade, Joaquim e Torrance, Thomas (2001) "Reflections on the perspective of the global economy from the point of view of emerging economies".