

A crise cambial do encilhamento: algumas observações sobre a interpretação de Celso Furtado

*Cid de Oliva Botelho Júnior*¹

Resumo

Estudo da crise cambial do início da República. Avaliação da importância da expansão creditícia para a desvalorização do mil-réis. Explicação e análise crítica da interpretação de Celso Furtado para a crise cambial do encilhamento. Demonstra-se ser equivocada a conclusão do autor para o período em questão. Conclui-se ser o comportamento adverso da conta capital o responsável pela deterioração do balanço de pagamentos, com impactos diretos sobre o câmbio.

Palavras-chave: Encilhamento; Balanço de pagamentos; Câmbio.

Abstract

This is a study about exchange crisis in the beginning of Republic. It shows the relation between credit expansion and *mil-réis* overshooting. Furtado's analysis is incorrect to explain this event. This paper concludes the capital account adverse behavior is the responsible by external constraints, with its exchange rate direct impacts.

Key words: *Encilhamento*, Payments balance; Exchange rate.

JEL N16.

Introdução

O presente artigo questiona a interpretação de Celso Furtado a respeito da relação entre um maior nível de atividade econômica e a deterioração do balanço de pagamentos. Para o autor, as importações aumentaram sobremaneira devido ao aumento do consumo e investimento privados, por sua vez relacionados à expansão creditícia característica do Governo Provisório. Isto fez com que o balanço de pagamentos fosse pressionado, com impactos diretos sobre a taxa cambial.

No item 1 será trabalhado o contexto histórico delineador das políticas que redundariam na “crise do encilhamento”. Especial ênfase será dada à Gestão de Ouro Preto e Rui Barbosa, o último Ministro da Economia do Império e o primeiro da República, respectivamente.

No item seguinte, a interpretação de Furtado, já resumida acima, será detalhada com vistas a se verificar sua consistência lógica.

Por fim, o item 3 testará se a hipótese de Furtado tem adesão à realidade. Este exercício foi possível devido às compilações mais recentes das contas

(1) Mestre em Economia pela UNICAMP/Professor e Coordenador do Curso de Especialização em História Econômica da FEA-UFJF.

externas brasileiras entre os anos de 1870 e 1900 realizadas por Franco (1991). Ressalta-se, entretanto, serem ainda precários os dados sobre balanço de pagamentos no país. Esta deficiência, julga-se, não compromete as linhas gerais das conclusões que serão apresentadas neste artigo.

1 A crise do encilhamento

O último Gabinete do Império foi ocupado por um proeminente financista: o Visconde de Ouro Preto. Duas questões se colocavam ao novo Gabinete: equacionar o problema da escassez do meio circulante que se tornava mais agudo com a disseminação do trabalho assalariado e angariar dividendos políticos para fazer frente ao movimento republicano.

No que se refere ao primeiro ponto, é preciso notar que a emissão lastreada em títulos da dívida pública, autorizada pela Lei de 1888,² não chegou a acontecer sob o Império. Quanto à emissão conversível em metal, a despeito de o câmbio apresentar-se ao par, esta apenas mostrou-se viável para os bancos quando a cláusula que estabelecia um teto de 20.000 contos por banco emissor foi revogada. Em julho de 1889, foi apresentado um dispositivo à Lei de 1888 permitindo a emissão sem teto definido, desde que não ultrapassasse o triplo do fundo metálico do Banco, conforme previsto na lei original.

A situação externa apresentava-se favorável em 1889. Por um lado, as exportações comportavam-se positivamente desde 1886, o que permitia sucessivos saldos comerciais a despeito do aumento nas importações. Por outro, a conta capital estava muito favorável ao Brasil naquele ano devido ao afluxo de divisas para o país em grande parte relacionado à aquisição de empresas nacionais por parte de não residentes.³ Os saldos favoráveis na balança comercial e na conta capital mais que compensavam o saldo negativo da balança de serviços, no momento muito influenciado pelo pagamento de juros.

A presença desta conjuntura favorável levou à proposição, por parte do Gabinete, da emissão conversível contra o triplo do depósito em ouro por três bancos autorizados. Note-se que as emissões deixariam de ser conversíveis em “situações especiais”, como crises financeiras, crises políticas, guerras e revolução. A especificação vaga das “situações especiais” dava margem à inconversibilidade sempre que o Governo considerasse adequado, como no caso de haver risco para os bancos. Apesar da cláusula de inconversibilidade não

(2) As disposições gerais da lei adotada pelo Parlamento encontram-se em Calógeras (1960). Um relato mais minucioso dos trâmites da mesma é apresentado por Franco (1987).

(3) Sobre o as aquisições de empresas nacionais pelo capital externo, ver Tannuri (1981). O autor menciona também um empréstimo externo no ano de 1889. É possível que este empréstimo refira-se ao que efetivamente não ocorreu devido à mudança de regime, como será visto adiante. Interessante observar que a literatura especializada em dívida externa registra apenas o empréstimo de conversão para este ano. Sobre esta última, ver Bouças (1950) e Cavalcanti (1923).

incorporar a depreciação cambial de forma isolada, sem ela certamente não haveria interesse dos bancos em emitir devido à possibilidade relativamente elevada de terem de efetuar o troco a uma taxa desfavorável – abaixo de 27d. – e, por conseguinte, incorrerem em prejuízo.

Os bancos autorizados foram: Banco Nacional do Brasil (RJ), Banco de São Paulo (SP) e o Banco do Comércio (RJ). Seus estatutos foram aprovados, respectivamente, em 28 de setembro e 5 e 9 de novembro com emissão autorizada de 270.000, 3.000 e 12.000 contos.

A quantidade de moeda em circulação era pouco inferior a 200.000 contos. Na hipótese de os bancos emitirem até o limite de suas possibilidades, haveria um incremento no meio circulante da ordem de 42%, o que condiziria com o objetivo do Gabinete em solucionar o problema da escassez do meio circulante.⁴

A supremacia do Banco Nacional do Brasil (BNB) – uma fusão do Banco Nacional com o Banco Intercontinental – não se circunscrevia ao montante do capital realizado (90.000 contos) e ao montante de emissão autorizada, pois o mesmo representaria uma espécie de Banco Central incipiente, com atuação no mercado de câmbio e como prestador de última instância para o sistema bancário.⁵

Em outubro, o Governo estabeleceu um contrato de resgate de papel-moeda com o BNB. O resgate total terminaria em 1894 e o banco receberia títulos de Governo em troca.

A opção pelo segundo tipo de emissão expresso na Lei de 1888 demonstrou-se precipitada, pois a paridade cambial era influenciada por fatores transitórios e não se confirmaria com o tempo. De acordo com Rui Barbosa, importante crítico do Regime, o comportamento do câmbio relacionava-se, fundamentalmente, aos empréstimos externos:

“A alta do câmbio deixou, pois, de marcar, entre nós, prosperidade, para assinalar apenas a pressão crescente dos nossos gravames. Uma sucessão de dívidas nacionais e particulares equilibra miraculosamente essa elevação, à medida que cresce a despesa estéril, e se agigantam cada vez mais os encargos do Estado (...)” (Aguiar, 1973, p. 322).

Verificando-se o comportamento da dívida externa na década de 1880,⁶ confirma-se o quadro acima descrito. Porém, deve-se salientar o papel positivo das exportações no período; ressalta-se, entretanto, tratar-se de uma *performance* instável, como os anos seguintes demonstrarão.

No que se refere à preocupação com o movimento republicano, a alternativa escolhida para mitigá-lo – além de outras de cunho político como a

(4) Se o meio circulante era da ordem de 200 mil contos, a emissão de 285 mil contos pelos bancos, com o recolhimento da emissão do Governo, representaria um incremento de 85 mil contos, ou 42%, na circulação.

(5) Sobre o BNB, e a importante participação societária do *Banque de Paris e de Pays Bas*, ver Franco (1987).

(6) A dívida externa aumentou, em libras, aproximadamente 100% entre os anos de 1882 e 1889 (Bouças, 1950).

indicação de oficiais para os Ministérios Militares⁷ – foi uma política de financiamento oficialmente voltada para a lavoura. A idéia, há muito discutida, era compensar os cafeicultores pela perda de parte de seu capital – representada pelos escravos – quando da Abolição. A esta época, o poder legislativo era dominado pelos cafeicultores fluminenses que, pela baixa produtividade de suas fazendas, encontravam-se em sérias dificuldades financeiras. Demonstra-se aqui que o poder político pode resistir determinado tempo após o fim do poder econômico que o gerou.

Os auxílios à lavoura, como foram denominados, podem ser assim resumidos: o Tesouro emprestaria uma determinada quantia aos bancos sem cobrar juros e estes últimos teriam a obrigação de emprestar o dobro desta quantia a uma taxa de juros de 6% ao ano.⁸ A política era bastante favorável aos bancos escolhidos. Isto fez com que novos bancos fossem criados com a finalidade de obter tais “favores”.⁹

No lugar de uma política de crédito que visasse a compensar os fazendeiros pela perda dos escravos, observou-se uma política seletiva de crédito. A lavoura mais necessitada não obteve financiamento. Pode-se dizer ainda que os recursos praticamente não chegaram aos cafezais fluminenses, em franca decadência. Direcionaram-se basicamente a empreendimentos comerciais e industriais, permitindo-lhes o aumento de capital.¹⁰

A ruptura política poucos meses após o advento do último Gabinete monárquico impede que os resultados práticos das medidas de Ouro Preto sejam analisados a partir de seus efeitos. Entretanto é consensual que o processo especulativo que atormentaria a Gestão seguinte iniciou-se ainda sob o Império. Nas palavras do próprio Ministro da Economia, cargo que Ouro Preto reservara para si, tem-se a confirmação insuspeita: “não contestaremos que a especulação, ou antes agiotagem (...) começou a desenvolver-se na praça do Rio de Janeiro, ainda sob o Império (...)” (Ouro Preto, 1986, p. 55).

Naquele momento, o processo especulativo – advindo do *boom* de atividade que se verificava desde 1886 – fomentava-se nos bancos de emissão e naqueles que obtiveram recursos para “auxiliar a lavoura”.

O advento da República trouxe Rui Barbosa à pasta da Fazenda em novembro de 1889. Não era pequeno o compromisso do então Ministro. Fora o principal crítico da política de Ouro Preto e agora era o principal artífice da política econômica do Governo Provisório.

(7) Deve-se observar que o lado positivo desta política para o Império foi em grande parte neutralizado com o reaparelhamento da Guarda Nacional, o que causou profundo mal-estar junto aos círculos militares.

(8) O total a ser emprestado seria 84,5 mil contos, que o Tesouro obteve através de lançamento de apólices no mercado interno. Importante mencionar que as apólices pagariam juros em ouro.

(9) Foram bastante altos os ágios obtidos na subscrição de suas ações. Isto refletia, por um lado, a expectativa de grandes lucros relacionados às benesses da política imperial e, por outro, um processo especulativo que já se formava.

(10) Cf. Tannuri (1981). Esta afirmação, muito comum na imprensa da época, é contestada por Ouro Preto (1986).

Tão logo a República foi proclamada, um empréstimo externo de 5 milhões de libras, realizado anteriormente, fora cancelado unilateralmente, numa prova de “má vontade” por parte dos banqueiros ingleses com relação ao novo Regime que se impunha. Segundo a notificação oficial, o contrato fora cancelado pela mudança em uma das partes contratantes.¹¹

Neste mesmo ano, Rui Barbosa condicionou a manutenção dos contratos de emissão do Gabinete anterior à utilização da faculdade de emitir em 3 meses. O ambiente de incerteza e a desvalorização do conto de réis fizeram com que as emissões em bases metálicas se tornassem inviáveis. Isto posto, os contratos de emissão foram extintos posteriormente por caducidade. A emissão conversível não era possível a taxas abaixo da paridade.

É importante notar que o esquema das emissões conversíveis de Ouro Preto tinha por condição *sine qua non* a manutenção da taxa de câmbio ao par. Esta tornava-se a meta de política econômica do Ministério, que seria auxiliado pelo BNB, por sua vez auxiliado societariamente pelo *Banque de Paris et de Pays Bas*. O esquema não funcionou quando da mudança do Regime, a despeito de não terem sido poucos os esforços de Rui Barbosa no sentido de evitar uma queda da taxa de câmbio. É certo que não teria funcionado mesmo com a continuidade da Monarquia, de forma que a República, no máximo, precipitou o fim de uma estratégia inconsistente.

Ainda em 1889, houve um princípio de corrida bancária, sem maiores conseqüências para o sistema como um todo. Com a falência do sistema de emissão conversível, a escassez de meio circulante voltou a preocupar no final do ano.

Para Rui Barbosa, a emissão metálica era inviável devido à inconstância do valor do mil-réis frente ao ouro. Desta forma, restava a primeira opção da Lei de 1888: a emissão com lastro em títulos da dívida pública. Esta opção foi apresentada no dia 17 de janeiro de 1890.

De acordo com a engenharia financeira idealizada por Rui Barbosa, a política a ser seguida resolveria o problema da circulação e desagrararia o Estado do serviço da dívida interna, como se pode observar:

Para adaptar a êsse desideratum o mecanismo que vamos instituir, os bancos, que o servirem, aceitarão, desde o começo das suas operações, diminuição considerável no juro das apólices que lhes compuserem o fundo social, diminuição que avultará de ano em ano, até se extinguir ao cabo de seis o prêmio desses títulos em benefício do Estado. Ainda mais: da massa dos lucros brutos retrainá cada ano o estabelecimento uma quota nunca inferior a 10%, para, com a acumulação dos juros semestrais de 6%, constituir um fundo representativo do capital em apólices, que, no termo do prazo de existência dos bancos, se considerará eliminado.¹²

(11) “O derradeiro Ministro do Império conseguira, na Europa, a abertura de um crédito de cinco milhões de esterlinos. Logo nos primeiros dias da República, foi notificado ao Governo Provisório, que pretendia sacar contra êsse crédito, ser nulo o contrato feito, com a mudança essencial sobrevinda a uma das partes contratantes” (Calógeras, 1960, p. 202).

(12) Cf. Aguiar (1973, p. 327). Ver também Rio (1946).

De acordo com Tannuri (1981), além dos objetivos oficiais, havia outro subjacente ao plano: criar demanda para os títulos públicos e tornar viável sua negociação. Dado o intenso processo especulativo que se verificava, a demanda por estes títulos estava muito baixa, pois fora deslocada para os de renda variável. Na medida em que os agentes econômicos compravam estes títulos, acreditando em sua valorização, eles subiam de preço, confirmando as expectativas.¹³

Em janeiro de 1890, foi instituída a emissão lastreada em títulos da dívida. As emissões estavam inicialmente monopolizadas em três regiões: banco emissor do Norte com sede na Bahia, banco emissor do Sul com sede em Porto Alegre e banco emissor do Centro com sede no Rio de Janeiro.¹⁴ Era-lhes permitido emitir 150.000, 100.000 e 200.000 contos, respectivamente. A circulação de suas notas seria restrita às regiões em que atuavam. Como havia em circulação aproximadamente 200 mil contos, sendo todas as emissões realizadas, o meio circulante mais que duplicaria.

As emissões foram estendidas nos meses seguintes por pressões diversas. Ainda em janeiro foi criada mais uma região bancária – São Paulo – e em março outras duas regiões.¹⁵ No total, mais nove bancos obtiveram a concessão para emitirem contra apólices e metal à razão de 1:1 e 2:1, respectivamente. Após setembro, todos poderiam emitir com base em metal – o que seria lucrativo enquanto o câmbio se posicionasse acima de 14d.¹⁶

Em 17 de janeiro as emissões totalizavam 205.000 contos. Em setembro já haviam aumentado 40%.

O processo especulativo cujas raízes encontram-se no extinto Império começou a se tornar crônico. Em outubro, o Governo demonstrou preocupar-se com o fato. Algumas medidas foram tomadas, como o aumento dos depósitos mínimos para a constituição de novas empresas. Pouco efeito tiveram, porém.

Em tempos de *booms* especulativos, o perigo cresce sobremaneira sobre as carteiras dos bancos. Os títulos inflacionados, cujos valores possuíam uma tênue relação com a possibilidade real de lucros – e, portanto, com seu valor real – impregnavam as carteiras das instituições financeiras. Quando a bolha estourasse, certamente os passivos bancários teriam uma contrapartida aquém do necessário pelo lado dos ativos.

(13) Passados mais de cem anos, as autoridades monetárias ainda não descobriram uma forma adequada de se combater um processo de inflação de ativos sem que sejam provocados impactos negativos sobre a economia real.

(14) Banco dos Estados Unidos do Brasil (BEUB), presidido pelo Conselheiro Francisco de Paula Mayrink, terá importante atuação até o momento de sua fusão com o BNB.

(15) Especificamente para criação da nova área em São Paulo, a pressão de Campos Sales foi crucial.

(16) A conversibilidade destas notas apenas seria possível quando o câmbio alcançasse 27d. Quando o câmbio chegou a 14d., foi permitido emitir à razão de 3:1.

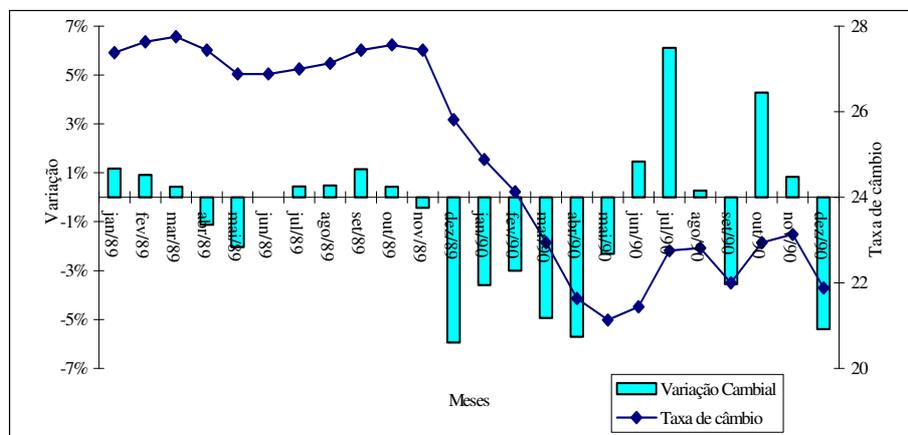
Para proporcionar uma maior solidez ao sistema bancário, Rui Barbosa, pouco antes de sair do Governo, em 17 de dezembro de 1890, realizou a união de dois grandes bancos: o Banco Nacional do Brasil e o Banco dos Estados Unidos do Brasil. O Banco da República dos Estados Unidos do Brasil (doravante BREUB) seria uma espécie de grande banco central (Franco, 1987), que visava à liquidação dos excessos do encilhamento, à regulação do volume de crédito e ao controle do câmbio. O BREUB teria o monopólio de emissão – absorvendo as concessões dos demais bancos – e seria o principal agente financeiro do Governo.

Embora a queda da taxa cambial ainda não apresentasse sintomas de crise, Barbosa instituíra parte do imposto aduaneiro em ouro. Este imposto, que posteriormente passou a ser percebido totalmente em ouro até ser anulada sua “cláusula ouro”, era a “arma” que restava ao Governo para trabalhar a questão dos encargos externos. Com a queda do câmbio, a rubrica diferenças de câmbio passava a ter participação crescente junto às despesas totais do Tesouro. O recebimento dos impostos aduaneiros em ouro, não permitindo desconto real em seu valor, seria a contrapartida destas despesas.

Entretanto, com o aumento do poder político do Partido Republicano Paulista (PRP), ao qual o Ministro não se aproximara, e sua crescente distância com relação ao Marechal, Rui Barbosa fragilizou-se politicamente e sua renúncia em janeiro de 1891 não causou espanto.

A taxa cambial comportou-se adversamente durante os primeiros 14 meses de República. O Gráfico 1 demonstra os valores mensais do câmbio no período e sua variação frente ao mês anterior.

Gráfico 1
Valor do câmbio e variação percentual da taxa
entre janeiro de 1889 e dezembro de 1890



Fonte: A partir dos dados apresentados em IBGE (1987, p. 546-547).

Observa-se um comportamento relativamente estável do câmbio entre o início do ano de 1889 e a Proclamação da República. A partir daí, ocorre uma queda do patamar de 27 dinheiros para 22 dinheiros – uma desvalorização inferior a 20%.

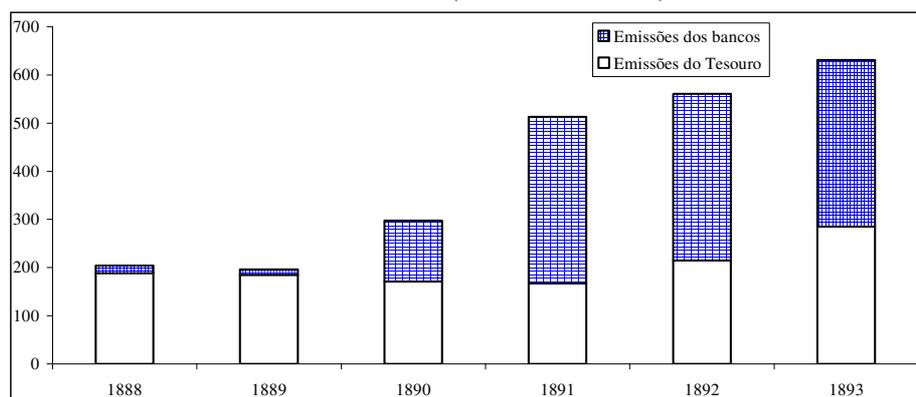
À Barbosa sucederam Araripe e Lucena. A tarefa destinada ao BREUB, de liquidar os excessos do encilhamento, não se concretizou em 1891. Pelo contrário, o processo especulativo alcunhado de encilhamento¹⁷ ampliou-se. Na verdade, frente ao contexto esboçado, os gestores da política econômica adotaram políticas temerárias no decorrer de 1891. Calógeras (1960, p. 233), no entanto, relativiza a importância de suas políticas na crise que se gestava:

“É certo que os planos determinados em 1890 foram modificados em sua execução pelos Ministros que sucederam a Rui Barbosa, e as alterações nêles introduzidas constituíram positivamente um desastre. Mesmo sem elas, a crise já declarada e em plena evolução teria chegado ao seu clímax; mas, pior ou menos grave, ela teria sido diversa do que foi sem a intervenção do Conselheiro Tristão de Alencar Araripe e do Barão de Lucena, Ministros da Fazenda de 1891”.

Os desequilíbrios monetário e financeiro dos quatorze primeiros meses republicanos não apresentaram conseqüências importantes antes do ano 1891. Neste ano, o câmbio, que vinha apresentando quedas moderadas, depreciou-se de forma abrupta para 12d.¹⁸ Nesta época o papel moeda emitido ultrapassava os 500.000 contos, o que significava um aumento superior a 144% sobre a base de janeiro de 1890.

No Gráfico 2 demonstra-se o sensível incremento de papel moeda a partir do ano de 1890.

Gráfico 2
Emissões dos bancos e do Tesouro Nacional
entre 1888 e 1893 (em mil contos de réis)



Fonte: Calógeras (1960, p. 281).

(17) O termo tem como significado literal algo como “preparação para corrida de cavalos”.

(18) E neste patamar ficou, com algumas variações, até abril de 1893, quando enfrentou nova depreciação.

Nota-se que o aumento do meio circulante relaciona-se basicamente às emissões dos bancos, pois estiveram as emissões do Tesouro praticamente estáveis nestes seis anos.

Situado historicamente o período, cabe considerar como Furtado avalia a crise cambial do encilhamento, apenas parcialmente equacionada quando da reação ortodoxa do Ministro Murinho a partir de 1898.¹⁹

2 A interpretação de Celso Furtado

Para Furtado a mudança no regime de trabalho ocorrida em 1888 foi o evento de maior importância para a economia brasileira no século XIX. Em seu texto clássico (Furtado, 1972), ao discorrer sobre a segunda metade do século XIX, o autor, como muitos de seus predecessores, reconhece a compressão do meio circulante característica dos últimos anos do Império. Este era um problema que se agravaria com a abolição dos escravos, pois ao disseminar definitivamente o trabalho assalariado, criar-se-iam demandas adicionais por moeda. Como resposta às crescentes necessidades de numerário, Rui Barbosa expandiu os meios de pagamentos, mas esta expansão demonstrou-se excessiva.

Foi característica dos anos iniciais do Regime Republicano a excessiva folga creditícia relacionada à expansão do papel moeda. Com a expansão do crédito e taxas de juros reais mais baixas,²⁰ havia um incentivo ao consumo e ao investimento privados. Embora estes últimos tivessem caráter descompressor sobre as pressões da demanda no médio e longo prazo, agiam intensificando-a no curto prazo. Assistia-se, então, a um forte aumento no nível de atividade econômica.

Em uma economia fechada, os efeitos de uma maior demanda sobre a economia dependerão da capacidade ociosa das empresas. De uma forma simplificada, caso as instalações produtivas desta economia não estejam operando em sua plena capacidade, esta maior demanda implica maior produção através do emprego de recursos produtivos antes ociosos.

Por outro lado, uma economia operando sem capacidade ociosa, sem desemprego de recursos produtivos, responde com inflação a um aumento na demanda. Isto porque a oferta agregada potencial é fixa no curto prazo, pois seu deslocamento para cima depende de investimentos que não se maturam num espaço curto de tempo.²¹ Em alguns casos – como no setor de infra-estrutura – os

(19) Sobre a gestão de Murinho, no Governo Campos Sales, ver Luz (1980).

(20) As taxas nominais de juros também eram baixas em 1890, pois a inflação não era alta.

(21) Sob condições normais, a oferta agregada potencial é fixa para baixo também, pois é improvável a destruição de máquinas e a morte atípica de trabalhadores. Estes eventos seriam possíveis em casos de guerra, catástrofes naturais ou pela disseminação de doenças infecciosas fatais.

investimentos podem demorar mais de cinco anos para se concretizarem e adicionarem sua produção à oferta agregada da economia.

Uma economia aberta opera com mais flexibilidade neste aspecto. Um aumento da demanda numa situação de desemprego de recursos produtivos provocaria nesta economia efeitos similares aos causados numa economia fechada, pois em ambos os casos haveria aumento de produção, com a utilização de recursos produtivos anteriormente desempregados.

Quando não há capacidade ociosa, porém, uma maior demanda gera impactos na balança comercial, pois as importações aumentariam para complementar a oferta interna, a qual, repita-se, não pode se alterar no curto prazo. Desta forma, não havendo impedimentos às importações, o aumento da demanda não provocaria inflação.²²

A economia brasileira passava por um período de aproximadamente cinco anos de expansão da atividade econômica quando ocorre a descompressão creditícia de Rui Barbosa. Pode-se supor que havia poucos recursos ociosos nesta economia que pudessem ser empregados na produção voltada para o mercado interno. Neste sentido, deduz-se que haveria certa pressão sobre a balança comercial via aumento das importações. No entanto, o problema é mais grave.

Como se tratava de uma economia com um grau de diversificação produtiva muito baixo, um aumento na demanda interna implicava necessariamente importações maiores, que seriam pagas com a exportação de produtos primários, com ênfase no café. Independente de haver ou não recursos produtivos desempregados no país, a falta de uma estrutura produtiva diversificada – que pressupõe técnica e capital para aglutinar produtivamente estes recursos ociosos – fazia com que um maior nível de atividade econômica sempre gerasse pressões diretas na balança comercial via aumento das importações.²³

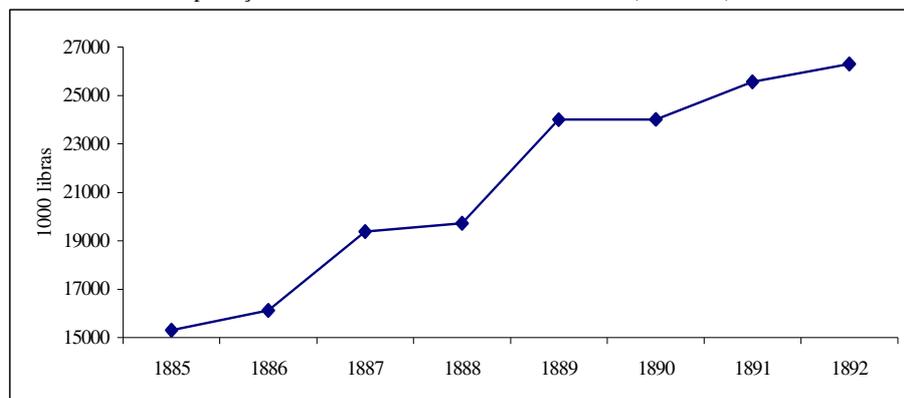
O Gráfico 3 demonstra, em valores, o comportamento ascendente das importações para os anos finais do Império e para os dois primeiros anos do Regime Republicano.

Como é possível observar, as importações cresceram ininterruptamente no período analisado. Em 1885 importava-se 15,3 milhões de libras, enquanto em 1892 importava-se 26,3 milhões de libras, uma variação superior a 72% em um período de 7 anos. Confirma-se o impacto que um maior nível de atividade econômica possui sobre as importações em uma economia como a brasileira.

(22) Esta afirmação, em verdade, é uma simplificação da realidade, devido à existência de bens não transacionáveis – *non tradeables* – imunes à concorrência externa.

(23) O impacto do aumento do nível de atividade sobre as importações é tão maior quanto menos diversificada for a economia.

Gráfico 3
 Importações brasileiras nos anos de 1885 e 1892 (em libras) ⁽¹⁾



⁽¹⁾ Como as informações do gráfico abrangeram o período em que houve a mudança do ano fiscal, foi feita uma aproximação para o ano de 1887, pois apenas há disponível o valor para o segundo semestre de 1887. Os valores do primeiro semestre de 1887 encontram-se em 1886, que retrata, na verdade, o segundo semestre de 1886 e o primeiro semestre de 1887. Este valor foi multiplicado por dois para que o gráfico demonstrasse o comportamento crescente das importações sem uma interrupção artificial. No entanto, ressalta-se que foi realizado um exercício tosco, pois pressupõe-se que as importações realizadas no ano são distribuídas igualmente em ambos semestres, o que não é, necessariamente, condizente com a realidade.

Fonte: IBGE (1987, p. 523).

Com o aumento das importações, *coeteris paribus*, criar-se-ia uma pressão sobre o balanço de pagamentos, pois o saldo da balança comercial decairia. Na hipótese de este aumento das importações ser acompanhado por um aumento das exportações, não haveria maiores problemas. Porém, tão logo houvesse uma menor entrada de divisas pelas exportações, as importações deveriam ser diminuídas, o que era possível via medidas recessivas. Este processo, muitas vezes, é mais deletério que o tradicional ciclo *stop-and-go*. Associado, no caso, às restrições externas, pode-se verificar não a interrupção do crescimento econômico, mas a sua própria retração em nível similar à expansão precedente, numa situação cíclica similar a um *go-and-back*.

A renda gerada pelas exportações multiplicava-se na economia, pois havia um incipiente mercado interno à sombra do setor exportador. Na verdade, na medida em que avançava a instituição da mão-de-obra assalariada, aumentava-se a remuneração de fatores. A partir de então, a renda das exportações não se restringia ao latifundiário, sendo parte direcionada aos trabalhadores que demandariam bens importados e bens das incipientes manufaturas nacionais. Essa injeção de recursos monetários via renda da exportação ia se multiplicando na economia.

Este multiplicador é conhecido, na teoria econômica, por multiplicador keynesiano e será tão maior quanto menor a propensão a poupar que os agentes possuem para uma renda adicional recebida. Para o caso dos assalariados, entende-

se que a propensão marginal a poupar era muito baixa, o que fazia com que a renda que recebiam fosse multiplicada por um fator superior ao que seria a renda dos fazendeiros, com uma propensão marginal a poupar maior.

Quando as exportações eram comprimidas, os efeitos da renda das exportações anteriores, gerando demanda por produtos importados, ainda continuavam sobre a economia, havendo uma “tendência ao desequilíbrio externo”. Este desequilíbrio poderia ser evitado caso a conta capital trabalhasse a favor do país neste momento. Mas era justamente nestas situações que os recursos externos tornavam-se escassos, acentuando-se o desequilíbrio que se formava.

Se de uma maneira geral Furtado relaciona a taxa cambial ao comportamento do preço do café, seguindo o trabalho de Wileman (1896), para os anos 1890 o autor é inequívoco em relacionar a depreciação do câmbio à expansão creditícia:

A transição de uma prolongada etapa de crédito excessivamente difícil para outra de extrema facilidade deu lugar a uma febril atividade econômica como jamais se conhecera no país. A brusca expansão da renda monetária acarretou enorme pressão sobre a balança de pagamentos. A taxa média de câmbio desceu de 26d., em 1890, para 14 em 1893, e continuou declinando nos anos seguintes, até o fim do decênio, quando alcançou 8,2d (Furtado, 1972, p. 171-172).

A explicação de Furtado – logicamente consistente – possui, entretanto, pouca adesão à realidade, como será demonstrado em seguida.

3 Observações sobre a interpretação de Celso Furtado

O esquema interpretativo de Furtado pode ser resumido da seguinte forma: a expansão do crédito (i) implica um maior nível de atividade (ii), o que vai pressionar o balanço de pagamentos (iii) com impactos diretos sobre o câmbio (iv). Este raciocínio, enfatiza-se, é logicamente consistente. Porém, algumas considerações fazem-se necessárias aqui.

A passagem do item (i) para o item (ii), o aumento do crédito aquecendo a economia, não requer discussão. Esta relação apenas não se confirmaria em situações extremas que levassem a uma queda autônoma em um ou mais itens da demanda agregada, quais sejam, o consumo privado, o investimento, o gasto público e as exportações líquidas.

Outro ponto é a passagem do item (ii) para o item (iii) – o aquecimento da economia piorando a balança comercial e deteriorando o balanço de pagamentos. Tem-se no caso brasileiro que um maior nível de atividade necessariamente aumenta as importações, piorando a balança comercial, com impactos negativos sobre o balanço de pagamentos. Esta afirmação traz, implícita, a idéia de que as exportações não se alteram ou diminuem-se, de que a conta capital e a balança de serviços ou mantêm-se sem alterações ou pioram, acentuando o problema externo, e de que a produção interna não responde ao aumento da demanda – o que foi extensamente discutido.

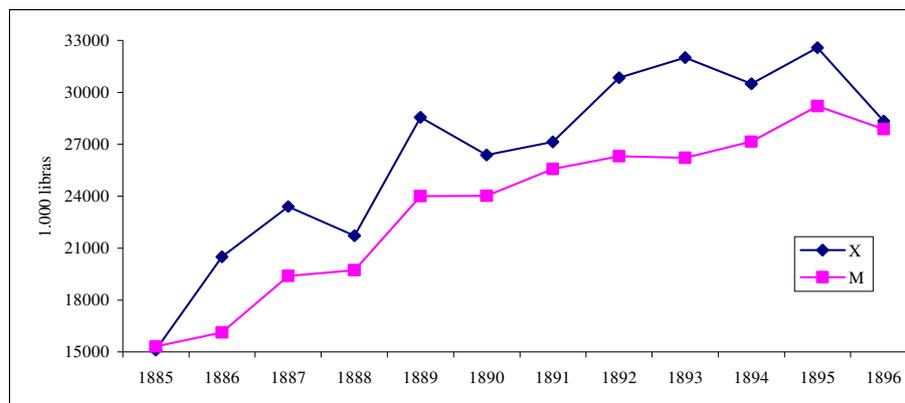
No primeiro caso, constata-se que, caso as exportações aumentem em concomitância ao aumento do nível de atividade econômica, não haveria maiores restrições ao aquecimento da economia. Mas seria salutar a um país associar seu crescimento ao crescimento das suas exportações? Trata-se de uma estratégia arriscada e, para o caso brasileiro, inviável. Depender do aumento das exportações seria depender do crescimento de outros países. Este seria o risco a ser enfrentado pela economia: ter seu crescimento econômico diretamente relacionado ao crescimento das economias importadoras.

Mas para um sistema econômico com as características do brasileiro, não é a dependência em si o problema principal. Com a pauta de exportações baseada nos produtos primários, e tendo estes produtos uma elasticidade-renda inferior à dos produtos industrializados, mesmo que as economias importadoras crescessem, as importações destes produtos não cresceriam na mesma intensidade. Por outro lado, quando a renda brasileira crescesse, a demanda pela importação de manufaturados aumentaria em intensidade superior ao aumento da renda, pois a elasticidade-renda destes produtos é muito elevada, mormente para países subdesenvolvidos.

Como resultado de produzir produtos com baixa elasticidade-renda e importar produtos com elevada elasticidade-renda, o país enfrentaria uma constante tendência a problemas na balança comercial.

Apesar da inconsistência desta estratégia no longo prazo, deve-se observar o comportamento das exportações e importações nos anos 1890 para verificar até que ponto estas variáveis explicam as instabilidades financeiras do período. O Gráfico 4 apresenta os valores exportados e importados entre os anos de 1885 e 1896.

Gráfico 4
Comportamento das exportações e importações
entre 1885 e 1896 (em 1.000 libras) ⁽¹⁾



⁽¹⁾ Tal como no Gráfico 3, os valores do ano de 1887 sofreram uma aproximação em virtude da modificação do ano fiscal em que se basearam as estatísticas.

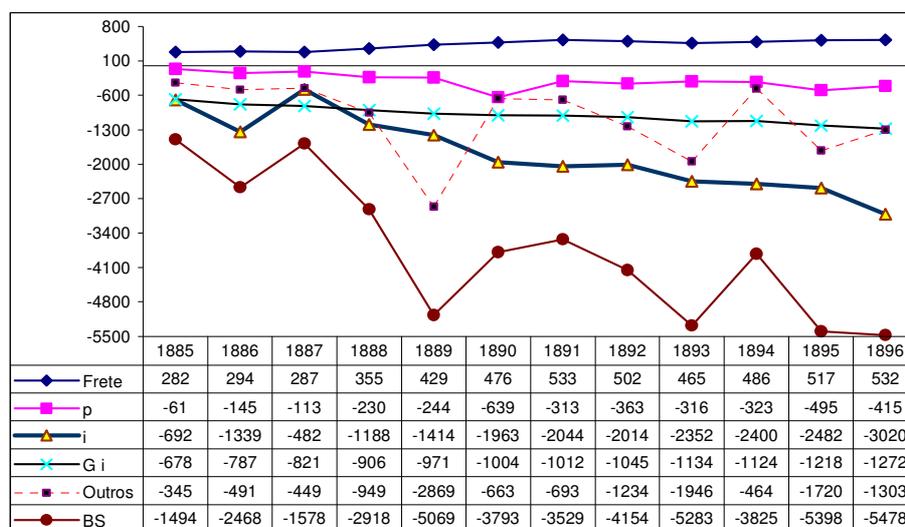
Fonte: IBGE (1987, p. 523).

Nota-se que as exportações apresentaram um comportamento ascendente, o que permitiu um saldo comercial positivo nestes anos. As exceções à trajetória de crescimento das exportações são constatadas para os anos 1888, em que não houve problemas cambiais, para o biênio 1890 e 1891, quando as exportações novamente interrompem seu ritmo de crescimento, e para o ano de 1896.

Entretanto o saldo comercial amplia-se no triênio 1892/94 a despeito das importações maiores, como é possível verificar a partir do aumento da área entre a linha superior – exportações – e a linha inferior – importações. Conclui-se que a balança comercial não causou constrangimentos ao balanço de pagamentos no período do “encilhamento”, não confirmando a interpretação de Furtado.

É necessário, então, analisar os dados da balança de serviços e da conta capital.²⁴ O Gráfico 5 apresenta as principais rubricas da balança de serviços para os anos de 1885 e 1896.

Gráfico 5
Comportamento das principais rubricas da balança de serviço entre os anos de 1885 e 1896 (em 1.000 libras)⁽¹⁾



⁽¹⁾No ano de 1887, leia-se segundo semestre de 1887, em virtude da modificação do ano fiscal.

Fonte: Franco (1991, p. 58-59).

Observa-se que a rubrica navegação (frete) comporta-se favoravelmente, mas é de magnitude desprezível. As rubricas remessas de lucros (p) e garantias de juros (G i) comportam-se adversamente, mas não na intensidade da rubrica pagamento de juros (i), a qual explica, em grande parte, o aumento do déficit da balança de serviços (BS). Entretanto, este aumento do déficit não ocorre de

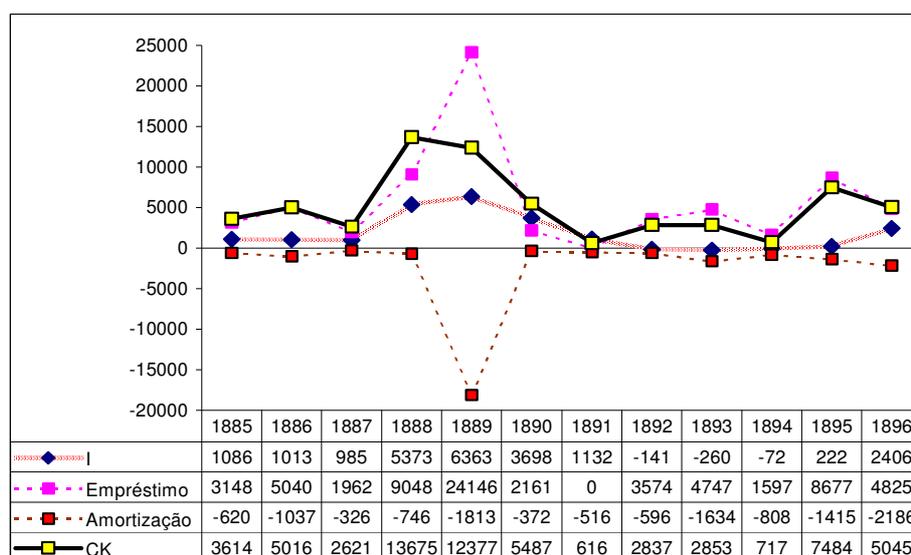
(24) Ressalta-se, porém, a precariedade das estatísticas brasileiras, o que, em certa medida, compromete as análises feitas a partir deles.

maneira contínua ao longo dos anos devido ao comportamento das outras rubricas, muito inconstantes no período.

Percebe-se, então, um aumento sensível no déficit da balança de serviços em grande medida impulsionado pelo crescente pagamento de juros da dívida externa pública e privada.²⁵ Somando à conta da balança de serviços a balança comercial, tem-se a conta de transações correntes, crescentemente deficitária entre os anos de 1893 e 1896.

Quanto à conta capital, o Gráfico 6 apresenta as principais rubricas em separado.

Gráfico 6
Comportamento das principais rubricas da conta capital
entre os anos de 1885 e 1896 (em 1.000 libras)⁽¹⁾



⁽¹⁾No ano de 1887, leia-se segundo semestre de 1887, em virtude da modificação do ano fiscal.

Fonte: Franco (1991, p. 58-59).

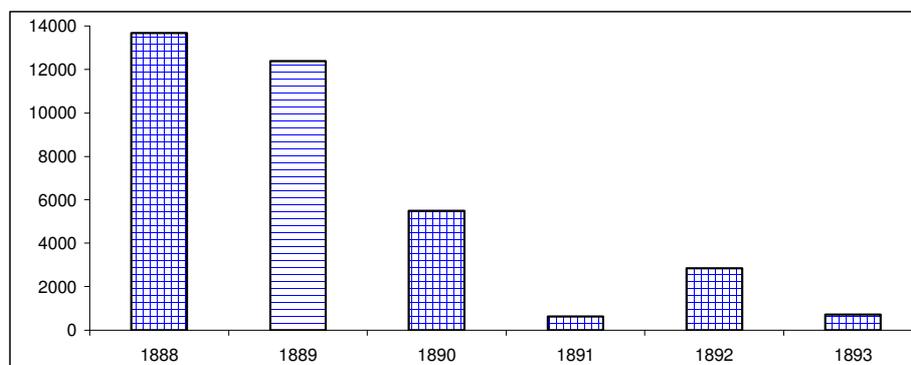
A rubrica investimento direto (I) cresce significativamente até 1888 e tem um comportamento descendente a partir deste ano, tornando-se inclusive negativa no triênio 1892-94. As amortizações têm um comportamento relativamente estável ao longo do período, com exceção para o ano de 1889. Os dados discrepantes das rubricas amortização e empréstimo em 1889 referem-se a um empréstimo de consolidação que houve neste ano, sendo apenas uma expressão contábil de uma operação financeira que, segundo os contemporâneos, desagruaria o serviço da dívida externa (Bouças, 1950).

(25) Embora predominantemente pública.

Como esperado, o comportamento da conta capital (CK) vai ser explicado, em grande parte, pela rubrica empréstimos. A entrada de recursos na forma de empréstimo é crescente até o ano de 1889, caindo sensivelmente a partir de então e sendo, inclusive, nula no ano de 1891.

Caso se verifique o resultado agregado da conta capital nos anos que imediatamente precedem e sucedem a Gestão de Rui Barbosa, pode-se também estabelecer uma relação com o comportamento do câmbio. O Gráfico 7 apresenta os dados da conta capital para os anos de 1888 a 1893.

Gráfico 7
Conta capital entre 1888 e 1893 (em mil libras)



Fonte: Franco (1991, p. 58-59).

Esta conta apresenta um comportamento nitidamente adverso a partir do advento da República. Alguns eventos pontuais, de suma importância, podem ajudar a explicar a ausência destes capitais.

Inicialmente, como já descrito, a República contou com a anulação de um empréstimo realizado ao país pelo Regime que a precedeu.²⁶ Houve também a intenção do Ministro Rui Barbosa em não contar em demasia com empréstimos externos, inclusive porque estes foram um dos principais pontos de sua crítica ao Império. Seria por demais incoerente a utilização desta alternativa pelo Ministro.

Por fim, em 1890, a Argentina enfrentou uma revolução política que causaria forte instabilidade naquele país. Associando-se a isto uma sensível queda na safra de trigo, os títulos argentinos despencaram no mercado internacional fazendo disparar o prêmio de risco do país.

A crise argentina não alcançou o Brasil por efeito contágio direto, mas pelo fato de o Banco Barings, um dos mais importantes bancos britânicos, ter sido intensamente afetado, visto que era o maior credor do Governo argentino.

(26) O "receio" externo não foi pequeno, "(...) os títulos brasileiros desvalorizaram-se, e os jornais ingleses divulgaram a notícia de que o federalismo dividiria o Brasil em várias repúblicas, havendo assim a iminência do não pagamento de dívidas" (Levy, 1977, p. 147).

Nesse ínterim, o Banco da Inglaterra e o Banco da Alemanha aumentaram a taxa de redesconto para combater um surto especulativo que se formava. O alto custo do dinheiro associado à possibilidade de uma importante instituição financeira não honrar seus compromissos eram ingredientes suficientes para uma crise financeira. No entanto, em outubro de 1890, com a ajuda de outros países, o Banco da Inglaterra socorreu o Barings evitando seu colapso e o aumento do pânico nos mercados mundiais (Bernstein, 2001).

Não há dúvidas de que o problema argentino acabou atingindo o Brasil. Em abril de 1891, em resposta ao pedido de recursos do Ministro Araripe para reverter o colapso cambial, os banqueiros Rothschild afirmaram que “o desafortunado estado de coisas que recentemente se tem observado na República Argentina teve um efeito deplorável sobre todos os papéis e sobre todas as questões financeiras relacionadas aos estados sul-americanos” (Franco, 1991, p. 91-92).

Em junho, os banqueiros reiteraram a impossibilidade de socorrer o país com vistas a evitar uma maior depreciação do mil-réis. A passagem abaixo demonstra de maneira exemplar o “estado de ânimo” dos banqueiros Rothschild com relação à possibilidade de angariar recursos para o Brasil:

(...) pelo que tudo indica não parece haver nenhuma perspectiva de melhores cotações ou negócios mais ativos (com títulos brasileiros) por algum tempo. A confiança do público está ainda muito abalada com os eventos dos últimos oito ou 10 meses e, além disso, sabe-se que muitas grandes casas têm a totalidade de seu capital preso a papéis argentinos e outros investimentos igualmente invendáveis (Franco, 1991, p. 92).

Observou-se, até o momento, que as exportações seguiram, em certa medida, o aumento verificado nas importações. Foi verificada também a piora na balança de serviços derivada de um maior serviço da dívida externa e o comportamento adverso da conta capital no período. Foi a conta capital, associada à rigidez da balança de serviços, que impactou negativamente o balanço de pagamentos a partir de 1890. Este último foi negativo nos anos de 1891 e 1894 e quase não fechou nos anos de 1893, 1896 e 1897.

Portanto, se o balanço de pagamentos explica o comportamento do câmbio, o que é bem plausível, não foi a balança comercial a vilã para os anos 1890, mas sim a conta capital e a balança de serviços. Quando a balança comercial se deteriorou em 1896, apenas precipitou-se a insustentabilidade das contas externas brasileiras.

A partir destas considerações, não seria incorreto afirmar que – dado o comportamento adverso da conta capital numa situação de expansão do crédito, por motivos já vistos no segundo capítulo – a balança comercial deveria apresentar um comportamento favorável superior ao que apresentava até a alteração da política monetária, a fim de se evitar constrangimentos no balanço de pagamentos. Neste caso, o saldo comercial aumentaria, diminuindo o déficit em transações corrente e prescindindo dos recursos de financiamento ou investimento.

Neste ponto, uma ressalva é necessária. Na literatura especializada há diversos estudos econométricos buscando, estatisticamente, encontrar os determinantes da desvalorização cambial. Os estudos de Fishlow (1987) e Franco (1986) não concluem serem as variações no meio circulante e as variações na conta capital os determinantes principais do comportamento da moeda brasileira nas últimas décadas do século XIX.

A fragilidade dos modelos econométricos, para estabelecerem os determinantes da desvalorização cambial, talvez esteja relacionada ao fato de que há muitas influências difíceis de serem captadas, como é o caso da manipulação da taxa de câmbio por agentes financeiros e das expectativas políticas que apresentaram-se extremamente voláteis na conturbada primeira década republicana.

Constata-se também que estes modelos abordam um período de tempo relativamente extenso, como não poderia deixar de ser. Perdem, neste sentido, ao desprezar os diferentes fatores causais que explicam o comportamento da taxa cambial.

Por fim, retomando a interpretação de Furtado, resta a consideração de que uma pressão sobre o balanço de pagamentos (iii) causaria impactos imediatos sobre o câmbio (iv). A consideração procede, mas uma observação deve ser feita. Um balanço de pagamentos deficitário é um problema na medida em que não se opera sob um sistema monetário internacional adequado, o que era a realidade da época e que perdura até os dias atuais.

Sob um sistema monetário mais eqüitativo, em que se pressupõe a divisão do ônus do ajuste, como proposto por Keynes em Bretton Woods,²⁷ certamente o problema de um balanço de pagamentos deficitário não demanda medidas extremas que coloquem em risco o crescimento econômico ou causem problemas graves no câmbio. Neste sentido, não se podem desprezar as assimetrias do padrão-ouro, principalmente no que se refere à ausência da “solidariedade internacional” para os países periféricos.²⁸ Esta assimetria, contudo, não é essencialmente diferente da que se verifica atualmente (2003) sob o sistema monetário internacional.

A partir desta consideração, da não divisão do ônus do ajuste e da ausência da solidariedade internacional, é possível aceitar os impactos de um balanço de pagamentos deficitário sobre a taxa cambial.

Conclusão

A partir do contexto de escassez de meio circulante característico nos últimos anos do Império é possível entender a Reforma de Rui Barbosa. Ao afrouxar o crédito, fê-lo em excesso. É certo também que a atmosfera especulativa

(27) A despeito da criação do FMI, também em Bretton Woods, a incidência do ônus do ajuste apenas sobre os países deficitários termina por fazer com que este seja recessivo, pois não cabe prescindir analiticamente de um fato real que é a inflexibilidade de preços e salários na economia.

(28) Sobre este ponto, ver Eichengreen (1996).

que se iniciara no Império em muito contribuiu para o fracasso da proposta. Como consequência das medidas equivocadas de Rui Barbosa, assistiu-se ao fortalecimento do processo especulativo, que viria a se consolidar no ano de sua demissão.

Verificou-se que a entrada de recursos externos cessou no período. Era clara a insatisfação dos credores com os rumos que a economia vinha tomando. A desvalorização cambial, ainda tímida em 1890, acentuou-se nos anos seguintes. O presente trabalho sustentou a existência de uma relação causal entre a deterioração do balanço de pagamentos e a desvalorização do mil-réis para o período do encilhamento.

A relação entre expansão do crédito e deterioração do balanço de pagamentos, presente na obra de Celso Furtado, possui consistência lógica mas não adere completamente à realidade. Para os anos 90, não foi o aumento da importação derivada da expansão do crédito que estrangulou o balanço de pagamentos, pois as exportações cresceram juntos, mantendo o saldo comercial médio na primeira metade da década.

Enquanto a balança de serviços apresentava-se crescentemente negativa, a conta capital praticamente deixou de financiar o balanço de pagamentos. Houve resistência externa à mudança de regime político. Esta resistência aumentou devido às políticas expansionistas de Rui Barbosa, posicionando-se contrariamente às prescrições dos investidores externos, os quais sempre indicam apertos de liquidez.

Nesse ínterim, a crise do Barings com a moratória argentina consolida a ausência de capitais externos no país.

Concluiu-se, então, que o *boom* de atividade econômica foi contido não apenas pelos seus excessos, mas também pelo corte no crédito externo. Novamente foi obrigada a economia brasileira a frear o crescimento econômico pelas restrições externas.

Afirmou-se, também, que os constrangimentos causados pelas contas externas no Brasil eram acentuados devido à própria estrutura da economia. A expansão creditícia, por falta de diversificação produtiva, sempre pressionava as importações. Apenas na hipótese de um aumento considerável nas exportações ou de uma conta capital benevolente, o que não era condizente com a realidade, poderia a economia brasileira crescer.

Portanto, uma estrutura de oferta especializada em produtos primários de exportação engendra fragilidades externas obstaculizadoras do crescimento econômico. Este se torna dependente do aumento das exportações, ou seja, do crescimento econômico dos países centrais. Esta alternativa, porém, é incerta no curto prazo e inconsistente no longo prazo devido às diferentes elasticidades-renda entre os produtos primários que o país produzia e os industrializados que importava.

Por fim, resta considerar que, estando as conclusões deste artigo corretas, a falha da interpretação de Celso Furtado para o período do encilhamento em nada

compromete sua obra. Sabidamente, esta como outras falhas existem devido ao próprio mérito do trabalho, uma avaliação seminal, influenciada pela teoria keynesiana, da formação econômica do Brasil.

Bibliografia

- AGUIAR, Pinto de. *Rui e a economia brasileira*. Rio de Janeiro: Fundação Casa de Rui Barbosa, 1973.
- BERNSTEIN, Peter L. *O poder do ouro: a história de uma obsessão*. Rio de Janeiro: Campus, 2001.
- BOUÇAS, Valentim. *História da dívida externa*. Rio de Janeiro: Edições Financeiras S. A., 1950.
- CALÓGERAS, João Pandiá. *A política monetária no Brasil*. São Paulo: Companhia Editora Nacional, 1960 (publicado originalmente em 1910).
- CAVALCANTI, Jacob. *Histórico da dívida externa federal*. Rio de Janeiro: Imprensa Nacional, 1923.
- EICHENGREEN, Barry. *Globalizing capital: a history of the international monetary system*. Princeton: Princeton University Press, 1996.
- FISHLOW, Albert. Lições da década de 1890 para a de 1980. *Pesquisa e Planejamento Econômico*, n. 17 (3), 1987.
- FRANCO, Gustavo H. B. Taxa de câmbio e oferta de moeda 1880-1897: uma análise econométrica. *Revista Brasileira de Economia*, n. 40 (1), 1986.
- _____. *Reforma monetária e instabilidade durante a transição republicana*. Rio de Janeiro: BNDES, 1987.
- _____. *A década republicana: o Brasil e a economia internacional – 1888/1900*. Rio de Janeiro: Série PNPE – IPEA, 1991.
- FURTADO, Celso. *Formação econômica do Brasil*. São Paulo: Companhia Editora Nacional, 1972.
- IBGE. *Estatísticas históricas do Brasil*. Rio de Janeiro: IBGE. 1987. v. 3.
- LEVY, Maria B. *História da Bolsa de Valores do Rio de Janeiro*. Rio de Janeiro: IBMEC, 1977.
- LUZ, Nícia V. *Idéias econômicas de Joaquim Murinho: cronologia, introdução, notas bibliográficas e textos selecionados*. Brasília: Senado Federal; Rio de Janeiro: Casa de Rui Barbosa, 1980.
- OURO PRETO, Visconde de. Finanças. In: OURO PRETO, Visconde de et al. *A década republicana*. Brasília: Ed. Universidade de Brasília, 1986 (publicado originalmente em 1899).
- RIO, João Pires do. *A moeda brasileira e seu perene caráter fiduciário*. Rio de Janeiro: Livraria José Olympio Editora, 1946.
- TANNURI, Luiz A. *O encilhamento*. São Paulo: Hucitec/Funcamp, 1981.
- WILEMAN, John P. *Brazilian exchange: the study of an inconvertible currency*. Buenos Aires: Gal. Brothers, 1896.