A década Republicana

O Brasil e a economia internacional, 1888-1900

Gustavo H. B. Franco

Rio de Janeiro, IPEA, 1991

- **A Década Republicana: o Brasil e a economia internacional - 1888/1900** Publicado por IPEA-INPES série PNPE nº 24. Rio de Janeiro, 1991.

Capítulo 1

INTRODUÇÃO E PLANO DO TRABALHO

1.1— O Brasil e a Economia Internacional no Limiar da Década de 1890

A Abolição e a República inauguraram um período de profundas transformações e de expectativas radiantes acerca do futuro do país. Era patente àquela altura o sentimento de que se iniciava uma nova era na vida econômica, política e social do país, parecendo clara, por outro lado, a noção de que a velha ordem haveria de ser destruída em cada um de seus elementos. Conforme observou Graham (1972, p.38),"o conjunto religião-monarquia-privilégio-escravidão podia não estar logicamente relacionado entre si, mas por certo estava nas mentes daqueles que viveram aquela época" (a tradução é minha). A latitude das mudanças não conhecia precedente. Com respeito às conseqüências econômicas da Abolição, por exemplo, o *Jornal do Comércio*observaria que o" 13 de Maio" havia sido como uma "faísca elétrica que destrói talvez, mas purifica o ambiente" (RCJC-1888, p.l). Haveria, por certo, escombros por toda parte. Para algumas regiões, ou atividades, mais fortemente dependentes do chamado "elemento servil", a Abolição e a República assinalavam o desfecho definitivo de uma lenta agonia, o que por sua vez era elemento indissociável e essencial do processo de modernização que se vislumbrava no limiar da década de 1890.

O alargamento de horizontes observado nesses anos encontra poucos paralelos nos anos posteriores, e se deve também a um entorno internacional extraordinariamente favorável. A maciça entrada de imigrantes e de capitais a

partir de meados de 1887 tinha proporções inusitadas. De 1887 a 1889 entram no país cerca de 255 mil imigrantes, um aumento bastante expressivo sobre os três anos anteriores, quando entraram cerca de 93 mil, mas um número até modesto diante dos 410 mil dos três anos seguintes [Vasconcelos (1940, p. 27-28)]. No período 1871/1915 o Brasil absorve cerca de um quarto do deslocamento geral de populações européias para países periféricos observado nesses anos. [1] A mesma impressão advém do padrão de entradas de capital nesses anos: em 1887/89 o país recebe cerca £ 31 milhões em investimentos diretos e de carteira, representando talvez 10% das exportações globais de capital nesses anos.[2] A julgar por esses números, o Brasil parecia assumir um lugar de destaque entre as áreas novas, ou de assentamento recente, cuja ocupação compunha um dos elementos mais significativos do crescimento da economia internacional nessa época.

Essas influências, bem como os excelentes preços para o café no fim da década de 1880, impulsionaram um vigoroso *boom* no nível de atividade econômica, contribuindo decisivamente para estabelecer uma atmosfera de grande otimismo quanto ao futuro do país. O *Jornal do Comércio,* em seu retrospecto anual, observaria que "o movimento do ano de 1889 nada mais foi do que o desenvolvimento natural da atividade, que se manifestara em 1887 e se acentuara em 1888, notavelmente estimulado pela reforma social de 13 de maio, que foi um rasgào imenso — violento quanto ao modo, assombroso quanto aos efeitos — na constituição da economia nacional", e acrescentaria que "a grandeza e variedade dos sucessos ocorridos no ano de 1889 o tomarão uma época sempre memorável na nossa história" (RCJC-1889, p. 1). Melhor prelúdio não poderia haver para uma década que se iniciava com uma agenda de reformas tão carregada.

Pelo lado externo, a formação da chamada economia internacional parecia abrir gigantescas oportunidades aos países da periferia, na medida em que o progresso econômico e a extensão dos laços de interdependência nos países centrais traziam para a periferia um desafio: usar o comércio como "motor de crescimento" [Lewis (1978a, p. 159-162, e 1978£, p. 9)]. O século que tem início após o fim das guerras napoleônicas, em especial as últimas décadas antes da I Guerra Mundial, marca um florescimento extraordinário da

---

1 Neste período, cerca de 36 milhões de pessoas deixaram a Europa, dois terços dos quais para os Estados Unidos. Dos 12.5 milhões restantes, um quarto veio ter ao Brasil, 46% estabeleceram-se na Argentina e o restante distribuiu-se entre a Austrália, o Canadá e a Nova Zelândia [Lewis (197&2, p. 181)1.

2 As entradas correspondem ao saldo da conta de capital conforme relacionadas na Tabela 3.14 adiante. Quanto às exportações globais de capital, consideram-se os números disponíveis em bases anuais para as exportações de capital inglês [cf. Franco (1983, p. 41)1 e a magnitude destes *vis-à-vis* as exportações de capital francês e alemão: o capital inglês representava 70% do total, segundo Albert (1983).

teia de relações comerciais e financeiras entre as economias centrais e entre estas e a periferia. Nesses anos a produção mundial *per capita* aumentou aproximadamente 7,3% a cada década, ao passo que o volume de comércio internacional *per capita* cresceu 33% por década, de tal forma que atinge em 1913 um volume 25 vezes superior ao de 1800, enquanto que a produção *per capita* alcança pouco mais do que o dobro. O grau de abertura — a razão comércio/produção — cresce cerca de 11 vezes nesses anos [Kenwood e Lougheed (1983, p. 91)]. Acrescentando-se a isto os extraordinários deslocamentos de capitais e populações na direção de áreas periféricas e desocupadas, parece claro que as recompensas oferecidas aos *latecomers* dispostos a responder ao "desafio" de Lewis são de inusitadas dimensões.

No limiar da década de 1890 tudo parecia indicar que o Brasil responderia a este desafio de uma forma agressiva e positiva, pois talvez em nenhum outro momento nos anos que se seguiram o país tenha contemplado de forma tão lisonjeira uma maior integração com a economia internacional. Entretanto, os caminhos do intemacionalismo e da modernização do país encontravam as mais variadas resistências, envolvendo militares dissidentes, regiões descontentes, monarquistas e conservadores de espírito, bem como exemplares extraordinários de resistência popjular às mudanças, incluindo desde a revolta de populações urbanas contra invasões da vida moderna, tais como a vacinação obrigatória [Carvalho (1988, Cap. 5)], até o desvario de um Antônio Conselheiro, que tinha a República como o "Anti-Cristo".

No terreno da economia propriamente dita, tão grandes quanto as resistências às mudanças eram as dúvidas e controvérsias sobre os caminhos a trilhar. Muitas decisões fundamentais haveriam de ser tomadas durante a década de 1890, especialmente no tocante às relações com o exterior e à constituição monetária, e o país experimentaria vários caminhos. A política econômica começa, por exemplo, com o experimento *soi-disant* heterodoxo de Rui Barbosa, mas termina com a vigorosa e decidida restauração conservadora protagonizada por Joaquim Murtinho. Em grande medida, os debates que cercam as idas e vindas da política econômica nesses anos podem ser captados pelas posições geralmente tomadas com respeito à adoção do padrão-ouro e relacionados com controvérsias semelhantes e mais famosas que tinham ocorrido em outros países. Esta era uma época marcada pelo espantoso crescimento da moeda fiduciária, inovação em muitos aspectos subversiva quando considerada à luz das seculares dificuldades enfrentadas por algumas economias periféricas para conseguir uma adesào duradoura ao padrão-ouro. Por isso mesmo , esses anos estão povoados de controvérsias sobre questões

ligadas à organização institucional do sistema monetário, aos princípios que deveriam orientar a administração da moeda e também, a nível mais abstrato, aos mecanismos subjacentes ao ajustamento a dificuldades de balanço de pagamentos.

Na sua encarnaçâo brasileira, esses temas mobilizariam aguerridos contendores — papelistas e metal istas — que protagonizariam batalhas, tanto a nível de doutrina eximo relativas a aspectos práticos da vida econômica da nação, tão brilhantes quanto inconclusivas. A presença constante de nomes como Tooke, Ricardo, Overstone, bem como de Saint-Simon e Leon Say, nos discursos de Rui Barbosa, Vieira Souto, Bulhões e Murtinho não pode deixar de impressionar o historiador das idéias.[3] Todavia, não se deve perder de vista que os desdobramentos práticos desses embates eram apenas remotamente ligados às vitórias obtidas no campo da doutrina, pois no tocante à condução dos aspectos econômicos da modernização do país mesclavam-se as mais diversas influências e contingências políticas.

Conforme mencionado, a década de 1890 encerrou um ciclo completo em termos da orientação política econômica, pois começa com uma ambiciosa reforma papelista e termina com o metalismo levado às últimas conseqüências. Ao fim da década, faz-se natural, portanto, uma avaliação dessa evolução, conforme aliás percebido pelo Visconde de Ouro Preto e seus companheiros autores dos vários volumes da *Década Republicana*, obra de modo algum desapaixonada em seus propósitos ciáticos da experiência republicana e que empresta o título a este trabalho. A reviravolta na política econômica marca uma
destas inflexões da história do país onde grandes ambições modernizadoras são frustradas por indecisões tanto quanto por escolhas infelizes, tal como se vê, por
exemplo, no sentimento de amargura hoje, um século depois, prevalecente diante da frustração das brilhantes expectativas de mudança e modernização abertas com a Nova República. Daí o pretexto para reivindicar a atualidade deste
trabalho e invocar *en passant* o velho clichê da circularidade da história.

Uma avaliação puramente econômica, e *a posteriori*, das hesitações da década de 1890 nos permite enxergar com certa clareza as ambigüidades "estruturais" de uma economia "periférica" diante do problema da inserção internacional. Havia por certo perspectivas muito promissoras em se participar mais significativamente da economia mundial. Os contemporâneos revelavam

3Para uma discussão mais detalhada dessas interessantes analogias à luz das questões referentes à reforma monetária de meados da década de 1880 até o colapso cambial de 1891, ver Franco (1983).

efetivamente poucas dúvidas em sua disposição de participar tão mais ativamente quanto possível em uma economia internacional experimentando grande prosperidade. Conforme observado, em nenhum outro momento no século que se seguiu o país estaria tão propenso a tomar parte de modo tão ativo
na economia internacional. Todavia, percebia-se a existência de custos, principalmente na medida em que se notava que a adoção do padrão-ouro era um pré-requisito importante para se participar das benesses da *Pax Britannica*, e o país desde há muito vinha enfrentando dificuldades neste terreno, especialmente em função da relutância em se abandonar a paridade de 1846. Conciliar as dificuldades oriundas de características estruturais da economia com a sabedoria convencional da época nada tinha de trivial. Para se compreenderem as alternativas disponíveis, deve-se considerar com muito detalhe os elementos que compunham a "vulnerabilidade estrutural" da economia e os reais condicionantes da gestão macroeconômica do país, temas que têm sido grandemente enriquecidos por trabalhos mais recentes sobre a experiência do Brasil com o padrão-ouro [cf., p. ex., Fritsch (1988)].

A insistência em se conquistar uma adesão duradoura ao padrão-ouro reflete, portanto, menos a influência da doutrina — ou, conforme Furtado (1974, p. 160), a "inibição mental para captar a realidade de um ponto de vista crítico-científico" que ele vê no homem público brasileiro desta época — do que o desejo de que o país participasse por inteiro da *Pax Britannica*. O internacionalismo dos últimos anos do século XIX, em particular do Brasil do limiar da década de 1890, contrasta efetivamente com o pessimismo típico das idéias emanadas da Cepal acerca das perspectivas de se utilizar a economia mundial como "motor de crescimento" para economias periféricas, o que se deve
em grande medida ao entorno internacional dos anos 50 — época de decepções no tocante à ajuda externa e de dollar shòrtage — e também à triste experiência dos anos 30 e 40. Passadas essas provações, e após algumas décadas de sólido crescimento do comércio internacional, as atitudes com relação a um maior envolvimento internacional são bastante mais favoráveis, o que nos oferece um bom ponto de partida para a revisão de uma época de grandes mudanças e também carregada de internacionalismo.

1.2 — Plano do Trabalho

A década de 1890 tem sido abordada segundo os mais diversos ângulos, sendo especialmente profícuos os trabalhos sobre a questão da industrialização e sobre a economia política das principais inflexões da política econômica. Pouco tem sido produzido, contudo, sobre aspectos macroeconômicos do funcionamento da economia brasileira desses anos. O principal propósito deste trabalho é oferecer alguns elementos para preencher esta lacuna, tarefa que se desdobra em várias linhas. Em primeiro lugar, é interessante observar que, a despeito do quase absoluto silêncio da historiografia brasileira sobre o tema — salvo, evidentemente, a obra de Furtado —, existe uma vastíssima literatura em língua inglesa sobre os mecanismos macroeconômicos subjacentes ao funcionamento do padrão-ouro cujo exame pode abrir muitos caminhos para um reexame da experiência brasileira. O objetivo do Capítulo 2 a seguir é justamente este, e seu foco principal reside em identificar a existência de assimetrias no relacionamento entre países centrais e periféricos, tendo, evidentemente, como pano de fundo a experiência brasileira.

A análise da experiência brasileira resvala, por outro lado, em uma dificuldade muito séria, qual seja a precariedade das informações estatísticas disponíveis relativas ao setor externo. Esforços recentes têm contribuído muito significativamente para reduzir estas dificuldades [cf. IBGE (1987)], mas no tocante às informações necessárias para uma avaliação da macroeconomia brasileira na década de 1890 a escassez de informações ainda é muito séria. Diante disso, no Capítulo 3 procura-se coligir várias fontes e combinar várias estimativas com o propósito de construir um balanço de pagamentos do pais, o que é uma informação essencial para o exame do relacionamento do Brasil com a economia internacional.

No Capítulo 4 faz-se uso das informações obtidas no Capítulo 3 sobre as transações do país com o exterior para uma discussão detalhada acerca de suas relações com a economia internacional, conferindo especial atenção aos

temas relativos às várias formas de "vulnerabilidade estrutural" do Brasil para com o mundo exterior. As questões nada têm de originais, mas as informações quantitativas geradas no Capítulo 3 permitem uma avaliação bastante objetiva das teses mais comuns, que com freqüência subsistem apenas como argumentos *a priori* sobre as dimensões macroeconômicas do relacionamento

do país com o exterior. Aí se incluem considerações sobre a relação entre abertura e vulnerabilidade, tendo em mente o papel de elementos como os termos de intercâmbio e o endividamento externo, bem como os fatores domésticos.

Por fim, no Capítulo 5, a partir de uma resenha da década de 1890, tendo como eixo principal a política econômica, discutem-se os determinantes domésticos e externos das inflexões cíclicas experimentadas pelo país. A década de 1890 traria grandes transformações estruturais em nada relacionadas com o andamento do setor externo e teria reviravoltas na política econômica de modo algum dedutíveis dessas transformações. Observam-se aí os desafios colocados diante da política econômica por dificuldades externas e transformações na economia doméstica e a natureza das respostas que o país pode produzir.

Capítulo 2

ASSIMETRIAS SISTÊMICAS SOB O PADRÃO-OURO

s

Os anos que compreendem as últimas três décadas anteriores a 1914 compreendem um extraordinário crescimento do comércio exterior, bem como importantes deslocamentos internacionais de fatores de produção, caracterizando o amadurecimento do que se convencionou chamar de "a economia internacional". É o que hoje chamamos de globalização .... Este processo viria acompanhado da consolidação do padrão-ouro como forma de organização do sistema monetário internacional e também como um corpo de regras, solidamente baseadas em princípios doutrinários, para a gestão macroeconômica dos participantes da economia internacional. A favor dessas regras e receitas é preciso reconhecer que é populações tenham se processado em condições de estabilidade macroeconômica, principalmente tendo em mente que este era um mundo pré-keynesiano, sem bancos centrais maduros e com tantos compromissos, ainda que freqüentemente retóricos, com o *laissez-faire*. Esta estabilidade tem sido associada quase sempre à própria adoção generalizada do padrão-ouro, mas também ao liberalismo comercial e à liberdade que desfrutaram os movimentos de fatores de produção nesses anos. No tocante ao padrão-ouro em particular, prevalece até os dias de hoje a crença de que sua contribuição para a prosperidade e estabilidade observada no período 1870/1914 teria sido crucial [cf., p. ex., Cooper (1982)].

Após sucessivas ondas de esforços revisionistas acerca do modo como o padrão-ouro — e, por conseguinte, a economia internacional — *realmente* funcionava, chegou-se a um razoável consenso de que a idéia de um sistema simétrico e impessoal, governado pelas forças de mercado, não proporcionava uma descrição adequada dos fatos. Sabe-se, por um lado, que o liberalismo comercial, tal como praticado pela Grã-Bretanha, envolvia o uso de barreiras não-tarifárias e práticas discriminatórias principalmente em seus domínios.[4] Sabe-se, por outro lado, que de fato se observa uma significativa instabilidade

4Cf. Cecco (1974, p. 29). Nesse sentido, é bastante importante a volumosa literatura sobre o chamado "imperialismo do comércio livre" [cf. Gallagher e Robinson (1970), Hynes (1979) e Cain (1980)].

mesmo nas economias centrais [cf. Williams (1968) e Triffin (1985)], se bem que o vulto dessas turbulências era bem menor do que na periferia, onde a adesão ao padrão-ouro revelou-se problemática para muitos países.

É geralmente aceito de forma apriorística que há contrastes significativos entre as experiências de países centrais e periféricos nesses anos, especialmente no tocante à estabilidade macroeconômica [cf. Triffin (1985, p. 128)]. Esses contrastes têm sido observados por diversos autores, que tendem a atribuí-los, por um lado, a características especiais dos países periféricos — e nessa linha geralmente são mencionados elementos tais como um excessivo grau de abertura e uma concentração excessiva das receitas de exportação em um só produto e em um só mercado [cf. Furtado (1974, Cap. 26)] — e, por outro, a partir de assimetrias embutidas nos mecanismos de ajustamento na economia internacional em escala global. Este capítulo procurará explorar este segundo caminho, buscando, com isso, avaliar em que medida uma contrapartida à estabilidade experimentada nos países centrais seria a mesma ocorrida na periferia, ou que os primeiros podiam exportar instabilidade à segunda. Existe uma vastíssima literatura sobre a lógica das interações macroeconômicas governando o funcionamento da economia internacional nesses anos, produzida segundo o "ponto de vista do Norte" e centrada especialmente rio funcionamento do padrão-ouro. Esta seção, longe de procurar sistematizar e organizar esta imensa literatura, apenas procura localizar, dentro das perspectivas mais comuns sobre a economia internacional, a existência de assimetrias sistêmicas que possam resultar relevantes para compreender melhor a inserção da economia brasileira neste cenário.

Esta seção se desdobra em 4, na primeira discute-se especificamente o modo como era percebida a influência que as políticas macroeconômicas inglesas, em especial a de descontos do Banco da Inglaterra, tinham sobre o andamento da economia internacional; em seguida, na Seção 1.4.2, analisa-se a gestão da liquidez internacional, ou, mais precisamente, o modo como o volume, a composição e a distribuição geográfica da liquidez internacional se adequavam às pressões que periodicamente incidiam sobre os principais centros financeiros internacionais e o que isto trazia como implicação em termos de movimentos de capital de curto prazo e de canais de transmissão de desequilíbrios financeiros mundo afora; na Seção 1.4.3, considerando-se um horizonte de análise mais extenso, examinam-se os aspectos macroeconômicos da articulação da Grã-Bretanha com a economia internacional e os mecanismos de ajustamento subjacentes ao balanço de pagamentos britânico, sendo interessante considerar, nesse sentido, as relações entre o papel deste na determinação do volume de liquidez internacional e destacando aí as particularidades associadas ao papel da libra como principal moeda

internacional de reserva; por fim, na Seção 1.4..4 discutem-se mecanismos de articulação ao longo do ciclo econômico entre a economia britânica e o resto da economia internacional, dedicando especial atenção à possível ocorrência de padrões "perversos" de sincronização entre movimentos de capital e termos de troca centro-periferia.

1.4.1 — A "Gerência" da Economia Internacional

Diversos autores sugerem que a administração do sistema monetário internacional, ou a preservação da estabilidade sistêmica sob o regime do padrão-ouro, podia ser em grande medida associada às políticas macroeconômicas da Grã-Bretanha. Dentre estas, a que tem recebido maior atenção dos historiadores é a política de descontos do Banco da Inglaterra [cf., p. ex., Hawtrey (1968)]. É claro que este imenso poder discricionário conferido aos gestores desta política podia ser usado de modo a criar assimetrias no tocante aos esforços relativos de ajustamento diante de desequilíbrios externos nos países centrais e periféricos. Nesse sentido, vale a pena discutir, por um lado, o papel do Banco da Inglaterra como "maestro de uma orquestra internacional"[5] e, por outro, a extensão de sua influência, o que se define a partir da internacionalização da economia britânica nos anos anteriores a 1914. Em grande medida, as diferentes visões sobre estas políticas estão por trás de divergências acerca do aparente "automatismo" subjacente ao funcionamento do padrão-ouro.[6] É claro que não se deve considerar aí manifestações explícitas da "missão" do Banco da Inglaterra, ou de qualquer segmento do governo britânico, no sentido de gerir o sistema monetário internacional, ou mesmo apenas o sistema bancário doméstico. Conforme observado por Schumpeter (1964, vol. 2, p. 392):

> Uma das dificuldades que experimentamos para determinar o que o Banco pretendia fazer em qualquer momento dado, ou mesmo qual era realmente o seu sistema, é a discrição de seus arautos oficiais que, mesmo quando eram forcados a dizer algo, faziam o possível para limitar-se a trivialidades inócuas que dessem o mínimo ensejo possível a críticas hostis. Os homens de negócio práticos raramente são capazes de formular corretamente o seu próprio comportamento. Mas nesse

5 Tal como na rica imagem de Keynes (1930, vol. II, p. 307).

6 A noção de que o sistema funcionava de modo "automático" era a característica principal das visões de "livro-texto" sobre o sistema. Estas interpretações tinham tido origem nos escritos clássicos de Hume e Ricardo. Amostras podem ser encontradas em Hume (1985) e Ricardo (1951).

caso havia razões especiais para discrição. Controle é hoje uma palavra popular. Era o contrário de popular na época do capitalismo puro. Dizer-se abertamente que o Banco estava tentando controlar o sistema bancário, sem falar em gerir a situação geral dos negócios, teria provocado risos e indignação: o que se tinha a dizer era que o Banco estava modestamente cuidando de seus próprios negócios.

Vários autores de fato observam que o Banco da Inglaterra não estava conscientemente administrando coisa alguma, senão seus próprios negócios, e que "quaisquer resultados sistemáticos do comportamento do Banco seriam subprodutos involuntários de suas ações" [cf., p. ex., Moggridge (1987, p. 6) e Sayers (1957, p. 17)]. Essas visões não chegam a confrontar a noção de que o Banco da Inglaterra era um "maestro" internacional. O discurso, afinal, importa bem menos que a prática efetiva, e as avaliações sobre esta, mesmo as mais "oficiais", como, por exemplo, a do famoso Cunliffe Report, reconheciam o papel fundamental da política de descontos do Banco da Inglaterra para a manutenção do padrão-ouro na Grã-Bretanha e para o bom funcionamento do sistema internacional de pagamentos [Cunliffe Report (1985, esp. p. 180)]. Mais do que isso, é preciso notar que a idéia de recolocar o Banco da Inglaterra no papel de "maestro" de uma orquestra de bancos centrais era o foco central da estratégia britânica de reconstrução do padrão-ouro após a I Guerra Mundial: é claro que a hipótese básica a nortear esta estratégia era a de que o Banco tinha sido o gestor do padrão-ouro antes de 1914. De qualquer forma, mais importante do que discutir se o Banco da Inglaterra assumia explicitamente o encargo de gerir a economia internacional, ou mesmo o mercado financeiro londrino, é ressaltar a funcionalidade, para fins da estabilidade do sistema monetário internacional, da sua atuação no sentido de conduzir seus negócios diários segundo os mais rasteiros desígnios estatutários.

A influência da taxa de juros britânica, a qual era afetada de forma importante pela política de descontos do Banco da Inglaterra, sobre o estado do balanço de pagamentos e das reservas internacionais da Grã-Bretanha se estabelece de maneira progressiva ao longo da segunda metade do século XIX, a partir do que se conhece como a "revolução financeira" no sistema bancário britânico. Dentre as principais características desta, podemos relacionar: o

4 Talvez o exemplo mais significativo seja dado pelas idéias de Montagu Norman sobre a restauração do padrão-ouro [cf. Clay (1957)].

movimento de fusões e incorporações dos *joint stock banks;* a disseminação de agências bancárias e, como conseqüência, o aprofundamento do sistema bancário no interior e o uso de *pools* (interagência) de reservas como base unificada para as políticas de empréstimos e descontos dos bancos; a extinção da letra comercial e o surgimento do *overdraft;* a publicação regular de balanços; o uso crescente de reservas voluntárias em volume significativo.[7] Em função desses fatores, e da presença crescente de bancos estrangeiros em Londres [*cf.*, p. ex., Williams (1968, p. 270)] e de bancos ingleses no exterior [cf, p. ex., Baster (1929) e Joslin (1963)], progressivamente a taxa de descontos do Banco da Inglaterra foi se tornando um instrumento cada vez mais "internacional", o que se observa de forma especialmente clara na década de 1870 .[8]

Em grande medida, a internacionalização do sistema financeiro britânico acompanha a internacionalização da própria economia britânica, ou o processo através do qual a Grã-Bretanha progressivamente assume uma posição central no comércio e nas finanças internacionais nos anos anteriores a 1914. Como elementos deste processo deve-se destacar o peso da Grã-Bretanha no comércio mundial e sua importância como entreposto comercial e provedora de serviços de navegação e seguros[9] e também como sede de mercados organizados de *commodities.* A posição da Grã-Bretanha no contexto internacional permitiu que a libra esterlina se tornasse uma moeda internacional de reserva e cumprisse este papel de forma ágil e eficiente,

7 Uma descrição sumária do processo de internacionalização financeira da City e de suas relações com o desenvolvimento financeiro pode ser encontrada em Cecco (1974, Cap. 5). Uma rica avaliação contemporânea é, sem dúvida, a de Bagehot (1978). Referências indispensáveis nesse assunto, contudo, são Pressnel (1968) e Sayers (1957).

8 O processo é documentado em detalhe em Hawtrey (1968, Caps. 2 e 3).

prevenindo flutuações na liquidez internacional que de outra forma teriam ocorrido em função de descobertas de ouro (ou pela rigidez da oferta de ouro) ou por outros acidentes desse tipo.[10] Este atributo da libra esterlina contribuiu de forma significativa para que se formassem "triângulos" e, em seguida, redes multilaterais de compensação, que teriam tido papel destacado na expansão do comércio internacional observada nesses anos [cf. Saul (1965, Cap. 2)].

No período 1876/80 a Grà-Bretanha respondia sozinha por cerca de 30% das importações mundiais de produtos primários e por cerca de 38% das exportações mundiais de manufaturados, números que ficariam reduzidos a 19 e 25%, respectivamente em 1913 (cf. Kenwood e Lougheed (1983, p. 98)].

Um evidente corolário desses processos foi o fato de Londres ter-se tornado o mais importante centro financeiro internacional desses anos [cf. Kindleberger (1978a)]. As adaptações institucionais necessárias para que o sistema financeiro britânico viesse a desempenhar estas funções processaram-se de modo relativamente suave no decorrer de um longo período de tempo, sendo que esta orientação "internacional" chega a se tornar tão flagrante que alguns autores até mesmo se perguntam se não havia um "viés internacional" no mercado de capitais londrino, isto é, mecanismos que provocavam uma alocação distorcida da poupança doméstica favorecendo sistematicamente os investimentos no exterior.[11] A partir daí se segue uma discussão sobre a possibilidade de um possível "excesso" de investimento no exterior não ter sido prejudicial à própria economia britânica, especialmente no final do período }[12]

---

9 Ceiraderneladectoacniéraornuridialeraocreki^ p. 313) eSaul (1965, p. 11)].

10 **Cf., a este respeito, a discussão pioneira de Triffin (1985, p. 133-138).**

11 Isto é explicitamente testado em Edelslein (1982).

12 Uma resenha dessa discussão pode ser encontrada em Pollard (1985).

1.4.2 — A Distribuição Geográfica da Liquidez Internacional

Para muitos autores, a estabilidade macroeconômica experimentada durante 1870/1914 deve-se em grande medida a mecanismos financeiros de curto prazo destinados a assegurar a criação de um volume adequado de liquidez internacional e promover uma distribuição das dívidas e dos ativos de curto prazo consistente com a segurança do sistema. Um passo essencial para uma discussão desses mecanismos é o exame das informações apresentadas na Tabela 2.1 acerca do volume e da composição das reservas internacionais de um grande número de países centrais e periféricos.

Há vários pontos a observar sobre os dados contidos na tabela. Talvez o mais surpreendente, e que de fato chamou a atenção de muitos autores [cf., p. ex., Bloomfield (1959, p. 42), Moggridge (1987, p. 11) e Sayers (1957, p. 10)], seja a reduzida dimensão das reservas metálicas do Banco da Inglaterra. É interessante notar que alguns países possuíam reservas metálicas em volume superior ao da Grã-Bretanha (Império Austro-Húngaro, França, Itália, Alemanha e Estados Unidos) e também que países "periféricos" (Japão e índia) tivessem reservas em libras maiores que as reservas metálicas britânicas. Pode-se interpretar o fenômeno como uma eloqüente expressão do quanto o sistema era de fato fundado na moeda fiduciária da economia mais importante do planeta e que, portanto, se tratava de fato de um "padrão-libra", e que *não* tinha

10 A experiência anterior dos *bill brokers* seria decisiva para o desenvolvimento dos mecanismos de financiamento de comércio através de letras cambiais. Também a experiência anterior do mercado de capitais londrino em operar com lançamento de *bonds* seria importante para permitir o desenvolvimento do mercando internacional de capitais baseado justamente em lançamentos de títulos dessa espécie [cf. Cecco (1974, Cap. 5)].

como fundamento básico a conversibilidade.[13]

13 A expressão "padrão-libra" foi utilizada por diversos autores exatamente nesse sentido: Williams (1968), Triffin (1985) e Lindert (1969). É mais freqüente, contudo, o uso da expressão "padrão-ouro de troca" (gold exchange standard), consagrada nos trâmites da conferência internacional de Genebra em 1922 [cf. Travnor (1949) eClarcke (1973)].

Tabela 2.1
Composição dos estoques de reservas internacionais
(Em US$ Milhões de 1»13)

País	Ouro	Prata	Divisas				Total	Ouro Geral PfedoTotaD
			Libra	Franco	Marco	Outras"		
Grã-Bretanha"	164.9	n.d.	-	-	-		-	164,9 100
França[b]	678,9	123,5	n.d.	-	n.d.	3,2	3,2	805,6 84
Esteados Unidos[1]	1.290,4	523,3	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	1.813,7 71
Alemanha"	278,7	65,9	14,0	5,0	-	30,6	49,6	394,2 71
Subtotal	2.412,9	712,7	14,0	5,0	-	33,8	52,8	3.178,4 76
Áustria-	251,6	55,3	3,9	-	8,3	4,9	17,1	324,0 78
Hungria[d]	48,1	10,8	n.d.	n.d.	n.d.	77,7	77,7	136,6 35
Bélgica[0]								
Bulgária"	10,6	4,5	n.d.	n.d.	n.d.	2,7	2,7	17,8 60
Dinamarca"	40,5	7,5	n.d.	n.d.	n.d.	46,7	6,2	54,2 75
Espanha"	92,4	138,8	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	231,2 40
Finlândia"	7,0	0,4	3,3	1,1	5,4	11,1	20,9	28,3 25
Grécia"	4,8	0,3	10,9	19,0	0,1	13,9	43,9	49,0 10
Itália'	333,9	39,9	5,7	7,5	18,6	19,0	50,8	424,6 79
Holanda"	61,1	4,0	n.d.	n.d.	n.d.	6,2	6,2	71,3 86
Noruega"	11,9	0,6	3,1	1,2	3,1	3,4	10,8	23,3 51
Portugal"	, 8,1	9,6	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	17,7 46
Romênia"	29,2	0.3	2,0	3.3	10,5	0,1	15,9	45,4 64
Rússia"	786,2	31,2	23,7	2^1,8	53,0	7,1	305,6	1123,0 70
Sérvia"	11,2	0,7	n.d.	n.d.	n.d.	0,8	0,8	12,7 88
Suécia"	37,4	1,3	6,2	P,9	15,4	20,9	43,4	72,1 38
Suíça"	32,9	4,2	3,6	2,3	1,1	1,6	8,6	45,7 72
Subtotal	1.756,9	309,4	62,4	257,1	115,5	216,1	616,6	2.676,9 26
Argentina[9]	225,2	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	35,9	5,0	261,1 86
Brasil"	89,6	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	89,6 100
Chile[1]	n.d.	n.d.	11,8	-	34,8	-	46,6	46,6 0
Uruguai"	10,8	1,7	n.d.	n.d	n.d.	n.d.	n.d.	12,5 86
Canadá"	115,4	0,2	22,5	-	-	141,6	164,1	279,7 41
Austrália[0]	22,0	n.d.	9,0	-	-	-	9,0	31,0 71
Ceilao[0]	1,0	3,8	3,1	-	-	-	3,1	7,9 13
Egito"	11,8	4,4	n.d.	n.d.	n.d.	8,0	8,0	24,2 49
índia"	83,0	88,4	136,3	–	–	–	136,3	307,7 27
Japão"	65,4	0,2	188,5	13,0	2,0	32,4	235.9	301.5 22
Filipinas[0]	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	11,4	11,4	11,4 0
Subtotal	624,2	98,7	371,2	13,0	36,8	229,3	619,4	1.342,3 46
Total Geral[a]	4.794,0	1.120,8	448,6	275,1	152,3	479,2	1.288,8	6.200,6 77

FONTE: Adaptada de Linder (1969, Tabelas 1 e 2).

[a] Inclui também divisas não identificadas.
" Banco nacional ou central.
[0] Tesouro ou Ministério das Finanças.
" Banco nacional ou central e Tesouro ou Ministério das Finanças.
° Governo e Caisse Générale d'Epargne et de Retraite.
' Tesouro e três bancos de emissão privados.
[9] Banco Nacional e Fundo de Conversão.
[h] Caixa de Amortização.
[1] Fundo de Conversão e Emissão.
[1] A maior parte em dólares.
[k] Banco do Japão, Governo e Banco de Yokohama.

Esta inconversibilidade *de facto* expressava na verdade uma importante modificação institucional no capitalismo ocidental ocorrida ao longo do século XIX, isto é, a transição da moeda metálica para a moeda fiduciária, em função da qual seria mais correto atribuir o aparente sucesso do chamado padrão-ouro em preservar a estabilidade macroeconômica nos países centrais e no mecanismo monetário internacional não à conversibilidade *per se* mas à correta e prudente *administração* monetária executada pelos principais bancos centrais desta época. Com efeito, o fato de na economia internacional ter prevalecido, especialmente nas últimas décadas antes de 1914, a moeda fiduciária, de acordo com Triffin (1985, p. 351), "dificilmente pode ser conciliado com o suposto *automatismo* ainda atribuído por muitos autores... ao padrão-ouro do século XIX". Esta percepção, todavia, apenas se tomaria dominante muitos anos mais tarde, após o colapso do padrão-ouro determinado pela crise de 1929.

É claro, no entanto, que, durante os anos anteriores a 1914, a inconversibilidade *de facto* da libra era motivo de preocupação: a discussão sobre a pequena dimensão das reservas metálicas britânicas foi recorrente na Grã-Bretanha durante todo esse período. Todavia, é importante observar que essa precariedade ou vulnerabilidade d^> sistema era mais aparente do que real em função dos diversos mecanismos de defesa desenvolvidos ao longo do tempo para prevenir dificuldades. Um desses mecanismos era o controle que Londres exercia sobre as reservas de alguns países. No caso da índia, por exemplo, sua reduzida autonomia na administração de suas próprias reservas prevenia comportamentos que pusessem a perigo a estabilidade da libra [cf., p. ex., Cecco (1974, Cap. 4) e Williams (1968)]. O mesmo se observa, em alguma medida, para as outras colônias inglesas e para o que se conhece como o "império informal" [cf., p. ex., Pressnel (1982)]. Há casos importantes de depósitos mantidos em Londres por motivos políticos ou diplomáticos, como, por exemplo, os depósitos japoneses, russos (em alguma medida) e gregos [cf., p. ex., Cecco (1974, p. 105) e Viner (1951)]. Assim sendo, portanto, parte substancial dos saldos em libras fora da Grã-Bretanha eram "inertes", assim como parte não desprezível dos depósitos metálicos em Londres.

Os mecanismos de defesa devem incluir também o papel do Banco da Inglaterra no mercado de ouro e sua ligação privilegiada com os centros produtores [cf. Sayers (1953)], e também o mecanismo da taxa de desconto, o que para muitos autores constituía o principal instrumento de defesa. De fato, em todas as crises do período 1870/1914, o recurso à taxa de desconto aparece como o *deus ex machina* , capaz de solucionar quaisquer dificuldades. O que não é tão freqüentemente observado é o quanto este mecanismo era na verdade um ajuste na margem, como o restante deste capítulo tentará elucidar.

Controles diretos ou indiretos sobre as reservas internacionais ou sobre as transações externas eram praticados em maior ou menor grau por outros países. É bastante conhecido, por exemplo, o fato de que os bancos centrais francês e alemão utilizavam bem pouco suas respectivas taxas de desconto para defender suas reservas, pelo menos tomando como referência a atuação do Banco da Inglaterra[14] [cf. Morgenstem (1959) e Ford (1962, p. 21)]. Isto certamente se devia à preocupação de não afetar em demasiado o nível de atividade doméstico em função de dificuldades externas, o que levava às tão estigmatizadas "políticas de neutralização", que constituíam, como se sabe, uma parte proeminente das práticas dos principais bancos centrais desta época.[15]

A presença de reservas internacionais em prata e em moedas (papel-moeda), especialmente nos países periféricos, era a contrapartida dos padrões de relacionamento comercial e financeiro entre os países. Claramente, existem "ligações privilegiadas" e "áreas de influência": "suseranias", segundo Cecco (1974, p. 120). Conforme observado por Kindleberger (1985, p. 144), movimentos de capital "percorrem canais forjados pela experiência e pela informação acumulada, e não se movem uniformemente sobre uma superfície ampla".

Vários países que mantinham ligações comerciais e financeiras privilegiadas com a Grã-Bretanha — incluindo Austrália, Nova Zelândia, índia, Malásia, África do Sul — compunham a chamada "área da libra" e, via de regra, mantinham vultosas reservas em libras, não exercendo a opção de conversibilidade.[1] O sistema monetário internacional, contudo, não era apenas uma extensão da área da libra, pois incluía diversos "subsistemas" [cf. Fischer (1982, p. 166)]. Os países da antiga União Latina, por exemplo, mantinham reservas em prata e, na medida em que praticavam políticas comuns com relação à paridade ouro-prata, compunham uma área monetária mais ou menos isolada. Além disso, relações especiais entre países específicos construíam-se por motivos variados: a que foi promovida entre a França e a Rússia, por exemplo, foi eloqüentemente descrita como uma "simbiose" [Lindert (1969, p. 31)]. Muitos outros países, por outro lado, retinham mais marcos do que libras ou francos, como, por exemplo, os do Báltico e ainda o Império Austro-Húngaro e a Itália. O Canadá, por exemplo, mantinha mais dólares do que libras, como se pode ver na Tabela 2.1. O caso do Japão é curioso, pois o vulto de suas reservas em Londres devia-se ao pagamento de duas indenizações de guerra (da China em

14 Em ambos havia, por exemplo, o recurso aos pagamentos em prata, que permaneceu como *legal tender* duran te todooperiodo 1870/1914.

15 N esse sentido, é obrigatória a referência ao trabalho de Bloomf ield (1959), que reproduziu o mesmo achado de Nurske (1944) para a década de 1920, qual seja, o de que as políticas de desconto dos principais bancos centrais orientavam-se muito mais no sentido da "neutralização" do que da obediência às "regras do jogo" [cf., também, Triffin (1985. p. 124)].

16 Isto seria uma característica da"área da libra" tal como se observaria de forma mais clara no "entreguerras" e mesmo após 1945 [cf. Pressnel (1982) e Ford (1985. p. 147-148)].

1895 e da Rússia em 1904/05), sendo que a segunda foi feita mediante a venda de Letras do Tesouro Francês em Londres por conta da insistência dos japoneses em serem pagos em libras ou ouro em Londres [cf. Beach (1935, p. 129) e Lindert (1969, p. 32)].

É claro que a evidência da Tabela 2.1 fornece apenas uma visão estática da idéia de que existiam" áreas de influência" no sistema monetário internacional. Uma ilustração dinâmica é fornecida por Lindert, que mede diretamente a existência de assimetrias na resposta (em termos de taxa de câmbio) a diferenciais de taxa de desconto em diferentes centros financeiros. Mostra-se, por exemplo, que diferenciais de taxa de desconto a favor de Berlim depreciavam as taxas de câmbio em Copenhague, Cristiania (Oslo) e Zurique, até mais do que diferenciais de desconto contra Londres. Em Roma e Viena, diferenciais de juros a favor de Berlim depreciavam as taxas de câmbio contra o marco nessas praças, mas a influência de Londres era mais forte, ou seja, diferenciais de juros a seu favor depreciavam a moeda local contra a libra ainda mais[16] [cf. Lindert (1969, p. 50-51)].

A evidência assim produzida parece sugerir que cada centro financeiro-comercial atuava como centro de uma rede, ou que havia uma hierarquia através da qual Londres "emitia sinais" (elevava a taxa de desconto) que se transmitiam para os principais centras financeiros e daí para outros subcentros. Tipicamente, uma pressão sobre Londres manifestava-se na necessidade de se elevarem as reservas metálicas do Banco da Inglaterra, ou em se cancelarem débitos (circulação fiduciária) em libras. Uma elevação da taxa de descontos resulta em pressionar, em primeiro lugar, os centros com ligações mais estreitas e, daí, irradiar-se em "ondas" para as extremidades mais distantes do sistema [Lindert (1969, p. 52-53)]. Observa-se, em geral, um movimento "competitivo" da parte de outros bancos centrais no sentido de se defender dessa "drenagem" externa elevando também suas taxas de desconto, o que é consistente com o paralelismo no comportamento das taxas de juros observado ao longo desses

16Uma observação importante a fazer é que a relevância de exercícios deste tipo está diretamente associada à relevância da taxa de desconto como instrumento para lidar com problemas de balanço de pagamentos. Conforme observado, para muitos países o uso de controles diretos sobrepunha-se ao da taxa de desconto, e um teste como o de Lindert não capta esta dimensão do problema.

anos [Morgenstern (1959)]. O resultado dessa cadeia de respostas é a transmissão de um problema (crise financeira) de Londres mundo afora, e a crônica desses mecanismos de "transmissão" internacional de crises financeiras tem gerado um bom número de trabalhos nos últimos anos [p. ex., Kindleberger (1978 *b*, Cap. 7, e 1985, Cap. 14)].

Uma interpretação interessante para esta noção de "transmissão" é a de que, na verdade, o que se observa é uma transferência temporária de ativos líquidos (ouro, no caso) da "periferia" para o "centro", ou que os centros financeiros privilegiados apenas transferiam o ônus do ajuste a um aumento da preferência pela liquidez para as extremidades mais frágeis do sistema, ou que, em última instância, exportam-se as crises financeiras para a periferia.
Existe pouca evidência sólida a este respeito, o que se deve em alguma medida à dificuldade em se articularem as origens internacionais de crises financeiras na "periferia" cujos relatos se encontram dispersos na historiografia.

Alguns episódios de interesse, todavia, vêm sendo explorados pela literatura sobre "transmissão internacional" de crises financeiras. Dentre estes, convém mencionar especialmente o relato de Kindleberger (1985, Cap. 14) sobre o período 1888/93, que discute em detalhe os canais de ligação entre as crises financeiras ocorridas na Grã-Bretanha, Estados Unidos, França, Alemanha, Argentina, Brasil, Chile, Austrália e África do Sul nesses anos. Pouco tem sido aduzido, por outro lado, contra a hipótese da "transferência do ônus" nessa versão financeira. Nota-se que o poder da taxa de desconto britânica em drenar fundos incide principalmente sobre países europeus [p. ex., Ford (1964)], o que de modo algum invalida o argumento, pois estes podem muito bem estar, como a evidência parece de fato sugerir, repassando adiante as dificuldades. A hipótese tem encontrado certo ceticismo [cf., esp., Moggridge (1987, p. 11)], mas a única tentativa mais direta de contestação parte de uma discussão de Ford (1964) sobre o pânico de 1907,[17] o qual baseia suas conclusões na evidência disposta na **Tabela** 2.2.

Tabela 2.2
Grã-Bretanha: Importação líquida de ouro
(Médias Anuais em £ Milhões)

Anos	Total	Europa	Estados Unidos	Egito índia	América do Sul	Produtores de ouro
1903/05	+3,1	-12,6	-2,1	+0,3	-4,7	+20,3

17 Note-se que Ford (1964) também discute a hipótese da "transferência do ônus" no contexto dos mecanismos de ajustamento sob o padrão-ouro, tal como se faz na próxima seção.

1906/07	+4,8	+1,3	-10,6	-6,8	-6,9	+33,1
1908/10	+3,3	-16,6	+2,1	-6,6	-6,7	+36,0

NOTA: Europa inclui França, Holanda, Alemanha e Império Austro-Húngaro. América do Sul inclui Brasil, Argentina e Uruguai. Os produtores de ouro são África do Sul, Rodésia, Austrália e Nova Zelândia. Os resíduos são pequenos e não estão incluídos. Adaptada de Ford (1964, p. 34).

18 Note-se que a idéia da "transferência do Ônus" tem sido discutida em outro contexto, qual seja, o dos mecanismos de ajustamento sob o padrão-ouro no sentido mais convencional, isto é, envolvendo a articulação entre taxas de juros, termos de troca, exportações de capital, investimento e nível de atividades na Grã-Bretanha e na "periferia". Esta literatura constitui o tema principal da Seção 2.3.

Ford argumenta que o notável aumento das importações de ouro provenientes da África do Sul, Rodésia, Austrália e Nova Zelândia em 1906/07, e a redução nas exportações líquidas de ouro para a Europa foram os fatores que acomodaram o grande aumento no fluxo de ouro para os Estados Unidos nesses anos e que dessa forma não teria havido uma "transferência de ônus". Os dados da Tabela 2.2, contudo, não são incompatíveis com a hipótese da "transferência de ônus", pois, em primeira instância, o papel dos "produtores" de ouro (que elevam sua "produção" em 63% de 1903/05 para 1906/07) é consistente com a hipótese e, em segunda instância, é muito provável que a acomodação proporcionada pela "Europa" em 1906/07) tenha sido obtida às custas da drenagem das reservas metálicas de países periféricos. O assunto somente poderia ser definitivamente resolvido se estivessem disponíveis estatísticas completas para movimentos de ouro para muitos países. Como foi comprovado, no entanto, tais estatísticas inexistem, e as que se encontram disponíveis são de péssima qualidade [cf. Morgenstern (1959)]. O assunto, sem dúvida, merece uma investigação de maior porte que este ensaio não contempla.

1.4.3 — Desequilíbrios Globais e suas Conseqüências

Os mecanismos discutidos na seção anterior dão conta de aspectos "financeiros", ou de "curto prazo", dos mecanismos responsáveis pelo sucesso do padrão-ouro como forma de organização do sistema monetário internacional. Tem-se como muito claro na literatura, todavia, que a contribuição desses mecanismos para a correção de desequilíbrios no balanço de pagamentos britânico era basicamente temporária, sendo não obstante muito importante para permitir a operação de ajustamentos mais "fundamentais", ou seja, mudanças em variáveis macroeconômicas tais como importações, exportações, termos de troca e exportações de capital [cf., p. ex., Ford (1985, p. 144-145)]. A extensa literatura referente ao funcionamento do padrão-ouro em grande medida pode ser tomada como um conjunto de esforços no sentido de se compreenderem estes mecanismos de ajustamento subjacentes ao balanço de pagamentos britânico. Esta literatura é bastante antiga e sua evolução acompanha o próprio desenvolvimento da teoria sobre ajustamento do balanço de pagamentos, que em seus inícios estava incluída no que se chamava de "teoria da

20 Uma extraordinária resenha com este teor é a de Fetter (1968).

transferência". As visões "clássicas" sobre o padrão-ouro forjam-se no seio da controvérsia sobre a "transferência" dos subsídios ingleses a seus aliados no continente durante as Guerras Napoleônicas[18] e atingem sua maturidade,

18 Para uma resenha detalhada das contribuições aí originadas, cf. Viner (1937).

basicamente, com J. S. Mill e, principalmente, com F. W. Taussig e seus discípulos.

As primeiras ondas revisionistas se seguem do fracasso das tentativas de reconstruir o padrão-ouro na década de 1920 e do colapso da economia internacional que daí se seguiu. Diversos economistas revezaram-se na tentativa de demolir as concepções "clássicas" — a essa altura já de "livro-texto" — do padrão-ouro a reboque do sentimento de que visões ingênuas, ou mesmo mistificadoras, sobre omodo como o sistema pré-1914 funcionava tinham sido, em alguma medida, responsáveis pelos erros cometidos nas décadas de 1920 e 1930. [3] As revisões mais recentes se beneficiariam ainda da experiência do pós-guerra e produziriam um quadro razoavelmente amadurecido do modo como o padrão-ouro *realmente* funcionava.[19]

Há várias maneiras de abordar esta literatura. Talvez a mais conveniente seja começar observando as informações contidas na Tabela 2.3, que traz um resumo das principais contas do balanço de pagamentos britânico para alguns anos selecionados.

í
\

22 Destacadamente, em Mill (1921) e Taussig (1917 e 1927). Os discípulos de Taussig ficariam conhecidos como os "neoclássicos de Harvard", dentre os quais se incluem John H. Williams, Frardc D. Granam, Jacob Viner e Harry D. White. Todos trabalhariam com países específicos no período 1860/1914 com o propósito de prover suporte à teoria clássica taussiguiana do balanço de pagamentos: Williams (1920) com a Argentina em 1880/1900, Oraham (1922) com os Estados Unidos para 1862/79, Viner (1924) com o Canadá para 1900/13 e White (1933) com a França para 1880/1913. É significativo que o tom das conclusões destes trabattios e dos comentários do próprio Taussig a respeito seria bastante cético [cf. Fetter (1968, p. 72)].

23 Uma lista nessa linha deverá incluir Barret-Whale (1985), Jones (1933), Nurske (1944, esp. p. 27-46), Walker (1934) e Keynes (1930,Vol.2, Caps.35e36). Dentre os exemplos mais comumentecitados como modelo de "visões ingênuas", deve-se mencionar o famoso Cunliffe Report, de 1918. escrito por uma comissão especial do Parlamento britânico com o propósito de orientar a política da Grã-Bretanha acerca da reconstrução do padrao-ouro domestica e internacionalmente [cf., p. ex., Ford (1962,p.3)[.

19 Destacadamente Triffin (1964), Bloomfield (1959), Lindert (1969), Ford (1962), Scammel (1965) e os ensaios de Bordo e Schwartz (1986).

Tabela 2 3
Grã-Bretanha: Balanço de pagamentos -1907,1910 e 1913
(Em £ Milhões)

	1907	1910	1913
Balanço Comercial[3]	-142	-159	-158
Fretes	85	90	94
Rendas de Investimentos	160	187	210
Juros de Curto Prazo	35	35	35
Totais Invisíveis	280	312	339
Conta Corrente	150	153	181
Empréstimos Emitidos[0]	-91	-207	-198
Reservas	-2	1	-5
Erros e Omissões	51	-47	1

NOTA: Adaptada de Sayers (1976, Vol. 3, p. 308-310).

[8] Inclui exportações líquidas de ouro.

[b] Incluem também comissões.

[c] Valor ao par.

V
i
i

Há padrões muito claros nas contas externas britânicas: a conta corrente mostra-se cronicamente superavitária, apesar da existência de um déficit comercial de avantajadas proporções, principalmente em função das rendas oriundas de fretes e de investimentos britânicos no exterior. O vulto desses itens invisíveis era, portanto, suficiente para sustentar uma política comercial de natureza liberal, ou mesmo prevenir a necessidade de receitas ortodoxas de ajustamento externo que, de outra forma, seriam necessárias em função da persistência do déficit comercial [cf., p.ex., Lindert (1969, p. 775, *passim)* e Triffin (1985, p.125,*passim)]*. Este superávit crônico em conta corrente tinha, no entanto, como contrapatida o gigantesco volume de exportação de capital observado no período 1870/1914, que em média chega a atingir 5,2% do PNB a cada ano [Edelstein (1982, p.3)].

É interessante notar que esses padrões são também observados nos balanços de pagamento de França [White (1933)] e da Alemanha e que se observam apenas nesses dois países [Lindert (1969, p. 72, *passim)]*. Esta evidência pode ser interpretada segundo os cânones clássicos argumentando-se que o superávit em conta corrente estaria efetuando, segundo a terminologia ¡taussiguiana, a "transferência" das exportações de capital, ou seja, modificações nos níveis de preço e de renda ajustariam a conta corrente à necessidade de "transferir" tamanho montante de capital para o exterior. Outra visão seria a de que o superávit em conta corrente se desenvolve ao longo do tempo e que as exportações de capital seriam, assim, "induzidas" de modo a evitar o acúmulo

excessivo de reservas ou a escassez de liquidez internacional. Não se pode descartar inteiramente a interpretação clássica, mas a segunda parece mais promissora à luz da experiência histórica.

Muitos autores ressaltaram como uma virtude incontestável do sistema monetário internacional anterior a 1914 o fato de que jamais se observou uma "escassez de libras" [cf., p. ex., Williams (1968, p. 278)] tal como ocorreria mais tarde uma "escassez de dólares" no século XX, nos anos 20 [cf. Falkus (1971)] e 50/60 [cf. Kindleberger (1950)]. A explicação para isto começa pela observação de que os grandes superávits em conta corrente característicos dos países credores representavam uma forte influência contracionista sobre a economia internacional, de modo que caberia a estes países reciclar de volta à economia internacional este "poder de compra" na forma de exportações de capital. Assim, a dinâmica dos balanços de pagamentos da Grã-Bretanha e, em menor escala, da França e da Alemanha tinha como implicação determinar a disponibilidade de liquidez internacional. E claro que os balanços de pagamentos dessas economias "líderes" — isto é, aquelas cujas moedas desfrutam da condição de moedas internacionais de reserva — não funcionam necessariamente de modo a abastecer adequadamente a economia internacional de liquidez, como mais tarde seria demonstrado em diversas ocasiões.[20]

A persistência desses desequilíbrios resultava em criar uma assimetria flagrante no tocante à capacidade de credores e devedores para enfrentar choques externos. É evidentemente mais fácil desacelerar as exportações de capital, em resposta a uma dificuldade na conta corrente, do que conseguir novos empréstimos para financiar o desequilíbrio ou efetuar ajustes diretamente na conta corrente. Os devedores freqüentemente viam-se na eventualidade de ter de enfrentar penosos processos de ajustamento na conta corrente, o que certamente não ocorria com as economias "líderes" pelo menos na mesma ordem de magnitude. Dai a persistência, nessas economias, de desequilíbrios em conta corrente que não geravam qualquer espécie de mecanismo equilibrador nas palavras de Lindert (1969, p.75), o *status* de economia "líder", *(key currency status*, no original) "permitia à Grã-Bretanha (e à França e à Alemanha em menor escala) adiar um ajustamento contracionista de outra forma inevitável. A posição da Grã-Bretanha logo antes da Primeira Guerra Mundial fornece um exemplo clássico de 'déficit sem lágrimas' " *(déficit without tears*, no original).

Pode-se facilmente tomar trivial o problema argumentando-se que um país que

20Especialmente em se tratando do balanço de pagamentos americano nos anos 20 e 50/60. quando houve "escassez de dólares", conforme mencionado, e também ao final dos anos 60 e inicio de 70, quando se observa o fenômeno oposto.

tem uma moeda que desfruta do atributo da conversibilidade, o que na verdade traduziria em última análise a sua saúde econômica, de fato usufrui de uma vantagem no tocante a seu balanço de pagamentos vis à vis outro de moeda não-conversível e de saúde econômica mais débil, pois pode, até certo ponto, fabricar seu próprio dinheiro para financiar desequilíbrios externos, ou seja, coletar seigniorage do resto do mundo sobre a sua moeda. Deve haver pouca discussão sobre o fato de que existe uma assimetria muito clara aí. O ponto é se isto apenas reflete diferenças no tocante ao dinamismo e à estrutura de cada economia ou se o mecanismo internacional de pagamentos não funciona no sentido de reforçar estas assimetrias ao invés de compensá-las. Estas dúvidas não encontram respostas muito sólidas na literatura e carecem de maior esforço de pesquisa.

1.4.4 — Desequilíbrios ao Longo do Ciclo

É interessante observar que, em termos muito genéricos, a exata contrapartida do superávit crônico em conta corrente dos países centrais era a existência de déficits em conta corrente mantidos por períodos prolongados em países periféricos. Deste estado de coisas resultava, evidentemente, que estes ficavam à mercê dos humores e conveniências dos mercados financeiros na Europa, ou seja, "o balanço de pagamentos da chamada 'periferia' seria auxiliado no longo prazo pelas grandes importações de capital postas à sua disposição pelos mercados financeiros da Europa industrial, mas estes países pagariam por esta dependência através de flutuações perversas na disponibilidade desse capital e em seus termos de troca ao longo do ciclo. A instabilidade das taxas de câmbio de muitos países—países que não os de áreas coloniais ou semicoloniais estreitamente ligadas ao sistema monetário e bancário de suas metrópoles — tem aqui uma de suas muitas explicações" [Triffin (1985, p.127)].

Observações semelhantes podem ser retiradas também do longo ensaio de Alec Ford sobre a experiência da Argentina sob o padrão-ouro, mas não é tão claro que os padrões cíclicos de articulação entre disponibilidade de capital e déficit em conta corrente, ou termos de troca, sejam consistentemente "perversos" para outras economias latino americanas.[21] Muitos autores trabalharam sobre os padrões cíclicos de articulação entre exportações, termos

21 Para uma discussão mais recente, cf. Eichengreen (1989, p. 15-16).
27 Há pouca evidência de que, como contrapartida à obtenção de empréstimos em Londres, se exigisse que preferências comerciais a favor da Grã-Bretanha fossem exercidas.

de troca, conta corrente e exportações de capital para a economia britânica. Observa-se em geral certa cautela em se enunciarem "fatos estilizados" acerca do período 1870/1914, pois a diversidade de padrões observados, freqüentemente enfatizada pelos historiadores, pode levar facilmente a "generalizações indevidas" [cf. Saul (1960, p. 133) e Ford (1962, p. 54)]. Ainda

assim, é interessante elaborar sobre algumas das seqüências que mais aparecem nos diversos modelos propostos para "articulações perversas". A primeira delas, "uma parte vital do processo", de acordo com Ford (1962, p.53), é a ligação entre exportações de capital e exportações: estas aparentemente se revitalizavam em resposta àquelas. Este vínculo é difícil de ser estabelecido diretamente, mas a relação estatística entre exportações e exportações de capital parece razoavelmente sólida [Ford (1962, p.73)]. Em seguida, em um segundo momento, o crescimento das exportações eleva o nível de atividade e as importações, mas ainda assim a conta corrente tende a melhorar, sendo muito provável, no entanto, que esta melhoria não seja da mesma ordem de magnitude das exportações de capital iniciais, de modo que haveria certa pressão sobre as reservas. A resposta a isto seria uma elevação na taxa de desconto que desaceleraria as exportações de capital e, em seguida, as exportações, pondo fim ao *boom*. Esta é uma seqüência mais ou menos simples, mas que pode não se mostrar exatamente clara à luz da evidência, pois afinal cada ciclo apresenta fatores específicos que o caracterizam.

Existem pelo menos dois fatores que, se sobrepostos a esta seqüência básica, podem modificá-la significativamente: o investimento doméstico e os termos de troca. O modo como o comportamento do investimento doméstico se insere na seqüência básica não é claro *a príori* Uma hipótese comum é a de que há uma correlação negativa entre exportações de capital e investimento doméstico, o que basicamente supõe que ambos disputam recursos escassos no mercado de capitais londrino. É claro, por outro lado, que ambos se movem juntos quando varia o volume destes recursos, o que indicaria uma correlação positiva. Isso é consistente com a evidência de que há, de fato, uma correlação negativa entre ambos quando medidos como percentagens do PIB, mas que de fato não se observa quando medidos em termos absolutos, mesmo quando deflacionados [cf., p. ex., Stone (1971, p. 324)]. No caso de uma correlação negativa entre investimento doméstico e exportações de capital, ocorre que, quando estas últimas desaceleram, e com elas as exportações e o nível de atividade, o investimento doméstico se eleva, amortecendo esta queda ou mesmo evitando-a. Quando as exportações de capital estão crescendo, a queda no investimento doméstico contribui para melhorar a conta corrente e retardar o momento quando se manifestará uma pressão sobre as reservas. Assim sendo, basicamente o investimento doméstico tem um papel estabilizador se está negativamente correlacionado com as exportações de capital, e desestabilizador no caso oposto.

A evidência nesse sentido parece tender para a correlação negativa [cf. Bloomfield (1968)], havendo, contudo, períodos de correlação positiva. Aceita-se, portanto, em geral, a hipótese da correlação negativa, a qual, aliás, faz parte

de alguns estudos clássicos sobre o assunto [cf., p. ex., Caincross (1953) e Rostow (1948)] e serve como base do argumento de que o excesso de exportações de capital teria sido prejudicial à economia britânica antes de 1914 [cf. Pollard (1985)].

No tocante aos termos de troca, também não se tem claro *a priori* como estes se comportam ao longo da seqüência acima descrita. A hipótese mais comum, inicialmente enunciada no estudo clássico de Caincross (1953), é a de que existe uma correlação negativa entre exportações de capital e termos de troca. O argumento básico aí é o de que os termos de troca representam uma *proxy* para a lucratividade relativa do investimento doméstico *vis-à-vis* o investimento no exterior, de modo que termos de troca desfavoráveis para a Grã-Bretanha denotam boas oportunidades de investimentos no exterior e os induzem às custas dos investimentos domésticos. Em seguida, supõe-se â^ue as exportações de capital resultam em investimentos de infra-estrutura nos países receptores, que têm como conseqüência aumentos de produtividade e/ou reduções nos preços, do que resulta que as exportações de capital melhoram os termos de troca para a Grã-Bretanha [cf. Caincross (1953, esp. Cap. 7)]. A evidência parece apoiar a correlação positiva, mas apenas quando se controla para outros fatores, o que é reconhecido por Caincross (1953, p.190) [cf., também, Lewis (1978a, p. 179-180), Stone (1971) e Richardson (1972)] .

Do ponto de vista da economia periférica típica, são claras as implicações dos padrões acima aludidos. No caso de uma correlação negativa entre termos de troca britânicos e exportações de capital, por exemplo, tem-se que estas ocorrem exatamente quando os termos de troca estão favoráveis para o país receptor, gerando uma dupla bonança. Em um segundo momento, com o aumento do nível de atividade e das importações na periferia, os termos de troca começam a piorar e cria-se um déficit em conta corrente que "transfere" os influxos de capital. Com a desaceleração das entradas de capital que fatalmente se observa em seguida, o déficit em conta corrente tem de ser eliminado via ajustes na renda ou na taxa de câmbio justamente quando os termos de troca estão em seu pior momento. O investimento doméstico não pode funcionar como estabilizador mantendo o nível de atividade, tal como nas economias "líderes", basicamente porque a necessidade de eliminar o déficit não o permite.

Em contraste, no caso de uma correlação positiva, tem-se que as exportações de capital teriam certo caráter compensatório, ou seja, se expandiriam em resposta a dificuldades na conta corrente provocadas por movimentos adversos nos termos de intercâmbio, financiando esses desequilíbrios. Não é possível se ter claro *a priori* qual era o padrão cíclico dominante — o "perverso" ou o "estabilizador". A experiência histórica revela padrões bastante variáveis em se tratando da experiência britânica: o *timing* das

exportações de capital dos países centrais (Reino Unido, França, Alemanha e Estados Unidos) foi inclusive descrito por Lewis (1978o, p. 178-180) como "um enigma". Trata-se, evidentemente, de um problema empírico cuja solução remete, nos próximos capítulos, a um exame da experiência brasileira.

2.5 — Sumário

Em resumo, procurou-se explorar a existência de assimetrias nos mecanismos de ajustamento inerentes ao sistema monetário internacional antes de 1914, as quais aparentemente estariam por trás do fato de que as "extremidades" do sistema experimentaram muito mais instabilidade macroeconômica que o "centro". Nesta linha, cabe relacionar: *a)* os padrões de distribuição geográfica da liquidez internacional e o controle exercido pelo Banco da Inglaterra sobre a administração das reservas dos países da área da libra; *b)* a própria condição de moeda internacional de reserva desfrutada pela libra, que não decorria propriamente de sua conversibilidade, ou da disponibilidade de reservas metálicas por parte do Banco da Inglaterra, mas, em
última instância, da posição central da Grã-Bretanha no cenário econômico internacional; *c)* a gerência da política de descontos do Banco da Inglaterra e os padrões cíclicos de articulação entre exportações de capital e de mercadorias, termos de troca e investimento doméstico. A superposição desses mecanismos prove uma base sobre a qual deve se assentar um exame da experiência macroeconômica de países específicos no âmbito do padrão-ouro.

Capítulo 3

O BALANÇO DE PAGAMENTOS DO BRASIL — 1870 /1900

O exame da experiência do Brasil com o padrão-ouro durante as últimas décadas do século XIX se vê grandemente prejudicado pela precariedade das estatísticas relativas às transações do país com o exterior. Diante disso, um esforço preliminar a qualquer tentativa de análise deve ser o de compilar, consolidar e mesmo produzir estas estatísticas, sendo este o propósito deste capítulo. Existem algumas tentativas de se reunirem as principais contas do balanço de pagamentos para diversos períodos anteriores ao início da publicação das estatísticas oficiais após a II Guerra Mundial,[22] e apenas uma delas, ainda que preliminar, no sentido de ampliar o leque de estatísticas referentes às transações com o exterior de modo a avaliar o balanço dessas transações [Franco (1983, Cap.l, Apêndice)]. Esses esforços encontraram inúmeras dificuldades no tocante à disponibilidade de estatísticas apropriadas, pois estas — como se terá oportunidade de ver em seguida — permitem apenas estimativas com larga margem de erro.

O capítulo está organizado da seguinte forma: as três seções que se seguem

22 Para um resumo comentado destes esforços , cf. IBGE (1987, p. 513-517).

tratam, respectivamente, das dificuldades relativas às contas comerciais, do governo
(isto é, referentes à dívida externa e garantias de juros, dentre outras) e privadas (que
compreendem transações financeiras e relativas à navegação, dentre outras); na Seção 3.4 consideram-se as contas de resultado;e na Seção 3 .5 apresenta-se o balanço de pagamentos, obtido através da reunião de todas as estimativas anteriores.

3.1— Contas Comerciais

As estatísticas comerciais do Brasil para o período anterior à I Guerra Mundial registram duas importantes descontinuidades. A primeira se observa em 1890, quando o então Ministro da Fazenda Rui Barbosa determinou a extinção da Repartição Especial de Estatística do Tesouro Nacional, que durante
anos esteve sob a competente direção de Sebastião Ferreira Soares [cf. IBGE (1987, p. 513)]. Rui Barbosa tencionava dispersar as funções da Repartição pelas varias alfândegas regionais, daí resultando um quase absoluto colapso da produção de estatísticas. Até 1889, os Relatórios do Ministro da Fazenda, que traziam detalhamentos importantes para as contas comerciais, eram, na verdade,
as fontes primárias de informação para a construção de séries retrospectivas, tais como, por exemplo, as que constam no amplamente utilizado Anuário Estatístico do Brasil de 1939/40. As estatísticas imperiais eram, de fato, de muito boa qualidade, como facilmente se observa a partir dos vários livros publicados por Soares (1865,1873 e 1883) sobre o seu trabalho.

A partir de 1890 até 1908, no entanto, em conseqüência da iniciativa de Rui Barbosa, os Relatórios da Faizenda não trazem mais estatísticas de comércio exterior. Toda a informação disponível deriva do Anuário de 1939/40, o qual traz revisões drásticas dos dados anteriormente apresentados no Anuário de 1907/10. Não se tem qualquer memória sobre os dados que aí foram registrados e tampouco sobre a revisão de 1939/40. Não existe, portanto, qualquer forma de se verificar a qualidade dos números para a década de 1890.

Em 1900, este quadro seria drasticamente modificado quando o então Ministro da Fazenda Joaquim Murtinho contratou J. P. Wileman para reorganizar a produção de estatísticas no âmbito do Ministério da Fazenda. Wileman havia publicado poucos anos antes um livro com estatísticas agrupadas
para as principais contas do balanço de pagamentos, que trazia diversas críticas e sugestões sobre as estatísticas brasileiras.[23] A partir daí, a qualidade da informação estatística melhora sobremodo, e a maior parte das deficiências geradas pela iniciativa de Rui Barbosa é corrigida.

As estatísticas disponíveis para o período anterior a 1890, ou sej a, aquele
sob a direção de Ferreira Soares, merecem algumas observações. Um primeiro detalhe que se deve levar em conta diz respeito ao exercício fiscal considerado

23 Cf. a discussão destes problemas em IBGE (1987. p. 513-51'

para fins de coleta de dados. Até 1888, as estatísticas eram agrupadas de acordo com o exercício fiscal que ia de julho a junho. Em função disso, não só as estatísticas comerciais mas todas as outras relativas ao governo, ou coletadas por este, adotavam este mesmo procedimento. Tendo em vista que todas estas contas se encontram disponíveis apenas nessa base, não resta outra alternativa senão construir o balanço de pagamentos também neste mesmo sistema. Isto cria um problema, porque em 1887 resolveu-se restabelecer o ano fiscal de janeiro a dezembro, que tinha sido abolido em 1833. Dessa forma, o segundo semestre de 1887 foi objeto de contabilidade em separado, e o orçamento de 1886/87 teve três semestres. Estão disponíveis as estatísticas para o período que se segue, 1888/1900, considerando o novo ano fiscal igual ao ano civil. As estimativas para o balanço de pagamentos aqui adotadas seguem este procedimento para o período posterior a 1887.

Outro problema nas estatísticas do período sob a égide de Ferreira Soares relacionava-se com o uso de "valores oficiais" no registro das transações comerciais. As alfândegas registravam quantidades transacionadas e utilizavam para fins de incidência de tarifas e impostos uma pauta variável de preços, sendo as estatísticas de comércio obtidas pela simples multiplicação das quantidades por estes "valores oficiais". Todo o problema era que esta pauta de preços muito freqüentemente distanciava-se («ps preços efetivamente praticados, acumulando-se, em função disso, distjjrções nas estatísticas, especialmente em períodos de maior inflação.[24]

O problema mais sério, contudo, referia-se à inclusão, nas estatísticas comerciais, das importações e exportações de ouro e prata, as quais certamente não tinham o mesmo caráter das outras importações e exportações de mercadorias, especialmente se for lembrado que estava em plena vigência o padrão-ouro. As taxas de câmbio flexíveis (ainda que não inteiramente livres de intervenção governamental) praticadas pelo Brasil na maior parte desses anos não invalida o fato de que transações com metais amoedados tinham o caráter de transações "compensatórias" e, em função disso, deveriam ser registradas como tal. Este problema foi identificado nas primeiras estatísticas que se produziram depois de 1900, publicadas pelo Anuário Estatístico do Brasil de 1907/10, ao trazerem em separado os movimentos de metais amoedados. Como a presença dessas transações nas contas comerciais relativas ao período anterior a 1900 introduz distorções por vezes bastante significativas nas estatísticas, tem-se, assim, um quadro nebuloso das relações comerciais com o exterior. Para os anos anteriores a 1890, as somas relativas às transações com ouro e

24 Par» uma discussão detalhada, cf. Wileman (1969, p. 82-86).

4 Como mostra, por exemplo. Lago (1982 e 1986) para o período 1846/68.

prata
podem ser deduzidas dos totais reportados para as exportações e importações de mercadorias, pela simples consulta aos Relatórios da Fazenda ou outros documentos do Tesouro Nacional [cf., p. ex., Soares (1883)]. Quando a informação não foi obtida por esta via, utilizam-se aquelas contidas em relatórios consulares ou os valores reportados pela alfândega do Rio de Janeiro, freqüentemente reproduzidos no Retrospecto Comercial do *Jornal doComércio?*

Para o período 1890/1900, dada a absoluta inexistência de estatísticas oficiais, a única solução para eliminar as transações com metais das estatísticas comerciais foi recorrer aos valores reportados nos volumes de estatísticas britânicas, nos quais é possível encontrar o comércio bilateral de metais preciosos para esses anos. Esta solução, entretanto, é bastante precária, porque, obviamente, a cobertura é apenas parcial, isto é, não são consideradas as transações com metais entre o Brasil e outros países. As efetuadas com a Grã-Bretanha representavam apenas uma parte do total, como pode ser avaliado
na Tabela 3.1, nos anos para os quais é possível cruzar as informações.

Tabela 3.1
Importações de ouro e prata —1883/84 a 1886/87
(Em Contos de Réis) *)*

Exercício	Total	Da Grã-Bretanha	%
1883/84	5.3ÔÔ	2.284	43,1
1884/85	4.017	1.249	31,1
1885/86	6.447	186	2,9
1886/87	5.645	1.701	30,1

FONTES: RCB, "Report by Cônsul Ricketts on the Trade and Commerce of Rio de Janeiro for the Year 1885", p. 200-201; RCB 217, Ricketts to Salisbury, 6/6/1887, p. 6-7; e RCB 265, Ricketts to Salisbury, 23/1/1888, p. 8-9.

A parte mais significativa do movimento de metais preciosos envolvia os países da região do Prata. Em 1888, por exemplo, o total das importações de ouro e prata atingiu £ 2.406 mil, sendo que apenas £ 501 mil da Grã-Bretanha

5 A maior parte das transações com metais passava pelo porto do Rio de Janeiro, de modo que há pouca (freqüentemente nenhuma) diferença entre os totais para importações e exportações de ouro e prata para o conjunto das alfândegas do país e os totais transacionados na capital.

e £ 972 mil do Uruguai e £ 687 mil da Argentina.[25] O Brasil era um importador líquido de metais da área do Rio da Prata, apesar do fato de o comércio brasileiro
com esta região ter sido geralmente superavitário para esta.[26] Em função disso, é bastante óbvio que as transações com metais se encontram subestimadas para 1890/1900.[27]

Além disso, existem problemas bastante conhecidos relativos à consistência de estatísticas de movimentos de metais entre vários países. Em um estudo que se tornou clássico, Morgenstern (1950) observou as estatísticas relativas a transações com ouro dos Estados Unidos, da Grã-Bretanha, da França
e da Alemanha, apontando discrepâncias extraordinárias entre as exportações de ouro de um país para outro (segundo as estatísticas do primeiro) e as importações do primeiro pelo segundo (de acordo com as estatísticas deste). Como estas discrepâncias se devem a muitos motivos, não há razão para crer que não existissem também nas transações entre o Brasil e o Reino Unido.

A Tabela 3.2 apresenta as estatísticas para o comércio de mercadorias e com metais preciosos.

3.2 — Contas do Governo 1

O governo brasileiro era responsável por uma parte muito significativa das transações com o exterior, especialmente as financeiras, sendo as rubricas mais importantes associadas à dívida pública externa, às garantias de juros e às próprias compras de mercadorias já incluídas nas importações. As informações relativas à dívida pública externa, especialmente a do governo federal, são encontradas nos Relatórios da Fazenda. Anos mais tarde, elas foram agrupadas nos diversos trabalhos de Bouças (esp. 1950 e 1955) no âmbito do Conselho Técnico de Economia e Finanças. A Tabela 3.3 foi construída tendo em mente estas informações, assim como as revisões contidas em IBGE (1987, Tab. 11.7,

25 RCB 807, Wyndham to Salisbury, 3/11/1890, p. 9.

26 Em 1888, por exemplo, o saldo da balança comercial do Brasil para com estes países foi negativo e da ordem de £ 1.452 mil (£ 1.140 mil com o Uruguai e £ 312 mil com a Argentina). RCB 807, Wyndham to Salisbury, 3/11/1890, p. 10.

27 Uma solução para o problema seria a de observar nas estatísticas argentinas e uruguaias os valores para o comércio de ouro com o Brasil. Tais publicações, contudo, não puderam ser encontradas no Rio de Janeiro.

p. 541).[28] Note-se que a contratação de empréstimos externos envolvia o lançamento de um título no mercado financeiro londrino geralmente vendido por um preço menor que seu valor de face. Denominava-se "tipo" o preço de venda do título considerando o valor de 100 para o valor de face. O "desconto por diferença de tipo" que consta da Tabela 3.3 significa, por exemplo, que para um empréstimo do tipo 90, contrai-se uma dívida de 100 mas recebe-se apenas 90 a título de "entrada líquida".

28 Sobre a natureza das revisões introduzidas, cf. IBGE (1987, p. 517). É importante assinalar, todavia, que as séries revistas no trabalho do IBGE, incluem alguns empréstimos estaduais e municipais que não são considerados nos números da Tabela 3.3, razão por que estes não coincidem com os do IBGE a partir de 1388.

Tabela 3.2
Comércio de Mercadorias e de Ouro -1870/71 a 1900
(Em S. Milhares)

	Dados Brutos		Movimentos de Ouro			Mercadorias (Valores				
	mporta-	Exporta-	Importa-		Saldo	Exporta-	Importa-	Saldo	Saldo	Diferença
Exercício	Exporta-		ções				ções		Bruto	
	ções	ções	(3)	ções	(EW4K S	ções		®-<BH7)	SM1XZ)	(%)
	tn	*m*		(41						rira. EPÜ«JI
1870/71	15.439	14.925	33	0	-33	15.406	14.925	481	514	93,5
1871/72	19.089	15.045	83	2.815	2.731	19.006	12.230	6.775	4.044	167,5
1872/73	22.392	16.516	42	0	-42	22.350	16.516	5.834	5.876	99,3
1873/74	20.620	16.609	93	0	-93	20.527	16.609	3.918	4.011	97,7
1874/75	22.392	17.995	142	484	341	22.250	17.511	4.738	4.397	107,8
1875/76	20.820	19.522	223	949	727	20.597	18.573	2.025	1.298	156,0
1876/77	20.573	16.504	186	396	210	20.387	16.108	4.279	4.069	105,2
1877/78	19.063	16.728	208	400	192	18.855	16.328	2.527	2.335	108,2
1876779	19.508	15.631	233	582	349	19.275	15.049	4.226	3.877	109,0
1879/80	19.789	15.454	216	953	,737	19.573	14.501	5.072	4.335	117,0
1880/81	21.249	16.529	132	792	İ661	21.117	15.737	5.381	4.720	114,0
1881/82	19.138	16.621	159	933	774	18.979	15.688	3.291	2.517	130,7
1882/83	17.378	16.782	129	713	583	17.249	16.069	1.179	596	197,9
1883/84	19.493	18.187	133	590	457	19.360	17.597	1.763	1.306	135,0
1884/85	19.504	15.381	305	466	161	19.199	14.915	4.284	4.123	103,9
1885/86	15.110	15.306	355	859	504	14.755	14.447	308	-196	-157,0
1886787	20.502	16.120	175	725	551	20.327	15.395	4.933	4.382	112,6
1887(2=)	11.703	9.690	110	443	333	11.593	9.247	2.346	2.013	116,6
1888	21.714	19.724	79	2.033	1.954	21.635	17.691	3.944	1.990	198,2
1889	28.552	24.002	88	3.411	3.323	28.464	20.591	7.873	4.550	173,0
1890	26.382	24.019	2.545	1.205	-1.340	23.837	22.814	1.023	2.363	43,3
1891	27.136	25.565	3.364	1.535	-1.829	23.772	24.030	-258	1.571	-16,4
1892	30.854	26.302	624	556	-68	30.230	25.746	4.484	4.552	98,5
1893	32.007	26.215	650	397	-253	31.357	25.818	5.539	5.792	95,6
1894	30.491	27.145	274	377	103	30.217	26.768	3.449	3.346	103,1
1895	32.586	29.212	259	1.930	1.671	32.327	27.282	5.045	3.374	149,5
1896	28.333	27.880	243	548	305	28.090	27.332	758	453	167,3
1897	25.883	22.990	394	366	28	25.489	22.624	2.865	2.893	99,0
1898	25.019	23.536	368	1.136	768	24.651	22.400	2.251	1.483	151,8
1899	25.545	22.563	444	1.613	1.169	25.101	20.950	4.151	2.982	139,2
1900	33.163	21.409	481	220	-261	32.682	21.189	11.493	11.754	97,8

FONTES: IBGE (1987, p.523); Retrospecto Comercial do Jornal do Comércio, vários números; Souza (1893, p. 22); RCB504, Wyndham to Salisbury, 19/2/1889,p.17; RCB 'Report by Cônsul Rickett on the Trade and Commerce of Rio de Janeiro for the Year 1885", p 200-1; RCB 106, Ricketts to Salisbury, 9/2/1887, p. 3; RCB 265, Ricketts to Salisbury, 23/1/1888, p. 10; RCB 1.136, Greville to Roseberg, 10/10/1892, p. 5; e United Kingdom (1897, p. 134-40, e 1907, p. 204-16).

Diversas novas revisões são aqui propostas à luz de novas informações, obtidas principalmente junto aos Arquivos da Casa Rothschild, acerca do desenvolvimento de cada uma das operações de empréstimo realizadas pelo governo federal e relacionadas na Tabela3.4.

As alterações trazidas pela Tabela 3.3 em relação aos números dos trabalhos do IBGE (1987) e de Bouças (1950 e 1955), além da exclusão de empréstimos públicos não federais, são as seguintes:

a) A maior parte dos empréstimos se fez em prestações sucessivas, de modo que cada uma dessas entradas deve ser alocada ao exercício no qual elas foram feitas. Note-se que em IBGE (1987) esta preocupação esteve presente, mas aí não se considerava o exercício fiscal tal como existia até 1888, e sim o ano civil. Para assegurar consistência com os dados comerciais e contas do governo em
geral, usou-se o exercício fiscal e, com isso, levando em conta as datas das entradas
como se encontram reportadas nos respectivos contratos que são reproduzidos em
Carreira (1889), observa-se que vários empréstimos anteriores a 1888 (1871, 1875,
1883 e 1886) tiveram entradas em dois exercícios.

\

b) Através de informações obtidassjunto aos Arquivos da Casa Rothschild, foi
possível obter detalhes sobre o empréstimo de curto prazo de 1892, que não é mencionado em Bouças (1950 e 1955) e, em grande medida, ignorado na historiograf a.[29] Esta operação foi sugerida em carta de 14 de abril de 1892 da parte dos
banqueiros, na qual se sugeria um "plano similar ao utilizado habitualmente pelas
colônias", ou seja, o de "colocar privadamente entre amigos *(sic)* [isto é, sem apelar
para o público em geral] letras do Tesouro ao par, de 9,12 e 15 meses a 5%". Em carta
de 3 de junho, os banqueiros davam conta de que o lançamento de £ 1,0 milhão foi
bem-sucedido e feito "muito privadamente, isto é, sem a abertura de uma subscrição

29 A operação é mencionada em RCB 1.321. Wyndham to Roseberry, 7/11/1893, p.18.

pública".[30] Os valores correspondentes a entrada, juros, comissões e amortizações
foram devidamente agregados aos números de IBGE (1987).

30 Arquivos da Casa Rosthschild, Seção XI (correspondência), 142-145, letter copybook Brazilian Agency (1887/94).

Tabela 3.3
Dívida Pública Externa do Governo Federal -1870/71 a 1900
(Em £ Milhares)

Exercício	Entradas Brutas	Desconto por Tipo	Entradas Uquidas	Juros	Comissões	Aiiwtoyoas	Dívida
1870/71	1.555	166	1.389	603	50	343	14.276
1871/72	1.905	204	1.701	755	62	356	15.825
1872/73	0	0	0	734	13	362	15.463
187374	0	0	0	715	13	410	15.053
187475	0	0	0	685	13	423	14.630
1875/76	2.744	94	2.650	908	76	444	16.930
1876/77	2.557	87	2.470	876	79	450	19.037
1877/78	0	0	0	832	19	536	18.501
1878/79	0	0	0	777	19	573	17.928
1879/80	0	0	o »	724	19	774	17.154
1880/81	0	0	o !	669	19	601	16.553
1881/82	0	0	0 '	611	19	683	15.870
1882/83	0	0	0	550	19	868	15.002
1883/84	2.055	222	1.833	693	71	566	16.491
1884/85	2.544	272	2.272	630	71	617	18.418
1885/86	2.707	133	2.574	565	19	592	20.533
1886/87	3.724	184	3.541	1.191	33	1.005	23.253
1887(2")	0	0	0	373	13	301	22.952
1888	6.297	186	6.112	811	137	681	28.568
1889	19.837	1.962	17.785	911	213	18.054	30.351
1890	0	0	0	1.305	14	199	30.152
1891	0	0	0	1.299	15	309	29.843
1892	1.000	0	1.000	1.279	15	390	30.453
1893	2.650	635	2.015	1.498	16	1.403	31.700
1894	1.070	233	838	1.430	18	558	32.212
1895	8.364	1.051	7.313	1.505	200	1.166	39.410
1896	2.078	178	1.900	1.970	53	1.918	39.570
1897	0	60	1.940	1.874	34	1.689	37.881
1898	2.000	0	3.421	1.053	25	1.511	38.370
1899	0	0	2.908	359	15	1.124	37.246
1900	0	0	2.869	444	9	624	36.623

FONTES: Bouças (1950 e 1955); Carreira (1889); IBGE (1960 e 1987); e Arquivo da Casa' Rothschild.

Tabela 3.4
Relação dos empréstimos contratados pelo governo federal –1870/1900

Número	Data do Contrato	Valor (Milhares de Libras)	Juro (%)	Preço	Prestações	Observações
l	**1871**	**3.000**	**5**	**89**	**Em seis meses**	
2	**1875**	**5.000**	**5**	**96,5**	**Em 10 meses**	
3	**1883**	**4.000**	**4.5**	**89**	**Em 10 meses**	
4	**1886**	**6.000**	**5**	**95**	**Em seis meses**	
5	**1888**	**6.000**	**5**	**97**	**Em seis meses**	
6	**1889**	**19.837**	**4** **5**	**90** **Par** ^ 1	**Imediato**	**Empréstimo destinado apenas a converter a divic** **a 5% em circulação em papéis de 4%**
7	**1892**	**1.000**				**Letras do Tesouro a vencer em até 15 meses.**
8	**1893**	**3.720**	**5**	**80**	**Em 10 meses**	**Emissão começa em março de 1893, mas somente se completa em dezembro de 1894**
9	**1895**	**2.000**	**5**	**Par** **83**	**Imediato**	**Letras do Tesouro a vencer em até 15 meses.**
10	**1895**	**7.442**	**5**		**Em 10 meses**	
11	**1896**	**1.000**	**5**			**Letras do Tesouro a vencer em um ano, emitidas em Paris**
12	**1898**	**2.000**	**5**	**Par**	**Imediato**	**Letras do Tesouro a vencer em até 24 meses**
13	**1898**	**8.614**	**5**	**Par**	**-**	***Funding loan-bonds* emitidos durante quatro anos**

FONTES: Bouças (1950 e 1955); Carreira (1889); e Arquivos da Casa Rothschild.

c) Também através dos Arquivos da Casa Rothschild foi possível reconstituir o lartçamenlo do ernpréstimo da Companhia Estrada de Ferro Oeste de Minas, que terminou sendo apropriado pelo governo federaL Em carta de 14 de abril de 1893, os banqueiros comunicam que o lançamento das £ 3.720 mil inicialmente planejado "não tinha

sido
tão bem-sucedido quanto previsto", o que era "absolutamente essencial que ... permanecesse em segredo". Apenas £ 2.500 mil tinham sido colocadas, sendo que mais de £ 150 mil o foram logo em seguida. O resto da emissão somente pôde ser colocada em 1894, nos meses de setembro (£ 360 mil) e dezembro (£ 269 mil líquidas).31 Em função disso, as entradas relativas a este empréstimo foram alocadas tomando em conta as sucessivas colocações e os cronogramas contratuais para as prestações dos subscritores. Os juros e amortizações foram obtidos dos termos contratuais e agregados aos dados de Bouças (1950 e 1955), que são os mesmos do IBGE (1987), apenas com a exclusão dos empréstimos estaduais.

d) Em janeiro de 1895, o Brasil contratou um outro empréstimo de curto prazo: novamente Letras do Tesouro de 9, 12 e 15 meses, ao par, e a 5%, "colocadas entre amigos".[32] Mas o país continuou carente de recursos e insistindo junto aos banqueiros para o lançamento de um grande empréstimo. Em junho, finalmente, fez-se o lançamento do empréstimo de £ 7.442 mil, mencionado na Tabela 3.4, em condições não muito boas, pois se destinava em parte a "rolar" as Letras do Tesouro emitidas em janeiro, que o governo brasileiro aparentemente não teria condições de honrar. A contabilidade da Tabela 3.3 registra o lançamento das Letras de janeiro, assim como sua amortização nos prazos **previstas,** o que não consta dos dados do IBGE (1960 e 1987) e Bouças (1950 e 1955).

e) Note-se, por fim, que o estoque da dívida externa em circulação ao fim de 1900 é aproximadamente igual ao que se encontra em Bouças (1950 e 1955), sendo que a diferença se explica pela presença, na Tabela 3.3, do saldo presumível cm circulação do empréstimo da Oeste de Minas,

No tocante à dívida publica externa dos estados e municípios, existem apenas as informações relativas aos contratos de cada empréstimo, e mesmo assún para apenas alguns deles. Note-se que existem nove empréstimos de estados e municípios na década de 1890, tal como relacionado na Tabela 3.5.

Note-se que os termos dos contratos somente são inteiramente conhecidos em dois dos casos. Com base nesses termos, foram estimados os valores relativos a entradas, juros, amortizações e comissões, considerando

31 ***Ibid,*** **segundo cartas de 14/9/1894 e 28/12/1894.**

32 Arquivos da Casa Rothschild, Seção XI (correspondência), 142-146, letter copybook Brazilian Agency (1895/1900).

que os termos contratuais são os mesmos para os empréstimos a cujos contratos não houve acesso.[33] Os resultados são mostrados na Tabela 3.6.

33 Foram considerados juros de 5%. preço igual a 90,35 anos de prazo e entradas realizadas 60% no ano do contrato e 40% no ano seguinte.

Tabela 3.5

Rdação dos empréstimos contratados por governos estaduais e municipais —

Nú - me - ro	Data do Contrato	Valor (Milhares de Libras)	Juro (%)	Tipo	Tomador	Observações
1	**1881**	**127**	**?**	**7**	**São Paulo**	**Da Cia. Cantareira, encampada pelo Estado.**
2	**1888**	**350**	**?**	**?**	**São Paulo**	***Idem***
3	**1888**	**787**	**?**	**90**	**São Paulo**	**RCB 498, Cowper to Salisbury, 19/2/1889, p.7**
4	**1886**	**800**	**5**	**95**	**Bahia**	**Em francos, agenciado pelo Banque de Paris et des Pays Bas**
5	**1888**	**100**	**6**	**?**	**Santos**	**Mencionado em Bouças (1942, p. 306)**
6	**1889**	**500**	**4**	**87.5**	**Rio de Janeiro**	
7	**1894**	**700**	**5**	**70 j t**	**Espírito Santo**	**Em francos, agenciado pelo Banque de Paris et des Pays Bas**
8	**1896**	**2.600**	**7**	**?**	**Minas Gerais**	***Idem***
9	**1899**	**1.000**	**7**	**7**	**São Paulo**	**Da Cia. Cantareira, encampada pelo Estado**

PONTES: Bouças (1934); RCB498, Cowper to Salisburv, 19/^1889, p. 7; eBouças

Resta apenas mencionar que o Brasil era credor da Argentina, Uruguai e Paraguai em importâncias pequenas. A evolução das contas relativas a essas dívidas não foi considerada.

Os valores relativos aos pagamentos por conta de garantias de juros e subsídios à imigração, assim como os de quaisquer outros gastos do governo no
exterior, podem ser obtidos diretamente dos relatórios dos ministérios responsáveis, ou dos Balanços Gerais da União. Uma dificuldade em arrolar estes itens, no entanto, está associada aos métodos de escrituração das despesas públicas. A praxe era a de tomar o custo efetivo em mil-réis de uma determinada
despesa realizada no exterior e dividi-lo em duas partes: o valor em libras do pagamento convertido pela taxa de câmbio de paridade (27*pence* por mil-réis) e o valor que faltava para completar o total efetivamente pago em mil-réis. Este

segundo valor, que era tanto maior quanto mais distante a taxa de câmbio estivesse da paridade, era lançado em uma conta denominada "diferenças de câmbio", que passou a registrar valores muito grandes especialmente após 1891.

É importante notar, contudo, que as diferenças de câmbio eram geradas apartír
de *todas* os pagamentos em moeda estrangeira ou ouro a residentes e não residentes no
Brasil. Incluem-se nesse total, por exemplo, as diferenças de câmbio produzidas em
compras de mercadorias no exterior ou no serviço da dívida interna em ouro (para
tomadores residentes ou não residentes). Por causa disso não é possível simplesmente
agregar as diferenças de câmbio aos valores "ao par" das despesas associadas à dívida
eximia, garantias cie juros esubskik^
os valores em libras para as despesas que interessam a este estudo, o

Tabela 3 6
Dívida Externa de Estados e Municípios -1881/82 a 1900
(Em £ Milhares) |

Exercício	Entradas Brutas	Desconto por Tipo	Entradas Líquidas	Juros	Amortizações	Comissões	Dívida em Circulação
1881/82	85	9	77	4	0	1	85
1882/83	57	6	51	7	0	1	142
1883/84	0	0	0	7	4	0	138
1884/85	0	0	0	7	4	0	134
1885/86	0	0	0	6	4	0	130
1886/87	0	0	0	6	4	0	126
1887(2[s])	0	0	0	6	4	0	122
1888	1.362	136	1.226	75	4	8	1.480
1889	1.252	125	1.127	134	4	9	2.728
1890	230	23	207	140	69	4	2.889
1891	0	0	0	136	85	2	2.803
1892	0	0	0	132	85	2	2.718
1893	0	0	0	127	85	2	2.633
1894	469	47	422	147	85	4	3.016
1895	313	31	281	158	85	4	3.244
1896	1.742	174	1.568	240	106	11	4.879

15 As garantias de juros oferecidas pelo Estado incluíam, segundo Carreira (1889, p.831), 36 diferentes ferrovias em 1887, mas apenas 16 destas eram, a esta altura, propriedade de estrangeiros. Apenas estas, portanto, são de interesse para o balanço de pagamentos.

procedimento foi simplesmente o de reconverter o valor em mil-réis reportado nas contas públicas em libras à taxa de paridade. Dessa forma, obteve-se uma série para as garantias de juros de responsabilidade do Ministério da Agricultura, que acirrúnislrava a maior parte dos gastos desse tipo.[15] 0 Ministério da Fazenda, por sua vez, oferecia garantias de juros a três ferrovias, e os gastos relativos a estas garantias eram reportados diretamente em libras nos Relatórios da Fazenda (os valores são apresentados na Tabela 3.7).

Tabela 3.7

Gastos Diversos do Governo no Exterior -1870/71 a 1900

(Em I Mflhara)

Exercício	Garantias de Juros"	Subsídios à Imigração"	Outros	Receitas	Empréstimos 'Internos" em Ouro		
					Enkadas	Juros	Amcrtzaçõos
1870/71	217	0	67	12	0	99	0
1871/72	228	0	78	21	0	98	19
1872/73	164	0	43	9	0	97	20
1873/74	222	0	56	37	0	96	21
1874/75	203	0	12	5	0	93	35
1875/76	188	0	45	25	0	91	35
1876777	189	0	70	28	0	89	45
1877/78	186	0	73	3	0	86	45
1878/79	202	0	70	, 60	1.985	83	45
1879/80	190	0	52	j 14	2.233	83	45
1880/81	174	0	69	' 20	744	130	90
1881/82	215	0	133	27	0	128	89
1882/83	347	0	65	61	0	245	170
1883/84	473	0	67	85	0	263	183
1884/85	566	0	59	109	0	114	79
1885/86	678	54	115	47	0	170	118
1886/87	787	97	118	115	0	226	157
1887(2")	821	276	120	183	0	113	78
1888	906	355	82	103	0	238	166
1889	971	360	107	365	0	257	178
1890	1.004	206	162	190	0	230	160
1891	1.012	641	98	69	0	428	297
1892	1.045	211	124	49	0	170	118
1893	1.134	241	135	28	0	125	87
1894	1.124	75	82	21	0	74	51
1895	1.218	321	141	37	0	77	54
1896	1.272	427	71	26	0	76	53
1897	1.326	111	59	19	0	76	53
1898	1.380	61	-	-	0	72	50
1899	1.434	39	-	-	0	71	49
1900	1.488	60	-	-	0	68	47

FONTES: Balanços Gerais da União; Grahamfl 973, p. 35); e Relatórios oaFazeiKiae do Ministério da Agricultura, vários números.

* Dos Ministérios da Fazenda e da Agricultura.

[b] Metade dos valores reportados em Graham (1973, p. 35).

Além das garantias de juros, a Tabela 3.7 relaciona outras despesas (e receitas) públicas no exterior de alguma relevância: os subsídios à imigração, o serviço dos empréstimos internos em ouro realizados em 1868, 1879 e 1889 relativos a seus detentores no exterior, as receitas sobre os saldos do governo brasileiro junto aos Rothschild e outras despesas diversas. Quanto aos primeiros,
sabe-se que uma boa parte desses gastos era feita no exterior (agenciamento e traslado de imigrantes).[34] Como é difícil fazer uma avaliação exata, usou-se, na tabela, uma proporção arbitrária. Os empréstimos "internos" em ouro realizados em 1868,1879 e 1889 tinham muitos detentores no exterior e, nessas condições, para propósitos de balanço de pagamentos, a evolução das entradas, juros e amortizações deve receber o mesmo tratamento dado aos empréstimos externos nas Tabelas 3.3 e 3.6 . Os Balanços da União fornecem a cada ano informações sobre a despesa total efetuada em Londres com o serviço desses empréstimos, e com base nisso estimaram-se os valores que constam da Tabela 3.7.

A Tabela 3.7 também traz os valores correspondentes ao rendimento obtido pelos saldos do governo brasileiro em Londres. Os saldos do governo junto aos Rothschild eram remunerados] na base da taxa de desconto do Banco da Inglaterra menos uma certa porcentagem, geralmente entre 1 e 1/2%. A rubrica "outros" inclui diversos itens, como, por exemplo, despesas com representações diplomáticas, missões militares, serviços diversos, subsídios a linhas de navegação estrangeiras, etc. Essas informações foram obtidas diretamente nos Balanços da União. Os valores são pequenos mas de modo algum "insignificantes", como apontou Wileman (1969, p. 132), sendo que há anos nos quais se observam despesas de certo vulto.

3.3 — Contas Privadas

Existem pelo menos cinco grupos de contas privadas de importância para o balanço de pagamentos, a saber: contas associadas à navegação, às remessas de imigrantes, aos investimentos diretos (e remessas de lucros), à dívida externa privada e aos gastos de viajantes. Na maior parte desses casos as informações disponíveis permitem apenas estimativas grosseiras dos montantes envolvidos.

---

34 Uma parte significativa dessas despesas referia-se ao assentamento dos imigrados, o que obviamente importava em gastos dentro do próprio pais. Para detalies, cf. Rocha (1920, vol.3) *apud* Vasconcelos (1940).

17 Nos Arquivos da Casa Rothschild são achadas diversas notificações referentes a mundanças nas taxas de remuneração dos depósitos brasileiros.

No tocante à navegação, existem três contas a considerar: as receitas de fretes obtidas por navios brasileiros na navegação de longo curso, as despesas relativas à navegação de cabotagem feita por navios estrangeiros e as despesas de navios estrangeiros em portos brasileiros. A título de fretes de longo curso é preciso observar que, como a contabilidade comercial registra exportações FOB e importações CIF, caberia apenas incluir na conta de serviços as receitas por conta de fretamentos de navios brasileiros para o transporte de longo curso. A participação brasileira nesta modalidade de navegação era bastante pequena, como pode ser visto na Tabela 3.8, cujas informações sugerem uma participação brasileira sobre a tonelagem transportada de longo curso da ordem de 2%. Tendo em mente que os gastos com fretes para o comércio exterior brasileiro podem ser estimados conserv adoram ente em 10% do valor deste comércio,[35] avaliou-se a receita auferida pelos armadores brasileiros simplesmente em 2% deste valor. Os valores assim obtidos estão na Tabela 3.9.

Os gastos com fretes de navios estrangeiros na navegação de cabotagem eram de certa importância, uma vez que a participação deles na cabotagem era bastante siginificativa, como se pode ver na Tabela 3.8 (por vezes, transportavam mais da metade da tionelagem relativa ao comércio de cabotagem). Este estado de coisas foi motivo de preocupações para o governo, que, procurando sistematicamente fortalecer as linhas nacionais, determinou em
1896 a nacionalização gradativa da navegação de cabotagem.[36] 0 valor dos fretes envolvidos é matéria de difícil estimação, uma vez que envolve conhecimento das cargas e dos volumes transportados em cada uma das rotas existentes, informações que, entretanto, não se encontram sistematizadas. Sendo assim, não resta alternativa senão proceder de forma arbitrária, isto é, considerar um frete médio para uma rota comum (Rio—Salvador) e multiplicá-lo pela tonelagem.[37]

---

35 Existem várias estimativas de contemporâneos sobre o total de fretes pagos no comércio exterior brasileiro: cf., por exemplo, o Relatório da Fazenda de 1883/84 do Ministro Lafayette Rodrigues Pereira, citado longamente em Barbosa (1892, p.65-67); cf., também, Wileman (1969, p.84). Mais preciso que estes, todavia, são os dados disponíveis para o período posterior a 1901, que discriminam especificamente o valor dos fretes pagos. De acordo com estes números, os gastou com fretes e seguros representaram cerca de 13,6%, em média, para o período 1901/05 [cf. IBGE (1960, p. 93)].

36 Cf. OreenhiU (1977). A crônica das tentativas governamentais de fortalecer a navegação nacional através de subvenções e em seguida através da fundação do Lloyd Brasileiro é narrada em detatties nos relatórios consulares britânicos e norte-americanos.

37 Observa-se que havia uma diferença entre os fretes para importação de carvão Rio-Londres e Pernambuco-Londres da ordem de 2 *shillings* por tonelada que se mantém estável ao longo dos anos (cf. RCB, "Report by Cônsul Bonham, on the Trade and Commerce of the Província of Pernambuco for the Year 1880", p. 1412). Esta diferença deveria representar o frete Rio-Pemambuco para carvão. Outras mercadorias tinham fretes mais caros: o frete para charque de Porto Alegre para Pernambuco era de cerca de 300 réis para a arroba em

1889(cf. RCB 1.077. Hearn to Salisbury, 30/4/1892, p. 5), o que correspondia a quase duas libras por tonelada.Para fins dos cálculos aqui apresentados, tomou-se o valor de 2 *shillings* por tonelada, o que representa uma estimativa conservadora.

As elevadas despesas incorridas por navios estrangeiros em portos brasileiros eram constantemente mencionadas nos relatórios consulares

21

britânicos e norte-americanos. Um relatório britânico de 1872 dá conta de taxas "exorbitantes" para todos os serviços portuários e cita como exemplo um vapor britânico de mil toneladas que teve despesas de £ 648 para desembarque de sua carga no porto do Rio de Janeiro.[38] Outros relatos apontam fenômeno semelhante em outros portos: um vapor de 200 toneladas com uma carga de carvão e couros salgados teve despesas de £ 51 em Porto Alegre em 1892. Um número intermediário dentre estes seria o de £ 45 por 100 toneladas, a partir do qual foi obtida uma estimativa dos gastos totais através da tonelagem estrangeira de longo curso e de cabotagem. Os resultados se encontram na Tabela 3.9.

O Brasil foi um dos principais receptores de imigrantes nesses anos: entre 1870 e 1900 algo em tomo de 1,8 milhão de pessoas entraram no país.[39] A conta de transferências do balanço de pagamentos deve incluir os fundos trazidos pelos imigrantes quando aqui chegavam, ou levados quando daqui partiam, e também as remessas feitas por estes para seus locais de origem. Tendo em vista

Tabela 3.8
Tonelagem dos navios entrados no Porto do Rio de Janeiro —1879/98 (Em MU Toneladas)

Anos	Navios de Longo Curso		Navios de Cabotagem	
	Nacionais	Estrangeiros	Nacionais	Estrangeiros
1879	41	1.304	341	172
1883	36	1.184	259	198
1887	16	1.219	297	205
1891	36	2.252	354	410
1893	32	2.251	360	465
1898	44	2.025	257	396

FONTE: Retrospecto Comercial do *Jornal do Comércio*, vários anos.

38 RCB, "Report by Cônsul Lennon Hunton the Trade and Commerceof Rio de Janeiro for the Year 1872".

39 Granam (1973, p.ll). O saldo liquido do movimento migratório para o período 1871/1915 teria sido da ordem de 1,43 milhão, apenas inferior ao observado para os Estados Unidos e a Argentina [cf. Lewis (1978a, p.181)].

21 Estes problemas se deviam em grandemedida ao apare lhamento deficiente dos portos brasileiros, conforme observado por Granam (1972, p. 98-99).

23 RCB, 1263, Hearn to Rosebery, 30/4/1893, p. 18-19.

Tabela 3.9
Despesas Relativas i Navegação -1870/71 a 1900
(Em £ Milhares)

Exercfcio	Tonelagem Transportada por NaraEarangart»		Receias de Fretes em	CarjuMQ-in Fretes em	Despesas Portuárias[o]	Saldo (£ Milhares)
	LorgoCurso (Toneladas) (1)	Cabotagem nonetadaá (2)	Longo Curso" £ Minara)	Cabotagem[e] CEMhares) W	(£ MHhanu) ©	<6)-<3>-<4W9
1870/71	27	114	61	19	186	228
1871/72	32	133	68	22	216	263
1872/73	36	151	78	25	247	299
1873/74	41	170	74	28	277	323
1874/75	41	170	81	28	278	330
1875/76	41	171	81	28	279	331
1876/77	41	171	74	29	280	325
1877/78	41	172	72	29	280	323
1878/79	41	172	70	29	281	323
1879/80	40	177	7*	30	276	317
1880/81	39	182	⅞	30	271	316
1881/82	38	188	72	31	266	306
1882/83	37	193	68	32	261	297
1883/84	36	198	75	33	256	298
1884/85	31	223	70	37	259	292
1885/86	26	248	61	42	263	282
1886/87	21	272	73	45	266	294
1887(2')	16	149	43	25	269	287
1888	21	325	83	54	326	355
1889	26	353	105	59	383	429
1890	31	382	101	64	439	476
1891	36	410	105	68	496	533
1892	30	421	114	70	458	502
1893	23	432	116	72	421	465
1894	22	443	115	74	445	486
1895	21	454	124	76	469	517
1896	32	465	112	78	497	532
1897	38	451	98	75	470	492
1898	44	437	97	73	442	467
1899	46	396	96	66	399	429
1900	48	382	109	64	384	429

FONTES: RCJC, vários números: e RCB diversos. Ver texto.

" Auferidos por navios brasileiros.
° Pagos a armadores estrangeiros.
ᶜ Feitas por navios estrangeiros em portos brasileiros.

a dimensão da imigração para o Brasil, é de se supor que as transferências de fundos tenham atingido valores de certo vulto. Sabe-se que os fundos recebidos do exterior na conta de transferências eram de certa importância para as contas externas de países como, por exemplo, Itália e Portugal [cf. Pereira (1981, p. 36)]. É exatamente a partir das estatísticas externas italianas que se pode reunir informações sobre as magnitudes das remessas feitas por imigrantes: a partir de 1873, encontram-se disponíveis os valores das remessas telegráficas e postais enviadas de vários países no exterior, as quais são reproduzidas na Tabela 3.10. Note-se que havia outros canais para remessas, notadamente as transferências bancárias, de modo que é possível que elas atingissem números bem maiores.[40]

Existem informações interessantes sobre remessas feitas por cidadãos portugueses para seu país. Em contraste com o que ocorria com os italianos, a quase
totalidade das remessas se dava através da rede bancária, pelo menos até a abertura
de uma agência do tesouro português no Rio de Janeiro durante a década de 1880
[Pereira (1981, p. 37)]. O volume de remessas chamou a atenção de diversos observadores contemporâneos, como, por exemplo, o Ministro da Fazenda Lafayette Rodrigues Pereira, que menciona em seu relatório de 1884 que os portugueses que daqui partiram recebem anualmente a surpreendente soma de 20
mil contos, ou seja, £ 1.126 mil, a título de remessas [citado em Barbosa (1892, p. 66)]. Este número parece exagerado à luz dos números da Tabela 3.10, que relaciona
as remessas através da Agência Financial do Rio de Janeiro (ou Agência Fiscal do
Tesouro Português), que, segundo consta, era responsável por cerca de 1/4 do total
das remessas da parte de cidadãos portugueses [Pereira (1981, p. 40)]. O total "corrigido" que consta da Tabela 3.10 procura ajustar, tal como ali apontado, os valores das remessas italianas e portuguesas para a ausência de valores das

40 Note-se que as estatísticas italianas reproduzidas em Dean (1974, p.2 e 9) registram maiores remessas do Rio de Janeiro do que de São Paulo, o que é bastante surpreendente tendo em vista que a maior parte dos imigrantes italianos res idia em São Paulo. Esta, no entanto, pode ser uma indicação do fato de que remessas através de bancos tinham lugar em São Paulo. Por exemplo, Pierre Denis *[opud* Carone (1975, p. 97)] dá conta que apenas através do Banco Comercial ítalo-Brasileiro, que tinha sede em São Paulo, os italianos mandaram 18 milhões de liras em 1905 e 17 milhões em 1906, ou seja, £ 636 mil e £ 675 mil, respectivamente, o que representava cerca de 10 vezes o total reportado nas estatísticas italianas para remessas telegráficas e postais provenientes de São Paulo.

remessas
através de bancos e para a não disponibilidade de dados das remessas de imigrantes
de outras nacionalidades.

Resta apenas considerar os fundos trazidos (levados) por imigrantes (emigrantes), o que pode ser feito considerando-se simplesmente um *valor per capita piora* os fundos trazidos (levados) e os números para a imigração bruta e líquida. Assim sendo, tomou-se o valor arbitrário de £ 5,0 para as poupanças trazidas (levadas)[41] e obteve-se um número para a imigração líquida

41 Estimativas dão conta de que, em média, imigrantes para os Estados Unidos traziam consigo algo entre US$ 25 e US$ 50 per capita [cf. White (1933, p. 75].

Tabela 3.10

Transferências de Imigrantes 1870/71 a 1900

FONTES e METODOLOGIA: Dados originais de Dean (1974), Pereira (1981), Carone (1975), Vasconcelos (1940) e Granam (1973). A série da coluna (1) foi completada através de interpolações; a da coluna (2) loi obtida com base em informações para 1906 e 1907, mantendo-se as remessas bancárias na mesma proporção das remessas postais: a coluna (4) foi construída usando-se os dados para remessas através da agência do Tesouro português no Rio de Janeiro, multiplicada por 4 (para outros anos estimou-se o valor das remessas com base no tamanho da população portuguesa residente no pais); para os propósitos da coluna (5), considerou-se que as remessas de portugueses e italianos representavam 65% do total das

Exercício	Remessas Italianas			Remee-sas	Totais	Imigração		Fundos Trazidos ou Levados	Saldode Transfe-rências
	Pelo Correio (1)	Via Bancos (2)	Total (3)	PortipjBsas (4)	(5)	Bruta (6)	Liquida (7)	(8)	»-»-©
1870/71	8	181	189	160	536	5.416	3.452	17	-519
1871/72	7	157	165	161	501	12.010	7.568	38	-463
1872/73	7	180	187	161	535	15.839	8.976	45	-491
1873/74	7	179	186	160	534	16.937	9.888	49	-484
1874/75	7	178	185	160	532	15.472	10.598	53	-479
1875/76	7	176	183	160	528	20.784	9.975	50	-478
1876/77	7	175	182	160	526	29.798	15.543	78	-448
1877/78	7	174	181	160	524	25.726	10.483	52	-472
1878/79	7	173	180	159	522	22.306	8.382	42	-480
1879/80	7	171	178	159	519	25.959	7.253	36	-483
1880/81	7	170	177	159	517	20.392	-6.427	-32	-549
1881/82	7	169	176	159	515	19.126	-4.028	-20	-535
1882/83	7	167	174	159	512	27.934	7.858	39	-472
1883/84	7	166	173	158	510	26.825	3.462	17	-492
1884/85	7	143	150	158	474	25.112	6.759	34	-441
1885/86	11	232	243	158	6'18	29.331	12.118	61	-557
1886/87	15	321	337	158	761	40.231	15.091	75	-685
1887(2o.)	7	145	152	158	476	26.064	1.922	10	-466
1888	14	290	304	157	709	127.378	104.778	524	-186
1869	8	164	172	157	506	61.076	34.678	173	-332
1890	8	175	183	157	524	68.457	32.249	161	-362
1891	9	186	195	153	536	186.770	171.132	856	319
1892	9	186	195	150	531	83.317	19.628	98	-433
1893	9	186	195	157	543	126.630	96.092	480	-62
1894	8	173	181	169	538	59.918	25.690	128	-410
1895	8	159	167	198	561	151.098	57.713	289	-272
1896	5	109	114	209	497	143.018	101.360	507	10
1897	8	162	170	217	595	137.566	74.251	371	-244
1898	10	215	225	210	669	72.275	42.316	212	-457
1899	13	267	280	365	992	47.287	-28.262	-141	-1.133
1900	15	320	335	536	1.339	32.755	-38.754	-194	-1.533

remesas; a coluna (8) loi obtida multiplicando-se por £ 5 o número para a imigração liquida, o qual, por sua vez, foi obtido considerando as saldas como 65% dos que entraram cinco anos

estabelecendo a emigração em 50% do número de entrados cinco anos antes. Com base nesses valores, foram estimados os valores para as poupanças transportadas e chegou-se a um saldo para a conta de transferências.

As contas relativas à dívida externa privada foram obtidas através de um
método semelhante ao empregado na Tabela 3.6 para a estimativa da evolução da dívida externa estadual e municipal, ou seja, através da informação contratual, ou mesmo a simples menção, obtida de várias fontes. A Tabela 3.11
traz a evolução das contas associadas a estes empréstimos.

Em grande medida, as informações contidas na Tabela 3.11 foram obtidas
através do levantamento de Ana Célia Castro, de onde aliás também foram extraídas
informações sobre a evolução do investimento direto efetuado no país nesses anos.
Os dados de Castro (1979, p.83) sugerem um aumento do estoque de capital estrangeiro no país da ordem de £ 93.402 mil de 1860 a 1902, sendo que o capital
britânico teria respondido por 76% desse acréscimo.[42] Os números obtidos por Castro mostram variações mais modestas que outras estimativas para o valor do
capital inglês no Brasil: Stone (1977, p. 706-707) estima o acréscimo no estoque de
capital inglês no Brasil entre 1865 e 1905 em cerca de £ 104,4 milhões, ao passo
que, usando os números de Castro, a variação para este período seria de apenas £ 70,4 milhões.[43] Em ambos os casos trata-se de valor contábil do capital lançado,
e para propósitos de balanço de pagamentos importa saber o preço de lançamento
(ou o desconto por diferença de tipo) e o cronograma de entradas. Assim sendo,
com o intuito de construir uma série para o investimento direto na Tabela 3.12, foram feitas hipóteses sobre o desconto de lançamento e o perfil das entradas e

42 Considera-se aí somente o capital e não as obrigações sob a forma de debêntures ou empréstimos.
43 Considera-se aí a variação para 1860/1902 **no estoque de capita] inglês no Brasil (desconsiderando debêntures e empréstimos), ou seja, £** 67,8 **milhões, acrescidas de £** 10,5 **milhões (correspondentes aos anos de** 1903/05, **considerando a média anual de entradas obtida a partir do acréscimo no capital inglês observado entre** 1903 **e** 1913) **[cf. Castro** (1979, **p**.122)] **e diminuída em £** 7,9 **milhões (procedendo de modo idêntico para** 1860/64).

ajustados os dados para o período anterior a 1888 com o objetivo de adaptá-los ao
exercício fiscal, procurando também checar se algumas das companhias relacionadas por Castro foram de fato formadas. A Tabela 3.12 também traz os valores para os dividendos pagos no período.

3.4 — Contas de Resultado

A contabilidade do balanço de pagamentos consagra a terminologia "contas compensatórias" para a variação observada nos estoques retidos pelo

Tabela 3.11
Dívida Externa Privada -1870/71 a 1900
(Em £ Milhares)

Exercício	Entradas Brutas	Desconto por Tipo	Entradas Líquidas	Juros	Amortiza-ções	Comissões	Dívida em Circulação
1870/71	0	0	0	0	0	0	0
1871/72	0	0	0	0	0	0	0
1872/73	0	0	0	0	0	0	0
1873/74	490	80	411	0	0	10	490
1874/75	313	40	274	25	5	7	799
1875/76	0	0	0	40	8	0	791
1876/77	171	29	141	40	8	4	954
1877/78	303	55	248	48	10	7	1.247
1878/79	278	53	225	62	12	6	1.513
1879/80	353	43	310		15	8	1.851
1880/81	167	15	152	i 93	19	5	1.999
1881/82	0	0	0	' 100	20	1	1.979
1882/83	24	2	22	99	20	2	1.983
1883/84	47	6	40	99	20	2	2.010
1884/85	418	61	358	101	20	10	2.408
1885/86	441	60	381	120	24	11	2.825
1886/87	1.316	143	1.173	141	28	30	4.113
1 B87(2')	1.962	179	1.783	103	21	45	6.054
1888	1.388	114	1.275	303	61	34	7.382
1889	3.056	388	2.668	369	74	69	10.364
1890	1.931	402	1.529	518	104	43	12.192
1891	0	0	0	610	122	7	12.070
1892	2.574	883	1.691	603	121	48	14.523
1893	2.097	908	1.189	726	145	37	16.475
1894	58	17	41	824	165	10	16.368
1895	0	0	0	818	164	9	16.204
1896	1.005	390	615	810	162	24	17.047
1897	821	318	502	852	170	22	17.697
1898	1.892	785	1.107	885	177	37	19.413
1899	1.061	364	697	971	194	28	20.279
1900	701	209	492	1.014	203	23	20.777

FONTES e NOTAS: As informações sobre empréstimos são de Castro (1979), Granam (1972) Saes (1981) e RCB diversos. Considerou-se que cada lançamento é feito na base de 60% no primeiro ano e 40% no segundo, a preços equivalentes a 90% dos preços dos títulos brasileiros em Londres (recolhidos de The Economist). Os juros são de 5%, taxas de amortização de 1 % e comissões de 2,5% do bruto no lançamento e mais 1 % sobre juros e 1/2% sobre amortizações.

Tabela 3.12
Investimento Direto e Remessas de Lucros - 1870/71 a 1900
(Em £ Milhares)

	Investimento Direto				
Exercício	Dados Brutos	Agrupado peto Ano	Agrupado por Entradas Defasadas[11]	Ajustado para Desconto[0]	Remessas de Lucros
1870/71	3,7	484,8	393,6	334,6	0,0
1871/72	966,0	4.030,5	2.015,5	1.713,2	0,0
1872/73	7.095,0	5.829,5	4.308,2	3.662,0	0,0
1873/74	4.564,0	2.310,0	3.975,9	3.379,5	0.0
1874/75	56,0	695,0	2.111,2	1.794,5	38,0
1875/76	1.334,0	1.718,0	1.397,6	1.188,0	101,0
1876/77	2.102,0	2.231,3	1.795,5	1.526,2	110,5
1877/78	2.360,6	1.384,8	1.773,4	1.507,4	91,7
1878/79	409,0	390,0	1.064,1	904,5	78,3
1879/80	371,0	1.040,0	) 831,7	707,0	65,5
1880/81	1.709,0	1.685,0	f 1.232,8	1.047,8	37,8
1881/82	1.661,0	1.686,8	1.589,0	1.350,7	48,8
1882/83	1.712,5	4.244,8	2.837,6	2.411,9	72,5
1883/84	6.777,0	3.614,4	3.577,4	3.040,8	60,0
1884/85	451,7	664,9	2.381,6	2.024,4	58,5
1885/86	878,0	1.043,4	1.277,6	1.086,0	61,0
1886/87	1.208,8	1.499,2	1.191,7	1.013,0	145,0
1887(2o.)	1.789,6	894,8	1.158,8	985.0	112.5
1888	12.752,0	12.752,0	6.321,2	5.373,0	230,0
1889	5.002,0	5.002,0	7.485,9	6.363,0	244,0
1890	971,0	971,0	4.350,6	3.698,0	639,0
1891	429,0	429,0	1.331,8	1.132,0	312,6
1892	-1.073,0	-1.073,0	-165,6	-140,8	362,6
1893	130,0	130,0	-306,4	-260,4	316,0
1894	55,0	55,0	-84,2	-71.6	323,0
1895	48,0	488,0	261,1	221.9	495,0
1896	5.838,7	5.838,7	2.830,9	2.406,2	414,6
1897	890,0	890,0	2.809,2	2.387,8	438,4
1898	7.373,0	7.373,0	4.549,7	3.867,2	440,8
1899	13.627,6	13.627,6	9.215,1	7.832,9	458.2
1900	4.829,0	4.829,0	8.730,0	7.420,5	493,9

FONTE: Castro (1979)
* Para anos anteriores a 1888, toma-se para o ano t a média observada para os anos t e t +1.
[b] Considera-se que 45% das entradas são feitas no próprio exercício, 40% no seguinte e os restantes
15% no exercício t + 2.
[c] Supõe-se que o desconto médio é de 15%.

governo de ativos passíveis de uso em pagamentos internacionais (a variação nas reservas internacionais). Na verdade, no entanto, como se discute em detalhe
adiante, não há motivo para separar estas contas das correspondentes às variações nos estoques de ativos internacionais do setor privado, de modo que a opção foi por empregar uma terminologia mais abrangente do que a usual. Sob
esta rubrica incluíram-se contas como a variação no estoque de ouro monetário retido por residentes no país (ou a importação líquida de ouro), a variação nos saldos do Tesouro Nacional depositados em sua delegacia em Londres e junto aos Rothschild e a variação nos saldos de bancos brasileiros depositados com os Rothschild. Os movimentos de ouro estão relacionados na Tabela 3.2, e já foram discutidos. Os saldos na Delegacia do Tesouro em Londres podem ser obtidos nos Balanços Gerais da União, e não correspondem exatamente aos valores depositados junto aos Rothschild, segundo informações obtidas nos arquivos dos referidos banqueiros.[44] Os saldos de diferentes bancos brasileiros nos Rothschild também foram obtidos nesses arquivos. O conjunto dessas informações pode ser visto na Tabela 3.13.

I
§

3.5 — O Balanço de Pagamentos

A Tabela 3.14 reporta o balanço de todas as informações coligidas nas tabelas anteriores. Há poucas ambigüidades com respeito à classificação das diferentes contas, o que, no entanto, não é o caso em se tratando de interpretação.
Deve-se ter cautela em interpretar qualquer linha específica da Tabela 3.14 como sendo "o desequilíbrio externo", por dois motivos: em primeiro lugar, a tabela reporta valores observados ou *ex-post*, e o desequilíbrio pode ser visível apenas *ex-ante* (note-se que, como as compras de moeda estrangeira são, por definição, iguais às vendas, o balanço de pagamentos deve sempre se equilibrar,
isto é, não há desequilíbrio *ex-post) ;e*, em segundo, pode-se usar diversos conceitos de "déficit" ou "desequilíbrio externo", que têm significados bastante

44Parece haver dupla contagem, mas os valores reportados são de tal forma diferentes que esta hipótese foi afastada. Assim sendo, os saldos na Delegacia do Tesouro aparecem nós Balanços Gerais assim como aqueles em quaisquer outras recebedorias ou alfândegas, enquanto que os saldos dos depósitos junto aos Rothschild aparecem , presumivelmente, nas contas relativas a depósitos do governo, que incluem saldos no Banco do Brasil, no Cofre dos Órfãos, etc. Através desses saldos não é possível identificar saldos junto aos Rothschild, de modo que se pôde checar se lealmente se trata de coisas diferentes.

diversos. Tomando, por exemplo, como base a diferenciação entre movimentos "autônomos" e "compensatórios", pode-se definir o "déficit" como o déficit em conta corrente, partindo-se da premissa de que os desequilíbrios daí derivados induzem movimentos de capital que recompõem o equilíbrio dos pagamentos

Tabela 3.13
Saldos do Governo no Exterior e Saldos Bancários Junto aos Rothschild - 1870/71 a 1900

Exerdoo	Delegacia do Tesouro Nacional em Londres	Saldos Depositados junto aos Rothschild							Variação nos Saldos do Governo	Variação nos Saldos Bancários
		Governo Federal	Banco Interna-cional	Banco Ccmércbe Indústria de Sao Paulo	BREUB & BRB	Lonòon and BraziSan		DtMinilac fir Deus**		
1870/71	0	0							0	0
1871/72	0	0							0	0
1872/73	0	0							0	0
1873/74	0	0							0	0
1874/75	0	0							0	0
1875/76	0	0							0	0
1876/77	661	1.014							0	0
1877/78	707	910							-58	0
1878/79	513	565							-539	0
1879/80	593	629							144	0
1880/81	668	940							386	0
1881/82	743	1.423							558	0
1882/83	501	1.048							-617	0
1883/84	538	1.609							598	0
1884/85	575	1.163							-409	0
1885/86	279	1.072							-387	0
1886/87	161	181							-1.009	0
1887(2o.)	431.641	141						1.342	141	
1888	3.184	2.031	12						3.531	-129
1889	2.612	2.421	13						-182	1
1890	1.751	3.35	9	5					73	1
1891	1.015	2.759	9	0	170	25			-1.342	191
1892	278	896		19	322	25			-2.591	161
1893	181	894	107	36	110	15		0	-99	-98
1894	270	1.091	110	12	259	15		0	286	128
1895	101	62	199	3	31	14		102	-1.198	-46
1896	188	23	10	0	194	14		96	48	-35
1897	30	-116	49	-6	334	12		118	-297	193
1898	20	151	4	273	105	12		14	257	-99
1899	0	164	-5	-12	117	12		13	-7	-283
1900	0	641	-4	0	198	17		18	477	105

FONTES: Balanços Gerais da União; e Arquivos da Casa Rothschild.

Tabela 3.14

Balanço de Pagamentos -1870/71 a 1900

	1870/71	1871/72	1872/73	187374	1874/75	1875/76	187677	1877/78	187tV79	1879*0	188CV81
1-Exportações	15.439	19.089	22.392	20.620	22.382	20.820	20.573	19.063	19.508	19.789	21.249
2-Importaçoes	14.925	15.045	16.516	16.609	17.995	18.522	16.504	16.728	15.631	15.454	16.528
3-Saldo Comercial	514	4.044	5.876	4.011	4.397	1.298	4.069	2.335	3.877	4.335	4.720
4-Navegação	228	263	299	323	330	331	325	323	323	317	316
5-Remessasde Lucros	0	0	0	0	-38	-101	-110	-92	-78	-66	-38
6-Juros	-603	-755	-734	-716	-710	-948	-916	-880	-839	-800	-762
7-Garantias de Juros	-217	-228	-164	-222	-203	-188	-189	-186	-202	-190	-174
8-Outros	-271	-323	-47	-122	-67	-190	-241	-150	-88	-109	-88
9-Saldo de Serviços	-863	-1.043	-646	-735	-68,7	-1.096	-1.131	-985	-884	-847	-746
10-Mercaòoriase Serviços	-349	3.001	5230	3.276	3.710	202	2938	1.350	2.993	3.488	3.974
11 -Transferências	-519	-463	-491	-484	-479	-478	-448	-472	-480	-483	-549
12-Conla Corrente	-868	2.538	4.740	2.792	3.232	-277	2.489	878	2.512	3.006	3.425
13-Investimento Direto	335	1.713	3.662	3.379	1.794	1.188	1.526	1.507	904	707	1.048
14-Empréstimos	1.555	1.905	0	490	313	2.744	2.728	303	278	353	167
15-Armortizações	-343	-356	-362	-410	-428	-452	-458	-546	-585	-789	-620
16-Saldo Conta Capital	1.547	3.262	3.300	3.460	1.680	3.480	3.796	1.265	587	271	596
17-Erros e Omissões	-228	-3.068	-7.598	-5.861	-4.570	-2.476	-6.075	-2.009	-3.299	-2.395	-2.974
18-Superávit(+) ou Déficit(-)	678	5.801	8.040	6.252	4.912	3.203	6.285	2.143	3.109	3276	4.021
19-Ouro	451	2.731	442	391	341	727	210	192	349	737	661
20-Saldos do Governo	0	0	0	0	0	0	0	-58	-539	144	386
21-Saldos Privados	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
22-Refinancia-mento	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
23-Total	451	2.731	442	391	341	727	210	134	-190	881	1.047

(continua)

	1881/82	1882/63	1883»)	188485	1886766	1886787	188702")	188B	1889	1880	
1-Exportações	19.138	17.378	19.493	19.504	15.110	20.502	11.703	21.714	28.552	26.382	
2-Importações	16.621	16.782	18.187	15.381	15.306	16.120	9.690	19.724	24.002	24.019	
3-Saldo Comercial	2.517	596	1.306	4.123	-196	4.382	2.013	1.990	4.550	2.363	
4-Navegação	306	297	298	292	282	294	287	355	429	476	
5-Remessas de Lucros	-49	-73	-60	-59	-61	-145	-113	-230	-244	-639	
6-Juros	-715	-656	-799	-737	-692	-1.339	-482	-1.18B	-1.414	-1.963	
7-Garantias de Juros	-215	-347	-473	-566	-678	-787	-821	-906	-971	-1.004	
8-Outros	-136	-33	-283	-364	-345	-491	-449	-949	-2.869	-663	
9-Saldo de Serviços	-809	-812	-1.318	-1.433	-1.494	-2.467	-1.577	-2.918	-5.070	-3.792	
10- Mercadorias e Serviços	1.708	-216	-12	2.690	-1.690	1.915	436	-928	-520	-1.429	
11-Transferências	-535	-472	-492	-441	-557	-685	-466	-186	-332	-362	
12-Corta Corrente	1.173	-688	-504	2.249	-2.247	1.230	-31	-1.114	-852	-1.791	
13-Investimento Direto	1.351	2.412	3.041	£024	1.086	1.013	986	5.373	6.363	3.698	
14-Emprestimos	85	81	1.102	2.962	3.148	5.040	1.962	9.048	24.146	2.161	
15-Amortizações	-703	-888	-590	-641	-620	-1.037	-326	-746	-18.132	-372	
16-Saldo Conta Capital	733	1.605	4.552	4.346	3.614	5.016	2.621	13.675	12.377	5.487	
17-Errose Omissões	-574	-950	-2.993	-6.843	-1251	-6.704	-774	-7.205	-8.383	-4.962	
18-Superávit(+) ou DéficitO	1.906	916	4.048	6.595	1.367	6.246	2.591	1£561	11.525	3.696	
19-Ouro	774	583	457	161	504	551	333	1.954	3.323	-1.340	
20-Saldos do Governo	558	-617	598	-W9	-387	-1.009	1.342	3.531	-182	73	
21-Salvos Privados	0	0	0	0	0	0	141	-129	1	1	
22-Refinancia-mento	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
23-Total	1.332	-34	1.055	-248	117	-458	1.816	5.356	3.142	-1.266	

(continua)

	1891	1892	1893	1894	1895	1896	1897	1898	1899	1900
I -Exportações			-1.946	-464			2.388	3.867	-2.118	-10.545
2-Importaçoes	533	502			-2J023	-5.024	1.982	3.892		
3-Saldo Comercial	-313	-363	-5282	-3.825	-272	10	-1.966	-1.877	5.905	13.735
4-Navegação	-2.044	-2.014	510	-479	-2.295	-5.014	2.404	5.882	1.169	-261
5-Remessas de Lucros	-1.012	-1.045								-7
6-Juros		-693	-1.234	-62	-410			-205	168	477
7-Garantias de Juros	-3.530	-4.153	448	-89	8.677	4.825	72	2.180		-283
8-Outros					-1.415	-2.186			2.908	105
9-Saldo de Serviços	-1.959	399	-260	-72	7.484	5.045	-28	768	3.787	2.868
10- Mercadorias e Serviços	-1.636	319	4.747 -433 -1.634	1.597 -808	-4.761	287	193	-297 -99	257	3.190
II -Transferencias	1.132	-141	-3.752	689	5.188	30		0 -133	1.421 2.347	
12-Corta Corrente	-516	0 -596	3.574 3.31	-172	1.671 -1.198	305 48	25.545 22.563	33.163 21.409		
13-Investimento Direto	616	2837	-253	103	-46	-35	2.982	11.754		
14-Emprestimos							429	429		
15- Amortizações	-1.956	-5.301	-99	286		0	0			
16-Saldo Conta Capital	-1.023	2.804	-98	128	427 25.883	318 25.019	-458 -1.638	^494 -1.779		
17-Errose Omissões	-1.829	-68		0 -450	22.990 0 2.693	23.536 517 1.483	-1434	-1.488 -899	-707	
18-Superávit(+) ou Déficit (-)	-1.342	-2.591	32.586 29.212	28.333 27.880	492	467	-4.000	-4.039		
19-Ouro		191	161 3.374	453	-438	-441	-1.018	7.715		
20-Saldos do Governo	-2.980	0 -2.497	0 517	532	-3.019 -1.326	-2222 -1.380	-1.133	-1.533		
21 -Saldos Privados	32.007 26.215	30.491 27.145	•495 -2.482	-415 -3.020	-710 -5.001	-1.153 -4.728	-2.151	6.182		
22-Retinanda-mento	5.792	3.346	-1.218	-1272			7.833	7.421		
23-Total	465	486	-1.720	-1.303	-2.108	-3.245	1.731	1.148		
27.136 30.854							-1.507	-1.016		
25.565 26.302	-316	-323	-5.397	-5/477		-224	-457			
1.571 4.552	-2.352	-2.400	I				8.056	7.552		
	-1.134	-1.124			-2.332	-3.703				

internacionais. Da mesma forma, é possível argumentar que os movimentos de capital de longo prazo (investimento direto e empréstimos longos) também são itens autônomos e que, portanto, o conceito de déficit deve ser ampliado. Todavia, por que não considerar os movimentos de capital de curto prazo também como "autônomos"? Se assim se proceder, assumindo, também, que a conta "erros e omissões" diz respeito a movimentos de capital de curto prazo,[45] então chega-se ao conceito de déficit que está na linha 18 da Tabela 3.14. As modificações nas carteiras privadas de ativos internacionais, ouro e títulos também
deveriam, a rigor, ser consideradas variações autônomas, de modo que um outro
conceito poderia ser o da linha 18 menos os valores das linhas 19 e 21, isto é, movimentos de ouro e variações em saldos bancários privados. Em suma, a interpretação das informações trazidas pela Tabela 3.14 requer certa cautela[46].

No tocante à exatidão das estimativas, um indicador relevante é a magnitude da conta "erros e omissões", que efetivamente mostra-se cronicamente negativa, ou seja, indica a presença de uma conta deficitária não reportada. O Manual do Balanço de Pagamentos do FMI admite como normal a presença de "erros e omissões" ^m volume até 5% do total do valor do comércio, em função de problemas de avaliação [cf. IMF (1977, p. 62)], e claramente a Tabela 3.14 traz valores superiores a este limite. Há duas explicações: em primeiro lugar, existem omissões propriamente ditas em contas de transações internacionais acima da linha 18, tais como movimentos de capital
de curto prazo, ou erros nas estimativas produzidas nas tabelas anteriores; e, em segundo, é preciso notar que as informações disponíveis para as contas abaixo da linha 18 são bastante precárias, principalmente em se tratando de ativos privados. Exceto pelos saldos de alguns bancos brasileiros junto aos Rothschild, não se tem informação alguma sobre a posse de ativos internacionais
por parte do setor privado. Sabe-se, por exemplo, que os bancos estrangeiros no
Brasil aceitavam depósitos em libras de residentes no Brasil [Graham (1972, p. 102)]. A variação nos saldos desses depósitos deveria constar abaixo da linha 18, o que se mostra, por certo, uma omissão importante. Na mesma linha seria preciso atentar também para o fato de que em uma economia financeiramente subdesenvolvida a posse de moedas estrangeiras representava uma forma de

45 Isto é. aliás, uni prática comum em muitas estimativas de balanço de pagamentos.
46 Para uma discussão dessas ambigüidades, cf. o estudo clássico de Cooper (1966).

se
armazenar riqueza, que podia absorver somas consideráveis ano a ano.

Capítulo 4

O BRASIL E A ECONOMIA INTERNACIONAL

Os condicionantes externos ao desempenho da economia brasileira nos últimos anos do século XIX têm sido um tema recorrente na historiografia econômica do país. Em grande medida, isto se deve ao fato de que existem significativas diferenças de opinião quanto ao peso relativo das oportunidades abertas e dos constrangimentos impostos pelo espantoso crescimento e desenvolvimento da economia internacional nos últimos anos do século XIX. Este capítulo procura reavaliar esta experiência à luz da revisão empreendida no Capítulo 2 sobre a macroeconomia do padrão-ouro — particularmente no tocante aos mecanismos macroeconômicos associados à relação entre economias "centrais" e "periféricas"— e também à luz das novas informações estatísticas introduzidas no Capítulo 3 sobre o balanço de pagamentos do Brasil.

As últimas décadas do século XIX marcam a consolidação de um novo modo de inserção do país na economia mundial a partir da ocupação econômica de novas regiões, aí incluindo a área cafeeira do oeste paulista e os estados do Sul, que fortalecem, com a economia internacional, conexões típicas dos chamados "países de ocupação recente", recebendo grandes contingentes de imigrantes e maciças entradas de capital associadas a investimentos em infra-estrutura. Torna-se flagrante, dentro das fronteiras do país, a existência de áreas que exibem grandes

diferenças de dinamismo econômico, inaugurando-se assim uma nova fase no desenvolvimento econômico do país marcada pela coexistência entre essas áreas
dinâmicas e um conjunto de economias exportadoras regionais, a maior parte das
quais exibindo características de "agricultura tropical", segundo a terminologia de
Lewis (19786, Cap.3). Esta "dupla personalidade" imprimiria características muito
peculiares à evolução da economia brasileira ao longo dos anos e seria especialmente

importante para configurar as diversas instâncias do tão freqüentemente discutido fenômeno da "vulnerabilidade estrutural" da economia brasileira ao andamento da economia mundial.

O capítulo está organizado da seguinte forma: a Seção 4.1 relaciona os fatos básicos acerca do crescimento e do grau de abertura da economia brasileira nas últimas décadas do século XIX, enquanto as quatro seções que se seguem tratam de diferentes aspectos do relacionamento do país com a economia internacional, com especial atenção para o tema da "vulnerabilidade estrutural" da economia. Dessa maneira, na Seção 4.2, são abordadas as implicações do grau de abertura e da instabibdade das receitas de exportação; em seguida, na Seção 4.3, examina-se o papel dos termos de troca, considerando tanto sua evolução "secular" quanto seu padrão cíclico de comportamento; na Seção 4.4, estudam-se as conseqüências do surgimento e ampliação de um déficit crônico em conta corrente como resposta à reabertura dos mercados internacionais de capital e do explosivo aumento do endividamento externo nas duas décadas anteriores a 1914; e, por fim, na Seção 4.5, são tratados os determinantes da taxa de câmbio, analisando-se, em particular, a discussão sobre a importância relativa de determinantes domésticos e externos das flutuações cambiais observadas naqueles anos.

4.1— Crescimento e Abertura

A avaliação da influência do grau de abertura sobre o desempenho da economia brasileira no fim do século XIX depende de estimativas sujeitas a uma larga margem de erro acerca da magnitude do produto interno, bem como de sua evolução ao longo do tempo. Existe, em função disso, considerável divergência quanto a seus aspectos gerais. Furtado originalmente estimou de forma algo impressionista a taxa

de crescimento média anual para o produto real agregado em 3,5% para a segunda
metade do século XIX e em 1,5% para o produto *per capita*, *o* que seria uma taxa
"elevada com respeito ao desenvolvimento da economia mundial no século XTX"
[Furtado (1974, p. 148)]. Estas estimativas estão reconhecidamente viesadas para
cima, na medida em que se baseiam em uma média de estimativas não ponderadas
para diferentes regiões.[47] Sabidamente, a diversidade de desempenho e o "tamanho"
de cada região eram marcantes nesses anos. A região Nordeste (incluindo a Bahia) concentrava cerca de metade da população do país e se manteve praticamente estagnada durante a segunda metade do século XIX. A região Sul, por outro lado, cresce em média 4% ao ano nesses anos, mas seu peso dentro

47Isto faz com que a taxa de 6,2% para o crescimento do produto *per capita* da região amazônica tenha tido um peso na estimativa para o agregado bem maior que sua importância econômica.

do pais era reduzido, pois incluía apenas 9% da população brasileira [Furtado (1974, p. 149)]. Usando para os números de Furtado ponderações baseadas na distribuição regional da população, chega-se a uma taxa de crescimento médio do produto *per capita* de 1,0% anual

As estimativas de Furtado ainda se mostram elevadas em função da importância atribuída pelo autor ao desenvolvimento do comércio exterior nesses anos, pois afinal o "arquipélago" que compunha o Brasil de então era formado de economias regionais de orientação claramente exportadora. Subestima-se, assim, a "âncora" representada pela contínua estagnação da economia de subsistência. Outras estimativas para o crescimento da economia brasileira baseadas em informações quantitativas mais sólidas acerca da *magnitude* do PIB propriamente dito, tais como as de Contador e Haddad (1975, p. 430-434), apresentam estimativas bem mais modestas do que as sugeridas por Furtado: 1,47% para a taxa de crescimento média anual do produto agregado e-0,40% para o *proàutoper capita* durante o período 1861/1900. Uma estimativa intermediária mais recente para o mesmo período chega aos valores de 2,04 e 0,34%, respectivamente, o,que sugere apenas uma "leve tendência ascendente" para o período 1850/89 [rjjoldsmith (1986, p. 20-21)].

O fato importante trazido por estas estimativas da magnitude do PIB é, basicamente, o de que o Brasil *não* se mostra uma economia especialmente aberta nesses anos. A razão exportações/PIB era de 15,4% em 1870, chega a 18,6% em 1900, mas em 1913 teria sido de apenas 14,8%.[48] O valor das exportações *per capita*, por outro lado, que experimenta um ligeiro crescimento de US$ 11,7 em 1872 para US$ 12,9 em 1913, está longe de definir o Brasil como uma economia especialmente "aberta", pois estes valores estão próximos da média da América Latina "tropical", isto é, sem incluir Argentina, Uruguai e Chile, para os quais os valores são muito maiores, como se vê na Tabela 4.1. É possível que, por exemplo, São Paulo tomado isoladamente pudesse exibir "graus de abertura" semelhantes aos que se observavam em outras áreas de assentamento recente. Mas isto de modo algum expressava o que acontecia em outras áreas do país, para as quais o peso da "economia de subsistência" parecia predominante.

É interessante observar que a participação brasileira sobre o comércio mundial é muito pequena, inferior a 1% em 1913,[49] mas a pouco notada participação brasileira no tocante ao investimento internacional se mostra bem

48 Para os dados do PIB a preços correntes, cf. Goldsmim (1986, p .23 e 83) e, para os números das exportações, IBGE (1987, p. 523-524).

49 A América Latina toda responde por apenas 7,6% do total docomérciomunduilem 1913 [cf. Yates (1959, p. 32-33)1.

mais substancial. As estimativas para o valor do estoquede capital estrangeiro no Brasil em 1913, incluindo-se aí investimentos ingleses, franceses, alemães e norte-americanos, diretos e de carteira, são variáveis. Albert (1983, p.34) apresenta uma estimativa de £ 514 milhões, enquanto que Abreu (1985, p.168) estima este mesmo estoque em £ 408 milhões, valores que representavam cerca de 30% do total para o total da América Latina e pouco mais de 5,0% do total

Tabela 4.1
Graus de Abertura - Países Selecionados -1913

	Exportações *Per Capita"*		Exportações**/Pnr**	
	Países Centrais			
Reino Unido		Reino Unido	29,4	(1910/13)
França média	46,3	França	21,2	
Alemanha	<s	Alemanha	20,5	
	Países Periféricos			
Canadá	58,4	Canadá	18,2	(1910/19)
Austrália	79,8	Itália	18,2	
Nova Zelândia	92,7	Suécia	28,4	
Argentina	66,9	Japão	16,2	(1905/14)
Chile	41,4	Brasil	14,8	
Uruguai	19,7	Noruega	24,0	(1910)
Indonésia	5,6	Dinamarca	40,8	(1910)
Brasil	12,6			
Peru	10,0			
México	8,4			
Colômbia	7,3			
Egito	12,9			
Madagascar	3,3			
Ceilão	7,1			

Filipinas	5,4

FONTES: Deutsch e Eckstein (1961, p. 267-299). Kindleberger (1962, p. 180-181), Lewis (1978a, p. 196-203) e Goldsmith (1986, p. 23).
" Dólares de 1914.
[b] Médias de exportação e importação, ou exportações, sobre a renda nacional ou renda
nacional mais importações.

mundial. É importante observar que o grosso desses investimentos teria lugar durante o período 1902/13: o valor da divida externa federal, por exemplo, cresceria de £ 30,9 milhões em 1890 para £ 44,2 milhões em 1900, mas em 1913 atingiria a cifra de £ 144,3 milhões [IBGE (1987, p. 541-542)]. No tocante ao investimento direto, note-se que de 1860 a 1902 o capital das firmas estrangeiras estabelecidas no pais atinge £ 105 milhões, ao passo que o total para as companhias constituídas durante o período 1903/13 é da ordem de £ 190 milhões [Castro (1979, p. 97)].

Ao longo da década de 1890, a convivência do país com os mercados financeiros internacionais se enriquece sobremodo com a gradual reabertura desses mercados às nações da América Latina depois de várias décadas de isolamento. O recurso a empréstimos externos tinha sido importante para as finanças e para os balanços de pagamentos das nações latino-americanas logo após seus processos de independência política nas décadas de 1820 e 1830. Todavia, a esse *boom* de empréstimos seguiu-se uma onda de dificuldades de pagamentos e moratórias que traumatizou o mercado londrino por muitos anos.
Apenas nas décadas de 1860 e J870 as repúblicas latino-americanas conseguiriam retomar a esses **mercadas,** e apenas nos 25 anos anteriores a 1914 se observam influxos financeiros em volumes significativos para a América Latina.

O florescimento das relações financeiras do país com o exterior a partir da década de 1880 tomaria mais rica e complexa a teia de relações do país com o exterior, pois consolidava uma inserção internacional na qual teria importância crucial a interação entre transações comerciais e financeiras, ou entre a conta corrente e a conta capital do balanço de pagamentos. Evidentemente, este retomo aos mercados financeiros internacionais viria a recolocar em novas bases a discussão sobre crescimento e abertura, em particular no que se refere às diversas formas de "vulnerabilidade estrutural" da
economia brasileira ao andamento da economia internacional.

4.2 — Abertura e Vulnerabilidade Externa

Embora seja comum na historiografia brasileira e latino-americana a preocupação com o tema da vulnerabilidade das economias da região aos movimentos da economia internacional, existe, ao mesmo tempo, certa

4 As estimativas são variáveis basicamente em função do fato de que o valor do estoque de capital pode ser considerado a partir de valores ao par ou com preços de mercado.

imprecisão quanto ao real teor deste atributo, que é freqüenfemente confundido com o "grau de abertura" da economia. Com efeito, tem sido aceito sem muita contestação que um elevado grau de abertura conduza a uma maior vulnerabilidade, embora não pareça claro que efetivamente a experiência histórica de economias mais abertas, mesmo periféricas, seja de menor crescimento e mais instabilidade do que se observa em economias mais fechadas
como a brasileira. A influência do grau de abertura sobre o crescimento e a estabilidade macroeconômica conhece múltiplos canais, sendo, portanto, muito difícil construir qualquer argumento *a priori* para sustentar relações tanto perversas quanto benignas. Por isso mesmo é no mínimo precário atribuir a excessiva vulnerabilidade da economia brasileira nesses anos ao grau de abertura/?er5e, mesmo porque o Brasil, conforme já mencionado, *não* era uma economia especialmente aberta. Este fato não foi levado na devida conta, por exemplo, por Furtado (1974, p. 155-157), que assume que, "numa economia do tipo da brasileira do século XIX, o coeficiente de importações era particularmente elevado",(a ênfase é minha), sendo esta uma das razões pelas quais a adesão ao padrão-ouro era vista como uma "impossibilidade".[50]

Certamente as dificuldades do Brasil com o padrão-ouro, ou a instabilidade macroeconômica experimentada nesses anos, tinham outras explicações. Para Furtado, bem como para muitos outros autores, uma explicação importante, e complementar à noção do (supostamente) excessivo grau de abertura, está ligada ao fato de as receitas com as exportações de *commodities* serem especialmente instáveis, trazendo, assim, dificuldades crônicas para os balanços de pagamentos de países como o Brasil de então, cuj as
exportações eram particularmente concentradas em uns poucos produtos primários. Em função disso, a "inversão improdutiva", no dizer de Furtado (1974, p. 156), representada pela imobilização de reservas necessária para sustentar o padrão-ouro — ou manter taxas de câmbio fixas no âmbito do sistema de Bretton Woods —, seria grande demais. Este não seria o caso na presença de linhas de crédito que substituíssem a acumulação de reservas para fazer frente aos períodos de baixa nas exportações. Esta era uma preocupação importante dos países subdesenvolvidos por volta da década de 1960 — época em que escrevia Furtado — e da qual resultou inclusive a criação de uma linha

50 Note-se também que. em certa altura. Furtado (1974, p. 156) refere-se aos países europeus que se mantiveram no padrão-ouro como "economias degraus de desenvolvimento mais ou menos similar, com estruturas de produção não muito distintas e com coeficientes de importação *rela Ïivamente baixos* "(a ênfase ê minha).

de financiamento "compensatório" no FMI para países experimentando quedas temporárias em suas receitas de exportações de produtos primários.[51]

51 **Em 1963, o FMI decidiu introduzir um esquema de financiamento para quedas temporárias nas exportações, que de início encontrou resistências e teve aplicação bastante restrita até 1966, quando foi oficialmente criada a CFF (Compensatory Financing Facility).**

Apesar da popularidade do argumento, o trabalho de pesquisa destinado
à verificação empírica dessas idéias apresenta resultados menos claros. Massell (1964), Macbean (1966) e Coppock (1962), usando análises *cross-section* para os anos do pós-guerra, não conseguiram estabelecer uma relação positiva entre índices de instabilidade de exportações e variáveis como índices de concentração das exportações e a participação de produtos primários na pauta de exportações, nem tampouco entre instabilidade das exportações e crescimento. Estes trabalhos foram qualificados de várias formas por estudos posteriores, alguns reforçando os resultados [Kenen e Voivodas (1972), Mathieson e Mcinnon (1974) e Lim (1976)], outros contestando [Glezakas (1973) e o próprio Massell (1970)], mas o ponto importante a observar é que dificilmente estudos deste tipo seriam suficientes para invalidar o argumento de
que as exportações de produtos primários são mais instáveis que as de manufaturados, e que isto representa uma fonte de instabilidade macroeconômica de certa importância para os países subdesenvolvidos. O tom agnóstico dos resultados serve, todavia, para que se tenha em mente que as conseqüências da instabilidade das exportações não parecem tão sérias como se poderia em princípio supor. Existem, po^ certo, outras fontes de instabilidade que podem ser de importância muito mais significativa. Um dos estudos empíricos sobre a relação entre instabilidade das exportações e crescimento mostra, por exemplo, que a disponibilidade de influxos de capital, certamente mais instável do que as receitas de exportação, é bem mais importante enquanto
restrição ao crescimento do que as variações das receitas de exportação [Lim (1976, p. 321)].

4.3 — Vulnerabilidade e Termos de Troca

Há duas vertentes de explicação para a "vulnerabilidade estrutural" da economia brasileira baseadas no comportamento dos termos de troca: a primeira
e mais popular está relacionada com a deterioração "secular" dos termos de troca
entre produtos manufaturados e primários sugerida por Raul Prebisch e Hans Singer; e a segunda tem que ver com a idéia de que existe uma articulação cíclica
perversa entre termos de troca e movimentos de capital. A deterioração"

7 Coppock concluiu inclusive que as receitas de exportações dos países exportadores de produtos primários eram mais estáveis que as de países industriais.

secular"
tem sido intensamente discutida, nos seus aspectos teóricos e empíricos, desde as formulações pioneiras da Cepal. No tocante à evidência, a sofisticada discussão de Spraos (1980) acerca dos índices de preços de produtos primários

e manufaturados sugere que os dados não permitem conclusões firmes. Uma reavaliação mais recente sugere a existência de uma pequena tendência decrescente para o período 1900/86 [Grilli e Yang (1988)], mas admite, como Spraos, que uma fraqueza decisiva dos índices de preços relativos usados nesses
estudos é a dificuldade em se lidar com os incrementos de "qualidade" observados dentro do universo de manufaturas consideradas.

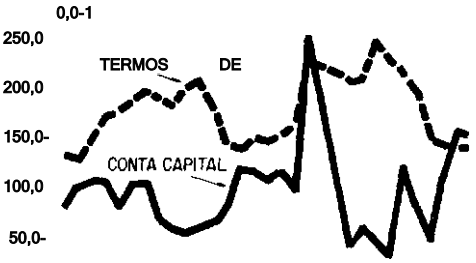
Precauções semelhantes valem para as conclusões de Gonçalves e Barros (1982) sobre a evolução dos termos de troca do Brasil de 1850 a 1979. Tal como Spraos e Grilli e Yang, Gonçalves e Barros reportam regressões dos termos de troca contra variáveis de tendência que mostram coeficientes positivos e significativos para certos períodos. Sem dúvida, este tipo de teste está longe de configurar um procedimento estatístico robusto, pois nenhum modelo específico é testado nem tampouco qualquer outra influência sobre os termos de troca é controlada. Fatores cíclicos parecem fornecer a influência dominante sobre os termos de troca do Brasil, e por isso mesmo a presença de qualquer tendência se estabelece de forma espúria basicamente pela escolha do período. Uma reavaliação dos métodos empíricos de Gonçalves e Barros utilizando técnicas de séries de tempo conclui pela insignificância estatística da tendência decrescente para o período 1850/1979, mas observa que existe evidência favorável à tese de Prebisch para o período 1887/1940 e *desfavorável* para os períodos 1850/87 e 1940/79, nos quais se observa uma tendência crescente e estatisticamente significativa [cf. Souza (1984)].

Para as últimas décadas antes de 1914 em particular, pode-se observar de forma clara no Gráfico 4.1, adiante, uma forte tendência *crescente* nos termos de troca de meados da década de 1880 até aproximadamente 1895, quando os preços do café entram em colapso, e uma queda significativa até 1897, quando se chega a um nível que permanece mais ou menos estável até 1913. Em resumo, ainda que para períodos muito longos se possa produzir indicações apontando na direção de uma tendência decrescente para os termos de troca — e, a julgar pela evidência, estas indicações são muito questionáveis—, não parece haver dúvidas de que para o período que vai de 1870 a 1914 não há qualquer sinal de uma *tendência* decrescente. É claro que se observam flutuações nos termos de troca que, certamente, tiveram impacto sobre o estado das contas externas do país, embora pareçam relacionadas principalmente com as oscilações do preço do café, isto é, pouco ou nada têm a ver com a tese de Prebisch. Por isso, o comportamento cíclico dos termos de troca parece talvez mais promissor enquanto explicação para dificuldades recorrentes de balanço de pagamentos do que a idéia da deterioração secular.

No tocante aos padrões cíclicos dos termos de troca, convém lembrar que, como visto no Capítulo 2, um dos temas importantes da enorme literatura referente ao funcionamento do padrão-ouro nos anos anteriores a 1914 diz

r- Gráfico 4.1

TERMOS DE TROCA E CONTA CAPITAL- 1870/1900



Fontes:
Paro as termos de troco, Gonçalves e Barras (1962) e, para a conta capital, Tabela 3.14.

1
i
!

respeito ao argumento de que os mesmos mecanismos que asseguram estabilidade macroeconômica nos países centrais — envolvendo justamente a articulação entre as contas comerciais e os movimentos de capital — implicam instabilidade nos países da chamada periferia.

No contexto brasileiro, esta idéia é explorada na obra clássica de Furtado (1974), na qual se argumenta que uma crise nos centros industriais reflete-se nas economi as *dependentes*, em um primeiro momento, através de uma redução
do volume de exportações e, em seguida, através de uma piora nos termos de intercâmbio. Tendo em vista que "numa economia deste tipo a conta capital do balanço de pagamentos se comporta *adversamente* nas etapas de depressão... percebe-se facilmente por que estas estiveram sempre condenadas a desequilíbrios de balanço de pagamentos e à inflação monetária" [Furtado (1974, p. 158-159)]. O autor sugere, portanto, a prevalência de uma articulação cíclica perversa entre termos de troca e entradas de capital, ou seja, que estes estão correlacionados positivamente (do ponto de vista do país receptor de capitais).

Conforme mencionado no Capítulo 2, a evidência disponível no que tange aos países centrais não é definitiva, mas parece apontar na direção de um comportamento contracíclico (do ponto de vista do país exportador de capitais) em se tratando de saídas de capital e pró-cíclico no que respeita aos termos de

troca, isto é, uma relação positiva entre termos de troca e exportações de capital. Isto vem a ser, do ponto de vista dos países periféricos, uma relação *negativa*

entre termos de troca e entradas de capital, o <*ue desautoriza* a visão furtadiana ao menos a nível do balanço de pagamentos da Grã-Bretanha.[52]

É preciso notar, contudo, que, embora esta correlação negativa "estabilizadora" seja dominante em termos gerais, ou tomando o período 1870/1913 em seu conjunto, este não seria necessariamente o caso para determinados períodos, ou para determinados países [cf., p. ex., Lewis (1978a, p. 178-180]. Para o caso do Brasil em particular, esta correlação pode ser avaliada no Gráfico 4.1, que traz a evolução dos termos de troca e os valores para a conta capital estimados no capítulo anterior.

52Note-se, no entanto, que, apenas como uma grosseira aproximação, pode-se tomar o simples inverso dos termos de intercâmbio para a Grã-Bretanha como os termos de troca para a "periferia" são dados pelo centro. Havia outros países centrais e subcentrais, assim como vários níveis de países periféricos, alinhados, por exemplo, de acordo com a participação das exportações de manufaturados sobre o total de suas exportações.

continuada escassez de entradas de capital, observa-se uma nova crise cambial, que dessa vez leva à moratória em 18y8/1900.

Em resumo, parece não haver uma articulação perversa consistente entre termos de troca e movimentos de capital. É preciso notar que este resultado nada tem de surpreendente, pois afinal boa parte das entradas de capital nesses anos era composta de empréstimos públicos federais de natureza *compensatória*, isto é, obtidos em função de dificuldades cambiais correntes ou antecipadas. Por definição, este tipo de entrada articulava-se de forma *benigna* com o estado das contas comerciais, pois tinha como propósito mais ou menos explícito financiar períodos difíceis. Mesmo que as entradas *autônomas* se articulassem de forma perversa com os termos de troca, não seria possível construir um argumento *a priori* em favor da articulação perversa. A evidência parece corroborar perfeitamente estas observações na exata medida em que se mostra inconclusiva. É claro que isto não quer dizer que choques desfavoráveis, sejam eles relacionados com os preços do café ou os fluxos financeiros, não possam ter sido devastadores *em si*, independentemente de ter sido perversa ou

não a articulação entre eles. No caso da crise de 1891, por exemplo, os termos de troca eram bastante favoráveis, e ainda assim a drástica redução das entradas

de capital na esteira da crise Baring provocou dificuldades cambiais agudas.

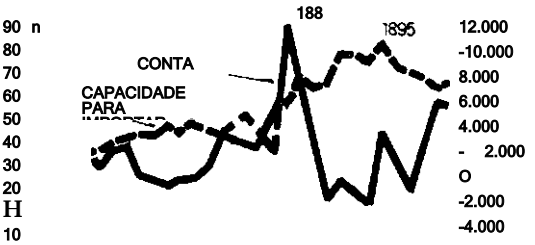
É interessante notar, todavia, que em um momento posterior um elemento novo viria a alterar significativamente estas conclusões. A partir de 1906, com o advento de operações de "valorização" do café, vale dizer, aquelas pelas quais empréstimos externos eram contraídos para a aquisição de estoques e sustentação dos preços, estabelece-se uma conexão bastante óbvia entre a

Tomando o período 1870/1900 como um todo, a correlação entre movimentos de capital e termos de troca é negativa (isto é, entradas de capital aumentam quando os termos de intercâmbio pioram), mas pequena e não-significativa (o coeficiente de correlação é - 0,02). É fácil ver, no entanto, que há períodos onde a correlação é positiva: para 1870/73, as entradas de capital
aumentam e os termos de troca melhoram, o que também se observa em 1886/89,
e no sentido inverso, ou seja, ambos pioram juntos, em 1876/78 e em 1895/97. A correlação é claramente negativa nok primeiros anos da década de 1880, em 1890/94 e nos últimos anos da série, 1898/1900.

Para se avaliar mais precisamente as conseqüências dessas inflexões, é interessante observar a relação entre movimentos de capital e a evolução da capacidade para importar, tal como se mostra no Gráfico 4.2. Esta relação melhor informa sobre a influência dos primeiros sobre o estado das contas externas do país. Em dois períodos onde as entradas de capital são reduzidas —
1876/83 e 1891/97 —, de fato se observam dificuldades de pagamentos e, em função destas, significativas desvalorizações cambiais. No primeiro período, a taxa de câmbio cai do nível de 27*pence* por mil-réis em dezembro de 1875 para 21 *pence* por mil-réis em fins de 1883 e, posteriormente, para 18 *pence* por mil-réis em meados de 1885. Já no tocante à década de 1890 a depreciação cambial assume dimensões de crise em 1891, quando a taxa cai de aproximadamente 24 *pence* por mil-réis em fins de 1890 para 12 *pence* por mil-réis no final de 1891. Em 1895 há uma quebra na tendência ascendente da capacidade para importar, mercê da piora nos termos de troca observada no primeiro gráfico, gerada pelo colapso dos preços do café, já refletindo as safras resultantes do grande aumento no plantio provocado pelas desvalorizações cambiais do início da década. Em conseqüência disso, e em virtude da

r– Gráfico 4.2 -

CAPACIDADE PARA IMPORTAR E CONTA CAPITAL- 1870/1900



Fontes:
IBGE (1987),eTabela3.14.

conta capital e os termos de troca. Como estes passavam a depender, em última instância, da disponibilidade de empréstimos para a compra do excesso de oferta, a articulação entre a conta capital e as contas comerciais tornava-se instabilizadora, isto é, "perversa" [cf., p. ex., Fritsch(1988, Cap. 6)]. Note-se, entretanto, que isto não ocorre para o período anterior à era das valorizações, o que permite confirmar que a superprodução crônica de café observada a partir
da elevação do plantio observada durante a década de 1890 teria como conseqüência modificar perversamente o padrão cíclico de articulação entre termos de troca e entradas de capital.

4.4 — Vulnerabilidade e Endividamento

Ao longo das últimas décadas do século XIX, o Brasil evoluiu inequivocamente para a posição de uma nação cronicamente devedora. A reabertura dos mercados financeiros internacionais para o país em meados da década de 1880 permitiu que a contaçapital passasse a ter importância crescente no contexto das suas contas **externas,** tornando-se um mecanismo através do qual se mantinham níveis de absorção (ou taxas de investimento) maiores do que provavelmente seria possível se o país tivesse de sustentar um equilíbrio de
pagamentos em transações correntes. Esta evolução pode ser vista na Tabela 4.2, que mostra, em termos resumidos, a conta corrente e o saldo da conta capital
do balanço de pagamentos do Brasil para os períodos considerados.

Tabela 4.2
Balanço de pagamentos: contas selecionadas — 1870/99
(Médias Anuais em £ Milhões)

Conta	1870/80	1880/85	1886/89	1890/94	1895/1900
Conta Corrente	2.104	1.131		-670 - 976	-3.099
Conta Capital	2.266	2.366		3.730	1.251 2.887
Conta Capital + Erros e Omissões	-1.492	501		1.299	-277 2.224

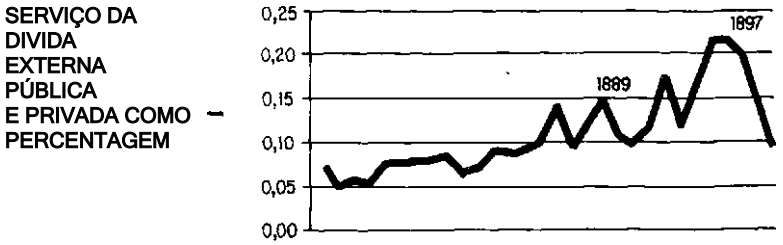
FONTE: Tabela 3.14.

Note-se que parece mais ou menos contínua a evolução da conta corrente
na direção de um déficit relativamente grande, da ordem de uns 10 ou 15% das exportações, o que seria equivalente a algo entre 1,5 e 2,2% do PIB. Os valores para a conta capital tornam-se maiores para o período 1886/89, em seguida contraem-se para valores abaixo da média para as décadas de 1870 e 1880 e, por fim, recuperam-se a partir de 1895, por conta do empréstimo desse ano e do *funding loan*. Este comportamento é ainda mais flagrante nos dados para a conta
capital somada aos "erros e omissões" do balanço de pagamentos, que geralmente se admite incluir predcniunantemente movimentos de capital de curto prazo. É fácil perceber que esta instabilidade da disponibilidade de capital, quando sobreposta a uma conta corrente cada vez mais claramente deficitária, traz em si um potencial de instabilidade muito grande.

O desenvolvimento progressivo do déficit em conta corrente está relacionado, por certo, com o peso dos compromissos do país relativos à dívida externa — pública e privada —, cujo serviço como proporção das exportações torna-se cada vez mais significativo, conforme pode ser visto no Gráfico 4.3, onde
o peso dos compromissos relativos à dívida externa (juros, amortizações, descontos
e comissões) como proporção das exrxjrtaçõds começa a se fazer sentir na década
de 1890, ao contrário do que é normalmente percebido na historiografia.[53] A razão
serviço da dívida externa (pública e privada) sobre as exportações mostra uma clara

Tabela 3.14.

p Grdfico 4.3 ----------



53 Segundo Furtado (1974, p.159ff), "o serviço dos capitais estrangeiros não chegou a constituir uma carga excessivamente pesada para o balanço de pagamentos do Brasil na segunda metade do século passado".

tendência crescente ao longo de 1870/1900, sendo que atinge valores em torno de 21% em 1896 e 1897. A queda observada a partir de 1897 está relacionada ao *Junding loan* , mas é provável que, tendo em vista o expressivo crescimento da
dívida observado na Tabela 4.3, a seguir, o serviço da dívida tenha crescido como
proporção das exportações até as vésperas da I Guerra Mundial.

Tabela 4.3
Dívida externa - 1870/1914
(Em £ Milhões)

Anos	Federal	Estadual	Privada	Total	% das Exportações
1870	14,3	—	—	14,3	92,9
1880	16,6	0,1	2,0	18,7	88,2
1890	30,2	2,9	12,2	45,3	171,5
1900	36,6	6,5	20,8	83,9	252,7
1905	70,0	18,3	n.d.	—	—
1914	103,5	48,2	n.d.	—	—

FONTES: Tabelas 3.3, 3.6 e 3.11; e A^reu (1985, p. 170).

Os dados da tabela permitem também que se perceba um extraordinário aumento no endividamento externo a partir da década de 1880. Dificilmente a evolução da dívida externa privada para 1905 e 1914 poderia contrariar estas tendências. Se for admitido que a dívida privada cresceu a taxas semelhantes às que se observam para a dívida federal nos períodos 1900/05 e 1905/14, chegar-se-ia a um estoque total da dívida de £ 128,1 milhões para 1905 e £ 210,5 milhões para 1914, valores que, como proporção das exportações, corresponderiam a 287 e 449%, respectivamente.[1] Sem dúvida, a evolução da dívida externa a partir de um valor correspondente a cerca de 90% das exportações para algo superior a 400% em cerca de três décadas levanta questões relativas à solvência do país, ou sobre a sustentação do processo de endividamento a médio prazo. Em termos genéricos, considera-se que existem limites à viabilidade de trajetórias continuadas de endividamento determinados pela relação entre o estoque inicial de dívida e a evolução comparada da capacidade de pagamento — as exportações — e o do serviço da dívida. Uma maneira simples e poderosa de visualizar estas restrições é através da expressão para a *variação* da razão serviço da dívida/exportações (z):

10 A razão para 1914 encontra-se superestimada, uma vez que o valor de comércio exterior para 1914 é anormalmente baixo em função dos efeitos da guerra. Se for considerado o valor das exportações para 1913, a razão reduz-se para 322%.

11 Para resenhas teóricas sobre estes pontos, cf. Sachs e Cooper (1985) e Simonsen (1985).

onde *i* representa a razão serviço da dívida/estoque da dívida, *x* a taxa de crescimentodasexportações e r a transferência de recursos reais para o e xterior orno proporção das exportações. A fórmula indica que, se a "taxa de juros", ou, mais precisamente, o serviço da dívida como proporção do estoque for maior que a taxa de crescimento das exportações, *ceteris paribus* , o "peso" da dívida, isto é, a parcela das exportações dedicada ao serviço da dívida, será crescente. Por outro lado, mesmo que *i=x*, se a transferência de recursos para o exterior for negativa, isto é, se o país estiver absorvendo recursos, então, *ceteris paribus*, o "peso" da dívida também será crescente.

A fórmula foi utilizada com o propósito de investigar a natureza da evolução
do endividamento externo brasileiro, segundo uma perspectiva de longo prazo, por Abreu (1985). As novas informações estatísticas introduzidas no capítulo anterior permitem uma reavaliação dos resultados para o período coberto por este estudo, tal como pode ser visto na Tabela 4.4.

Tabela 4.4
Dívida externa: indicadores de solvência—1870/1913
(Em %)

Período	z	/	x	*(i-x).z*	*t*	*(i-x).z -1*
1870/75	6,42	8,09	5,81	0,15	-0,03'	0,18
1876/80	7,66	7,92	0,41	0,58	3,77	-3,19
1881/85	8,93	8,28	-5,78	1,26	-1,06	2,31
1886/89	12,20	7,52	22,20	-1,80	-15,30	13,60
1890/94	12,16	7,46	1,36	0,74	3,64	-2,90
1895/1900	16,99	7,66	1,46	1,05	3,51	-2,45
1901/05	20,15	7,82	8,65	-0,17	11,00	0,83
1906/13	21,98	7,82	5,83	0,44	-7,00	7,44

FONTE: Tabela 3.14.
* Estimativas (ver texto).
[b] Iguais à média para o período 1870/1900.
[c] De Abreu (1985, p. 179).

É interessante notar que o serviço da divida como proporção do estoque manteve-se razoavelmente estável em tomo de 7,8% e que a taxa de crescimento

das exportações superou este valor apenas durante 1886/89 e 1901/05, períodos em que se observa $(i-x).z < 0$, ou seja, a capacidade de pagamento crescendo

mais rapidamente que os encargos da divida. Nos anos anteriores a 1886 isto não ocorre, mas a transferência de recursos para o exterior é positiva, embora pequena (0,84% das exportações em média para 1870/85). Durante 1886/89 o país experimenta uma maciça entrada de capitais, uma grande apreciação cambial e, em conseqüência desse processo, uma transferência de recursos para o exterior fortemente negativa. Logo em seguida, em função do desaparecimento desses capitais, o país se vê obrigado a eliminar seu déficit em conta corrente através de ajustes cambiais e no nível de atividade. Observa-se, assim, uma significativa desvalorização real da taxa de câmbio, o que certamente teve papel importante na redução do déficit em conta corrente de uma média anual de £ 1,3 milhão em 1888/91 para uma média anual em torno de £ 110 mil em 1892/94. Esta forma de ajustamento fornece talvez um dos melhores exemplos disponíveis do que se convencionou chamar, seguindo a análise pioneira de Furtado, de "socialização das perdas".

Para a década de 1890 a transferência de recursos para o exterior é positiva e da ordem de uns 3,5% das exportações, em média, mas é importante notar que para o período 1895/1909 há dois subperíodos bastante distintos. A partir de 1894, o déficit em conta corrente cresceria substancialmente, atingindo £ 2.295 mil em 1895 e £ 5.014 mil em 1896, em função do colapso dos preços do café, e inaugurando um período crítico no tocante às contas externas. Assim, com a fraqueza dos termos de troca, o peso da dívida e uma semiparalisação dos
fluxos de capital para o Brasil, isto é, da dificuldade em se obter acomodação junto aos Rothschild, observa-se uma nova crise cambial, que dessa vez leva ao ajuste ortodoxo em 1898/1900. As transferências que haviam se tomado negativas durante 1895 e 1896, tornam-se fortemente positivas a partir de 1897, em função do processo de ajuste ortodoxo associado ao *funding scheme*.

Em resumo, o pais experimentaria os custos da sustentação do *status* de nação devedora de forma muito clara no fim da década de 1880 e ao longo de 1890. A uma extraordinária abundância segue-se um período mais ou menos longo de entradas reduzidas e de ajustamento externo através da redução no déficit em conta corrente, gerando grandes custos para a economia doméstica. Na segunda metade da década de 1890, as entradas de capital são retomadas, mas desta vez na esteira de negociações explícitas com os banqueiros motivadas
pelo desejo de se *financiar* o déficit em conta corrente e facilitar o ajuste externo. Tal é o espírito do *funding scheme*, após o qual, no entanto, o país retomaria uma trajetória de endividamento intensa mas viabilizada por um crescimento mais acentuado das exportações.

4.5 — Os Determinantes da Taxa de Câmbio

Mais que qualquer outra variável macroeconômica, a taxa de câmbio *expressa* o conjunto de influências que afeta o relacionamento do país com o exterior. Em função disso, a discussão sobre os seus determinantes leva necessariamente a uma avaliação da importância relativa das diversas forças que atuam sobre o balanço de pagamentos do país. Recentemente estabeleceu-se
certa controvérsia em função da importância de fatores domésticos e exógenos para a geração das duas grandes crises cambiais verificadas na década de 1890, em especial a crise de 1891. A historiografia brasileira tradicionalmente não reserva à conta capital papel importante na determinação das inflexões da taxa de câmbio nesses anos, havendo em vez disso uma forte tendência no sentido de se atribuir as crises a choques comerciais (flutuações nos preços do café) ou a excessos monetários e fiscais. No tocante à crise de 1891, a interpretação tradicional atribui o colapso cambial à expansão monetária provocada em última
instância pelas reformas no sistema monetário introduzidas por Rui Barbosa em
1890. Este mesmo viés está presente rço tocante à crise que levou à moratória de 1898, atribuída em termos mais irijiediatos ao desequilíbrio orçamentário, embora este tivesse suas raízes nos mesmos excessos inflacionistas derivados das reformas de 1890. A moratória seria não mais que a liquidação em última instância dos excessos do Encilhamento.

É igualmente comum o viés no sentido de se explicar as flutuações cambiais na década de 1890 através das variações no preço do café. O próprio Furtado (1974, p. 164ff) enxerga este último como "o fator determinante da taxa cambial", o que teria sido "perfeitamente percebido" por Wileman em seu clássico estudo de 1896. Este mesmo viés está presente na interpretação de Versiani sobre o período anterior a 1914, que também se reporta a Wileman, ao argumentar que "variações nos meios de pagamento e nos preços do café explicam estatisticamente a maior parte das oscilações da taxa de câmbio, desde
1860 até os primeiros anos do século XIX"[Versiani (1980, p.15-17)]. A influência do café sobre a taxa de câmbio é, no entanto, questionada no estudo de Versiani (1985), mas em ambos os casos a análise não incorpora o fato de que a taxa de câmbio é afetada por múltiplas influências, de modo que a análise
estatística de cada uma dessas forças carece de métodos mais elaborados. Esta ressalva também se aplica ao trabalho de Fishlow (1972), onde a conexão entre

a taxa de câmbio e a oferta de moeda através de uma forma reduzida simples esconde mais do que revela sobre as múltiplas interações envolvidas.

Alguns trabalhos mais recentes trazem tentativas de se especificar modelos macroeconômicos onde as diversas influências sobre a taxa de câmbio são identificadas e testadas, como, por exemplo, os de Cardoso (1981), Franco (1986) e Fishlow (1987). O teor desses diferentes modelos é bastante diverso,

embora seus resultados mostrem algumas características comuns, tal como pode
ser visto na Tabela 4.5, que traz um resumo dos principais resultados empíricos desses estudos. Note-se que os períodos de análise não são exatamente iguais e que os autores diferem no tocante à inclusão das diversas variáveis listadas nas suas formas reduzidas estimadas, bem como no conjunto de instrumentos utilizados em avaliações que utilizam variáveis instrumentais. Isto reflete, evidentemente, diferentes hipóteses acerca do conjunto de influências exógenas a considerar em cada modelo. Note-se também que há certa diferença entre estes
autores no tocante aos propósitos da cada exercício. Cardoso buscava tão-somente algum suporte empírico para seu modelo da economia brasileira dos anos anteriores a 1914,[54] enquanto Fishlow e Franco estavam preocupados mais especificamente com a importância relativa de determinantes domésticos (moeda) e externos (fluxos de capital) da taxa de câmbio. Note-se, a este respeito, que estes dois autores também reportam testes de causalidade entre moeda e câmbio cujos resultados mostram com muita clareza a presença de causalidade múltipla.

A Tabela 4.5 mostra em **primeiro** lugar as três equações estimadas por Fishlow para o Brasil, com base nas quais o autor conclui que os fluxos de capital
não tiveram importância para a determinação da taxa de câmbio no período 1877/97. Com efeito, em suas duas primeiras equações a entrada líquida de capitais, que em seu modelo é uma variável inteiramente exógena, mostra-se estatisticamente insignificante. Um ponto a observar é que Fishlow utiliza a série computada em Franco (1983), a qual tem inúmeros problemas, como é fácil de se perceber à luz das revisões introduzidas nos números para o balanço de pagamentos do país no capítulo anterior. Em favor da hipótese de que movimentos de capital afetam a taxa de câmbio, note-se que as duas regressões de Franco reportadas na Tabela 4.5, que tomam as entradas de capital como determinadas fundamentalmente pelas cotações dos títulos brasileiros em Londres, trazem essas cotações fortemente significativas.

Nas duas primeiras equações de Fishlow a moeda se mostra fortemente significativa, mas este resultado não sobrevive à aplicação de variáveis instrumentais, como pode ser visto na sua terceira equação. Este mesmo fenômeno se observa para as equações de Franco, isto é, a presença de variáveis instrumentais destrói a signif icància da oferta de moeda como determinante do

54A autora inclusive apresenta equações referentes ao comportamento do estoque de capital, que seria a outra variável dependente de seu modelo.

câmbio. Isto pode ser visto como uma indicação de que existe certo grau de endogeneidade na oferta de moeda, como aliás é explicitamente testado em

Tabela 4.5
Determinantes da Taxa de Câmbio: Equações Alternativas (Estatística t entre Parênteses)

Autor	Feribdo	Método	*Quantum* Tenra ^	T,ra Mod, no»	Gçi-	na.		Cotação dei**» em Londr	R^2	Dw	Rho
Fishiow	1877/97	MOOcom resíduos ajustados pór processo de médias móveis de 1' ordem.	-0,63 (3.0)	0,87 (8,13) 036 (2,33)		(0,91)	0,005				
Fishlow	1877/97	MOOcom resíduos corrigidos pelos processos AR(lJe médias móveis de l[1] ordem.		-0,16 (1,75)	0,60 (6.33)	-120 (2,41)	-0,003 (0.93)				
Fishlow	1877/97	VI com iislrurrientos: tempo, exportações e moeda defasados e preços externos		1,03 (1.80)							
			-1,31 (1,38)	-1,67 (1,77)	*(029)*		-0.013				
					0.92	1,95	n.d				
				-0,96	1,77	n.d.					
					0,78	1^7	n.d.				
Franco	1875/97	MOO com resíduos corrigidos por processo AR(1)		-0,19 (1,59)				0.99 0,60		136	
Franco	1875/97	VI com instrumentos: em Londres, termos de troca preços domésticos, variações de reservas *edummy* para 1890		-0,17 (1,07) 027 (3.11) 0,05 (0.40)			0,57 8,16 0,43 (3.07)	nd. 0,43		1,77	
Cardoso	1862/1906	VI com instrumentos: moeda, exportações de café e borracha, correntes e defasados, preços externos e tempo.	-0,62 (8,65)	0,55 (8.54)	0,83 (5.03) 0,53 (5,11) 0^3 (528)		-0,96 (3.45)	0,98 0,03		1,95	

FONTES e OBSERVAÇÕES: Os dados para exportações, câmbio e moeda foram retirados de IBGE (1987). Os preços internos vêm de Lobo *et alii* (1971). Os preços externos correspondem a preços ingleses (IPA ou deflator implícito). As cotações dos títulos brasileiros são de *The Economist.* As entradas de capital correspondem ao saldo da conta capital menos juros pagos reportados em Franco (1983). Para maiores detalhes, cf. Fishlow (1987), Franco (1986) e Cardoso (1981).

Franco (1986, p. 87) através de especificações que rejeitam a hipótese de moeda exógena com relação à taxa de câmbio.

O melhor que se pode dizer acerca dessas ambigüidades é que a evidência não é conclusiva, isto é, não é possível argumentar com segurança, à luz dos resultados econométrícos da Tabela **4**.5, que as variações na oferta de moeda ou nos fluxos de capital foram influências predominantes sobre a taxa de câmbio. A análise de modelos alternativos de determinação da taxa de câmbio
parece levantar questões de grande complexidade, de modo que dificilmente seria possível *resolver* a velha controvérsia sobre as causas das crises cambiais da década de 1890.

4.6 — Sumário

Este capítulo procurou discutir, à luz da evidência produzida no Capítulo 3, vários aspectos macroeconômicos do relacionamento do país com a economia internacional e, com isso, oferecer qualificações a teses geralmente sustentadas por argumentos *a priori* sobre a natureza da "vulnerabilidade estrutural" da
economia brasileira. Buscou-se distinguir abertura de vulnerabilidade e, em seguida, verificar a real extensão de mecanismos subjacentes à evolução dos termos de troca e da dívida externa enquanto determinantes da instabilidade macroeconômica a que esteve sujeita a economia brasileira nas últimas três décadas do século XIX. Diante das dúvidas levantadas, parece prudente encerrar
este capítulo observando que os fatos estilizados não permitem generalizações fáceis e que as raízes da "vulnerabilidade estrutural" estão mais próximas de combinações de circunstâncias historicamente determinadas, onde diversos fatores concorrem para produzir instabilidade, do que de explicações totalizantes amparadas em peculiaridades da economia brasileira.