

Prof. Dr. JULIO MANUEL PIRES  
Departamento de Economia - FEA-RP

# **A ORDEM DO PROGRESSO**

**CEM ANOS DE POLÍTICA  
ECONÔMICA REPUBLICANA  
1889-1989**

## CAPÍTULO 1

# *A PRIMEIRA DÉCADA REPUBLICANA*

**GUSTAVO H.B. FRANCO**

### **1. Introdução**

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

A década de 90 seria memorável em seus debates entre metalistas e papelistas em torno da orientação a ser dada à política macroeconômica. Nos primeiros anos a balança tenderia para estes, pois a República teria como seu primeiro ministro da Fazenda um campeão papelista de indisputado talento, ninguém menos do que Rui Barbosa. Todavia, a necessidade de se flexibilizar a política monetária geraria excessos, assim multiplicando resistências, de modo que o experimento papelista teria curta duração. A depreciação cambial de 1891, por outro lado, haveria de inaugurar um período de hesitações e de progressiva deterioração das contas externas. A reação conservadora a partir de meados da década seria avassaladora:

a partir de 1898 o país levaria um plano conservador de saneamento monetário e fiscal às suas últimas consequências. Os anos 90 conhecem, portanto, ambos os extremos do espectro doutrinário.

Este capítulo procura em primeiro lugar informar sobre as principais transformações estruturais afetando o andamento da política econômica, e em segundo, oferecer uma crônica das principais medidas de política econômica ao longo dos anos 90. Com este propósito a seção 2 trata da redefinição das relações financeiras do país com o exterior e suas principais consequências a nível macroeconômico. Em seguida, a seção 3 trata das consequências da disseminação do trabalho assalariado no campo especialmente no tocante à condução da política monetária e à organização do sistema bancário. A seção 4 oferece uma narrativa do curso da política econômica ao longo da década de 90.

## 2. O Brasil e a Economia Internacional

O crescente envolvimento do Brasil com a economia internacional constitui um traço fundamental da história econômica do país nos últimos anos do século XIX. Do ponto de vista comercial, observa-se maior abertura, a razão exportações/PIB que era de 15,4% em 1870, chega a 18,6% em 1900.<sup>1</sup> O valor das exportações per capita, contudo, que cresce de US\$ 11,7 em 1872 para US\$ 12,9 em 1913, não chega a definir o Brasil como uma economia especialmente “aberta”, pois estes valores estão próximos da média da América Latina “tropical”, isto é, sem incluir Argentina, Uruguai e Chile.<sup>2</sup> Além disso, note-se que a participação brasileira sobre o comércio mundial é muito pequena, inferior a 1% em 1913.

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

Ao longo dos anos 90 a convivência do país com os mercados financeiros internacionais se enriquece sobremodo, pois é nesses anos que se assentam as bases da grande abertura financeira da primeira década do século XX.<sup>4</sup> A conta capital passa a ter importância crescente no contexto das contas externas do país, tornando-se um mecanismo através do qual a instabilidade da receita comercial poderia ser compensada, e que também permitia a manutenção de níveis de absorção (ou taxas de investimento) maiores do que seria possível na ausência de capitais externos. Em contrapartida, argumenta-se comumente que é exatamente na articulação perversa (ou a correlação positiva) entre movimentos de capital e as contas comerciais que se devem procurar as raízes da instabilidade macroeconômica a que esteve sujeita a economia brasileira em sua fase caracteristicamente primário-exportadora.

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

No contexto brasileiro, existe uma interpretação tradicional do problema na obra clássica de Furtado (1974, pp. 158-9), na qual se argumenta que uma crise nos centros industriais se reflete nas economias “dependentes”, em um primeiro momento, através de uma redução do volume de exportações, e em seguida, através de uma piora nos termos de intercâmbio, e tendo em vista que “numa economia deste tipo a conta capital do balanço de pagamentos se comporta adversamente nas etapas de depressão... percebe-se facilmente por que [estas] estiveram sempre condenadas a desequilíbrios de balanço de pagamentos e à inflação monetária”.

A evidência disponível no que tange aos países centrais não é definitiva mas parece apontar na direção de um comportamento contracíclico em se tratando de saídas de capital, e pró-cíclico no que respeita aos termos de troca, isto é, uma relação positiva (do ponto de vista do centro) entre termos de troca e exportações de capital. Isso vem a ser, do ponto de vista dos países periféricos, uma relação *negativa* entre termos de troca e entradas de capital, o que desautoriza a visão furtadiana ao menos a nível do balanço de pagamentos da Grã-Bretanha.<sup>6</sup> 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.<sup>7</sup> Para o caso do Brasil em particular convém

observar que, tomando o período 1870-1900 como um todo, a correlação entre movimentos de capital e termos de troca não revela nenhum padrão dominante, mas há períodos onde ambos se movem na mesma direção: para 1870-1873, as entradas de capital aumentam e os termos de troca melhoram, o que também se observa em 1886-1889, e no sentido inverso, ou seja ambos pioram juntos, em 1876-1878 e em 1895-1897.<sup>8</sup>

A relação entre movimentos de capital e a evolução da capacidade para importar melhor informa sobre a influência daqueles sobre o estado das contas externas do país e conseqüentemente sobre as flutuações da taxa de câmbio. Em dois períodos onde as entradas de capital são reduzidas, 1876-1883 e ao longo dos anos 90, de fato se observam dificuldades 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 aos anos 90, a depreciação cambial assume dimensões de crise em 1891, quando a taxa cai de aproximadamente 24 *pence* por mil-réis em fins de 1890 para 12 *pence* por mil-réis no final de 1891. Em função disso, se observa uma significativa desvalorização real da taxa de câmbio, o que certamente teve papel importante em reduzir o déficit em conta corrente de uma média anual de 1,3 milhão de libras em 1888-1891 para uma média anual em torno de 110 mil libras em 1892-1894.<sup>9</sup> Esta forma de ajustamento fornece talvez um dos melhores exemplos disponíveis do que se convencionou chamar, seguindo a análise pioneira de Furtado, de “socialização das perdas”.

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

O déficit em conta corrente crescerá substancialmente, atingindo 2.295 mil libras em 1895 e 5.014 mil libras em 1896 e inaugurando um período crítico no tocante às contas externas. Tendo em vista o peso dos compromissos externos anteriormente assumidos — a razão serviço (juros, amortizações, descontos, e comissões) da dívida externa (pública e privada) sobre as exportações atinge valores em torno de 21% em 1896 e 1897<sup>10</sup> — e uma conjuntura de semiparalisação dos fluxos de capital para o Brasil, isto é, da dificuldade em se obter acomodação junto aos Rothschild, observa-se uma nova crise cambial que dessa vez leva à moratória em 1898-1900.

A historiografia tradicionalmente não reserva à conta capital papel importante em nenhuma das duas grandes crises cambiais

verificadas na década de 90, 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, o que também se aplica à crise que nos levou à moratória de 1898, que seria não mais que a liquidação em última instância dos excessos do Encilhamento.

É igualmente comum o viés no sentido de se explicar as flutuações cambiais nos anos 90 através das variações no preço do café. O próprio Furtado (1974, p. 164 ss) enxerga este último como “o fator determinante da taxa cambial”, o que teria sido “perfeitamente percebido” por Wileman em seu clássico estudo de 1896. Isto se observa também na interpretação de Flávio Versiani (1980, pp. 15-7) sobre o período anterior a 1914, que também se reporta a Wileman, mas a influência do café sobre o câmbio é questionada no estudo de Maria Teresa Versiani (1985). Em ambos os casos, e também em Fishlow (1972), a análise não incorpora o fato de que a taxa de câmbio é afetada por múltiplas influências, de modo que a análise estatística de cada uma dessas forças carece de métodos mais elaborados. Alguns trabalhos mais recentes incluem tentativas de se especificar modelos macroeconômicos onde as diversas influências sobre a taxa de câmbio são identificadas e testadas, como por exemplo Cardoso (1981), Franco (1986a) e Fishlow (1987). Os resultados desses estudos não são conclusivos, embora gerem dúvidas, especialmente no segundo caso, sobre interpretações simplistas da relação entre a taxa de câmbio, a moeda e os termos de troca.

### 3. Trabalho Assalariado e a Política Monetária

As últimas décadas do século XIX marcam os momentos decisivos de uma importante transformação na economia brasileira: de acordo com Furtado (1974, p. 151) “o fato de maior relevância ocorrido na economia brasileira no último quartel do século XIX foi, sem lugar à dúvida, o aumento da importância relativa do setor assalariado”. É claro que isto representava uma importante mudança qualitativa na organização econômica do país que viria a afetar significativamente a natureza e o potencial de acumulação de capital nos anos posteriores. A despeito disso, todavia, muitos autores observaram que esta transição teria um notável impacto “monetário”, pois o pagamento de salários multiplicaria em muitas vezes, por

exemplo, as necessidades de capital de giro na atividade agrícola, com isso elevando bastante o grau de monetização e a demanda por moeda na economia.<sup>11</sup> Segundo um relato contemporâneo (Ministério da Fazenda, Relatório (RMF) 1891, vol. I, p. 142):

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

A difusão do trabalho assalariado no campo haveria, por certo, de modificar drasticamente essas praxes, sendo também importante observar que, como as despesas com a mão-de-obra na atividade agrícola tinham um caráter essencialmente sazonal — pois estavam ligadas principalmente à colheita — a difusão do assalariamento haveria de manifestar-se em primeira instância através de crescentes demandas de adiantamentos junto aos bancos na capital por ocasião das safras. Na verdade, há relatos sobre pressões sazonais sobre os bancos no Rio de Janeiro resultando em dificuldades de liquidez na praça do Rio desde os anos 1860, segundo observa Calógeras (1910, p. 161):

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

No início da década de 80, o problema das novas demandas de moeda advindas do trabalho livre era constantemente mencionado, e argumentava-se nesse sentido que as demandas sazonais de crédito associadas às safras (de café, açúcar etc.) podiam agora se tornar muito mais fortes, e podiam ter sérias conseqüências no tocante à liquidez, caso não fossem implementados esquemas destinados a prover acomodação para essa elevação *once and for all* da procura de moeda. Esquemas nesse sentido, no entanto,

encontraram diversos tipos de obstáculos. De um lado, o incipiente desenvolvimento do sistema bancário o tornava especialmente vulnerável às variações sazonais na procura por crédito e nos seus depósitos. O sistema bancário àquela época era bastante concentrado na capital, onde estavam localizados cerca de 80% dos depósitos bancários, e era muito pouco desenvolvido. Em 1888 havia 0,043 agência bancária para cada 10 mil habitantes no país, um número considerado extremamente baixo.<sup>12</sup> Tomando somente a capital este número se elevava para 0,443, o que também era considerado muito baixo. Como expressão deste estado de coisas, segundo um relato contemporâneo (*The Economist*, 23.12.1890):

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

Essa baixa propensão do público para reter moeda sob forma de depósitos bancários impunha uma limitação estrutural à capacidade dos bancos em expandir seus empréstimos (depósitos) em resposta à maior procura de moeda, já que aquela significava basicamente um reduzido valor para o multiplicador bancário. Nessas condições, os bancos eram particularmente vulneráveis a demandas sazonais muito fortes pois para que os bancos expandissem o crédito, *ceteris paribus*, obrigatoriamente veriam reduzir-se sua relação encaixe-depósitos, ficando, portanto, em uma posição de liquidez mais vulnerável. A sazonalidade envolvida na procura de crédito tornava-se assim um problema para a economia do Rio de Janeiro, cujos determinantes estavam ligados ao baixo grau de desenvolvimento do sistema bancário e sua pouca penetração no interior. É a partir daí que se deve compreender a contínua referência, ao longo de todo o Segundo Império, ao fenômeno da “inelasticidade do meio circulante”, ou seja, à incapacidade dos bancos em expandir ou contrair o crédito de acordo com as “necessidades dos negócios”.<sup>13</sup>

Assim sendo, podem-se ter indicações sobre o modo como a disseminação do trabalho assalariado viria a afetar o sistema bancário:

a presença de crises de liquidez, e com crescente gravidade à medida que se aproxima o ano da Abolição, fornece uma indicação clara do impacto monetário da difusão do trabalho assalariado no campo. Isso se observa de forma clara a partir de meados dos anos 80. Já em fins de 1883, de acordo com o ministro da Fazenda Rodrigues Pereira, "o movimento das transações vinha sendo embaraçado pela falta de meio circulante, atribuída principalmente à migração de dinheiro para algumas praças do Norte, exigida pelas magníficas safras ali colhidas" (RMF, 1884, p. 62). Nessa ocasião, o ministro propôs inclusive a restauração da lei de 1875, que permitia ao Tesouro emissões temporárias para auxílio aos bancos.

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

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

A aplicação imediata de Lei pareceu aliviar as dificuldades de liquidez em 1885 mas segundo o *Jornal do Commercio* (Retrospecto Commercial, 1887, p. 12), "já nos últimos meses de 1886, sentia-se certo mal-estar proveniente da dificuldade de se obter empréstimos e adiantamentos, escasseando o numerário. Parecia, porém, que tal estado era apenas a repetição da crise periódica que se observa... nos fins de semestre". As dificuldades se tornariam ainda mais sérias nos primeiros meses de 1887, atingindo seu ápice em junho pois "a demora no retorno das quantias enviadas para as províncias, a urgência das remessas para os mercados de café... a realização de entradas que dos seus acionistas solicitaram algumas instituições bancárias... aumentavam o número dos que solicitavam descontos, desfalcavam os depósitos e enfraqueciam a caixa dos bancos", e assim "a taxa de desconto para as melhores firmas subiu nos bancos a extremos de 10 a 12%" (ibid.).

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

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

#### 4. Política Econômica nos anos 1890

O retorno ao padrão ouro seria um dos principais elementos de um projeto de política econômica bastante bem articulado. Campos Salles (1908, p. 36) descreveria o programa de Ouro Preto como "uma missão de esmagamento", sendo que o próprio visconde o veria como uma tentativa de "inutilização da República".<sup>18</sup> Além do padrão ouro, a outra importante medida de política econômica tomada por Ouro Preto seria a criação dos chamados auxílios à lavoura. Tratava-se de um vasto programa de concessão de crédito destinado a servir como compensação aos ex-proprietários de escravos. Sendo, todavia, os auxílios distribuídos pela rede bancária

privada, e havendo uma contrapartida de recursos da parte dos bancos da ordem de 50%, o programa resultou em uma distribuição bastante seletiva dos créditos que favoreceria em última instância, como bem colocou o *Jornal do Commercio* (Retrospecto Commercial, 1889, p. 5), “a lavoura que tivesse condições de vida”, dessa forma selando a sorte do segmento insolvente da cafeicultura, vale dizer, das fazendas do Vale do Paraíba. Indiscutivelmente, ao apressar a realocação de recursos inerentes à transição para o trabalho livre, favorecendo os segmentos dinâmicos da lavoura — ou seja, algumas regiões agrícolas em detrimento de outras — os auxílios reordenavam as benesses econômicas do Estado, e conseqüentemente reordenavam suas bases de sustentação.<sup>19</sup>

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

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

final de 1889, o saldo das tentativas de reforma (expansão) monetária era praticamente nulo. Se já em 1887 se falava em oferta de moeda insuficiente e em possibilidades de crise, em fins de 1889 a necessidade de novas emissões era exaltada em tons dramáticos. “Um vasto afluxo de empresas e transações — dizia Rui Barbosa (RMF, 1891, vol. I, p. 53) — que a Revolução surpreendera corriam o risco de esboroar-se em vasta catástrofe, assinalando com o mais funesto *crack* as iniciações da República.”

O primeiro ministro da Fazenda da República foi por certo um dos mais controvertidos. Como se sabe Rui Barbosa até nossos dias é objeto de irrestrita admiração principalmente em função de sua atuação como jurista e orador, havendo várias dezenas de biografias e estudos a seu respeito. Ao mesmo tempo, no entanto, diversas histórias financeiras da República, como por exemplo a de Calógeras (1910, p. 227), atribuem-lhe “a responsabilidade suprema da inundação de papel-moeda, que quase fez naufragar o país com os desastres que levaram à moratória de 1898”.

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

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

Não há dúvida que essas concessões descaracterizavam o

decreto de 17 de janeiro e somente se justificariam mediante a "necessidade impreterível", no dizer do ministro (RMF, 1891, vol. I, p. 211), de expandir o crédito, vale dizer a oferta de moeda. Com efeito, é preciso observar que durante os dois anos que se seguiram ao 13 de maio, a Abolição, a entrada no país de mais de 200 mil imigrantes, o grande impulso no nível de atividade e o estado extremamente favorável das contas externas haviam elevado consideravelmente a demanda de moeda e, tendo em vista o fracasso da emissão conversível do BNB, o valor do papel-moeda emitido em 17 de janeiro - cerca de 205 mil contos — era inferior ao valor para o ano de 1878 (208 mil contos). Por certo havia uma demanda "reprimida" de numerário, de forma que ao estabelecer um sistema monetário fundado na moeda bancária inconvertível e ao consagrar o princípio de que as emissões devem atender as "legítimas necessidades dos negócios",<sup>20</sup> o ministro Rui Barbosa patrocinaria uma rápida e violenta expansão monetária. Em setembro de 1890, o papel-moeda emitido já havia crescido cerca de 40% em relação ao estoque em 17 de janeiro.

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

A intenção do governo, ao apoiar o novo estabelecimento parecia ser a de constituir uma espécie de banco central nos padrões britânicos, isto é, um grande banco de depósitos e descontos com poderes para regular o volume de crédito, ao mesmo tempo dotado da faculdade emissora e também destinado a ter posição importante, quicá preponderante, no mercado de câmbio. O novo banco haveria de ter o monopólio do direito de emitir, funcionaria como agente financeiro do Estado dentro e fora do país, podendo o governo

influenciar a indicação dos administradores do banco. O propósito parecia ser o de criar uma instituição sólida de modo a promover a liquidação dos preocupantes excessos do Encilhamento e ao mesmo tempo permitir maior controle sobre o mercado de câmbio. Entretanto, para ambos os propósitos o ano de 1891 seria funesto.

Rui Barbosa deixaria a pasta da Fazenda no começo de 1891 e seria sucedido pelo conselheiro Alencar Araripe — "um jurista extraviado nas finanças, de que jamais se ocupará" de acordo com Calógeras (1910, p. 234) e em seguida pelo barão de Lucena. Ambos eximiram-se de proceder ao saneamento do grande instituto emissor recém-criado, com isso se abstendo de arrefecer o fervor especulativo reinante. O movimento de lançamento de novas companhias avançaria ainda mais em 1891. No dizer de Calógeras (1910, p. 229), "amontoava-se o combustível para o grande braseiro de 1892".

Em paralelo, o ano de 1891 registra uma queda inusitada da taxa de câmbio, que terminaria o ano em torno de 12 *pence* por mil-réis. A relação entre esse declínio e a política monetária da República não parece simples, ao menos porque o *timing* das variações na moeda e no câmbio não é muito claro.<sup>21</sup> De qualquer modo, é certo que as hesitações e omissões que caracterizaram as gestões de Araripe e Lucena — que se deviam em boa medida a uma conjuntura política mais complexa que a do ano anterior — favoreceriam a crise cambial. Tal pode ser visto, por exemplo, através do espantoso crescimento da oferta de moeda a partir de setembro de 1890. Nesta data, o papel-moeda emitido atingira o valor de 289 mil contos, e em junho de 1891 este valor atingiria 535 mil contos, ou seja, cresceria cerca de 80%.<sup>22</sup>

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

Pouco pôde ser tentado a título de política cambial em 1891, sendo particularmente desastrosa a tentativa de Araripe em julho de

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

O ministro da Fazenda de Floriano Peixoto — Rodrigues Alves — proporia pela primeira vez em 1892 um plano de clara coloração deflacionista de encampação do papel-moeda bancário, mas a idéia não encontraria respaldo no Congresso. A especulação da bolsa se encontrava em plena efervescência, e a situação política se mostrava confusa, parecendo demasiadamente tênues as bases de sustentação do Governo. Rodrigues Alves pediria demissão em agosto, e assim afastada a opção conservadora, a política monetária do novo ministro da Fazenda Serzedelo Correia — um industrialista de certa projeção — consistiu em (i) aprofundar a opção de Rui Barbosa por um grande estabelecimento bancário líder — destinado a sanear a praça dos “excessos da especulação” — formado a partir de grandes bancos existentes em má situação; e (ii) procurar apoiar a solidificação de empresas industriais tidas como viáveis, ainda que constituídas no âmago do Encilhamento. Esses dois propósitos se traduzem no decreto de 7 de dezembro de 1892 que estabelecia a fusão do BREUB, o grande banco de Rui Barbosa, com o BB, assim formando o Banco da República do Brasil (BRB). Este novo banco teria um capital inicial de 190 mil contos e poderia emitir notas inconvertíveis na razão do dobro do depósito em ouro. Desta feita o governo teria mais influência na administração do banco — cabendo-lhe indicar o presidente, o vice e um diretor — e novamente a principal preocupação do governo seria a de utilizar o novo banco para melhor administrar a liquidação dos excessos do Encilhamento. O próprio Rodrigues Alves havia criado uma comissão em abril de 1892 para estudar o que fazer a respeito e uma das principais conclusões dessa comissão, e que seria posta em prática pelo decreto de 7 de dezembro, seria a emissão dos chamados “bônus” ou “auxílios à indústria”. O BRB ficaria autorizado a emitir até 100 mil contos de bônus ao portador em cédulas de pequenas denominações e pagando 4% de juros, destinados a apoiar as empresas viáveis. Todo

o problema é que havia efetivamente pouco a diferenciar esse bônus do papel-moeda comum, de modo que a medida equivalia na prática a uma extensão da emissão autorizada do BRB.

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

O déficit orçamentário cresceria de forma significativa após a crise de 1891, sendo particularmente preocupante a evolução das contas de despesa *vis-à-vis* de receita do governo denominadas em moeda estrangeira. O resultado orçamentário mostrou-se bastante sensível a flutuações cambiais, tornando evidente a relação entre o desequilíbrio externo e o desequilíbrio fiscal, tal como seria observado diversas vezes ao longo do período republicano. Diante desse quadro a reação do novo governo que se instalou em fins de 1894 — tendo Prudente de Moraes na Presidência da República e Rodrigues Alves mais uma vez na Fazenda — foi a de procurar insistentemente junto aos Rothschild prover-se de recursos para financiar suas despesas no exterior, resolvendo assim, de uma só tacada, os problemas de transferência interna e externa.

Já em dezembro de 1894, o ministro da Fazenda indaga aos Rothschild sobre “algum arranjo financeiro” destinado a prover recursos para o serviço da dívida externa e evitar pressões sobre a taxa de câmbio.<sup>25</sup> Em janeiro de 1895, os banqueiros colocam “entre amigos”, ou seja, sem o recurso a um lançamento público, letras do Tesouro no valor de 2 milhões de libras, a vencer em 9, 12 e 15 meses, mas o governo brasileiro continua insistindo em um grande empréstimo. Em uma longa carta de 25 de janeiro, os banqueiros começam a explicitar o que em nossos dias recebe o nome de condicionalidade: “seria impossível para nós tentar colocar um grande empréstimo brasileiro, exceto se medidas forem tomadas ao mesmo tempo para se elevar as receitas e reduzir as despesas do Brasil”. Algumas sugestões são propostas em torno da lei orçamentária para 1895, dentre as quais a de se criar impostos adicionais em ouro sobre as importações, cuja receita seria publicamente alocada (*earmarked publicly*) para o serviço dos compromissos externos existentes, e também para o serviço do novo empréstimo. Sugere também que muito acrescentaria ao “efeito moral” dessas medidas a declaração de que os recursos obtidos através do novo empréstimo permaneceriam nas mãos dos banqueiros. Por fim os banqueiros assinalam que “acreditamos que o que o Brasil quer é um ou dois

anos de tempo para respirar a fim de permitir a um governo sábio e conservador colocar as finanças do país em ordem em caráter permanente”.

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

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

Os banqueiros, por sua vez, insistiam em que a única forma de o governo brasileiro obter fundos seria através de uma proposta de arrendamento da Cia. Estrada de Ferro Central do Brasil feita por um sindicato chefiado pela firma Greenwood & Co. O governo brasileiro resistia à extrema insistência dos banqueiros quanto à aceitação da proposta Greenwood, que Joaquim Murinho considerou “tão ridícula que nem mereceu ser tomada em consideração”,<sup>27</sup> apesar da delicada situação de suas reservas cambiais. Simultaneamente, o governo usou de expedientes como o de apropriar-se de parte dos recursos obtidos pela Cia. Leopoldina, que havia lançado um empréstimo em Londres em 1897, e a venda de alguns navios de guerra em construção. Mas mesmo após a proposta de moratória em fevereiro de 1898, levada pessoalmente aos banqueiros pelo delegado do Tesouro em Londres, e que levaria ao chamado *funding loan*, os banqueiros continuam a considerar o arrendamento da Central.<sup>28</sup>

Por fim um plano de refinanciamento de pagamentos é finalmente

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

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

A política econômica do ministro Joaquim Murinho — que na verdade consistiu na execução do *funding scheme* — estava fundada sobre concepções bastante rudimentares quanto à natureza do ajustamento necessário para solucionar as dificuldades de pagamentos do país. Tratava-se, de acordo com o ministro, de um problema gerado pelo “excesso de emissões”, as quais produziram “uma pseudo-abundância de capitais” e como conseqüência disso o “estabelecimento de indústrias artificiais e a organização agrícola para a produção exagerada de café”. Tratava-se de deixar perecer essas indústrias, e de modo a operar uma redução na produção de café, promover “a concorrência entre os diversos lavradores, produzindo por meio de liquidações a seleção natural, manifestada pelo desaparecimento dos inferiores e pela permanência dos superiores”.<sup>29</sup>

A redução do papel-moeda em circulação era, portanto, a pedra de toque do programa. Segundo os termos do acordo, o governo se

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

O programa conseguiria uma apreciação cambial bem distante da paridade: a taxa de câmbio permaneceria ao redor de 11 *pence* por mil-réis durante os anos cobertos pelo esquema, e assim mesmo graças à extraordinária recuperação das exportações observada em 1899, para a qual a borracha contribuiu significativamente. Novamente não é claro *a priori* em que medida a apreciação cambial se devia à contração monetária ou a fatores exógenos associados ao balanço de pagamentos tais como, por exemplo, o apogeu das exportações de borracha. Além disso observa-se uma revitalização das entradas de capital a partir da adoção do programa conservador que revela a influência da percepção dos mercados financeiros internacionais sobre o curso da política econômica do país. Observa-se ao longo dos anos 90 um curioso fenômeno que viria a se repetir muitas vezes nos anos que se seguiram, isto é, o fato de crises (ou melhorias) cambiais serem geradas de forma espúria pelo "mau (ou bom) comportamento" das políticas monetárias e fiscais, não em função dos efeitos diretos destas, mas em função da percepção que os banqueiros internacionais tinham sobre estas políticas, pois esta percepção via de regra era fundamental para determinar a magnitude dos fluxos de capital direcionados para o Brasil. De um modo ou de outro, o desfecho da década de 90 registra uma vitória política do conservadorismo monetário, pois este dominaria a política econômica a partir da administração Prudente de Moraes até pelo menos meados da década seguinte, e os resultados deste interlúdio teriam uma duradoura influência sobre a política econômica durante os anos posteriores.

## NOTAS

- <sup>1</sup> Mas em 1913 teria sido de apenas 14,8%. Ver Goldsmith (1986, pp. 23 e 83) para os dados do PIB a preços correntes, e IBGE (1987, pp. 523-4) para as exportações.
- <sup>2</sup> Para os quais os valores são de US\$ 66,9, US\$ 19,7 e US\$ 41,1 respectivamente, Lewis (1978, pp. 196-203).
- <sup>3</sup> Ver Albert (1983, p. 34) e Kenwood & Loughheed (1983, p. 41).
- <sup>4</sup> É interessante notar que o relacionamento do país, assim como o de outras repúblicas latino-americanas, com os mercados financeiros internacionais não começa aí. Empréstimos externos tiveram um papel importante para as finanças e para os balanços de pagamentos dessas repúblicas logo em seguida aos processos de independência política. Todavia, a esse *boom* de empréstimos seguiu-se uma onda de dificuldades de pagamentos e moratórias que traumatizou o mercado londrino por muitos anos. Apenas nos anos 60 e 70 as repúblicas latino-americanas conseguiram retornar a esses mercados.
- <sup>5</sup> Para uma resenha da literatura internacional sobre este ponto ver Franco (1988a).
- <sup>6</sup> Note-se no entanto que não é exatamente verdadeiro que os termos de troca da periferia são dados pelo simples inverso dos termos de intercâmbio para o centro. Havendo outros centros e subcentros, assim como vários níveis de países periféricos, alinhados, por exemplo, de acordo com a participação das exportações de manufaturados sobre o total de suas exportações, essa simples correspondência é rompida. Nessas circunstâncias, todavia, a interação macroeconômica se torna bem mais complexa.
- <sup>7</sup> Ver, por exemplo, Lewis (1978, pp. 178-80).
- <sup>8</sup> Tal como discutido em Franco (1988c).
- <sup>9</sup> Segundo novas estimativas para o balanço de pagamentos do país em Franco (1988b).
- <sup>10</sup> Note-se que tradicionalmente supõe-se que "o serviço dos capitais estrangeiros não chegou a constituir uma carga excessivamente pesada para a balança de pagamentos do Brasil na segunda metade do século passado", Furtado (1974, p. 159 e seg.).
- <sup>11</sup> Uma vez que, de acordo com Delfim Netto (1979, p. 17), "antes de 1888, os recursos financeiros necessários para o custeio da fazenda eram relativamente pequenos, pois a parte mais importante desse custeio — que era o pagamento da mão-de-obra — praticamente não existia.
- <sup>12</sup> Dividindo-se 62 agências bancárias em 1888 (segundo D'Oliveira (1889, pp. 347-82)) pela população em 1890, no qual houve recenseamento. Ver Cameron (1967, passim).
- <sup>13</sup> Para uma discussão detalhada veja-se Franco (1983, p. 29).

- <sup>14</sup> Pacheco (1973, p. 202).
- <sup>15</sup> Ibid. p. 207.
- <sup>16</sup> Lembrando que "se a emissão ficasse limitada ao suprimento da penúria de numerário da praça do Rio de Janeiro e só durante o tempo correspondente à retração do capital monetário, nenhuma perturbação deveria trazer aos valores existentes e nem mesmo ao câmbio". Ibid. p. 208.
- <sup>17</sup> Artigo 1º Lei nº 3.263 de 18 de julho de 1885, transcrita em Aguiar (1973, pp. 279-80).
- <sup>18</sup> Tal como em seu discurso de posse a 11 de junho de 1889. Em Porto (1978, p. 424).
- <sup>19</sup> Para uma análise detalhada ver Franco (1983, pp. 77-90).
- <sup>20</sup> Veja-se a esse respeito a rica discussão contida em Barbosa (1892).
- <sup>21</sup> Isso se mostra, por exemplo, em testes de causalidade relacionando a moeda e taxa de câmbio para esse período que mostram resultados inconclusivos. Cf. Franco (1986a).
- <sup>22</sup> Segundo números de RMF 1891. Ver Franco (1983, p. 125) e Calógeras (1910, p. 221).
- <sup>23</sup> Arquivos Rothschild (AR) seção XI (correspondência) 142-5, letter copybook Brazilian Agency (1887-1894). 24 de abril e 3 de junho de 1891.
- <sup>24</sup> Sobre o andamento da euforia especulativa na bolsa de valores ver Levy (1980) e Reuter (1973).
- <sup>25</sup> AR, seção XI (correspondência), 142-5, letter copybook Brazilian Agency (1887-1894), 14 de dezembro de 1894.
- <sup>26</sup> Na verdade nesta mesma ocasião os banqueiros se perguntam se não teria sido mais apropriado esperar que o governo aprovasse as medidas fiscais anteriormente mencionadas, que o governo havia enviado para serem votadas, antes de se efetuar o lançamento. AR, seção XI (correspondência), 142-6, letter copybook Brazilian Agency (1895-1900), 26 de julho de 1895.
- <sup>27</sup> Da introdução do RMF 1901, transcrita em Luz (1980, p. 237).
- <sup>28</sup> AR seção XI (correspondência), 142-6, letter copybook Brazilian Agency (1895-1900), carta de 17 de fevereiro.
- <sup>29</sup> Extratos do RMF (1899), cuja introdução está reproduzida em Luz (org. 1980, pp. 175-96).