

AS CONTROVÉRSIAS ACERCA DA POLÍTICA MONETÁRIA BRASILEIRA NO SEGUNDO IMPÉRIO E NA PRIMEIRA REPÚBLICA ¹

Amaury Patrick Gremaud²

Neste artigo procura-se desenvolver alguns aspectos relativos ao pensamento econômico brasileiro que acompanhou e influenciou na formulação das políticas econômicas ao longo do Império e da Primeira República. Nas questões monetárias nota-se uma nítida cisão de tal modo que ele acabou por se expressar por recorrentes controvérsias. Estes debates se localizaram principalmente dentro do legislativo brasileiro ou se realizaram por meio da imprensa. Estas mesmas características - a divisão de opiniões e a sua relação direta com a formulação da política econômica - caracterizaram os debates que também ocorreram nos países centrais, notadamente na Inglaterra.

Estes debates ingleses, assim como a evolução das discussões acerca da política monetária e da montagem dos sistemas monetários/financeiros dos países centrais, foram pontos de referência clara das controvérsias brasileiras. A partir destas, fazendo as adequações à realidade nacional, foram sendo construídos os principais argumentos que deram sustentação teórica às diferentes medidas de política monetária a serem implementadas no país.

A controvérsia central é acerca do grau de vinculação da moeda nacional à moeda internacional (metais ou divisas de aceitação universal), esta vinculação se fazia a partir de dois elementos básicos: o lastro sobre o qual seria emitida a moeda de curso no país e sua conversibilidade na moeda internacional. Além deste debate central outros pontos importantes envolvem as controvérsias: a responsabilidade pela emissão - o Tesouro, um banco monopolista (unidade emissora), diversos bancos (pluralidade emissora); o nível adequado da taxa cambial, se esta for fixa etc.

A evolução deste debate tem de um lado os chamados metalistas defensores de um padrão monetário metálico, ou seja, de uma política monetária que possibilitasse à economia brasileira a adoção de um regime de câmbio fixo baseado no conteúdo metálico que a moeda nacional deveria representar. Dada a necessidade de controle das emissões de moeda do país (moeda esta que praticamente desde o seu início teve um caráter não metálico, sendo assim necessária a sua recuperação) a unidade emissora era defendida por esta corrente, sendo que pelo menos de início o controle destas emissões deveria estar nas mãos do governo. Somente após a recuperação de seu caráter metálico estas emissões de moeda, agora conversíveis, poderiam ser passadas para um banco único, que administraria o volume de emissões de acordo com a entrada de metais no país. O objetivo básico desta posição era a estabilidade cambial.

¹ Capítulo 2 da tese de doutorado do autor

² Da FEA RP USP e do Prolam USP

O outro pólo da controvérsia, os papelistas, contrapunham à estabilidade cambial as necessidades de circulação monetária interna que deveriam ser atendidas por meio da emissão de papel-moeda com maior independência em relação às flutuações que existiam no ingresso e saída da moeda internacional do país. Estas emissões eram, inicialmente conversíveis, porém não completamente lastreadas pela moeda metálica e, principalmente, com sua oferta atendendo às variações de demanda do mercado. A melhor forma de se adequar o meio circulante nacional às necessidades do país era a liberdade emissora dos bancos. Assim defendia-se a pluralidade bancária com algum grau de supervisão do setor público, mas com a conversibilidade da moeda exercendo o principal papel no controle das emissões. Esta inclusive era a posição predominante entre os lentes da Faculdades de Direito.

A corrente papelista acaba por se radicalizar abandonando a defesa de uma moeda conversível, propondo uma moeda puramente fiduciária, lastreada em títulos internos (públicos ou comerciais). Neste momento a questão do descontrole das emissões ganhou relevo e se fez necessária uma maior presença do Estado, este descontrole também é importante elemento no abandono paulatino das demandas pela pluralidade emissora. A outra explicação para este abandono está no próprio crescimento de mecanismo de criação, por parte do sistema bancário, de instrumentos monetários independentes do meio circulante em si. Assim permanece a defesa de emissões de papel-moeda independentes da moeda metálica, feitas agora por um grande organismo emissor, este organismo teria ainda a função de proteger o restante do sistema monetário, permitindo a este que possa desenvolver suas atividades apesar das oscilações típicas da economia nacional que se refletiam na entrada e saída da moeda internacional e conseqüentemente no mercado cambial

Pelo lado metalista as dificuldades da implantação de uma moeda metálica dividem as opiniões. Por um lado, existem os que, mantendo o objetivo de um padrão metálico para a moeda, admitem que o alcance desta meta é uma questão de longo prazo com taxas cambiais menos valorizadas que os padrões estabelecidos no início do Segundo Império. Frente a esta opção mais moderada de estabilização, existem defesas mais radicais de retorno a padrões monetários anteriores, impondo-se para tanto políticas deflacionistas mais vigorosas. De todo modo, a conversibilidade continua sendo o ponto de sustentação desta corrente. A centralidade das emissões continua também sendo defendida, porém também a criação de um organismo bancário central também passa a ser visto como um importante instrumento de estabilização cambial e mesmo de proteção a crises que, admite-se, são inerentes à moeda metálica.

Assim apesar da divergência central se manter, existe a convergência das opiniões no sentido da implementação de organismos financeiros que possibilitem um maior controle sobre o mercado cambial e auxiliem no desenvolvimento do mercado financeiro privado nacional.

2.1. As Controvérsias Monetárias Inglesas do Início do Século XIX

Segundo John Hicks, a teoria monetária em particular é menos abstrata que o restante da teoria econômica, sua relação com a realidade é mais próxima. Na verdade, a teoria monetária está mais diretamente envolvida com história monetária do que os outros segmentos da ciência econômica, ela responde a “episódios particulares” desta história. A teoria monetária freqüentemente, segundo o autor, busca “uma compreensão dirigida para um problema particular, normalmente um problema do momento em que se escreve (...) Por conseguinte, as teorias monetárias surgem das perturbações monetárias.” (Hicks, 1971, pg. 139).

Grandes trabalhos nesta área, como os de Ricardo e Keynes, são respostas a desafios colocados pela realidade de suas épocas. Muitas destas grandes obras que marcaram época dentro da teoria são apenas parte de um período mais rico em contribuições, em geral são as obras “vitoriosas” de um debate. Mas além destes trabalhos, há um grande número de outras contribuições, nem todas com as mesmas análises e conclusões que a obra “vitoriosa”. Assim normalmente estes momentos de perturbação monetária geram antes de tudo polêmicas, ou controvérsias monetárias, dentro das quais destacam-se as grandes obras que marcam a época e “resolvem” ou “vencem” um conflito. Os trabalhos monetários de Ricardo são assim representativos de uma corrente de pensamento que se envolveu em uma controvérsia na Inglaterra no início do século XIX. Pode-se dizer que pertenceu a corrente vencedora se imaginarmos que foi a interpretação que serviu de referência para a implementação da política monetária inglesa e que, nos círculos acadêmicos ingleses exerceu maior influência nas décadas subsequentes à controvérsia, mesmo que a política monetária não tenha seguido *à risca* suas prescrições e que os autores que a ele se opunham não tenham sido prescritos da academia inglesa. Esta vitória também é sempre temporária, até que novas controvérsias se estabeleçam, novas obras surjam e mesmo refaçam a própria história da análise monetária.

A controvérsia em que se envolveu Ricardo, considerada um dos fundamentos da teoria monetária moderna (Schumpeter, 1994) tem como marco de referência, o *Bank Restriction Act*, ou a suspensão do reembolso em espécie (de conversão em moeda metálica) das letras emitidas pelo Banco da Inglaterra. Estabelece-se assim o curso forçado destas letras.³ A conjuntura por trás desta resolução era a de uma guerra, pelo menos em parte financiada com a emissão destas letras, e de crise cambial, em decorrência não apenas da guerra, mas de uma série de más colheitas. Boa parte do controvérsia se desenvolve em torno do Parlamento inglês e suas comissões. Um dos momentos desta controvérsia é o chamado **Bullion Report**, um relatório de uma

³ A rigor o curso forçado só surge em 1812 quando o governo obriga a aceitação destas letras como forma de pagamento.

comissão do Parlamento encarregada de investigar as razões pelas quais o ágio do ouro em lingotes (*bullion*) em relação às moedas de ouro havia subido.

Esta não era a primeira controvérsia relativa ao sistema monetário inglês. No final do XVII, houve uma súbita perda de confiança do mercado em relação ao meio circulante inglês. As moedas metálicas que serviam como meio de pagamento passam a ser desacreditadas muito provavelmente em função do “recorte” destas moedas, isto é, do seu desbastamento ou de sua adulteração.⁴ A partir da desvalorização destas “moedas recortadas”⁵, estabeleceu-se uma controvérsia acerca de como resolver o problema. Por um lado, havia a proposta defendida por Locke⁶, que era a de recolher a “moeda má” (recortada) e refundi-la, devolvendo à circulação novas “moedas boas”, procurando assim restabelecer a confiança e revalorizar o meio circulante. O grande problema desta proposta era seu custo para o governo, já que este seria responsável pelo recolhimento e cunhagem do novo meio circulante e, principalmente, se responsabilizaria pela diferença de peso entre as moedas.⁷ Por outro lado, em função destes custos, Lowndes, o secretário do tesouro inglês, propôs, ao invés da reconversão de todo o meio circulante, a modificação do padrão monetário, isto é, a desvalorização legal das moedas, aceitando oficialmente o que o mercado já impunha para aquelas moedas.⁸ Tal desvalorização oficial teria porém conseqüências distributivas importantes, prejudicando os credores e aqueles que tinham rendimentos fixos em moeda. Este efeito distributivo com certeza teve influência na escolha da proposta apresentada por Locke.

O debate do início do século XIX partia de um problema não muito diferente. Apesar de não mais se referir a adulterações do meio circulante, a questão básica que se colocava também era a sua desvalorização. O problema prático que o *Bullion Committee* enfrentava era saber quais as causas da desvalorização do meio circulante (moeda metálica e bilhetes) em relação ao ouro em lingotes que ocorrera em 1808/1810. A resposta do Comitê foi a de que a culpa pela desvalorização foi do Banco da Inglaterra, que promovera uma excessiva emissão de notas, sendo a solução voltar a impor ao Banco o resgate das notas de ouro, com o objetivo de se reduzir o estoque de notas em circulação. Aqueles que defendem este tipo de diagnóstico e de encaminhamento para o problema receberam o epíteto de “bulionistas”, sendo os anti-bulionistas a corrente adversária.⁹

⁴ Além dos problemas relativos ao meio circulante metálico, neste período também crescem as emissões de “notas bancárias” e existiram uma série de quebras de safra. Ver Vilar (1980)

⁵ As “moedas recortadas” eram moedas que haviam sido adulteradas, raspando ou retirando pedaços de suas bordas.

⁶ Além de filósofo, Locke estava ligado ao *Board of Trade* importante órgão de planejamento da política econômica inglesa. As mesmas teses defendida, neste caso, por Locke, também o forma por I. Newton.

⁷ Como as moedas recortadas tinham um teor de metal inferior às novas moedas que seria cunhadas, a diferença era arcada pelo governo.

⁸ Na verdade o que se fez foi aumentar o valor dos metais em lingote ou em moeda boa.

⁹ Na corrente bullionista o nome mais expressivo é o de Ricardo, podendo nela também ser incluídos Horner, Lauderdale, Wheatley e mesmo Malthus. Entre os anti-bullionistas podemos destacar os nomes de Bosanquet, Trotter e Tooke.

Para os bullionistas o aumento do valor do ouro em lingotes (assim como a desvalorização da moeda inglesa em relação às outras moedas internacionais e o aumento dos preços internos) refletia a desvalorização das notas bancárias em função de sua emissão exagerada. Foi a má administração exercida pelos diretores do Banco da Inglaterra a responsável pela desvalorização cambial inglesa. Para os adversários, a valorização do *bullion* ocorreu em função de problemas no Balanço de Pagamentos, já que houve um carregamento do metal para fora do país para se fazer frente a gastos com a guerra e com a importação de alimentos em decorrência de quebras de safra.

Segundo Ricardo a inconversibilidade da moeda possibilitou a excessiva emissão e os problemas com os preços internos na Inglaterra, sendo portanto necessária a volta da conversibilidade para a estabilização dos preços assim como para restabelecer o equilíbrio no Balanço de Pagamentos. A elevação dos preços decorrente do aumento das notas em circulação significa uma diminuição do poder de compra da moeda dentro do país, esta provoca a preferência pelo Ouro, que acaba desaparecendo de circulação ou é exportado dado que seu poder compra nos outros países se eleva em relação ao país, portanto esta exportação de ouro tem por contrapartida uma elevação das importações e a deterioração da balança comercial. Se a moeda for lastreada, esta exportação do ouro deveria significar uma retirada das notas em circulação no país, fazendo com que seu valor aumentasse, revertendo o processo.

Os anti-bullionistas, de forma pouco articulada, procuram contestar estas idéias. Por um lado a taxa de câmbio não é determinada apenas pelas emissões. Por outro lado, incorporam-se outros elementos na análise do funcionamento do mercado monetário, como a possibilidade de mudança na velocidade de circulação da moeda em função do estado de confiança da economia. Outra mudança diz respeito ao próprio conceito de moeda, as notas de banco são diferentes das emissões de papel-moeda do governo e da própria moeda, são na verdade títulos representativos de operações de crédito e sua emissão estaria indicando o crescimento das transações. Contrária também a visão bullionista de que as variações no estoque de moeda não tem efeitos significativos sobre o “lado real” da economia, nem sobre a taxa de juros, que para os bullionistas é um fenômeno puramente real. Os anti-bullionistas, além dos possíveis efeitos das notas bancárias sobre a taxa de juros, destacam também os possíveis efeitos, no curto prazo, decorrentes de aumentos descompassados de preço sobre a poupança e a produção.

Entre as posições mais extremadas da controvérsia existem algumas análises mais moderadas, ou mesmo, ambíguas. Temos o exemplo de Thornthorn, banqueiro inglês considerado um importante bullionista, principalmente em decorrência de suas posições no *Bullion Committee*. Porém, em 1802 Thornthorn lança um livro¹⁰ em que descreve o funcionamento do sistema monetário inglês e acaba por justificar o curso forçado das notas do Banco da Inglaterra. Apesar de apontar para a necessidade de se tomar cuidado com os possíveis abusos de emissão sem conversibilidade, acreditava na competência e

¹⁰ **Investigação sobre a natureza do crédito e os efeitos do papel de crédito na Grã Bretanha.** Este livro é considerado por alguns historiadores do pensamento econômico como a primeira exposição sistemática de uma teoria moderna sobre o crédito. (Deane, 1980)

habilidade dos diretores do Banco da Inglaterra. Nesta obra, segundo Hicks (1971a) reconhece-se possíveis efeitos reais, pelo menos no curto prazo, decorrentes de variação na oferta de moeda, e descreve-se a possibilidade de se alterar a demanda dos agentes por moeda em momento de crise¹¹. Assim, apesar de no geral se defender a existência de papel-moeda como simples signo representativo de metal, aponta-se para a possibilidade de uma atuação mais discricionária do Banco da Inglaterra, aumentando as emissões de moeda em momentos de crise em função do aumento da demanda por moeda, aceitando assim possíveis efeitos reais da política monetária (ou da política de emissão do Banco da Inglaterra) pelo menos no curto prazo.

Porém a posição de Ricardo dentro da Comissão do Parlamento foi preponderante. Em 1809 escreveu três artigos para o **Morning Chronicle**, onde relacionava o valor da moeda circulante - as letras do Banco da Inglaterra - e o valor dos lingotes de Ouro e em 1810 lança o panfleto **O alto preço do ouro, uma prova da depreciação das notas do banco**. As análises “panfletárias” ganham um cunho mais sistemático nos **Princípios** de 1817. Neste trabalho Ricardo simplifica a análise e as qualificações de Thornton, fazendo uma exposição teórica abstrata do problema num quadro referencial de longo prazo. Segundo Ricardo a moeda metálica tem um valor intrínseco dado pelo valor do ouro, no fundo o valor trabalho a ele incorporado. Porém, variações na quantidade de metais alteram o “valor de mercado” da moeda, na verdade o inverso do nível geral de preços. Tais variações porém tendem a se contrabalançar fazendo com que o valor da moeda não variasse indefinidamente. Em aumento da oferta de metais, os preços subiriam, refletindo uma diminuição do valor de mercado da moeda, este aumento tinha efeitos imediatos de exportação de metais já que ele passa a valer menos no país em questão e mais fora ocorrendo assim a saída de metais e o retorno do seu valor original. Assim a transferência internacional do metal garantiria o equilíbrio do sistema.

Formula-se a partir da posição radical de Ricardo dentro da análise bullionista o “*Currency Principle*”¹², admite-se uma moeda não metálica mas que funcionasse como se fosse metálica, de modo que o estoque de moeda deve variar de acordo com as flutuações do estoque de moeda metálico do país, não se admite qualquer outra liberdade em termos de administração monetária. Por outro lado os argumentos mais moderados, de Thornton por exemplo, acabam por, pelo menos em parte, se constituir, no “Princípio Bancário”¹³ pelo qual, no curto prazo, permite-se às autoridades o controle discricionário da oferta de moeda (entendida no sentido amplo) de modo a adequá-la às necessidades do mercado (a variações de demanda), já que neste prazo existe a possibilidade de efeitos reais apesar de no longo prazo admitir a conversibilidade das notas. A liberdade bancária é também defendida, pois por meio dos bancos poderia se gerar instrumentos de crédito que melhor se adequassem às necessidades do mercado. A concorrência, junto com a exigência de conversibilidade em metal das notas, garantiria que não ocorressem excessos de emissão.

¹¹ Adiantando, segundo Hicks (1971a), as idéias de preferência pela liquidez e demanda por moeda para precaução de Keynes.

¹² Podemos considerar como defensores do princípio monetário além de Ricardo, Torrens e Overstone.

¹³ Na escola bancária pode-se incluir Tooke, Fullarton e mesmo Thornton apesar de sua posição bullionistas no debate da década de 1810.

As correntes anti-bullionistas mais radicais que demandavam um abandono completo das tentativas de controle monetário com base no lastro metálico são praticamente alijadas do debate. Neste prevalecem as idéias de maior radicalidade de Ricardo que foram as que influíram na legislação bancária inglesa do período: a *Palmer Rule* de 1827¹⁴ e principalmente o *Peel Act* de 1844, que centraliza o controle monetário nas mãos do Banco da Inglaterra. A “vitória” do Princípio monetário, além da solidez de seus argumentos em prol da estabilidade, está diretamente ligada à situação privilegiada da Inglaterra no mercado metálico internacional, em função de sua boa condição no comércio internacional e no mercado internacional de capitais. Porém a condução da política monetária inglesa, na prática, não foi tão ortodoxa como recomendava Ricardo, já que em momentos de crise abriu-se exceções ao *Currency Principle*.

O debate monetário inglês pode ser considerado como o ponto de referência dos debates brasileiros, os argumentos, as conclusões e as prescrições de política se assemelham, porém as condições brasileiras não eram postas de lado nesta incorporação. Como afirma Saes (1986b, pg. 28), “é possível (...) concluir que o pensamento monetário europeu chegava, sem dúvida, ao Brasil; mantinha suas características básicas, mas já era processado de modo a refletir os problemas particulares da economia brasileira.”

¹⁴ Limita emissões dos bancos e liga estas emissões às variações em ouro das reservas.

2.2. As Primeiras Controvérsias no Brasil Independente.

No Brasil a maior parte das controvérsias econômicas também tem seu *locus* o Parlamento e suas motivações nos problemas práticos relacionados à política econômica. Nelas se revelam as principais concepções teóricas vigentes e acabam por se explicitar as interfaces que tais concepções têm com o jogo de interesse que se exprime nas disputas parlamentares. Os debates monetários marcaram todo o período analisado, desde a própria instalação do primeiro *Banco do Brasil*, ainda na fase colonial. No primeiro reinado já se iniciaram os debates legislativos acerca do meio circulante nacional, envolvendo dois elementos básicos: as próprias emissões de notas do *Banco do Brasil* e a cunhagem de moedas de cobre.

Obviamente estas não são as únicas discussões que têm por motivação inicial assuntos postos em pauta pelo próprio governo. Podemos lembrar que mesmo antes da vinda da família real para o Brasil, o governador da Bahia - o Conde da Ponte - abre um inquérito acerca das condições da agricultura e do comércio na região. Às questões deste inquérito responderam alguns membros da classe dirigente, sendo tais respostas um conjunto bastante interessante de opiniões sobre a nossa realidade nacional e a forma pela qual se via a possibilidade de melhorá-la. Algumas destas respostas são bastante bem fundamentadas dentro da análise liberal que se estabelecia no período, com citações de pensadores como Smith e Say, porém o rumo a ser dado pela política metropolitana nem sempre era consensual.¹⁵

No primeiro reinado os debates parlamentares se fizeram sobre muitos temas diferentes, como não poderia deixar de ser para um país recém independente. Nestas discussões pode-se observar as posições e os argumentos que vão se cristalizando ao longo do tempo, ao mesmo tempo que vão sendo modificados pelo próprio debate, assim como pelas transformações por que passou o país. Por exemplo, a partir de uma proposição que obrigava às repartições públicas e ordens religiosas adquirirem manufaturas de origem nacional, instala-se um amplo debate onde os argumentos básicos contra e a favor da promoção da industrialização já se insinua.¹⁶

Em termos monetários a principal situação a ser enfrentada era a debilidade do meio circulante nacional. A moeda no Brasil era basicamente constituída por bilhetes do *Banco do Brasil* emitidos tendo em vista atender os problemas do governo que, desde a época colonial, tinha um déficit orçamentário de difícil financiamento. Deste modo, o *Banco do Brasil* foi utilizado para fazer os empréstimos necessários ao governo emitindo notas bancárias que se constituíram em meio circulante. Estas notas eram, a princípio, conversíveis, tendo sido decretada sua inconvertibilidade pouco antes da Independência. No final da década de 1820 tal situação mereceu a atenção dos parlamentares.

¹⁵ As respostas mais citadas deste inquérito são as de João Rodrigues de Brito e Manuel Ferreira da Câmara Bittencourt e Sá.

¹⁶ Ver resumo das principais posições em Lima (1978)

As conseqüências da emissão, considerada como excessiva em relação às necessidades da praça, foram rapidamente diagnosticadas. Por conta da excessiva emissão, raciocinava-se, foi expulsa a moeda metálica, desvalorizado o câmbio e elevados os preços. Como estabelece a Comissão de Fazenda da Câmara dos Deputados em parecer de 1828:

“A extraordinária emissão de notas do banco, que nem está em harmonia com os princípios da ciência, nem em proporção com as urgências do comércio, prende nas reconhecidas necessidades do tesouro. O banco, ou podendo, ou não julgando poder resistir às ordens do governo, que tinha que sustentar com escassos recursos as despesas a que obrigava a regeneração e independência nacional, e as de uma guerra em que ele se comprometera e de que era preciso sair com honra, forneceu-lhe, pouco cuidadoso das conseqüências, as quantias que lhe foram pedidas, e que hoje montam á crescida soma de dezenove mil contos de réis, espalhados na circulação desta província, ou antes, desta cidade. Não é de admirar que de uma acumulação de papel resultasse, como resultou, o desaparecimento total dos metais preciosos, a elevação extraordinária do câmbio, o espantoso crescimento de todos os gêneros, e o fenômeno de um ágio de 30% sobre o valor nominal do cobre, que veio a ser a única moeda geral deste país.” (*apud* Andrada, 1923, pg. 26-27).

Segundo esta mesma comissão, um ano antes, os diretores do *Banco do Brasil* abusaram da possibilidade de emissão, acarretando a perda de fundo metálico da moeda nacional, o que era considerado a condição fundamental da estabilidade de um sistema monetário:

“Era o dever do banco resistir á invasão do governo ou ao menos lembrar os meios oportunos que a ciência e a razão ofereciam para conciliar as necessidades do governo com a política, com a justiça e com a moral, e fazel-o achar naquele estabelecimento recursos menos fáceis sim, porém mais legítimos e sólidos; mas a sua administração, percebendo nos abusos do governo um escudo para seus próprios abusos e um fundo inesgotável de lucros com que adormecia a vigilância dos interessados, marchou a ombro com o governo que apelidava a este ilícito consenso com o sagrado nome de patriotismo. (...) Nada é mais fácil, cumpre confessa-lo, do que administrar finanças por um tal modo, assim não viesse ele a produzir gravíssimos males, ou pudesse continuar sem se lhe achar o fundo (...) Condição fundamental, em toda a moeda, é o seu valor intrínseco, que é o preço do metal de que é formado, eqüivalha ao valor numérico, que é o curso vulgar da espécie. A aberração que os governos tem feito deste princípio é um imposto secreto lançado sobre os povos, o qual quando é extraordinário, como no presente estado, desnaturaliza todas as relações e destroi todo o equilíbrio ... ” (*apud* Andrada, 1923, pág. 24)

A controvérsia se estabelece sobre o real causador do problema: os diretores do *Banco do Brasil* ou o próprio governo ? Segundo Bernardo Perreira de Vasconcellos: “Nesses desgraçados tempos quem ousaria dar um não ao governo, ainda que justiça tivesse? Suponha-se que os diretores do banco diziam ao governo que não queriam emprestar-lhe o dinheiro que lhes pedia; o governo pelo menos os mandava recolher em

alguma dessas prisões subterrâneas das fortalezas, e lá jazeria o desgraçado toda a sua vida, se não tivesse bons padrinhos.” (*apud* Cavalcanti, 1983. pg. 98)

Até aproximadamente 1828, o diagnóstico parecia consensual, havendo divergência sobre a responsabilidade a ser atribuída aos diretores do banco ou ao próprio governo. Esta divergência estava por trás também da solução a ser dada ao problema. Por um lado o banco devia ou não ser fechado? Inicialmente para os defensores dos diretores, como o citado Pereira de Vasconcelos, deveria se deixar o banco aberto, bastando cortar as relações incestuosas com governo ou mesmo retirando-lhe a faculdade emissora¹⁷. Mesmo alguns parlamentares, como Souza Franco, que criticaram a atuação dos diretores do banco, também defendiam a manutenção do banco aberto, porém sem a drenagem de recursos por ele levantado para o governo, já que a “praça” carecia de recursos e necessitava de mecanismos mais bem desenvolvidos de intermediação.

Porém o principal problema era como solucionar o problema. Na verdade havia uma espécie de crença de que retirando-se o excesso de notas emitidas haveria a volta dos metais em função da própria valorização do meio circulante. O meio mais óbvio de retirar as notas era considerado impraticável, apesar de em praticamente todas as propostas existirem cláusulas neste sentido: superávites orçamentários. A Comissão da Fazenda das legislaturas de 1828 e 1829 sugere a venda de patrimônio público para resgatar os títulos do *Banco do Brasil* e este retirar as notas recebidas. Também em 1828 Hollanda Cavalcanti propõe a emissão de títulos públicos de maior prazo com o objetivo de enxugar as notas do *Banco do Brasil*. Estas duas propostas esbarravam na alegação de que o setor privado não tinha condições de adquirir seja as apólices, seja os bens públicos em quantidade suficiente para se efetuar o resgate considerado necessário. Em 1829, o próprio Ministro da Fazenda, Miguel Calmon du Pin e Almeida, levanta a possibilidade de se conseguir um empréstimo externo com vistas a restabelecer o fundo metálico que se julgava necessário para dar estabilidade às notas do Banco.

Neste mesmo ano surgiram discursos que puseram em dúvida o diagnóstico que sustentava os debates. Em discurso na Câmara o deputado Souza França afirmava:

“Estou firme que não é a superabundância de notas quem faz a baixa do câmbio e a subida do ágio. A primeira razão é que o troco das notas por apólice não aumenta a prata nem aumenta o ouro, não se faz senão trocar papel por papel, e eis aqui como aquela medida não é influente para o ágio. As causas, pois, que eu reputo influentes, as que eu tenho assentado serem causas principais, são: *primeira*, a falta de pontualidade de pagamento dessas notas; elas tinham crédito, por isso que diziam - a assembléia do Banco pagará à vista, etc...

¹⁷ Interessante observar que o próprio Vasconcelos muda de posição defendendo o fechamento do banco, um ano depois de ter defendido sua permanência. Podemos atribuir esta mudança de posição à percepção de que mantendo-se o banco aberto sem as vantagens e as benesses que tinha, as quais provavelmente seriam retiradas, havia grande probabilidade de fortes diminuições nos rendimentos recebidos pelos acionistas e vislumbrava-se uma possível perda. Melhor seria negociar o seu fechamento com o ressarcimento do valor das ações, o que efetivamente acabou ocorrendo.

“Lembro-me que, quando se emitiram as primeiras notas do Banco, eu e muita gente tínhamos tão pouca confiança, que nem as levávamos para casa; e imediatamente que as recebi, fui direto ao Banco, para ver se com efeito as trocavam por dinheiro, e até que assentei que se pagavam pontualmente, e desde então principiei a demorá-las em casa. Não era, pois, a certeza que eu tinha, de que havia dinheiro no Banco igual à emissão das notas, mas a certeza da pontualidade de seu pagamento, que me fez ter nelas crédito. Portanto daqui concludo que a impontualidade no pagamento das notas é a primeira causa do depreciamento.

“A segunda causa é a falta de garantia: porque, quando eu tenho um devedor que não me paga prontamente, e que demais conheço que não tem bens para pagar-me, julgo perdida a minha dívida e a dou com 50 de rebate. Por conseqüência a falta de garantia é a segunda causa deste depreciamento; os acionistas não respondem senão pelas ações que meteram no Banco. A terceira causa é a escassez da moeda; se acaso não houvesse esta escassez com essas outras causas, se teria conservado o ágio mais baixo; mas, como a escassez da moeda tem sido imensa, eis aqui uma causa para o depreciamento dessas notas. A quarta causa é a crescente demanda da moeda, porque as grandes negociações feitas para a Costa da África têm feito desaparecer o metal, e talvez, se não houvesse esta causa, o ágio se conservasse no mesmo ponto em que antes estava; e de certo, se o comércio do Rio de Janeiro não fosse tão grande e tão extenso, as notas do Banco não valiam já nem cinco réis (...)” (*apud* Cavalcanti, 1983, pg. 151)

Na mesma legislatura Clemente Pereira, fazendo referência, em 1829, às concepções monetárias européias, afirmava:

“Esta opinião é com efeito apoiada nos princípios que ensinam os melhores economistas da Europa; e *lá são estas teorias perfeitamente exatas*, por ser certo que, todas as vezes que os bilhetes dos seus bancos abundam com excesso, os metais preciosos se recolhem aos cofres dos capitalistas; mas as nossas circunstâncias são muito diversas, e de uma natureza especial; e é sobre o conhecimento destas que convém calcular o remédio; o nosso metal não está aferrolhado nos cofres dos nossos capitalistas, como talvez se pensa, fugiu para fora do império: cumpre fixar bem as idéias sobre esta circunstância; e logo que se tiver meditado nela se concluirá que da falta de metais, ainda mais que da superabundância das notas, tem nascido de necessidade o apuro em que nos achamos. (*apud* Cavalcanti, 1983, pg. 161 e 162, grifo no original)

Apesar das diferentes posturas dos dois autores acerca da proposta do ministro, o segundo aceitando a idéia dos empréstimos externos e o primeiro afirmando que os metais que aqui ingressassem por tal meio rapidamente fluiriam para o exterior dado a característica deficitária da balança comercial brasileira, levantava-se assim a hipótese de que razões completamente diferentes da emissão de notas seriam a causa da perda de sustentação metálica do meio circulante nacional.

Ao final dos debates o banco foi efetivamente fechado, as notas foram assumidas pelo Tesouro Nacional com a proposta de substituí-las por notas próprias e promover uma paulatina retirada de notas do sistema.

Outro problema ligado à perda de qualidade do meio circulante nacional era o problema relativo à excessiva cunhagem de moedas de cobre. Estas que a princípio eram apenas moeda divisionária, passaram a ser o principal meio de circulação nas províncias onde as notas do *Banco do Brasil* não chegavam. Aliado à grande cunhagem promovida pelo governo existiu um grande ingresso de moedas falsas. Isto se fez em função do próprio padrão monetário estabelecido pelo governo para as moedas de cobre, que estabelecia um valor para estas moedas de praticamente o dobro da quantidade de cobre efetivamente possuída pelas moedas, além do fato das repartições públicas aceitarem as moedas ao par.

O diagnóstico e as conseqüências do problema era assim estabelecido por uma representação de comerciantes do Rio de Janeiro, em 1833:

“É notório que foram as urgências do Estado que obrigaram e de alguma forma justificaram o ruinoso sistema de emitir-se mais moeda de cobre do que a que fosse absolutamente necessária para trocos miúdos, uso que tal moeda exclusivamente deve ter; é igualmente notório que a imensa quantidade de cobre e notas emitidas tem expelido os metais preciosos da circulação, e tomado o seu lugar, colhendo o Estado momentaneamente grandes benefícios destas operações, precárias e ruinosas para os interesses dos particulares, pois tem de fato dispensado a imposição de tributos ou o contrato de empréstimos ruinosos em momentos de crise; e de maior apuro que, no caso de terem então sido efetuados, teriam hoje os seus respectivos juros acumulados importado em quantias enormes. (...)A conseqüência destas desgraçadas medidas tem sido uma flutuação continuada no valor de todas as coisas, a ponto de chegar a valer a moeda fiduciária menos que a terça parte do valor intrínseco daquele que representava.” (apud Cavalcanti, 1983, pg. 390 e 391)

Novamente o problema que se colocava era que medidas tomar para recuperar o meio circulante nacional. O problema, de certa maneira, se aproximava dos problemas enfrentados no final do XVII na Inglaterra. Algumas soluções propostas se pareciam com as de Locke, ou seja a recunhagem das moedas de cobre, sendo que as novas moedas deveriam ter a quantidade de cobre correspondente ao padrão estabelecido. O problema era com o que pagar a diferença de cobre. Outro problema levantado era o da própria validade da recunhagem, afinal o cobre não era um metal sobre o qual se devia assentar um sistema monetário. Não valia a pena o esforço da recunhagem, os gastos nela envolvidos poderiam ser usados para simplesmente retirar de circulação as moedas de cobre, deixando apenas o volume necessário para troca.¹⁸

Alternativamente se propunha o estabelecimento de um novo padrão de valores para as moedas metálicas brasileiras, desvalorizando as moedas em curso, ou melhor, aumentando o valor do ouro¹⁹. Ou seja, reconheceria-se oficialmente a desvalorização que

¹⁸ Uma outra objeção à proposta era a de que parte das moedas de cobre não haviam sido cunhadas pelo governo e portanto não deveriam fazer parte do processo. O problema era separar as moedas falsas das verdadeiras mesmo por que as moedas cunhadas por casa do governo eram também de péssima qualidade. Levantava-se a possibilidade de uma simples desmonetização das moedas de cobre.

¹⁹ Esta opção se aproxima daquela apresentada por Lowndes na Inglaterra no final do XVII.

já se efetivara do meio circulante em curso. Esta opção porém tinha importantes efeitos distributivos, já que todos aqueles que possuísem um rendimento fixo ou uma dívida a receber em moeda corrente teriam perdas. A resposta do Ministro Cândido de Araújo Vianna a estas objeções era:

“Não temais, senhores, que a fixação de novo padrão monetário importe uma alteração na moeda legal, afetando por esta maneira os contratos; os metais preciosos, a que tal padrão se refere, não têm presentemente curso livre, no mercado, e por conseguinte nenhuma relação com as transações de hoje, pelo contrário a alteração do antigo padrão monetário será tanto mais justificável, quanto ela mais se aproximar do estado presente das coisas. Tampouco deveis recear que faleçam os metais preciosos para os pagamentos exigidos nesta espécie; o comércio, a quem isso interessa, os fará prontamente aparecer em quantidade suficiente. Bani também de vossa imaginação qualquer escrúpulo acerca da desmonetização gradual da moeda de cobre; pois que injustiça seria, e mesmo um procedimento absurdo, que o Governo pagasse aos particulares, como moeda, aquilo mesmo que já lhes tem comprado como mercadoria.” (*apud* Cavalcanti, 1983, pg. 371)

Pela citação acima percebe-se também que havia a crença de que a boa moeda metálica - os metais preciosos - deveria fluir automaticamente para dentro do país em função do próprio interesse do comércio. Restabelecendo o padrão em um nível compatível com o que ocorre no mercado, isto é, revalorizando internamente a utilização destes metais, faria com que eles naturalmente afluíssem para o país.

Efetivamente houve, em 1833, o estabelecimento de um novo padrão monetário com a valorização dos metais mais nobres. Além disto, nos anos subseqüentes buscou-se retirar de circulação as moedas de cobre.

2.3. Metalistas e Papelistas

Os debates parlamentares do final do Primeiro Reinado e do primeiro lustro da regência comentados anteriormente não se esgotaram com suas “soluções”, mesmo por que o tema básico por trás deles - a implementação do sistema monetário e financeiro adequado à realidade e ao desenvolvimento brasileiro - não foram efetivamente implementados. Após o fechamento do *Banco do Brasil* houve uma série de tentativas infrutíferas de abertura de um novo banco.²⁰ Parte destas tentativas tinha em vista a necessidade de instituições que pudessem acompanhar a “praça” mais de perto, já que o Tesouro Nacional como organismo financeiro era muito rígido e os “agiotas” muito caros. A solução de 1833 por meio da desvalorização e instauração de um novo padrão monetário, junto com as aquisições das moedas de cobre não resolveram os problemas, persistindo reclamações acerca do meio circulante, que continuava baseado em moeda fiduciária e potencialmente instável.²¹

Os debates relativos ao meio circulante e à organização dos sistema financeiro, atravessaram todo o Segundo Reinado. É costume dividir os participantes destes debates em dois grandes grupos: metalistas e papelistas.²² Grosso modo, estes grupos buscam identificar, no primeiro, aqueles que defendem a moeda com padrão metálico e, no segundo, os defensores de uma moeda que guarde uma relação mais tênue com este padrão metálico, mais próximo à uma moeda de cunho eminentemente fiduciário.

Apesar de não haver uma clara homogeneidade no pensamento dos diferentes membros de cada uma das escolas, podemos tentar estabelecer os principais argumentos de cada um dos grupos.

A crítica que os metalistas fazem ao meio circulante brasileiro é que ele tem um defeito de origem a ser reparado: falta-lhe um lastro metálico. Esta preocupação já foi inclusive referida nas citações anteriores. As notas do Banco do Brasil e depois de 1829 do próprio Tesouro Nacional não têm um valor intrínseco e nem representam uma moeda que o tenha. O papel-moeda que circula no país não vale “em si” praticamente nada, sendo assim seu valor de mercado pode chegar a zero. Na verdade o valor de moeda acaba por depender de sua quantidade, quanto maior o estoque de papel-moeda em

²⁰ Na própria regulamentação do novo padrão monetário de 1833 previa-se a instalação de um segundo *Banco do Brasil*.

²¹ A própria questão da desvalorização do câmbio tinha ficado a meio termo, sendo necessário uma nova desvalorização em 1846. Segundo Calógeras (1960, pg. 57), a taxa de câmbio que acabou por ser estabelecida em 1833 era uma média entre a taxa herdado do período colonial que vigorava oficialmente e a praticada pelo mercado.

²² Segundo Teixeira (1991) entre os metalistas tínhamos: Torres Homem, Paulino de Souza, Machado Coelho, Junqueira, Paranhos, Almeida da Penna, Cândido Mendes, Augusto de Oliveira, Sérgio de Macedo, Luiz Antonio Barbosa, Cunha Figueiredo, Sampaio Vianna, Teixeira Júnior e Ângelo Ferraz. Já entre papelistas temos Souza Franco, Mauá, Dantas, Paranaguá, Saraiva, Paula Santos, Martinho Campos, Silveira Lobo, Tito Franco, Octaviano, Fernandes da Cunha e Dias de Carvalho.

circulação menor o seu valor, ou, o que representa a mesma coisa, maior o nível de preços da economia e mais desvalorizada a taxa de câmbio.

A moeda metálica tem uma tendência de estabilidade do seu valor que o papel-moeda desvinculado da moeda metálica não tem. Uma moeda puramente metálica tem um “valor intrínseco” estabelecido pela quantidade de metal nela contida. Se por algum motivo o valor de mercado desta moeda cai em relação ao valor do metal, existe a tendência de se derreter as moedas obtendo o metal, diminuindo a oferta de moeda metálica e aumentando o seu valor até o valor do metal. Se por outro lado existir uma elevação do valor da moeda em relação ao metal, pelo contrário busca-se a cunhagem de metal, trazendo inclusive metais de fora do país. Assim há uma tendência a se equilibrar o valor da moeda automaticamente. Do mesmo modo, o papel-moeda que é apenas signo do metal - a moeda-papel segundo alguns - se houver plena conversibilidade a um padrão estabelecido, quando cai o valor da moeda em função de algum excesso de oferta, existe a tendência de se corrigir este excesso, já que a elevação de preços faz com diminua a oferta de metal e portanto reduza a emissão de papel já que este é trocado ao par pelo metal. O inverso ocorre se a situação inicial for de excesso de demanda. O grande problema deste mecanismo é a existência do metal para garantir a troca da moeda-papel.

Assim a moeda metálica ou regida como se fosse metálica tem mecanismos automáticos de ajustamento que garantem a estabilidade de seu valor de mercado próximo ao seu valor intrínseco. A contraparte da estabilidade de seu valor de mercado próxima ao par é a estabilidade de sua relação com outras moedas metálicas, a estabilidade cambial. Este parece ser o ponto chave para os metalistas - a estabilidade cambial. Esta estabilidade, no que concerne o desenvolvimento econômico, garante a diminuição da incerteza e dos riscos, considerado elemento fundamental para o bom desenvolvimento das atividades econômicas. Por outro lado a estabilidade dos preços e especialmente do câmbio também garante que não haja redistribuição de renda provocada a partir de considerações monetárias.

O grande problema reconhecido pelos próprios metalistas é a falta do metal que sirva, ao menos, de lastro para o meio circulante nacional. Os metais são reconhecidamente escassos em nosso país. Assim norteia a posição desta corrente a busca das condições econômico-financeiras para a instauração de uma moeda de fundo metálico, com objetivo de estabilizar os valores especialmente o câmbio. O receituário metalista inclui, assim, desde políticas de incentivo à produção de ouro²³ e a concessão de facilidades para o ingresso deste metal em nosso território. A falta dos metais obrigou o país a se valer de papel-moeda, porém o excesso de emissão deste papel leva a uma fuga dos metais que ainda restava, ou pelo menos impedia o seu ingresso. Assim, no receituário metalista, a contenção monetária é uma política que ocupa grande espaço. Por ela esperava-se que os metais afluíssem para o país quase que naturalmente - se os metais foram expulsos pelo papel-moeda, nada mais natural que expulsando o papel-moeda os metais reocupassem seu espaço, seguindo a lei de Gresham. Na verdade esperava-se que com a diminuição da oferta do meio circulante nacional ocorresse sua valorização o que

²³ Por exemplo a diminuição de impostos que incidem sobre a atividade mineira.

deveria atrair os metais preciosos. Por fim admitia-se também que uma política de contenção monetária e de estabilização cambial era importante como forma de atrair capital estrangeiro.

Os papelistas partem de um visão diferente do valor da moeda. Para eles a moeda não tem um valor intrínseco, o valor é simplesmente dado pela função que a moeda deve exercer. Segundo Souza Franco: “É princípio incontestável, que o valor da moeda vem do uso que ela presta, mais do que da matéria de que é formada.” (Souza Franco, 1984, pg. 91)

A função básica da moeda é a de intermediária das trocas, facilitando ou mesmo possibilitando a ocorrência de trocas. Esta função pode ser exercida por um moeda de cunho metálico mas também por meio de mecanismos não metálicos. Estes mecanismos alternativos são extremamente importantes em situações de falta de metal. Assim o papel-moeda é visto, inicialmente, como um substituto da moeda metálica que vem a evitar problemas nos negócios decorrente da falta de intermediário.

Desta forma o elemento importante na análise é a demanda por moeda que existe nos círculos de negócios. Quando aumenta o “estado dos negócios”, existe a necessidade de também aumentar a oferta da moeda necessária para a efetivação destes negócios. Mesmo que esta não seja metálica, o aumento da oferta de moeda não deve diminuir o valor da moeda se este aumento correspondeu mesmo ao crescimento dos negócios. A possibilidade desta diminuição vir a ocorrer só ocorre se houver um excesso de emissão em relação àquele necessário a cobrir o crescimento das transações. A preocupação básica da corrente papalista é o estado dos negócios, o nível interno de atividade, mais do que a estabilidade cambial.

Assim defende-se para o Brasil a moeda fiduciária, mesmo por que não existe metal suficiente para garantir as transações do país. Mesmo que haja um lastro metálico para a moeda, a sua emissão não precisa seguir a evolução quantitativa do lastro metálico,. A oferta de moeda deve ser ditada pela variação da demanda por moeda e o principal elemento desta demanda é o volume de transações. Para atender a esta “receita” nada melhor que a diversidade de bancos emissores, estes tem maior capacidade de saber sobre a demanda.

A crítica metalista aos papelistas é a possibilidade de descontrole monetário embutida em sua visão já que não existe nenhum mecanismo automático que impeça este descontrole. O maior indicador deste descontrole é a taxa de câmbio, a desvalorização cambial é indicadora de excesso de oferta monetária interna e a solução para tal ocorrido passava pela retirada de papel-moeda, ou o favorecimento do ingresso de moeda metálica no país. A taxa de câmbio é, assim, elevada à condição de variável chave na análise da economia brasileira. Sua determinação é devida basicamente à considerações de ordem monetária, ela é um reflexo do valor da moeda.

A contra-crítica papalista é a de que a determinação da taxa de câmbio é mais complexa que imaginam os metalistas, sendo causada pela balança comercial e, no fundo,

por todo o Balanço de Pagamentos. Deste modo, como sua determinação vai além dos aspectos monetários, ela não pode ser considerada como um bom indicador para a análise da política monetária.

Outra resposta papalista às críticas metalistas é a de que o excesso de oferta não deveria ocorrer se fosse adotado um sistema de pluralidade ou liberdade emissora. A possibilidade de vários bancos de emissão concorrendo entre si permite, por meio da concorrência, além de uma melhor distribuição geográfica do meio circulante, aproximando-o dos locais onde se faz necessário, a própria auto-regulação do sistema.²⁴ Os bancos não emitiriam mais instrumentos de crédito do que aqueles efetivamente necessários e demandados pela “praça”. Qualquer empecilho a este ajuste automático do meio circulante ao volume de demanda faria com a taxa de juros se elevasse. É justamente esta taxa o ponto de referência básico das correntes papelistas e não a taxa de câmbio.

Neste momento aparece a outro ponto conflitante acerca das características de moeda. Os papelistas alegam que os metalistas confundem capital com moeda. Para estes últimos os papéis emitidos pelos bancos são apenas signos monetários, mas não capital. A definição da taxa de juros é um fenômeno basicamente real, decorrente do encontro entre poupadores e investidores, intermediado pelos bancos. Já os papelistas afirmam as considerações de ordem monetárias na determinação das taxas de juros, que podem ser afetadas pela emissão de notas bancárias. Estas são instrumentos de crédito mas também fazem as vezes de meios de pagamento.

Estas posições aqui apresentadas de maneira genérica estão por trás de praticamente todo Império e também na República Velha.

²⁴ Deve-se ressaltar que para alguns autores, mesmo papelistas como Souza Franco, esta autoregulação é garantida pela possibilidade de conversão das notas bancárias em moeda metálica.

2.4. A Pluralidade Emissora Defendida por Souza Franco

Neste debate acima descrito podemos considerar como marco importante a publicação, em 1848, do livro **Os Bancos do Brasil** de Bernardo de Souza Franco, parlamentar importante que participou ativamente dos debates monetários e que assumiu a pasta da Fazenda entre maio de 1857 e dezembro de 1858. Nesta obra, Souza Franco expõe suas reflexões sobre o sistema bancário que se desenvolvia autonomamente. Estes bancos privados que surgiram no final da década de 30 exerciam as funções de redesconto, reserva e emissão de vales que acabavam servindo como meio de pagamento nas regiões onde estes bancos atuavam. No livro: i) descreve-se a evolução dos diferentes bancos que surgiram; ii) analisa-se a estrutura do sistema bancário e suas relações com o meio circulante; e iii) propõe-se a reformulação do sistema bancário, que na ótica do autor implicava também em uma reforma do sistema monetário.

Logo na introdução do trabalho o autor já deixa claro a hipótese básica sobre a qual ele se apoia - a falta de metais na economia brasileira: “Decidi-me a publicar este pequeno opúsculo pela consideração de que em um país novo e falto de capitais como o Brasil, é-lhe serviço importantíssimo procurar desenvolver seus trabalhos e lançar mão das instituições de crédito como o mais poderoso meio de aproveitar os capitais desempregados, pô-los a serviço da indústria, e como que os duplicara em seu benefício.” (Souza Franco, 1983, pg. 9)

Nesta frase podemos também perceber a importância atribuída aos bancos pelo autor, bancos estes que estavam aquém de suas potencialidades no país. Bulhões e Peláez²⁵ assim definem o papel dos bancos no pensamento de Souza Franco: “O modelo de crescimento de Souza Franco era bastante simples, assemelhando-se, em muitos aspectos, ao modelo de desenvolvimento de Schumpeter. Partia da suposição de que no Brasil havia grande número de possibilidades de atividades produtivas. No primeiro estágio, a industrialização e a acumulação de capital seriam efetuadas através de instituições de crédito. Originar-se-ia então uma entrada de capitais e mão-de-obra qualificada do exterior, permitindo a obtenção de taxas de rendimento maiores, acelerando-se o processo de crescimento, e tornando-o auto-sustentável. Nesse modelo, no papel de intermediários financeiros, os bancos seriam a chave do progresso.” (Bulhões e Peláez, 1983, pg. 4)

Os bancos para Souza Franco têm um caráter dual. Por um lado, o seu crescimento deve satisfazer as suas características de organização particular que almeja o lucro. Mas, por outro lado, os bancos também têm um caráter público, já que eles fornecem instrumentos de circulação e de crédito fundamentais ao desenvolvimento do país, principalmente de um país como o Brasil, onde a falta de metais é uma característica

²⁵ A opinião destes aurores sobre Souza Franco é bastante elogiosa: “O Visconde de Souza Franco foi um grande eclético, virtualmente precursor do *sistema de intermediação financeira* brasileira, que somente conseguiu firmar suas idéias na prática com a Lei que regulamentou os mercados de capitais em 1965.” (Bulhões e Peláez, 1983, pg. 3)

marcante. Mesmo os instrumentos bancários como as notas dos bancos, que não tinham curso legal ou oficial, acabaram servindo à função intermediadora e se constituíram na prática em moeda. Este caráter público do banco justifica a intervenção do governo por meio de um sistema regulatório. Outro aspecto que justifica a necessidade de intervenção do governo são os aspectos prudenciais, a possibilidade de fraudes e quebra.

Em termos monetários, Souza Franco considera os vales emitidos pelos bancos como moeda já que exercem a função de intermediação. A emissão destas notas bancárias, porém, aumenta o potencial de risco dos bancos e pode se sobrepor às emissões de papel-moeda do governo. Assim passa a ser necessária uma coordenação entre a política monetária do próprio governo e a atuação dos bancos, estabelecendo algum controle sobre as emissões bancárias. “Aos bancos não se pode, parece-me, por limites à passagem de letras que garantam a seus credores o pagamento de valores recebidos em suas transações, isto é, das letras propriamente ditas, mas pode-se e deve-se limitar a emissão de letras, notas, ou vales ao portador, e transmissíveis sem endosso, tanto para evitar seu excesso em relação às forças da caixa em que se devem trocar, como para impedir a entrada no mercado de mais títulos circulantes do que ele pode suportar.” (Souza Franco, 1983, pg.75)

Em relação aos diferentes padrões monetários, a moeda metálica é a preferível em termos de segurança, mas ela tem desvantagens que justificam a adoção de meios monetários que se afastam da moeda metálica. Assim se exprime Souza Franco:

“No ponto de vista exclusivo da segurança a moeda metálica é preferível a todas, mas não é esta condição única da bondade do meio circulante. A moeda metálica dificulta a sustentação de estabelecimentos de crédito, que tão necessários são aos países industriais; embaraça as transações pela dificuldade de transporte e contagens; e perdem-se neste sistema os lucros da aplicação dos metais aos outros diversos usos a que são indispensáveis, para os ter somente empregados na fatura das moedas em que podiam ser substituídos até certo ponto por matéria menos dispendiosa.” (Souza Franco, 1983, pg. 87 e 88)

As moedas fiduciárias são assim necessárias ao bom desenvolvimento econômico. Entre as possibilidades que existem para a sua implementação as moedas emitidas pelo setor bancário são preferíveis ao papel-moeda emitido pelo Tesouro Nacional. Estas, além de não serem lastreadas, têm dificuldade em se adequar às demandas do mercado, tanto temporalmente (acompanhando as flutuações conjunturais dos negócios), quanto geograficamente (fazendo chegar a moeda nos locais que a demandam). Este mesmo elemento geográfico é uma das justificativas para a sua preferência por um sistema bancário caracterizado pela pluralidade emissora. Segundo o autor “(...) não obstante que estadistas nossos se decidam pela conveniência de um banco central, penso que as razões tiradas das vantagens da centralização em matéria em que a uniformidade é necessidade indispensável, cedem ao insuperável obstáculo das grandes distâncias, aumentadas terrivelmente pelas dificuldades e demoras das comunicações. Com estes embaraços a centralização, elemento ordinário de força, se torna motivo de fraqueza, e resultaria da

distância do centro diretor nada menos que a incerteza, irresolução e demora da marcha dos bancos filiais.” (Souza Franco, 1983, pg. 83)

O outro motivo é de ordem política: “(...) a organização enérgica precisa para que a ação do banco central chegasse vigorosa às extremidades do Império, criar-se-ia no Estado corpo excessivamente forte e incompatível com o sistema representativo. A simples possibilidade dos graves abusos financeiros ou políticos que poderia o banco cometer sem que houvesse no Governo força suficiente para os reprimir, é razão de sobra para evitar esta espécie de organização bancária.” (Souza Franco, 1983, pg. 84)

Neste quadro surge a sua proposta de reforma financeira:

- i) multiplicidade de bancos emissores regionais;
- ii) a emissão destes bancos deveria aos poucos substituir as notas emitidas pelo Tesouro Nacional²⁶, cuja emissão deveria ser paralisada;
- iii) os bancos na sua constituição trocariam as notas do Tesouro por apólices inegociáveis do governo²⁷, as quais se constituiriam em parte do fundo do banco²⁸;
- iv) as notas emitidas passam a ser conversíveis em metal;
- v) as emissões se limitavam ao tamanho do próprio fundo, não havendo porém limites à constituição de bancos ou ao tamanho de seu fundo.

As justificativas para este plano eram assim considerados:

“As vantagens do plano que lembro, e se pode ver no capítulo seguinte se resumem: 1ª Na organização de estabelecimentos de crédito em todas as províncias, que os comportem, e de filiais ou caixas de descontos, nas outras e nas grandes povoações, desenvolvendo-se-lhe assim os meios de trabalho, e animando a indústria nacional. 2ª Na substituição das notas do Tesouro de valor instável, e sujeito à contínua oscilação, por notas de banco, realizáveis em metais, e portanto de valor mais fixo e seguro, e menos sujeitas à falsificação. 3ª Em que ficando por esta forma aos bancos o fornecimento da moeda precisa aos mercados de seu círculo, dá-se mais regularidade no suprimento, e mais certeza de que a quantidade das notas circulantes será a exigida pelo mercado, porque aliás o banco emitirá as que faltem, ou vir-lhe-ão ao troco por metais as que sobrem em hipótese contrária.” (Souza Franco, 1983, pg.97-98)

²⁶ Estas continuariam valendo enquanto não fossem retiradas de circulação.

²⁷ São estas notas entregues pelos acionistas que se retirariam do mercado.

²⁸ A outra parte é um fundo em ouro. No total do fundo 2/3 deveria ser composto por apólices.

2.5. Os Debates Parlamentares Acerca da Multiplicidade Emissora

A proposta de pluralidade emissora foi levada ao Congresso por meio de um projeto apresentado por Hollanda Cavalcanti. A oposição a este tipo de projeto foi logo apresentada pelo então Ministro Joaquim José Rodrigues Torres, o Visconde de Itaboraí. No relatório do ministério de 1850 argumentava que a pluralidade emissora se contrapunha ao objetivo de retirada de papel-moeda necessária à estabilidade do valor do papel-moeda, os bancos só mereceriam atenção depois que este objetivo fosse alcançado, passando, a partir de então, a exercer um papel importante no desenvolvimento do país²⁹.

“Não sou avesso às instituições bancaes (...); mas não concebo, por ora, que utilidade poderiam ter os bancos de emissão, nem como é possível combinar a existência deles com a diminuição da massa do papel circulante, como é indispensável para fixar-lhe o valor.³⁰ (...) Quando tivermos conseguido resgatar parte do papel fiduciário, que ora serve de agente da circulação, e por tal a quantidade restante, que não possa exceder às necessidades das transações, ainda em época de crises comerciais, será então oportuna, útil, indispensável mesmo, a criação de um ou mais estabelecimentos bancais, organizados de modo que dêem garantias aos interesses dos seus acionistas e ao publico. Então poderá também ser eficaz a coadjuvação dos bancos nas operações do resgate do papel que existir ainda em circulação.” (*apud*, Andrada, 1923, pg.37 e 38)

O pensamento de Itaboraí em relação aos bancos é claramente favorável à centralização bancária. No momento em que, na opinião de Itaboraí, a possibilidade de criação de bancos emissores se efetivou³¹, ele propôs a criação de um grande banco emissor³² - o novo *Banco do Brasil*, que acabaria inclusive por absorver os outros bancos. A instabilidade, fruto da concorrência bancária, era apontada como o principal problema da pluralidade:

²⁹ Peláez e Suzigan consideram o Visconde de Itaboraí como o mais importante e mais influente técnico da política monetária brasileira. Para estes autores a visão de Itaboraí é considerada eclética, intermediária, apesar de uma inclinação metalista. A sua posição em relação ao desenvolvimento econômico brasileiro afasta-o das concepções metalistas mais ortodoxas. Ele não tem uma postura intransigente de defesa da total liberdade de comércio internacional, defendendo relativa intervenção governamental no sentido de promover a diversificação produtiva do país, já que a agricultura tinha uma tendência de crescimento mais lenta que os setores manufatureiros.

³⁰ É interessante observar que a opinião de Souza Franco acerca da quantidade de moeda existente não é a mesma desta expressa por Itaboraí. “E calcular portanto em cerca de 57.000:000\$ todo o meio circulante. Mas não obstante o elevado desta soma, a opinião mais segura é que os mercados estão em geral desprovidos de moeda, especialmente da de trocos, e obrigados os permutantes a fazer a crédito as pequenas compras do dia para suprirem a falta dos pequenos trocos.” (Souza Franco, pg.92)

³¹ Em 1853, já que neste momento julgava-se que o meio circulante era adequado e havia um influxo de metais para dentro do país.

³² A própria existência dos outros bancos atrapalhava a criação de um grande organismo emissor que concentrava praticamente todas as questões monetárias. “(...) a dificuldade da criação de semelhante banco seria tanto maior, quanto mais avultada fosse a soma de capitais empenhados em outros estabelecimentos de credito, embora mais limitados e imperfeitos.” (*apud*, Andrada, 1923, pg.42)

“A concorrência dos bancos tem sido a causa principal de quase todas as crises comerciais. A porfia em que cada qual luta por fazer mais negócios, por aliciar mais fregueses, por dar maiores dividendos a seus acionistas, que de ordinário ocasiona a facilidade de descontarem títulos sem as necessárias garantias; que fez baixar excessivamente os juros; que excita empresas aleatórias; que faz desaparecer do mercado os capitais disponíveis para os substituir por capitais fictícios e de imaginação; é a rivalidade dos bancos que concorre poderosamente para produzir as quebras, a ruína, o desespero de milhares de famílias, quando chega o dia em que essa fantasmagoria desaparece.” (*apud*, Andrada, 1923, pg.45)

Depois da efetiva criação deste grande organismo centralizador das operações monetárias do país, agora com Souza Franco à frente do ministério buscando implementar uma política próxima às propostas que apresentara alguns anos antes, instaura-se um célebre debate entre ele e o então deputado Francisco de Salles Torres Homem³³ onde as posições papalista e metalista dos contendores se explicitam.

A questão principal para a corrente papalista fica clara nesta parte do discurso proferido no Parlamento em 1857 :

“Quais são os reclamos, as queixas atuais da população? Examinamol-os, vejamos o que eles têm de real e verdadeiro, vejamos os meios por que podem ser atendidos e satisfeitos. O primeiro reclamo é contra a alta do juro; este simples enunciado não pode encontrar objeção alguma; o juro alto é grave obstáculo á produção, e quando passa de certos limites impede que o empreendedor tenha lucro, por consequência impede que ele trabalhe, impede que ele produza (...) O segundo reclamo, o segundo dos males que se sentem, e contra o qual se clama de todos os ângulos do Império, é a curteza dos prazos. Os prazos curtos, podendo satisfazer até certo ponto ás necessidades do comércio, não satisfazem ás de todas as outras industrias; logo, os reclamos que da parte do comércio podem ser até certo ponto razoáveis, o são sem duvida alguma quanto aquelas industrias que não têm para as suprir de credito estabelecimentos apropriados, e que, pois, falecem por falta de capitais de que precisam, como são a industria fabril, a industria manufactureira, essa que temos em começo, e sobretudo a industria agrícola, que é a principal fonte da riqueza do Império. (...)

“Diz-se igualmente: Não há em todos os mercados o meio circulante necessário, não há o suficiente para as transações. Isto é por certo um inconveniente muito grave.” (*apud*, Andrada, 1923, pg.82 e 83)

Esta avaliação não é compartilhada por Torres Homem, o problema não é a falta de crédito, mas a falta de estabilidade. Isto pode ser apreendido pelo seguinte trecho de seu pronunciamento na Câmara feito alguns dias antes do discurso de Souza Franco, este trecho vem logo a seguir de uma série de exemplos de crises bancárias, enaltecendo o sentido da legislação britânica de 1844:

³³ Torres Homem antes de se tornar deputado e um expoente metalista, escreveu panfletos republicanos sob a alcunha de *Timandro*. Foi Ministro da Fazenda logo depois de Souza Franco.

“Que o credito seja fácil e barato, tal é a segunda necessidade do comércio. A primeira é que ele seja solido e permanente. Quando ambas estas necessidades não podem ser satisfeitas conjuntamente, é indispensável que a primeira seja sacrificada á segunda. A elevação dos prêmios dos descontos, além de certa medida, afrouxa certamente as operações do comércio e da industria; mas isso nada é comparativamente aos efeitos da suspensão total dos descontos de um grande estabelecimento de credito. A subida da taxa é um acidente suportável, a cessação dos descontos é um cataclisma.” (*apud*, Andrada, 1923, pg. 81-82)

Quanto à escassez de meio circulante, assim se expressava Souza Franco: “Há dois meios de suprir os mercados do meio circulante preciso, e o acomodar ás variadas exigências segundo as épocas de maior ou menor numero das transações. Ou o governo as supre, como fazia entre nós anteriormente, com a emissão de notas do Tesouro e cunho dos metais, ou são os mercados que se suprem a si mesmos por meio de estabelecimentos bancários, que importam ou exportam os metais, e lançando na circulação maior numero de seus bilhetes, ou os retirando segundo as exigências do mercado, sustentam o equilibrio necessário entre o suprimento e a procura do mesmo meio circulante.

“Nenhum desses meios é o que está hoje adotado no Império; porque nem o Tesouro emite mais notas, e, pelo contrario, retira as suas gradualmente dos mercados, e nem o suprimento é deixado livre aos mesmos mercados para que por meio da liberdade de emissão as proporcionem ás exigências do dia, expandindo-a ou a contraindo, segundo as leis econômicas.” (*apud*, Andrada, 1923, pg. 83)

Seguindo suas idéias já apresentadas, entre as duas possibilidade, Souza Franco era favorável à segunda, com maior liberdade para o sistema bancário fornecer o meio circulante necessário às transações. A vantagem deste mecanismo era a sua maior elasticidade e adequação em relação às necessidades do meio circulante. Esta forma de suprimir o mercado com instrumentos de circulação foi criticada por Torres Homem pois ela acabava por impedir o ingresso de metais:

“Uma das leis de circulação é que quando o numerário diminui em quantidade, comparativamente á massa dos produtos ou das transações, o seu valor aumenta, assim como diminui, se a quantidade é excessiva. No primeiro caso, a moeda diminuída em quantidade, mas aumentada em valor, faz o mesmo serviço que antes; é como um tubo hidráulico, cuja capacidade se ampliasse na razão do volume do liquido que por ele trajectasse. Ora, o sintoma que revela a subida do valor do numerário é a diminuição dos preços de todos os produtos que com ele se permutam; e eu pergunto se esse sinal já apareceu ! De certo que não; o que aparece é o fato oposto.

“Outra lei comercial é que o aumento do valor do meio circulante, pela sua escassez em um país, atrai para aí a emigração das moedas estrangeiras, pela razão que a mercadoria procura o mercado em que há falta dela, e em que vale mais. Teríamos assim restabelecido o equilibrio entre as transações e o meio circulante, na suposição de que este fosse insufficiente.

“O nobre ministro da Fazenda prefere, porém, suprir a pretendida falta com papel de bancos, dificultando, assim, a imigração espontânea dos metais, que teriam a vantagem de tornar a nossa circulação mista, de fortifica-la contra as flutuações e preparar o

caminho para a total cessação do mau regime de papel-moeda.” (*apud*, Andrada, 1923, pg. 92)

Quanto à alta da taxa de juros e os problemas relativos à obtenção de crédito, estes se deviam, na opinião do ministro, à falta de liberdade bancária e não à falta de capitais. Justificava-se assim a sua pretensão de estender esta liberdade:

“Tem-se dito que a alta dos juros, a alta do preço do capital, é o resultado da insuficiência da oferta em relação à procura e acrescenta-se, não é preciso a influência de ninguém, não tem ela força alguma; os mercados se suprem por si mesmos, e quando os capitais são abundantes, podem satisfazer a procura, eles se apresentam e satisfazem, e o juro baixa. Se, porém, a procura é maior do que a oferta, não há forças humanas que façam baixar os juros. São princípios que cumpre examinar se são aplicáveis ao estado presente das cousas e ao estado atual da procura e oferta dos capitais. Estará por ventura a procura nas condições normais? Há completa liberdade de procura, é exato; mas haverá também completa liberdade de oferta? Haverá os estabelecimentos suficientes para tornar efetiva a oferta? Para reunir e oferecer à procura os capitais todos, ou a grande massa dos capitais disponíveis? Nestes pontos pelo menos não há perfeita liberdade.” (*apud*, Andrada, 1923, pg. 84)

Esta sugestão é novamente criticada por Torres Homem, já que para este o ministro se equivocava, cometendo um erro conceitual:

“Não é verdade que os bancos de emissão criam capitais; eles se limitam a operar sobre os que já existem, nem mais nem menos; e a faze-los passar de umas mãos para outras por meio do seu papel de uma convertibilidade imediata. Os capitais são os frutos exclusivos do trabalho e da economia, que os acumula para emprega-los na criação de novos valores. Tiras de papel não possuem a propriedade magica de improvisar riquezas onde o trabalho as não produziu; na ciência do credito não há lâmpada de Aladino !...

“Um banco de emissão não desconta os produtos do trabalho futuro; o seu bilhete representa transações efetuadas, representa capitais que circulam atualmente sob a forma de produtos até chegarem ao consumo e à liquidação definitiva. A multiplicação artificial dos sinais representativos da moeda aumenta as artérias da circulação sem aumentar ao mesmo tempo a quantidade dos valores circulantes; e, neste caso, o refluxo é igual à emissão.” (*apud*, Andrada, 1923, pg.80)

Conclui Torres Homem que a taxa de juros é determinada pela oferta e demanda de capitais, ou seja, pela poupança e pelo investimento, não sendo influenciada por questões monetárias:

“A multiplicação do papel bancário diminui a taxa de juro dos capitais? O juro do capital está subordinado à lei geral que determina o preço corrente de todos os produtos, isto é, à relação entre a procura e a oferta. Se os capitais são superiores em quantidade à necessidade, que se tem deles, o juro baixa, e eleva-se na hipótese inversa. Ora, o papel bancário, simples sinal representativo da moeda, não é capital, e por consequência a sua

maior ou menor quantidade não pode ter a mínima influência no juro.” (*apud*, Andrada, 1923, pg.88)

Depois deste debate a “vitória” pode ser atribuída à corrente metalista, já que a ortodoxia monetária, pelo menos enquanto intenção, marcou a política econômica depois da saída de Souza Franco do ministério. Os projetos de Souza Franco acabaram por ser recusados e as leis de 1853, 1860 - a lei dos entraves - e 1866 marca a força política das opiniões metalistas, seja de centralização bancária, seja de controle monetário.³⁴ A crise de 1857 foi atribuída a excessos monetários que direta ou indiretamente eram atrelados às propostas metalistas ou à não execução de uma política rigorosa de contenção monetária. Estas interpretações foram difundidas por relatórios das comissões parlamentares relativas a aspectos financeiros e pelas conclusões das chamadas comissões de inquérito instaladas também no parlamento, justamente para avaliar os motivos pelos quais as crises teria ocorrido.³⁵ Esta vitória, porém, deve ser vista com bastante cuidado, pois apesar das intenções ortodoxas quanto à política econômica, a sua execução nem sempre pôde ser realizada conforme os cânones defendidos - na prática prevaleceu a moeda fiduciária.

³⁴ A lei de 1860 significou uma forte contração na liberdade de implantação de Sociedades Anônimas no país e não apenas de bancos emissores. Esta lei, considerada o auge do liberalismo conservador brasileiro, é bastante criticada por muitos “liberais” brasileiros do período, como Tavares Bastos, já que ela impedia o pleno desenvolvimento do espírito de iniciativa e de associação.

³⁵ Em muitas destas comissões opiniões divergentes eram proferidas, mas acabavam sendo apenas postas nos anexos dos relatórios finais. Este é o caso, por exemplo, da opinião do Visconde de Mauá sobre a crise de 1857. Para Mauá a desvalorização cambial ocorrida em 1857 era fruto de um desequilíbrio no Balanço de Pagamentos potencializado por um movimento especulativo e não de uma emissão excessiva do governo como era a voz corrente na época.

2.6. Mauá e Amaro Cavalcanti: a defesa da moeda inconvertível

Irineu Evangelista de Souza, o Visconde de Mauá, foi um dos maiores críticos da idéia que a taxa de câmbio fosse determinada primordialmente pela quantidade de moeda interna e que sua instabilidade decorresse das características de inconvertibilidade desta moeda. Sua crença de que a taxa encontrava nos elementos relativos ao Balanço de Pagamentos melhores explicações, levou-o inclusive a intervir no mercado cambial em 1857 contra as expectativas do mercado, esta opinião foi também afirmada perante a comissão de inquérito formada em 1859, que analisou o ocorrido em 1857.³⁶

Em 1878 Mauá publicou um pequeno panfleto, “O Meio Circulante no Brasil”, neste ensaio defende a moeda sem lastro metálico. Inicialmente, ao recuperar a história do país, procura mostrar como, em sucessivos momentos, o câmbio e as emissões não estavam correlacionadas.³⁷

Sobre a expansão monetária que ocorrera no início da década de 1840, refutava seus críticos: “Obedeciam esses senhores visivelmente à opinião que então e sempre condenou o papel-moeda. No entanto, não impediu essa opinião que as urgências da praça se manifestassem, e já em 13 de novembro de 1841 nova emissão de notas foi autorizada na importância de 4.704.520\$000 e em 7 de julho de 1843 mais 1.150.000\$000, elevando a circulação destas a 45.717.851\$000, sem afetar o valor desse papel que continuou a ser exclusivamente regulado pelo valor dos produtos exportáveis, sem nenhuma referência à moeda metálica.” (*apud* Fernandes, 1974, pg. 18)

Do mesmo modo em relação ao período da Guerra do Paraguai, Mauá afirma: “O estado dos câmbios era tal que, depois de realizada toda a nova emissão, bastavam apenas 984 de nosso papel-moeda para obter uma letra de câmbio de cem mil réis em ouro cobrável em qualquer praça estrangeira. Querem provas mais decisivas ? Impossível fornecê-las. Querem prova igualmente decisiva de que não os metais preciosos porém outras causas, influem no valor deste papel? Aqui a tem. Depois de recolhida a totalidade do papel que entrou em circulação em Auxílio aos Bancos em obediência à lei, o câmbio baixou notavelmente e tem mais declinado - onde está, pois, o valor prático de nossas teorias em relação ao papel-moeda do Brasil, que assim proclama a sua independência, embora tenham essas teorias o apoio de economistas de maior pujança científica ?” (*apud* Fernandes, 1974, pg. 20)

³⁶ Nesta comissão de inquérito Mauá afirmava: “Para mim, portanto, é fora de dúvida que a importância da nossa produção agrícola exportável, regulada pelos seus valores nos mercados consumidores, é o que determina o curso do câmbio.” (*apud* Barbosa, 1892, pg. 108)

³⁷ A prática de se usar a história como fonte de argumento foi bastante utilizada por ambos os lados do debate, não apenas durante o Império, em que Mauá se vale da história, mas também os relatórios das comissões parlamentares fazem longas recapitulações da história financeira do país. Na República os trabalhos de Amaro Cavalcanti, Pandiá Calogeras, Antônio Carlos Ribeiro de Andrada, Pires do Rio, Ramalho Ortigão, Inglês de Souza etc. são histórias financeiras com claros objetivos de defender opiniões dentro do debate acerca da política econômica do período em que escreviam.

A moeda inconvertível, ao invés de ser acusada dos males de nossa economia, é defendida e elogiada por Mauá. Sem ela não teria sido possível o desenvolvimento econômico brasileiro que ocorrera desde a independência. “O papel inconvertível de que se serve o nosso país há mais de meio século, realizando exclusivamente com ele as transações que suas necessidades, o desenvolvimento de seus recursos naturais, e o seu progresso industrial e comercial têm reclamado, desde a compra das verduras até as mais altas operações financeiras, não pode deixar de ser reconhecido, e apreciado como um instrumento de permuta benéfico. (...) E no entanto este instrumento de permuta que tantas e tão poderosas vantagens tem produzido entre nós, em proporção das quais as desvantagens são mínimas, tem sido alvo de ataques injúrias, e até calúnias, que lhe não foram poupadas mesmo por homens eminentes de nosso país.” (*apud* Fernandes, 1974, pg. 23)

Além de ter sido útil ao desenvolvimento brasileiro, a moeda inconvertível apresenta vantagens em relação à moeda convertível. “Se a moeda, e os bilhetes de banco convertíveis à vontade dos portadores constituem o motor por excelência das transações monetárias de qualquer país, porquanto este tipo comparativo de valor não constitui unicamente ordens à vista sobre o capital do país que lhe dá circulação, mas tem a vantagem de ser aceito para o mesmo fim pelo valor convencional que seu cunho lhe empresta, em toda a parte, aonde o comércio tem estendido a sua ação civilizadora, o que na verdade, nada deixa a desejar. Não se segue que nessas condições superlativas de um ótimo meio circulante, dos países que possuem amplos recursos para mantê-las, não possam ser substituídas, com vantagem, com grande vantagem mesmo, pelo papel não convertível.” (*apud* Fernandes, 1974, pg. 21)

A grande vantagem do papel inconvertível é a sua elasticidade. “O que falta a este papel [convertível] é a elasticidade que ele possa expandir-se e contrair-se, em obediência a lei econômica da oferta e da demanda.” (*apud* Fernandes, 1974, pg. 26) Além do problema da inelasticidade de um meio circulante baseado em metais, a própria estabilidade do valor da moeda metálica é questionada por Mauá. Para ele a teoria da moeda metálica não consegue demonstrar que esta fosse capaz de ser uma medida invariável de valor.

As dificuldades para a aquisição do metal também são levantadas como problemáticas para o país. Segundo ele: “Dois são os caminhos que a razão e a ciência indicam para alcançar semelhante fim: *aumento de produção* em escala bastante grande para assegurar o ingresso dos metais, em representação dos saldos a favor do país, durante a plétora produtiva; ou fazer uso do crédito no exterior para conseguir uma grande importação de metais. A primeira hipótese luta com dificuldades invencíveis. O trabalho que cria riqueza escasseia em vez de aumentar; no Brasil, é a *primeira* e a mais urgente necessidade que hoje deve atuar no ânimo dos que representam o poder público na governação do Estado. Se a primeira hipótese é por enquanto impossível, a segunda hipótese nem é discutível: *importar* metais para vê-los seguir, de torna-viagem, talvez pelos mesmos vapores por que forem importados, seria o cúmulo dos disparates. *O absurdo não se discute, rejeita-se.*” (*apud* Fernandes, 1974, pg. 24)

Mauá acaba por defender uma moeda sem lastro metálico como a melhor opção para o país, indo assim além das propostas de Souza Franco que, pelo menos teoricamente, tinha a moeda metálica como parte do lastro para as emissões bancárias e principalmente mantinha a conversibilidade das notas bancárias.³⁸ Afasta-se Mauá aqui do “princípio Bancário” inglês, que via na conversão metálica, junto com a concorrência entre os bancos, as condições para que as emissões não fossem excessivas.

O controle destas emissões era considerado uma questão importante para Mauá, que assim se expressava: “como, porém, conhecer a quantidade indispensável desse precioso meio circulante que possuímos para mover as transações de todo o país? É sem dúvida a questão mais difícil a resolver de todas quantas subleva a apreciação desse magno assunto de interesse nacional.” (*apud* Fernandes, 1974, pg. 26) A resposta a este tipo de pergunta não é exatamente clara. Para Mauá a taxa de juros poderia ser um bom indicador da falta ou o excesso de capitais, porém o fato do Brasil “ser um país tão vasto cujas condições econômicas são tão variadas”, dificultava o uso deste indicador. Mauá no fim acaba por resumir ao *savoir faire*, à experiência prática dos agentes do mercado a garantia de que as emissões não seriam excessivas.

Esta crença pode ser percebida na seguinte afirmação de Mauá: “Sem dúvida que no prosseguimento da experiência cumpre marchar com pausa, meditação e estudo prático. Desse estudo resultará que podemos elevar no decurso de alguns anos até o duplo uso do instrumento de permutas que possuímos, utilizando-o de um modo prudente e refletido, isto é, sem tocar a meta do abuso, pois é o uso que preconizamos e jamais o abuso.” (*apud* Fernandes, 1974, pg. 27)

A questão do controle das emissões era um problema que passava a merecer mais atenção já que ao abandonar-se a possibilidade de conversão da moeda (a qual estava prevista nos projetos de Souza Franco), o argumento de autocontrole do sistema bancário se enfraquecia. Agora ela passava a depender fundamentalmente da ação “prudente e refletida” dos operadores, regulada apenas pela concorrência e pela difusão de informações acerca da alavancagem do setor. Esta difusão de informações já era defendida por Souza Franco, pois por meio desta os agentes tomadores das notas poderiam verificar a capacidade dos bancos efetivamente converterem suas notas. Agora estas informações servem aos agentes para verificarem se a ação dos diretores do banco é efetivamente prudente e segura, rejeitando os bancos menos sólidos ou com operações mais obscuras.

³⁸ É interessante observar o comentário que Fernandes (1974, pgs 12 e 13) faz dos biógrafos de Mauá: “... seus biógrafos mais entusiastas, como Alberto de Faria e Cláudio Gans (este, seu bisneto), fazem esforços para tentar provar que Mauá não era favorável ao papel-moeda, como que envergonhados e receando fosse ele um confundido comum ‘papelista’ vulgar. Vemos assim este curioso paradoxo: justamente onde Mauá apresentou o mais importante subsídio à crítica da ciência econômica de sua época, que deveria ser reconhecido e exaltado, procura-se, ao contrário, escondê-lo ou negá-lo. Infelizmente sendo espíritos literários os que escrevem as biografias de Mauá, deixaram-se influenciar-se pelas errôneas apreciações, feitas por outros anteriormente, como a de Joaquim Murтинho que no seu *Um estadista no Império* (V. 3, p. 457) em nota de louvores à Mauá, faz-lhe esta restrição: ‘Como financista era, porém, um espírito sempre enteneblado pelas ficções do papel-moeda.’ ”

Uma observação importante neste ponto é a defesa que Mauá faz dos bancos emitirem com base em um lastro composto por títulos públicos, o que traria a vantagem de retirar do mercado financeiro a concorrência do governo, possibilitando o aumento da massa de meio circulante e diminuindo a taxa de juros.

A defesa da moeda inconvertível e desprovida de lastro metálico também é apresentada por Amaro Cavalcanti já no início da República.³⁹ Amaro Cavalcanti foi Senador da República pelo Rio Grande do Norte, foi Ministro do Supremo Tribunal Federal em 1906 e escreveu uma série de obras sobre Direito e Economia. Em relação às questões monetárias seu principal trabalho é **O Meio Circulante Nacional**, publicado em 1893, que procura resgatar a história das questões monetárias no país. Suas concepções estavam fortemente influenciadas pelo exemplo do sistema monetário e financeiro norte-americano que, até aquela época tinha se desenvolvido com base na proliferação de um grande número de bancos, valendo-se de moeda fiduciária.⁴⁰

Cavalcanti também defende a noção da moeda como um instrumento de troca, sem um valor intrínseco. No prólogo de **O Meio Circulante Nacional** podemos ler: “A moeda não é um objeto de consumo, isto é, não tem utilidade própria ou direta, na satisfação de qualquer das nossas necessidades pessoais; a sua razão de ser é puramente relativa, ou, em outros termos: a utilidade da moeda não vêm de sua substância - mas de sua função, a qual é: fazer circular valores.” (Cavalcanti, 1983, pg. 6 e 7) Um pouco adiante afirma: “Com efeito, procurando-se somente na moeda o que ela é por sua natureza e destino, - um medium comum de troca, - é claro que o valor corrente da mesma fica, antes de tudo, dependente de sua quantidade, isto é, da grande lei econômica da oferta e da procura no mercado.”

Da mesma forma que os demais papelistas, crítica a inelasticidade do meio circulante metálico, afirmando que ele é fortemente suscetível às oscilações do balanço de pagamentos, e tais flutuações ocorrem justamente no sentido contrário ao que deveriam ocorrer. Em **Política e Finanças** de 1892 afirma:

“Quanto ao sistema da emissão sobre lastro metálico igual, nunca passou de mera pretensão dos metalistas; nunca nenhum banco de emissão propriamente dito o realizou. Apenas os bancos de depósito da Idade Média, consta, que emitiam vales aos portadores dos depósitos sobre quantia igual depositada. Mas, na espécie, além de não ter passado de mera pretensão de metalistas, importa ainda dizer, que seria um mal patente a adoção de semelhante sistema; dele só adviria realmente uma vantagem prática, - a condução ou manuseamento da moeda menos pesada. Ao passo que, em desvantagem, adviriam fatalmente estes males inevitáveis: se um banco somente pudesse emitir papel, representado por valor igual em metal, bastaria que, em um ano (já não digo sucessivamente) as importações de produtos estrangeiros, excedendo em boa parte o valor

³⁹ Segundo Vieira (1960, pg. 93) as idéias de Amaro Cavalcanti foram fortemente influenciada por List, porém no que tange às questões monetárias existe um afastamento de Amaro Cavalcanti deste autor, que não aceita “a idéia da possibilidade do erguimento da economia nacional com base no fornecimento de moeda inconvertível, abundante e barata.”

⁴⁰ Amaro Cavalcanti se formou em Direito em 1881 pela Albany Law School de Nova York.

da exportação, obrigassem a moeda metálica a emigrar, para que o mercado interior do país, privado de todo ou de parte de seu meio circulante, fosse levado à maior pressão, e aos mais sérios embaraços, se não à própria ruína, pela falta de numerário.

“Não será preciso mesmo supor uma grande exportação de moeda; bastaria, simplesmente, o aspecto de uma crise, a ameaça de grandes males na atmosfera política de um povo, para que todos corressem às portinholas do banco e, em um momento, ele se acharia sem um ceutil de metal, e conseqüentemente, privado de emitir mais uma nota, isto é, sem poder fornecer nenhum meio circulante, justamente, quando maior devesse ser a sua necessidade ocorrente.” (*apud* Vieira, 1960, pg.43 e 44)

A crítica se estende também ao lastro parcial: “Temos a segunda hipótese do lastro metálico, em valor apenas correspondente a um quantum limitado da emissão. O sistema mais geralmente adotado, tomando como exemplo os povos da Europa, é o do terço: um banco realiza um depósito metálico de certa soma, e sobre esta emite o triplo em papel. Ora, se defeituoso é o sistema do lastro metálico, igual à emissão, muito mais defeituoso será este outro sistema que apenas exige um para garantir três, sempre e em toda parte. Ao aspecto da menor crise, do menor receio na ordem econômica, da menor vacilação do câmbio, três irão receber, reclamar a mesma garantia, consistente em um, e necessariamente, ao menos dois deixariam de ser embolsados.” (*apud* Vieira, 1960, pg. 44)

A falta do meio metálico é vista como um problema considerado dos mais graves que impossibilita a utilização da moeda metálica. Quando faz esta crítica, Amaro Cavalcanti, levanta outra questão relativa à adoção deste tipo de moeda: a dependência econômica que ela causa e os impactos no próprio seio da produção causados pelas oscilações cambiais, as quais ocorrem em função da entrada e saída destes metais tidos como a moeda aceita como meio de pagamento internacional.

“O mal da sua insuficiência, como *medium exclusivo* da circulação universal, é tamanho, que pode ser apontado como sendo a causa, talvez maior, das mais graves perturbações econômicas, por que ora passa a maioria dos povos modernos. Com efeito, a quantidade de metal amoedado ou amoedável, relativamente pequena para o movimento geral dos mesmos, se acha como que *monopolizada* por três ou quatro nações (França, Inglaterra, Alemanha, Estados Unidos), as quais, pelo desenvolvimento e consolidação dos seus meios de trabalho ou indústrias bem fundadas, conseguiram acumular grandes riquezas, superiores às necessidades do consumo ordinário, e daqui a possibilidade de *esterilizar*, como fizeram, uma parte considerável daquelas para lhes servir de moeda (metálica).

“As outras nações, umas, pobres pelas condições naturais da própria existência, e outras, pela inexploração ou desaproveitamento dos ricos elementos que possuem, subsistem quase todas, no que se refere às condições monetárias, na dependência daquelas *poucas felizes*, as quais lhes ditam a lei, segundo melhor convém aos seus interesses, em circunstâncias dadas. Como só elas possuem a *moeda universal* em quantidade, relativamente bastante, é fácil de ver que fica igualmente dependente do *verdictum* das mesmas não só o *valor real* meio circulante das demais nações, como até,

em parte, o dos produtos e mercadorias que estas produzem, importam ou exportam, respectivamente.” (Cavalcanti, 1983, pg.10 e 11)

Assim a moeda fiduciária acaba por ter um caráter de independência do país frente às economias centrais que detém o controle sobre os metais. Este instrumento deveria ser utilizado pelo menos enquanto prevalecesse a situação de desequilíbrio internacional na divisão dos metais. Apesar de não saber exatamente como, Cavalcanti defende, em termos internacionais, uma mudança no meio circulante evitando os problemas decorrentes da insuficiência do meio circulante em alguns países. Neste sentido afirma Cavalcanti: “que em *legislação internacional* se adote um novo *meio circulante de valores*, o qual não exponha as nações, que fazem comércio recíproco, a flutuações tão rápidas e ruinosas do *câmbio externo*, conseqüência manifesta e incontestada da insuficiência do *meio subsistente* (o ouro) como atualmente sucede, - produzindo perturbações graves no movimento econômico e financeiro internacional, e acarretando enormes prejuízos à fortuna da maioria dos povos.” (Cavalcanti, 1983, pg. 26)

Enquanto isto, “que, ao menos como *recurso de transição*, os povos diversos terão de adotar ou de sistematizar a *monetização dos títulos do crédito público*, como, em parte, já se vê praticado.” (Cavalcanti, 1983, pg. 26)

A defesa da adoção, pelo menos transitoriamente, deste tipo de meio circulante, é feito com base em:

“1) O fato sabido, patente, reconhecido, da insuficiência dos metais preciosos para preencher as funções da moeda, segundo as exigências crescentes do mundo atual; não há um só país mais da Europa e da América que não use da moeda fiduciária, ao menos, na razão de 2/3 das suas operações;

“2) O fato, não menos importante, - irrecusável, de que os maiores empreendimentos, os mais assinalados sucessos do presente século, quer da ordem social e econômica, quer da ordem política, têm sido realizados mediante os recursos do crédito, e, em geral, pelo uso da moeda fiduciária, propriamente dita;

“3) O fato histórico, averiguado pelos economistas, de que *esse mesmo metal*, no qual muitos agora vêem a *única moeda natural* ou *verdadeira*, fora também empregado, no começo, como simples promessa de outros objetos, que eram, então, a moeda real, - *tal qual*, como se pratica a respeito do papel fiduciário, presentemente. (...)

“4) O fato vulgar, sabido de todos, e aliás de acordo com a teoria ensinada pelos melhores autores, de que a moeda de metal, como outra qualquer, é mero agente de permuta; um simples *meio*, que liga a causa ao fim (*a produção ao consumo*); medida convencional de valores, cujo préstimo vem do *consensus* ou da autoridade (*o uso ou a lei*) que fê-la adotar para esse fim, e não da substância de que ela se compõe.” (Cavalcanti, 1983, pg. 26-27)

Um último aspecto a ser considerado na análise dos trabalhos de Cavalcanti diz respeito à forma como esta moeda fiduciária seria oferecida e sua quantidade. Cavalcanti afirma a necessidade de se impor legalmente limites à emissão monetária, que deveriam

se basear logicamente nas necessidades comerciais e financeiras do país, porém não deixa claro como estes limites poderiam ser estabelecidos. Assim se expressa Cavalcanti:

“Começarei por declarar que, em tese, é um absurdo manifesto a pretensão de fixar limites invariáveis ao meio circulante de um país. De certo, o limite da circulação depende das necessidades da mesma. Se a moeda é um meio, o meio deve estar de acordo com as exigências do fim - e o fim é a multiplicidade de transações, em que a moeda entra, é o desenvolvimento econômico do país, o seu progresso; se esse desenvolvimento cresce, a circulação também; se o movimento diminui, a circulação deve diminuir igualmente.

“Todavia, dizem os economistas, aconselham os prudentes, - e eu não estaria em desacordo com eles neste ponto, - que tratando-se da moeda fiduciária e sobretudo de curso forçado, sendo fácil, como é, o aumento dessa moeda, pela barateza de sua espécie; é de recear que ela seja emitida em excesso, e para evitá-lo cumpre calcular com parcimônia, as necessidades da circulação, e o legislador deve fixar, desde logo o respectivo quantum.” (*apud* Vieira, 1960, pg.48 e 49)

Por outro lado, Cavalcanti defende a emissão feita por meio de bancos que seriam mais apropriados para avaliar as necessidades da economia⁴¹, as emissões estatais são vistas com algum receio dada a forte possibilidade de excessos por parte dos administradores públicos.⁴² Novamente podemos seguir as próprias palavras do autor:

“É sempre preferível não emitir papel do governo. A moeda fiduciária, emitida pelos bancos, quando estes não falseiam a sua missão, tem por fim baratear o dinheiro, facilitá-lo ao comércio e às indústrias, de maneira que a sua emissão representa sempre um emprego reprodutivo na circulação geral, enquanto que o Tesouro não desconta letras, não fomenta indústrias, e, ao contrário, aplicando o caso ao nosso país, só tem estações de arrecadação, que são outras tantas agências centralizadoras da moeda; e não tendo sucursais, não tendo nenhum canal pelo qual se opere a derivação, realmente econômica, do seu papel, este reduz-se a um simples empréstimo forçadamente lançado à população e que só sai do Tesouro para o pagamento do pessoal e material, de serviços públicos irreprodutivos.” (*apud* Vieira, 1960, pg.50)

A análise de Cavalcanti se mantém na tradição do Visconde de Mauá de defesa de uma moeda inconvertível e introduz elementos novos nas alegações contrárias à adoção da moeda metálica, como a relação de dependência com o sistema internacional. A inconvertibilidade novamente coloca a questão do controle sobre as emissões, que para Cavalcanti não deve ser feita pelo Estado. Este porém, por meio de uma legislação específica, deve impor limites às emissões. Esta sua defesa da moeda inconvertível se fez em um momento particular da história monetária brasileira, na qual ele participou de maneira ativa como Senador. A transição para a República foi acompanhada por importantes modificações financeiras, inicialmente com a reforma monetária do final do Império, depois a lei Bancária de Rui Barbosa e toda a efervescência do Encilhamento.

⁴¹ Ver Vieira, 1960, pg. 49

⁴² Ver **Elementos de Finanças**, outro trabalho de Cavalcanti publicado em 1896. Este trabalho é quase inteiramente dedicado às Finanças Públicas.

2.7. As Reformas na Transição Republicana e a Visão de Rui Barbosa.

A última década da Monarquia foi marcada pela presença do pensamento metalista de Francisco Belisário Soares de Sousa. Este, além de ter exercido importante liderança no Parlamento, foi Ministro da Fazenda entre agosto de 1885 e março de 1888. Nesta posição perseguiu “com perseverança”, por meio de uma política monetária de cunho ortodoxo, uma revalorização cambial tendo como alvo a paridade de 27 dinheiros por mil réis que fora estabelecida em 1846, para isto também contou com importantes ingresso de capital externo. As concepções metalistas de Belisário acerca das questões monetárias podem ser apreendidas por meio de trechos do seu relatório de 1886 como Ministro da Fazenda:

“A depreciação a que tem chegado o nosso meio circulante, produzindo conseqüências desastrosas para todas as classes da sociedade, impõe-nos o dever de não dilatar por mais tempo a adoção de medidas que tendam a corrigir este estado, e preparem o país para reconquistar o metal que perdeu com as emissões de papel-moeda. Aceito a principio como recurso temporário pelos países necessitados, com facilidade se constitui em permanência e a custo se consegue depois expeli-lo do organismo econômico. Não é isto motivo para cruzarmos os braços ante as dificuldades que se apresentem, mas duplicar esforços com o fim de supera-las. (...)

“Mas, não é na soma numérica das notas que se pode achar o critério para conhecer a deficiência ou o excesso do meio circulante; o critério único está no preço do ouro mercadoria e no estado do câmbio. Há quem acredite que a depreciação se corrige naturalmente com o desenvolvimento progressivo do país, quando são postos limites á soma do meio circulante e os governos tomam o compromisso de não os ultrapassar. A experiência, porém, diz-nos o contrario. (...)

“Sendo a depreciação conseqüência do excesso do papel-moeda, ir reduzindo a sua quantidade será aumentar-lhe o valor. Nisto consiste a primeira condição para chegarmos á circulação metálica (...) Para que permaneça o ouro no país, indispensável se torna a retirada da porção de papel que impede a sua entrada e sua conservação, segundo as leis naturais do comércio.” (*apud*, Andrada, 1923, pgs. 167 e 168)

Em um discurso no Parlamento em 1888 completa-se o quadro de um pensamento bastante típico da corrente metalista: “Como, portanto, supor que vamos ter juro barato, que vamos promover as industrias, que vamos promover as transações, que vamos dar vida ao país, por que aumentamos a quantidade da moeda ? Se esta suposição fosse exata, nem um país seria mais feliz que aquele que tivesse a moeda-papel. Porque pois amaldiçoa-la ? Porque tantos planos de converte-la, quando com tanta facilidade se obtêm fins tão grandiosos! Porque a Europa inteira, porque todo o mundo se insurge contra este sistema” (*apud*, Andrada, 1923, pg. 190)

Porém, mesmo com a entrada de capital externo, os problemas de falta de numerário, especialmente na cidade do Rio de Janeiro em momentos de colheita, quando o meio circulante “foge” do Rio de Janeiro, faz com que alguns parlamentares, que se

dizem defensores da moeda metálica, proponham um projeto de mudança no sistema monetário do país, instituindo a pluralidade emissora e a moedas fiduciária inconvertível. Nos discursos em defesa do projeto pode-se perceber que os seus autores - o Visconde do Cruzeiro (senador Jeronymo José Teixeira Júnior, o Visconde de Ouro Preto (senador Afonso Celso de Assis Figueiredo) e o senador Lafayette Rodrigues - não defendem propriamente as vantagens da moeda fiduciária inconvertível, mas apenas apontam os problemas que a perseguição da moeda metálica enfrentava especialmente a relativa à falta de meio circulante - eram os metalistas realistas.

Em 1888, o Visconde do Cruzeiro defendia o projeto no Senado, lembrando também o exemplo norte-americano: “Os autores do projeto (...) têm o mais veemente desejo de ver extinto o papel-moeda e estabelecida a circulação metálica. Mas, atenta a necessidade de obviar a insuficiência do atual meio circulante e a dificuldade de estabelecer o regime dos bancos com emissão sob base metálica enquanto perdurar o papel-moeda, entenderam que, como transição de um regime para outro, se podia adotar a organização dos bancos americanos conhecidos sob a denominação de ‘bancos nacionais’ que tão profícuos resultados têm apresentado nos Estados-Unidos.” (*apud*, Andrada, 1923, pg. 180)

Da mesma forma o Visconde de Ouro Preto defendia também em discurso no senado o projeto, levantando o problema das contas externas brasileiras: “... os autores do projeto, tanto quanto os mais aferrados sectários da doutrina metalista, estão convencidos de que o remédio eficaz, seguro, decisivo e verdadeiramente benéfico seria estabelecer ente nós o que por tantas vezes baldamente temos tentado, o curso metálico. Mas a isso opõem-se dois obstáculos, de presente insuperáveis. 1º a natureza do meio circulante que possuímos, porque é sabido (...) que a moeda fraca expelle do mercado a moeda forte, fenômeno a que Gresham deu foros de lei econômica mas que já era conhecido na antigüidade, pois Aristophanes descreveu-o em uma de suas comédias; 2º o saldo do balanço comercial que (...) é permanentemente contra nós.” (*apud*, Andrada, 1923, pg. 187)

O projeto foi bastante criticado dentro das próprias hostes metalistas que, além de porém em dúvida a falta de meio circulante, apontavam para os problemas cambiais que o aumento das emissões acarretaria⁴³ e para a perda de controle das emissões de moeda⁴⁴, especialmente sem a conversibilidade. Este último aspecto é ressaltado pelo Senador Manoel Francisco Corrêa em 1888: “No regime de papel-moeda inconvertível, se não é verdade absoluta, é muito fundada presunção de que ele superabunda se o valor que representa não pode ser obtido em ouro. A proporção em que a depreciação se dá pode se dizer corresponde mais ou menos á do excesso desse papel. Isso não acontece se o papel pode ser trocado por ouro: em tal caso, havendo excesso, o troco recoloca a circulação do

⁴³ Pereira da Silva apontava para o problema das emissões e do câmbio: “A idéia do projeto pode dar a hipótese de uma superabundância muito grande de emissão inconvertível, e, se a atual já provoca a baixa do câmbio, no momento em que se apresenta uma onda nova de emissão havemos de contar com o câmbio como o tivemos na época da guerra do Paraguai.” (*apud*, Andrada, 1923, pg. 185)

⁴⁴ Belisário, por exemplo, critica o abandono dos persistentes esforços em busca da recuperação do meio circulante por ele mesmo empreendidos (ver discurso em Andrada, 1923, pg. 191)

papel em condições normais. A oscilação, quando apareça no mercado, não pode ser duradoura: o bilhete acudirá ao banco emissor para que o equilíbrio se estabeleça.” (*apud*, Andrada, 1923, pg. 185)

Depois das pressões dos metalistas mais ortodoxos e contando com a valorização efetiva do câmbio, que alcançou a paridade fixada em 1846, o projeto foi modificado incorporando, além das emissões lastreadas em títulos públicos agora conversíveis, a emissão conversível lastreada em moeda metálica.

Um debate surgiu entre os próprios autores originais do projeto na sua fase de regulamentação. Esta divergência dizia respeito à limitação do tamanho dos bancos e à possibilidade de monopolização no mercado. Entendia o Visconde do Cruzeiro a importância de se fixar limites máximos para o tamanho dos bancos, além de um limite também para as emissões de uma forma geral, esta legislação conferia, segundo o Visconde do Cruzeiro, certa prudência ao sistema e, evitando de fato e de direito a ocorrência de uma monopolização do setor, garantiria a concorrência bancária, dentro de um sistema de emissão conversível. Os outros autores do projeto não concordavam com este tipo de regulamentação, afirmando que deveria se dar garantias de que ninguém estaria impedido de montar um banco - evitar o monopólio legal e garantir a liberdade de montagem -, mas não impedir que um banco conseguisse naturalmente o monopólio do setor.⁴⁵

Este debate representava, segundo Franco (1987, pg. 67) “uma discussão entre sectários do *laissez faire* e os da doutrina da liberdade bancária, onde Ouro Preto e Lafayette aceitavam a possibilidade de um monopólio natural, e o Visconde de Cruzeiro nem isso admitia. É significativo notar-se, contudo, que, apesar de Ouro Preto e Lafayette serem contrários à concessão de faculdade emissora a um só grande banco, já enxergavam com simpatia a formação de um banco de grandes proporções e grande peso no mercado monetário, desde que como resultado da operação das forças do mercado. Essa idéia já podia ser considerada um avanço em termos de organização bancária, uma vez que se consideravam os benefícios da atuação de um grande banco sobre o instável mercado monetário do Rio de Janeiro. Contudo as resistências contrárias à idéia de um banco com poder de controle sobre a liquidez no Rio de Janeiro ainda eram substanciais. O próprio Visconde de Cruzeiro manteve-se intransigentemente contrário à possibilidade do grande banco.”

Na primeira regulamentação prevaleceu a idéia dos limites ao tamanho dos bancos. Porém, com a ascensão do Visconde de Ouro Preto ao Ministério da Fazenda a possibilidade de concentração bancária se efetivou, não apenas legalmente, com a abolição dos limites ao tamanho dos bancos, como também na prática com a criação do *Banco Nacional do Brasil*, destinado a controlar o mercado, apesar de não se impedir a criação de outros bancos menores.⁴⁶

⁴⁵ Relatado por Andrada, pgs. 205 e 206.

⁴⁶ Segundo Franco (1987) esta nova regulamentação imposta pelo Visconde de Ouro Preto se deve também ao fato que com a regulamentação limitadora do tamanho dos bancos nenhum banco foi constituído com o

O projeto foi posto em funcionamento nos últimos meses do período monárquico. Com a República ele foi modificado por Rui Barbosa logo no início de 1890. A maior crítica que Rui Barbosa fez à legislação monetária imposta ao final da Monarquia foi a modificação que ocorreu em relação ao projeto original, qual seja, a introdução da conversibilidade e do lastro metálico. A sua crítica à moeda metálica baseava-se nos problemas gerados pelo comportamento errático do mercado cambial. Esta pode ser observado na exposição de motivos da lei bancária por ele instituída:

“Em um país, onde o equilíbrio do câmbio seja estável, denotando a compreensão normal das suas despesas pelos seus recursos naturais, a emissão sobre o metal é, sem dúvida nenhuma, a solução racional e legítima, eficaz e criadora; porque, assentando a circulação em elementos infalíveis e facilmente realizáveis, influi confiança absoluta, e tem na sua elasticidade a precaução contra os seus riscos. Mas exatamente por isso, necessário é que o princípio dessa confiança esteja superior às incertezas, e que, a qualquer abalo disponha o estabelecimento de meios, para restabelecê-la, mediante a satisfação plena e imediata das suas obrigações para com o público, na conversão do papel emitido.

“Preenche esses dois requisitos a emissão bancária, qual a temos? Evidentemente não. Não; porque está subordinado ao câmbio de 27, e há de recuar ante as suas depressões, sempre iminentes e graves, cuja ocorrência importaria ao estabelecimento incalculáveis prejuízos, obrigando-o a trocar em ouro ao par notas cotadas abaixo dele. (...) Não, ainda; porque, cobrindo o ouro apenas o terço da emissão, a exigência do troco, determinada pelas baixas do câmbio, encontraria o estabelecimento desarmado para acudir aos seus compromissos, produzindo no mercado incalculáveis catástrofes.” (Barbosa, 1949b, pgs. 10 e 11)

Rui Barbosa reconhece as vantagens da emissão sobre metal, porém novamente vê a impossibilidade prática desta instituição no Brasil pois a instabilidade cambial, especialmente as perspectivas quanto à desvalorização, inviabilizam a emissão por parte dos bancos de um moeda lastreada e conversível em metais. Já que quando da desvalorização cambial haveria uma corrida aos bancos para a troca das notas ao par enquanto persistisse a desvalorização e tais trocas significam prejuízos para os bancos. Aqui temos a inversão das idéias metalistas. Enquanto para estes era a imposição de uma moeda não conversível que instabilizava o câmbio, para Rui Barbosa era a instabilidade do câmbio, que tem como causa vários elementos não diretamente relacionados à moeda, que inviabilizava a moeda metálica. Esta, sozinha, não era capaz de dar solidez ao câmbio, mas a estabilidade deste último era condição necessária para a imposição da primeira.⁴⁷

fito de se estabelecer como banco de emissão, isto ocorreu em função dos riscos cambiais. Com a nova regulamentação o tamanho do *Banco Nacional do Brasil* lhe garantiria uma posição de destaque e de relativo controle no mercado cambial

⁴⁷ Em certo sentido há uma aproximação com Itaboraí que também via a necessidade de promover uma melhora no câmbio para depois promover a instalação de bancos emissores sobre base metálica, a diferença, fundamental aliás, é que para Itaboraí a estabilidade cambial se faria com o enxugamento do meio

No discurso proferido no Senado em 3 de novembro de 1891, Barbosa se defende das críticas e passa boa parte do tempo procurando negar, por meio de diversos exemplos e citando uma série de autores, o postulado metalista que vê no aumento das emissões a razão para as desvalorizações cambiais. Neste discurso, publicado em 1893 como “O papel e a baixa do câmbio” em um conjunto de discursos e escritos intitulado **Finanças e Política da República**, Rui Barbosa apontava para esta inversão dos metalistas:

“Esperar a regeneração do meio circulante pela circulação metálica, num país de câmbio mudável como o tempo nos climas tropicais, é cair num círculo ocioso. Essa mutabilidade do câmbio, essa depressão habitual denunciam a insuficiência dos recursos ordinários do país na liquidação de suas contas com o mercado do exterior. Não é portanto a circulação metálica que nos há de firmar o câmbio alto, é, pelo contrário, a estabilidade do câmbio ao par, efeito, da prosperidade econômica da nação que, que nos há de permitir a circulação conversível. Os metalistas invertem os termos do problema, e por isso as suas criações não passam de castelos de cartas. Os saldos a favor do país, nas liquidações internacionais, geram o câmbio favorável; o câmbio duradouramente favorável determina a circulação metálica. Nós, ao revés, queremos pela circulação metálica, artificialmente preparada, fazer o câmbio, apoiando-a em saldos transitórios, promovidos por empréstimos externos. É uma pretensão puerilíssima.” (Barbosa, 1893, pgs. 28 e 29)

A proposta de Rui Barbosa é de emissão por parte de vários bancos de notas inconversíveis lastreadas em apólices do governo. Esta opção é considerada a opção possível para aquele momento com as vantagens de possibilitar a necessária expansão do meio circulante ao mesmo tempo que diminui a dívida pública.⁴⁸ Na já referida exposição de motivos à lei bancária podemos acompanhar a sua justificativa:

“Verdade seja que, no mecanismo de emissão sobre fundos, a nota não é conversível. E sobre esta desvantagem se ergue triunfante a grande objeção contra esse sistema. Note-se, porem, principalmente, que, no regime da circulação fiduciária elevada ao triplo do metal em depósito, a conversibilidade não é real, exequível, segura, senão quanto ao terço do papel emitido. Por um lado, ainda inconversível, não é menos certo que a cédula bancária, afiançada por títulos do Estado, reúne as condições essenciais a esse fator econômico para auxiliar o desenvolvimento da riqueza do país. Tudo está em não se sobrecarregar a circulação, e em que se observe sempre a regra de equivalência entre o instrumento convencional das transações e as necessidades da praça.

“Não poderia corresponder a estas exigências capital o Estado, que não faz operações comerciais: emite, e resgata apenas, por assim dizer, mecanicamente quando autorizado. Demais, em um plano como o que ora adotamos onde se confere à emissão bancária a função de reduzir o débito nacional, não se poderia dizer que se exagere a tensão do crédito: antes se lhe adiciona um princípio novo, sólido e poderoso de

circulante e para Rui Barbosa, isto não é tarefa tão simples, dado que a instabilidade cambial para este é quase que uma consequência inevitável da estrutura econômica do país.

⁴⁸ Os mecanismos de diminuição da dívida pública são basicamente dois: uma taxa de juros menor e cadente das apólices que servem como lastro e um mecanismo de resgate automático destas apólices baseado no uso obrigatório de parte dos lucros dos bancos emissores.

confiança. (...) Ora, o sistema da circulação sobre apólices acomoda-se simultaneamente aos dois fins: expandir o meio circulante, proporcionando ao desenvolvimento do país os recursos de que necessita, e minorar, se não extinguir, as obrigações da dívida nacional, cujo serviço absorve imensa parte de nossas riquezas.” (Barbosa, 1949b, pgs. 11 e 12)

Em sua defesa frente aos ataques recebidos em função da excessiva emissão que a sua legislação teria causado, podemos observar Rui Barbosa por meio de estatísticas e comparações históricas recusar este tipo de crítica, dentro desta defesa o autor levanta alguns pontos interessantes para justificar a necessidade de um maior volume de meios de circulação no país: o elevado entesouramento existente no país e a baixa velocidade de circulação da moeda quando comparada com outros países. Assim afirma Rui Barbosa:

“O meio circulante de um povo não se avalia pela sua quantidade, considerada em absoluto, mas sim - de um lado, pelo seu poder de circulação, isto é, pela maior ou menor facilidade com que ela gira no país - de outro lado, pela economia, que se faz, do seu uso direto, mediante artifícios comerciais destinado a representa-lo, e dispensa-lo (...) Nem toda a moeda metálica é moeda circulante. Ora, só a moeda que circula, pode repletar a circulação; só a moeda que atravessa o mercado entre as duas correntes da oferta e da procura, pode, quando exagerada em sua soma, atuar para a depreciação de si mesma. A parte das emissões, que hiberna, pelas circunstancias especiais de certos países, nas mãos de seus detentores, a parte que se eclipsa do movimento das transações, - essa parte, por isso mesmo que não funciona, que não se sente, que não se descobre é um elemento inerte, que não pode influir para a valorização ou desvalorização geral da moeda. (...)

“Essa diferença entre a importância aparente e a importância efetiva da circulação é um elemento de alcance fundamental. A ela, porém, acrescem outras considerações, não menos fundamentais; a saber: as variações da necessidade de meio circulante, conforme a natureza das aplicações do capital, e a maior ou menor facilidade, a dificuldade, maior, ou menor de circulação de cada país. A perfeição a este respeito, consistiria em operar a menor soma possível de meio circulante a maior soma possível de transações. Ora, quanto menos adiantado se acha um país, tanto mais lento é o circular da moeda, e tanto mais soma dela, portanto, se requer para o mesmo numero de transações, para a mesma quantidade de permutas.” (Barbosa, 1893, pgs.68 e 72)

As emissões assim teriam que, no Brasil, serem mais elevadas em função do grande entesouramento de nossa sociedade e da baixa velocidade de circulação causada principalmente pela deficiência nos meios de comunicações, transportes e comércio. Esta emissão de moeda devia ser aumentada a fim de se adaptar à demanda, ou às necessidades da praça. Porém, como já citamos anteriormente, para Rui Barbosa esta emissão não pode “sobrecarregar a circulação”. Novamente surge a questão de como vai se operar o controle a fim de adequar-se a emissão às necessidades. Esta questão não tinha uma resposta simples depois do abandono da conversibilidade.

Por um lado, o principal indicador desta relação entre emissões e o volume de transações era a taxa de juros: “O barômetro das exagerações do meio circulante não é a taxa de câmbio, que pode oscilar sobre a ação de outras influências: é a taxa de juro. Baixa o juro, quando superabunda, a moeda corrente; sobre, quando ela enrarece.”

(Barbosa, 1893, pg. 122) Por outro lado, deve-se evitar o governo diretamente como emissor. Segundo Rui Barbosa: “... de todos os gêneros de moeda fiduciária, a que pior cotação goza em economia política, é o papel-moeda emitido pelo Tesouro.” (Barbosa, 1893, 201) A razão para isto é que o governo não é capaz de emitir conforme as necessidades “da praça”, na verdade o governo não emite notas respaldadas pelo mundo dos negócios, suas emissões são independentes deste, estando, em muitos casos, condicionados politicamente e não tecnicamente. Ao contrário, “as emissões bancárias entretêm um regime de fluxo e refluxo contínuo entre os estabelecimentos emissores e o mercado: o papel avoluma-se, ou diminui, espalha-se, ou recolhe, segundo as necessidades da circulação.” (Barbosa, 1893, 206)

Mesmo os bancos emissores não deveriam, segundo Barbosa, ter seus diretores controlado pelo governo. “A interferência da administração pública na composição da diretoria, a designação do presidente do banco pelo governo, não assegurara ao estabelecimento melhor gerência, não dará à sua fiscalização maior seriedade, e teria como resultado apenas entretecer a vida da instituição com interesses, com os interesses políticos (...)o que conviria era deixar ao cargo [diretoria] o seu caráter severamente técnico, estreitar as suas afinidades com a vida comercial, alonga-lo do círculo onde a política se debate.” (Barbosa, 1893, 206)

Ao governo continua a função fiscalizadora: “pelo fato de conferir um privilégio na faculdade exclusiva de emissão não adquire o estado o direito de administrá-lo. Fiscaliza-lo, sim, esse é o seu direito e o seu interesse.” (Barbosa, 1893, pg. 180). Porém, em outra parte do mesmo discurso verifica-se que a função do governo vai além da simples fiscalização. “O único perigo verificável no plano do Banco da República seria o de a sua emissão invadisse torrencialmente o mercado, em vez de espalhar-se pouco e pouco por ele, par a par com as suas necessidades. Mas o governo tinha a seu alcance os meios de influência, os recursos de expediente mais simples e eficazes, para conter os descomedimentos da emissão precipitada. Basta considerar que um só bilhete emissível não entra na tesouraria dos bancos emissores, antes de transitar pela Caixa de Amortização, isto é, antes de receber o visto do governo. Depois, no próprio decreto orgânico do Banco da República, estava posto o veto a essas demasias, desde que ali se consigna um terço de emissão para o resgate de papel-moeda e se prescreve um quinquênio para a utilização deste. A emissão pois regularmente dirigida não podia chegar ao limite senão no termo de cinco anos.” (Barbosa, 1893, pg. 168) Assim estão previstos mecanismos de intervenção que possibilitam a ação preventiva do governo.

Temos aqui ainda que introduzir um ponto importante no pensamento de Rui Barbosa a questão da pluralidade contra a unicidade das emissões. Barbosa, na lei bancária estabeleceu a pluralidade de emissão, isto, porém, estava relacionado ao clima federalista que vigorava naquele momento e não às suas convicções já que sua preferência é pela centralização emissora. Assim afirma Rui Barbosa em discurso no Senado em 1892: “Nos meus primeiros decretos não estabeleci a pluralidade senão como compromisso com tendências federalistas em cujo nome a revolução acabara de fazer-se. Mas nunca elevei semelhante solução às alturas da doutrina. Nesse assunto eu sempre enxerguei uma questão de vantagens, nunca uma questão de princípios. Ora na aprovação

das vantagens, tamanho é o excesso destas a favor da unidade bancária, que o próprio federalismo, nos países como a Suíça, onde ele mais caracteristicamente se personifica, já lhe sacrifica a lógica de seu sistema, caminhando rapidamente para a centralização.” (Barbosa, 1893, 156)⁴⁹

Na análise das vantagens deste sistema Barbosa se vale das análises do economista alemão A. Wagner. Apesar da pluralidade emissora conferir a vantagem de melhor atender a necessidade dos negócios, isto também poderia ser alcançado de um banco central com filiais espalhadas pelo país, com uma grande vantagem: sua maior estabilidade em momentos de crise. Um grande banco tem mais poder de resistir às crises financeiras. A análise ainda prossegue, é justamente nos momentos de crise que a emissão bancária se faz necessária, assim os pequenos bancos, facilmente sujeitos à crise tem um atitude defensiva quando das dificuldades, as quais geralmente são acompanhadas de diminuição nos depósitos, apenas um grande banco poderia agir de maneira contra cíclica diminuindo ou evitando a crise. Esta a defesa da centralidade emissora pelo economista alemão e pregado por Rui Barbosa.⁵⁰ Uma outra vantagem do banco centralizado é o seu poder de atuação no mercado cambial possibilitando uma maior estabilidade da taxa de câmbio, especialmente controlando a especulação exercida pelos bancos internacionais, tida por Rui Barbosa como um dos principais elementos a instabilizarem a taxa de câmbio

Assim, mais do que acompanhar os ciclos de negócios, as emissões monetárias realizadas por meio de um organismo centralizado, merecem a fiscalização e a intervenção do governo e tem também a função de agir de modo contra-cíclico, defendendo a economia das crises, através do manejo de instrumentos monetários. As concepções de Rui Barbosa caminham assim na direção de uma política monetária de cunho discricionária, sobre a base de uma moeda a princípio inconvertível.

⁴⁹ Além da Suíça outro exemplo utilizado por Rui Barbosa são os Estados Unidos: Após um século de amargas provocações volta a pátria norte americana ao princípio que a sabedoria dos organizadores da federação deixou consagrado no seu código., mas que mirrara e perecera afogado nos vícios da herança colonial, o princípio da unificação nacional da moeda bancária sob a lei central da nação. (Barbosa, 1949a,123)

⁵⁰ A explicação de Barbosa, acompanhada da citação de Wagner se encontra no discurso de 12 de janeiro de 1892, publicado com o título “Os bancos emissores” em **Finanças e Política da República** (1893).

2.8. A Crise do Encilhamento e a equação de Joaquim Murinho

O início da década de 1890 foi marcado pela crise do Encilhamento. A rigor o encilhamento se refere apenas ao processo especulativo que ocorreu na Bolsa de Valores do Rio de Janeiro, porém nesta também se inclui outros problemas econômicos que ocorreram, especialmente a brusca desvalorização cambial de 1891. Neste período ganhou força a análise segundo a qual os problemas estariam atrelados à forte expansão de crédito promovida pela legislação implementada pelo primeiro Ministro da Fazenda republicano - Rui Barbosa. Este procurou se defender afirmando que a queda do câmbio estava relacionada à problemas na balança de capitais⁵¹ e que o processo especulativo já havia se iniciado na gestão do Visconde de Ouro Preto, último Ministro da Fazenda do Império - era, portanto uma herança monárquica⁵².

Apesar das afirmações de Rui Barbosa, a questão cambial continuava a ser alvo de debates. O deputado Leopoldo de Bulhões, que alguns anos depois também assumiria a pasta da Fazenda, reafirmava na Câmara dos deputados, ainda em 1891, a influência da oferta de moeda sobre o câmbio, apesar de se reconhecer a influência das relações comerciais:

“A teoria dos câmbios está hoje cientificamente formulada, não admitindo mais as presunções e conjecturas com que outrora se explicavam os fenômenos de que se ocupa. Ela ensina que a taxa de câmbio é determinada pelo confronto da exportação e importação de mercadorias e valores de um país, nas suas relações internacionais, e bem assim pelo confronto da moeda desse país com a dos países com que se relaciona. É o que os economistas chamam câmbio ‘real’ e câmbio ‘nominal’. O câmbio real é a confrontação da importação com a exportação, é o que se chamava outrora - balança do comércio; câmbio nominal é o confronto da moeda de um país com a do outro. Se importarmos mais do que exportamos, se a nossa moeda está depreciada em relação á universal - a de ouro, os câmbios exprimirão aquele ‘déficit’ e a depreciação da nossa moeda.

“Se a nossa circulação tivesse base metálica, que nos facilitasse saldar os nossos compromissos por meio de remessas de ouro, quando o câmbio real pendesse contra nós, a taxa de câmbio teria limites certos, fixos, determinados pela despesa do frete e seguro que se teria de fazer com aquela remessa. A taxa de câmbio entre Portugal e Londres oscila de 52 a 54, não pode descer a 51 e nem ascender a 55, porque entre esses países não há câmbio nominal. (...)

“Se se equilibram as nossas relações de debito e credito internacionais, e a taxa do câmbio apesar disto é baixa - devemos ver nesta baixa simplesmente a prova e a medida

⁵¹ Para Rui Barbosa a taxa de câmbio que a República herdou da Monarquia - de 27 dinheiros por mil-réis - era fictícia e sustentada pelo ingresso de capitais decorrente de empréstimos externos, esta não poderia se sustentar naquele patamar por muito tempo. Foi justamente a instabilidade provocada pela mudança de regime e a saída de capital a causa da desvalorização cambial.

⁵² Rui Barbosa teceu numerosas críticas à gestão do Visconde de Ouro Preto. Em parte estas críticas foram respondidas por Ouro preto em **A década Republicana**

da depreciação do nosso meio circulante, do nosso papel-moeda.” S. ex. [Rui Barbosa] timbra em contestar o que é incontestável, o que a ciência econômica ensina e a experiência dia a dia o confirma - a influência do papel-moeda sobre os câmbios estrangeiros, influência que pôde ser modificada ou retardada por causas incidentes e passageiras, mas que é constante, persistente, indestrutível. É por não querer enxergar essa influência maléfica, é por não querer se convencer de outras funestas conseqüências da moeda fiduciária, que s. ex. pensou em beneficiar o país convertendo a sua dívida interna, as suas apólices, em papel-moeda, isto é, fazendo desaparecer assim uma dívida para criar outra muito mais onerosa, mais vexatória, mais deprimente e acabrunhadora. E nem se diga que a maior soma de papel pertenceria aos bancos e não pesaria sobre o Estado: as diferenças de câmbio recaem sobre o governo e sobre os particulares; a depreciação da moeda, se influi nos preços, nos salários, nos vencimentos, nos contractos, influi igualmente no imposto.” (*apud* Andrada, 1923, pg. 262 a 264)

Do mesmo modo, no Relatório do Ministro da Fazenda em 1898 - o Ministro era Bernardino de Campos - podemos ler a mesma idéia, separando câmbio real de câmbio nominal e reafirmando as causas monetárias da desvalorização cambial. Neste relatório o ministro conclui:

“Que as flutuações do câmbio estrangeiro podem ter por causas não só a balança do comercio no seu sentido mais lato, ou as circunstancias que afetam o câmbio real, como também as alterações do valor da moeda ou os atos que influem sobre o câmbio nominal;

“Que as flutuações provenientes das causas que afetam o câmbio real têm ordinariamente por limites as despesas de transporte dos metais preciosos, e, mesmo em casos extraordinários, não vão além de extremos que a experiência tem computado em 10% acima ou abaixo do par; as que provém, porém, do câmbio nominal ou da alteração do valor da moeda, não têm limites: acompanham a desvalorização ou depreciação do meio circulante e podem chegar até o extremo em que este perde de todo o valor;

“Que, conseqüentemente, a notável decadência a que chegou o câmbio no Brasil, excedendo já em muito os limites naturais do câmbio real, só pode ser atribuída, em sua máxima parte, ou quase totalidade, à depreciação do papel-moeda.” (*apud* Andrada, 1923, pg. 338)

A partir do diagnóstico que seleciona o excesso das emissões como a principal causa dos problemas enfrentados pela economia brasileira, especialmente a desvalorização cambial, a solução surge de maneira evidente: estancar as emissões ou mesmo resgata-las, retirando papel-moeda de circulação. Para isto era necessário que as emissões fossem controladas pelo Tesouro, encampando as notas dos bancos emissores.

Neste ponto se estabelece nova controvérsia que marcou boa parte da década de 1890. Mesmo dentro das correntes que não atribuíam às emissões a causa de todos os problemas, reconheciam seu excesso, porém não se recomendava a supressão do direito

emissor dos bancos e a encampação do meio circulante por parte do Tesouro⁵³. Para estes continuava válida a idéia de que as emissões bancárias são melhores adaptadas às necessidades inerentes ao desenvolvimento nacional e que a operação diária do mercado monetária não deve ser contagiada por interesses políticos. Reconheciam, porém, a necessidade de unificação das emissões⁵⁴ centralizando o poder emissor em um único grande banco, que teria a vantagem de estabelecer maior controle sobre o mercado, além de reforçarem as idéias relativas à imposição de controles e limites sobre a operação dos bancos, abandonando-se as idéias de liberdade de ação quando da existência de um único banco emissor de notas inconvertíveis.

As propostas que se opunham à uma simples reformulação do sistema bancário - centralização e maior regulamentação/fiscalização - não acreditavam que a imposição de uma nova regulamentação pudesse alterar os objetivos de um banco ao ponto dele passar a buscar a contenção do meio circulante. Por outro lado, apontava-se também para a falta de confiança nas notas emitidas pelo sistema bancário já que este se imiscuía no processo especulativo e tinha seus ativos comprometidos. Podemos observar esta preocupação no discurso no Senado de Rangel Pestana em janeiro de 1892:

“Para mim, os bancos de emissão, como estão constituídos, são tipos fictícios, falsos. Com efeito, o que constitui o crédito de um banco de emissão, o que lhe dá força e o torna tipo para ser o representante do governo na função de emitir bilhetes representativos da moeda? É a confiança que ele pode inspirar, a garantia de pagar seus bilhetes ao serem apresentados a troco. Para isto é preciso que organize sua carteira de modo que possa fazer descontos rápidos, que possa reduzir os títulos a dinheiro, para fazer frente aos pedidos de pagamento. Mas organizar bancos de emissão com títulos que não podem ser pagos de um momento para outro, me parece erro; tais bancos não inspiram confiança, porque lhes falta a base em ouro, e os títulos em depósito dependem muitas vezes das condições variáveis do mercado; não é constituí-los em condições de poder atender de pronto às necessidades do troco, não é constituir bancos de emissão.

“Deixemos de ficções; quem trata de finanças deve se aproximar à realidade e a realidade é esta: o banco de emissão tem necessidade de pagar suas notas, e para pagá-las, dizem os economistas, não é a reserva metálica que os salva no momento em uma corrida, porque em regra essa reserva não dá para solver todos os compromissos; são as

⁵³ Entre os contendores podem identificar entre aqueles que defendem a encampação do meio circulante pelo governo Otílica, Leopoldo Bulhões, Campos Salles, Rangel Pestana, Rodrigues Alves etc. Pela reorganização do sistema bancário havia Francisco Glycerio, Matta Machado, Érico Coelho, Serzedello Correa, Mayrink.

⁵⁴ A questão da unificação do meio circulante era consensual, pode-se ler em um parecer de uma comissão do senado convidada a opinar e apresentar um projeto sobre a questão “Desnecessário torna-se justificar a necessidade de tal providência e a sua importância. As vantagens da unificação do padrão da moeda fiduciária foram, durante longo tempo, um dos maiores argumentos da superioridade da unidade bancária, sobre a liberdade, até que em 1863 os Estados Unidos a realizaram no regime da pluralidade. Ninguém será hoje capaz de contestar as vantagens de semelhante providência, que de um lado, evitará as falsificações, e, de outro, trará facilidade às transações.” (*apud* Andrada, 1923, pg. 268)

suas operações criteriosas, que permitem obter dinheiro em um momento dado. Esta é a verdade.” (*apud* Andrada, 1923, pg. 296)

Desta maneira na transferência das notas para a responsabilidade do governo a melhora da qualidade do meio circulante nacional já que este teria maiores condições de fornecer-lhe garantias. Podemos observar esta postura em um projeto enviado à Câmara dos Deputados pela sua Comissão de Fazenda e Indústria encabeçada pelo deputado Leite e Oiticica em julho de 1891:

“[A] perturbação da vida normal é devida, em parte, ao excesso da moeda fiduciária existente com má distribuição, em parte á falta de confiança por essa moeda inspirada aos mercadores estrangeiros pela ausência da garantia efetiva que essa moeda devera ter no deposito confiado ao Tesouro Nacional; (...) Essa moeda foi levada á depreciação pela imposição do curso sem obrigação de convertibilidade, o que, de um lado, priva de todo o corretivo a má aplicação dada aos bilhetes emitidos, permitindo aos emissores entregarem-se ao jogo em títulos de companhias industriais, operações a longo prazo, que desvirtuam a tarefa dos bancos de emissão, e, de outro lado, não estabelece limites ás emissões, regulando-as pelas necessidades reais de mercado; (...)” (*apud* Andrada, 1923, pg. 265-266)

Este debate marcou boa parte da década de 1890, a vertente mais ortodoxa, defensora da unificação do meio circulante e seu controle direto nas mãos do governo acabou por prevalecer. Porém um programa mais austero de retirada do meio circulante, só se efetivou em 1898 com a ascensão de Joaquim Murinho ao Ministério da Fazenda no governo Campos Sales.⁵⁵ Com Murinho novamente a taxa de câmbio passa a ser a variável chave na análise do desempenho econômico brasileiro, era o sinal do progresso econômico do país e sua valorização era o objetivo básico da política econômica.⁵⁶

Antes de analisarmos como Murinho trata a taxa de câmbio e qual a relação desta com o meio circulante nacional, vale a pena acompanhar algumas de suas considerações acerca da moeda e do sistema econômico de modo geral . No seu primeiro relatório como Ministro da Fazenda em 1899, Murinho repete algumas considerações que já havia feito no relatório de 1897 quando era Ministro da Indústria, Viação e Obras Públicas que o projetou aos olhos de Campos Sales. Podemos perceber que, *a priori*, Murinho tem uma visão positiva dos títulos de crédito e mesmo da emissão de papel-moeda como agentes do progresso econômico. Ambos representam valores em potência, que podem se transformar em valores reais ou não.

Em relação aos títulos de crédito, assim se pronuncia o Ministro:

“Os títulos de crédito representam sem dúvida papel de grande importância nas transações das sociedades adiantadas (...) Esses títulos não têm valor real em si mesmos,

⁵⁵ Pelo menos em parte a política de Murinho foi condicionada por compromissos assumidos com banqueiros internacionais decorrentes de um acordo para a consolidação da dívida externa e o adiamento dos pagamentos a ela referentes.

⁵⁶ Segundo Pelaez e Suzigan (1975), Murinho era fortemente influenciado por J.P. Willeman.

mas representam um valor potencial, que pode, fecundado pelo trabalho, produzir valores reais.(...) O valor potencial ou cria um valor real, que o substitui ou desaparece em um tempo mais ou menos curto.

Se os que descontam as letras nos bancos conseguem com o seu trabalho criar novos valores, estes vão substituir naqueles bancos os valores potenciais das letras pelos valores reais criados, dados em pagamento, e ter-se-á assim aumentado a riqueza pública e particular. Se, porém, nenhum valor real foi criado pelas letras descontadas, estas vão se depreciando pelas reformas sucessivas, até que tenham perdido de todo o seu valor. No primeiro caso, as carteiras bancárias ter-se-ão enriquecido por uma parte dos novos valores criados pelo trabalho produtivo; no segundo caso, porém, elas ficarão com um grande valor nominal em depósito, mas desse valor nominal só uma parte terá valor real; a outra, representada por letras descontadas sem valor, representará massa inerte, diluindo o valor real do banco em uma grande massa de valor nominal.” (Murtinho, 1980, pgs.176 e 177)

O mesmo se dá com o papel-moeda, porém como o papel-moeda é um título permanente, ele se mantém em circulação, a não realização do seu valor potencial implica na desvalorização de todo o papel-moeda:

“Alguma coisa de semelhante se passa com o papel-moeda, que exprime um título de crédito, uma promessa de pagamento, uma espécie de letra descontada que se deposita na circulação monetária do País. O papel-moeda representa por isso também um valor potencial no momento de sua emissão, e esse valor potencial tende por sua vez a ser substituído por um novo valor real criado, ou, ao contrário, a desaparecer.

“Se o papel emitido é empregado em trabalho produtivo, a riqueza criada vem substituir o valor potencial do bilhete e há aumento verdadeiro de riqueza pública e particular, manifestado por um desenvolvimento de circulação monetária não só em sua extensão, mas também em seu valor real. Se, porém, o emprego do papel-moeda se faz em trabalhos improdutivos, nenhum valor real será criado para substituir o valor potencial do bilhete, que assim, desaparece, deixando uma circulação grande em sua extensão e pequena em seu valor real.” (Murtinho, 1980, pg. 177)

A diferença entre as notas de crédito e o papel-moeda é a existência em carácter permanente do último: “Se o valor potencial dos títulos de crédito pode exercer as mesmas funções que o valor real da moeda, há, entretanto, uma diferença radical entre essas duas espécies de valor: o último tem uma existência permanente, ao passo que o primeiro tem uma existência transitória.” (Murtinho, 1980, pg. 176) Esta diferença em caso de não realização do seu valor potencial é importante, pois com a não eliminação do papel-moeda acarreta a desvalorização do meio circulante.

Existe, de todo modo, a possibilidade do papel-moeda se realizar, ou seja de não provocar sua desvalorização: se houver o progresso da riqueza. Assim: “a emissão de papel-moeda nem sempre, pois, é um mal; ela pode, ao contrário, representar um grande agente de progresso e prosperidade das nações. Tudo depende, como em todas as questões de crédito, da moderação, da prudência, do critério com que se faz a emissão e

do emprego produtivo que dela se faz, determinando a criação de novas riquezas, que valorizem a circulação aumentada pela emissão.” (Murtinho, 1980, pg. 178)

Porém Murtinho faz a diferença entre o papel-moeda representativo da moeda metálica e o papel-moeda inconvertível, de curso forçado. Enquanto no primeiro a sua realização é automaticamente garantida, na verdade o papel-moeda conversível representa uma riqueza, enquanto o papel-moeda inconvertível esta é só uma possibilidade, bastante remota já que depende apenas do comportamento prudente do banco⁵⁷, o que para Murtinho não condiz com a própria natureza do ser humano de busca de lucro do ser humano. Podemos acompanhar a reflexão de Murtinho sobre a moeda conversível:

“Das duas espécies de emissões que se pode fazer: a de bilhetes conversíveis à vista e ao portador e a de bilhetes de curso forçado, só a primeira pode satisfazer as condições acima indicadas como essenciais para o bom êxito da operação. Nela a emissão é solicitada por uma necessidade social preexistente à operação. A possibilidade da conversão cria uma responsabilidade no agente emissor, provocando o estudo dos negócios que o solicitam. O fato da conversão repetida com frequência previne-o da necessidade de restringir as emissões, despertando em seu espírito a prudência e a moderação na realização dos negócios.

“De sorte que, se os lucros o impelem a novas emissões, a responsabilidade ligada à conversão modera-lhe os movimentos e a operação se faz sábia e cautelosamente em benefício dos negócios bem estudados, cujos resultados serão novos valores criados. O estudo e a seleção dos negócios são, pois, a resultante da convertibilidade dos bilhetes. Eis por que a emissão de bilhetes conversíveis se faz de modo lento e gradual; eis por que os valores potenciais desses bilhetes são transformados em valores reais pelos trabalhos produtivos, escolhido dentre os mais fecundos e mais urgentes; eis por que a circulação cresce constantemente não só em extensão, mas também em valor pela incorporação de novas riquezas criadas.” (Murtinho, 1980, pgs. 178 e 179)

Já a moeda conversível o comportamento emissor é diferente e as conseqüências também:

“Na emissão de curso forçado, o interesse ligado à operação não tem freio; sem a responsabilidade ligada ao dever da conversão, o agente emissor procura inventar negócios, multiplica-os, sem se preocupar com outra coisa que não seja o lucro do momento. (...) A emissão de curso forçado, realizada precipitadamente, alargando de modo brusco a circulação e realizando prontamente grandes lucros pela especulação que desenvolve, gera um estado especial de espírito, um verdadeira nevrose, caracterizada pela mania das grandezas, por um otimismo exagerado, por um arrojo invencível, que suprime toda a prudência e todo o critério.(...) Os negócios inventados por ela são em geral improdutivos, e, quando os valores potenciais dos bilhetes emitidos têm desaparecido, nenhum valor novo criado os vem substituir. Por esta forma a circulação ficará aumentada em extensão, mas o seu valor voltará ao que era antes da emissão.” (Murtinho, 1980, pg. 179)

⁵⁷ Não existe freios automáticos à emissão como na moeda metálica.

Isto foi, segundo Murтинho, o que ocorreu no início da República. Houve uma grande emissão de papel-moeda inconvertível que, no entanto, gerou apenas uma série de atividades consideradas artificiais, sem a efetiva criação de nova riqueza que respaldasse o papel-moeda emitido de modo que este acabou por se desvalorizar e a mostra disto era depreciação que sofreu a taxa de câmbio no período.

Quanto aos falsos efeitos produtivos levantados por Murтинho temos, por um lado, a agricultura: “As grandes emissões, que excitaram a febre de negócios, desenvolvendo os canais da circulação monetária, invadiram os campos, destruindo a calma, a prudência e a sabedoria no espírito dos agricultores, infiltrando-lhes a ambição de grandes fortunas realizadas com grande rapidez.” (Murтинho, 1980, pg. 176) O principal efeito neste setor, foi o aumento desenfreado da produção cafeeira. Este crescimento, porém, não condizia com o mercado consumidor que permanecia constante. A queda dos preços no mercado cafeeiro era o sintoma deste artificialismo e a forma como o mercado acabava por exprimir a não realização do valor potencial do papel-moeda criado.

Do lado das indústrias, as empresas criadas eram consideradas por Murтинho como empresas artificiais. A definição de empresa artificial se opõe a de empresa natural e pode ser encontrada no relatório de 1897: “O que caracteriza uma indústria natural não é o fato de ter sua matéria-prima importada ou não, mas o de ter capacidade de produzir o máximo resultado possível em relação ao capital empregado com o mais baixo preço em um regime de livre concorrência.” (Murтинho, 1980, pg. 185)⁵⁸

As indústrias criadas precisavam, para sobreviver, de proteção governamental. Tal proteção garantia os ganhos destas empresas, porém estes ganhos significavam perdas do restante da sociedade, não havendo portanto um aumento efetivo de riqueza do país. Podendo na verdade haver uma perda já que existe uma má aplicação dos recursos produtivos brasileiro que já são escassos, especialmente o capital. Dada pequena quantidade disponível deste, sua dispersão em um grande número de empresas artificiais era uma ineficiência, um desperdício, já que nesta ele não teria utilização, sendo assim necessário promover uma reconcentração do capital e sua aplicação em indústrias consideradas naturais.

Deste modo, a expansão do papel-moeda nacional não trouxe nenhum benefício real para a economia brasileira, não se respaldou o valor potencial criado, e como este crédito não se “apaga” a consequência é a desvalorização do papel-moeda, expresso pela taxa de câmbio. Esta reflete o excesso de meio circulante, o excesso de valores potenciais não realizados. Na verdade Joaquim Murтинho estabelece um parâmetro

⁵⁸ Murтинho tem uma posição francamente contrária à intervenção estatal com objetivo de promover a industrialização e assim criar empresas artificiais. Um dos motivos pelos quais tais empresas poderiam ser consideradas no país de artificiais esta na própria raça brasileira, podemos encontrar no relatório de 1897 a seguinte afirmação: “Não podemos, como muitos aspiram, tomar os Estados Unidos da América do Norte como tipo para nosso desenvolvimento industrial, porque não temos as aptidões superiores de sua raça, força que representa o papel principal no progresso industrial desse grande País.” (Murтинho, 1980, pg. 148)

bastante preciso para avaliar a criação de valores reais: o valor das exportações cotadas em moeda estrangeira. É o crescimento deste que será usado para se definir o crescimento da riqueza de um país ou não e portanto a valorização real da moeda ou não.

A taxa de câmbio, que funcionara como balizadora da quantidade de meio circulante necessária, era determinada, segundo Murtinho pelo quociente entre o papel-moeda em circulação (expresso em moeda local) e as exportações (expressas em moeda estrangeira). Temos assim a seguinte equação para se determinar o câmbio, ao menos a de longo prazo, segundo Murtinho⁵⁹:

$$\text{Taxa de câmbio (R\$/ libra)} = \frac{\text{volume de papel-moeda em circulação (R\$\)}}{\text{valor das exportações (Libra)}}$$

A desvalorização cambial (e um câmbio extremamente baixo), causada pelo excesso de emissão, é vista como uma fonte de problema para Murtinho. Podemos reconhecer pelo menos três tipos de problemas: a) o maior dos problemas são os efeitos negativos sobre as Finanças Públicas (queda de receita e aumento de gastos); b) o aumento de preços e; c) as dificuldades operacionais das estradas de ferro. A partir deste problemas justifica-se a necessidade de se restabelecer a moeda nacional, resgatando-a e promovendo não apenas a estabilização cambial, mas também sua valorização.

A base de comparação da taxa de câmbio era a taxa que vigorava antes do excesso de emissão - no fundo a velha paridade estabelecida em 1846 - 27 dinheiros por mil-réis - pois no final do império o par fora alcançado. Deste modo, como a taxa de câmbio determinada pela relação citada era inferior à paridade, passava a haver dois meios de fazer com que a igualdade ocorra: aumentar as exportações ou reduzir o valor do meio circulante. Mas como o primeiro era considerado lento, a opção era a segunda. Assim se expressa Murtinho:

“(...) o problema da valorização do nosso meio circulante oferece, (...) duas soluções: o aumento do valor da exportação e a redução da quantidade do papel-moeda, pois que tanto pode se elevar o quociente aumentando o dividendo, como diminuindo o divisor. A primeira solução pelo aumento do valor da exportação, a que mais conviria aos interesses do país, porque traria a valorização da circulação sem diminuir-lhe a extensão, é extremamente lenta para um problema tão urgente, mas pode e deve servir de auxiliar e complementar a solução pela redução do papel por meio do resgate.” (Murtinho, 1980, pg. 201)⁶⁰

⁵⁹ Podemos considerar a equação acima como um espécie de teoria quantitativa da moeda, onde as exportações estariam a representar a renda do país e a taxa cambial os preços.

⁶⁰ No relatório do Ministro da fazenda de 1901, Murtinho levanta outro problema além da demora da reação do produto, a questão da atração do capital estrangeiro: “Sem negar também que o aumento da produção nacional pudesse contribuir para valorizar o meio circulante, não era difícil compreender que esse

Justificava-se assim a sua própria política econômica, que, em parte, consistia de retirada de papel-moeda e sua queima. Este resgate, contudo, na opinião de Murтинho, não deveria ser brusco: “é necessário resgatar, valorizar o papel, excitando lentamente as liquidações dos negócios inferiores para concentrar os valores nos negócios superiores, modificando pouco a pouco a nossa estrutura econômica.”⁶¹ (Murтинho, 1980. Pg. 205)

A principal crítica contemporânea à Joaquim Murтинho foi feita por Vieira Souto, professor de Economia Política junto à Escola Politécnica do Rio de Janeiro. Este professor escreveu alguns artigos no jornal “O Correio da Manhã”, entre novembro e dezembro de 1901, que depois foram reunidos sobre o título: **O Último Relatório da Fazenda**. Nestes artigos Vieira Souto estabeleceu suas principais críticas à análise e às consequências das medidas adotadas por Murтинho, especialmente no que tange a dois pontos: i) a equação de Murтинho para a determinação da taxa de câmbio e ii) os efeitos depressivos da retirada do meio circulante. Esta última crítica se associava à uma crítica da visão de Murтинho sobre a moeda.

Vieira Souto se filia à tradição brasileira que enxerga nas contas relativas ao Balanço de Pagamentos a determinação do câmbio: “... a lei da oferta e da procura, reguladora da taxa ou preço das cambiais, pode, para o caso, ser substituída por esta outra forma que lhe é equivalente e que perfeitamente a traduz: a taxa de câmbio é regida pela relação dos créditos e débitos recíprocos entre um país e as praças estrangeiras” (Souto, 1980, pg. 405) A oferta interna de moeda tem sua influência sobre a taxa de câmbio, mas não pode ser considerada fundamental: “... o papel-moeda não é causa fundamental e direta da variação do câmbio; é simplesmente uma circunstância ou causa indireta ou secundária, que pode atuar ou deixar de atuar, e só atua prejudicialmente quando a situação dos créditos e débitos internacionais é desfavorável ao país.” (Souto, 1980, pg. 416).

Vieira Souto procura demonstrar empiricamente a não validade da proposição de Murтинho em relação ao próprio período, a valorização que ocorria, segundo Vieira Souto, se devia às alterações no fluxo de capital (não pagamento dos compromisso da dívida externa e ingresso de capital estrangeiro) e não à retirada de papel-moeda, como afirmava Murтинho.

A outra crítica de Vieira Souto diz respeito à solução dada por Murтинho para os problemas brasileiros e os efeitos fortemente depressivos que ela causava: “O que temos deste o princípio impugnado na política financeira do Dr. Murтинho, e hoje todos, condenam, é que S. Ex.^a tenha saído do terreno da aspiração para aplicar um remédio

aumento não se poderia realizar senão em tempo relativamente longo, e que em países novos como o nosso a produção não se desenvolve sem o auxílio de capital e braços estrangeiros, que certamente não procurariam colocação no país cuja moeda variava de momento a momento” (Murтинho, 1980, pgs. 236 237)

⁶¹ A idéia é de reconcentração dos capitais e dos esforços nas atividades naturais, ou seja aquelas aptas a sobreviver em um ambiente “natural” de livre concorrência. Aqui percebe-se a conjugação de escolas à que Murтинho se filiava, a um liberalismo bastante ortodoxo de um lado e ao darwinismo, ou mais propriamente ao spencerianismo, do outro, aplicando o conceito de sobrevivência dos mais apto do outro.

infinitamente mais ruinoso do que o próprio mal . S. Ex.^a, que é médico, sabe quantos doentes poderiam ter escapado da enfermidade, se não houvessem morrido da cura.” (Souto, 1980, pg.360)

Vieira Souto não considerava o meio circulante existente como excessivo, não se justificando por este lado sua retirada. “Subtraindo à circulação as cédulas de papel-moeda, que são títulos de dívida, S. Ex.^a enriquece o Tesouro que é o devedor, mas empobrece a credora, isto é, a circulação, representada pela lavoura, indústria e comércio, que não pode prescindir deste único instrumento de troca que possuímos, desse indispensável elemento de nossa atividade produtiva.” (Souto, 1980, pg. 374)

A crítica pode ser inicialmente entendida dentro da própria estrutura teórica de Murtinho, porém rejeitando a idéia de que não tenha havido uma valorização real da moeda, ou seja admitindo-se que as emissões efetivamente causaram acréscimo na riqueza nacional, portanto fazia necessária a continuidade da circulação do papel-moeda. Porém a crítica vai além. Mais adiante Vieira Souto continua afirmando o não excesso de meio circulante e passa a criticar ao próprio entendimento de Murtinho acerca da moeda, não aceitando a distinção feita por este entre a moeda metálica e a moeda inconvertível: “O meio circulante de um nação, seja ele constituído por metal ou papel, só pode ser convenientemente aumentado quando se prove que a sua quantidade é insuficiente, ou reduzido quando evidentemente seja excessivo para as transações: porém destruir ou retirar de uma circulação que esta equilibrada uma parte do seu numerário, sob o pretexto de que ele não tem valor intrínseco ou não representa em sua essência riqueza acumulada é um erro palmar. Muito iludido está o Ministro da Fazenda supondo que onde o numerário é metálico a retirada de parte desta causa ‘o empobrecimento da circulação’, porque o País fica privado da ‘matéria’, isto é, ‘da riqueza acumulada’, ou do valor intrínseco que a moeda retirada representava. O que depauperava a circulação em tal caso é a insuficiência do agente ou instrumento de troca, qualquer que ele seja, retardando ou paralisando todo o movimento econômico.” (Souto, 1980, pg. 376)

Vieira Souto também crítica a importância da valorização do meio circulante nacional pela sua retirada. Esta não tem sentido, segundo Vieira Souto, nas transações realizadas dentro do país. “Quando [o numerário] não é bastante para as necessidades da circulação econômica no interior do País, os descontos encarecem, poucos podem utilizar-se do crédito, o tráfego comercial diminui e assim sofrem todas as classes produtoras, para as quais o comércio é intermediário obrigado. Nada influi então nesse efeito o maior ou menor valor intrínseco da moeda, que só interessará a quem precisar considerá-la como mercadoria especial a fim de exportá-la e dá-la em pagamento ao estrangeiro. A questão é da quantidade do meio circulante e da sua insuficiência para as necessidades manifestas da circulação.” (Souto, 1980, pg. 377).

Murtinho não aceitava a crítica referente a falta de meio circulante, para ele: “[A] escassez [de meio circulante] não existe, desde que a retirada de uma certa porção de papel foi acompanhada da valorização do que ficou circulando. O movimento comercial não se faz com a massa de papel, mas com o seu valor ...” (Murtinho , 1980, pg. 266) Neste sentido Vieira Souto criticava: “Quando o Ministro da Fazenda afirma que a

circulação econômica, isto é, o conjunto das transações de interesse, não se efetua com a massa do papel-moeda, mas com o valor real que ele representa, enuncia uma proposição absolutamente falsa. A circulação econômica no interior do país, qualquer que ele seja, serve-se de dois instrumentos de troca - a moeda e o crédito - e nas transações interiores que assim se efetuem, os preços das mercadorias e serviços não são regulados pelo maior ou menor valor intrínseco ou real que a moeda tem na ocasião, porém pela relação entre a oferta e a procura das mercadorias ou serviços considerados.” (Souto, 1980, pg. 433)⁶²

Apesar das críticas de Vieira Souto e inclusive de suas expectativas quanto ao fato de que os historiadores ou analistas que viessem a analisar o período acabassem por mostrar que ele tinha razão, as idéias de Murinho ganharam bastante notoriedade e sua política foi aprovada por diversos historiadores financeiros que escreveram nos anos posteriores.⁶³ Dentre estes historiadores financeiros brasileiros podemos citar J. Pandiá Calógeras, Antonio Carlos Ribeiro de Andrada, Ramalho Ortigão, Carlos Inglês de Souza entre outros. Nos trabalhos destes autores, publicados ainda durante a Primeira República percebe-se uma postura francamente favorável à gestão de Murinho se comparada a outras, especialmente ao período em que Rui Barbosa esteve à frente do Ministério. Estas obras tinham claras intenções de influir sobre a condução da política econômica do país,⁶⁴ defendendo uma moeda com base metálica, mesmo que se admita que o papel-moeda inconversível fosse, apesar de um mal, uma necessidade da circulação interna do país, ainda que momentânea.⁶⁵ Dentro deste quadro ganha destaque o trabalho de Pires do Rio que também se constitui em uma recuperação da história monetária do país, porém sua postura é diversa dos outros autores citados, já que nela vemos a defesa da utilização da moeda fiduciária de curso obrigatório um poderoso instrumento do governo na promoção da riqueza nacional e no combate a crises.

A própria existência de tais obras e sua intenção nitidamente de influência política revelam a permanência dos debates acerca do padrão monetário nacional e especialmente na estrutura administrativa do sistema financeiro nacional.

⁶² É também interessante observar que, para Vieira Souto, o indicador de que o meio circulante era escasso para as necessidades nacionais era a taxa de juros elevada. Para Murinho a alta da taxa de juros não estava relacionada à falta de numerário mas aos problemas de inadimplência e desconfiança no sistema bancário nacional.

⁶³ Na verdade esta visão positiva em relação à gestão Murinho e mesmo às suas concepções se manteve forte dentro da historiografia pelo menos a década de 1960

⁶⁴ Não se pode esquecer que tanto Pandiá Calógeras, como Antonio Carlos Ribeiro de Andrada foram Ministros da Fazenda, este último teve posição destacada no cenário político nacional durante muitos anos, como membro do parlamento, governador de Minas Gerais, esta participação política se estende inclusive depois da Primeira República mesmo, por que foi ator importante da revolução de 1930.

⁶⁵ A utilização das análises históricas como ponto de apoio nos debates travados acerca da política monetária, como vimos, é uma marca das controvérsias brasileira.

2.9. Estabilidade e Banco Central

Depois do período inicial da República, em que se passou de um gestão tida como inflacionista - a de Rui Barbosa - para outra considerada como deflacionista - a de Joaquim Murinho e em que se explicitou as diferenças tanto da postura teórica como da própria análise do desenvolvimento brasileiro, os debates continuaram e se faziam sobre dois eixos básicos: a questão da estabilidade cambial e da adequação do meio circulante às necessidades nacionais. Estas questões se materializavam na instituição de dois tipos de instrumento: o fortalecimento do Banco do Brasil no intuito de assumir a condição de Banco Central e na instituição de Caixas de Conversão (ou Estabilização), adotando o regime de taxa de câmbio fixa como forma de estabilizar o câmbio.

Ainda durante a gestão de Joaquim Murinho, a crise bancária revelou por um lado a “fraqueza” do sistema financeiro nacional e, por outro, significou a ascensão dos bancos estrangeiros. É de longa data as críticas a atuação dos bancos estrangeiros em relação ao câmbio. A especulação cambial em que tais bancos se envolveram e obtiveram posição de domínio foi ressaltada por Rui Barbosa e mesmo por Joaquim Murinho, para quem a especulação era a responsável por eventuais desvios da taxa de câmbio em relação àquela estabelecida pelo meio circulante nacional. Assim, ainda na primeira década republicana existiram debates no legislativo referentes à reformulação do sistema financeiro procurando transformar o então *Banco da República* em um grande banco controlador do sistema monetário nacional. Nos debates acerca da reformulação do banco reaparecem tibiamente algumas sugestões de novamente dotá-lo de poder emissor, porém os principais pontos de sustentação desta reformulação eram a sustentação do sistema bancário nacional e do maior controle sobre o mercado cambial.

Neste sentido podemos observar duas afirmações do então ministro Leopoldo de Bulhões: “A reorganização do Banco se impõe, atende a uma necessidade palpitante, iniludível; eu a considero como parte integrante do programa financeiro do Governo; acredito que será a consolidação desse melhoramento econômico que se observa e que dia a dia se acentua. A direta e positiva instituição de um aparelho regulador da taxa cambial, afim de evitar as oscilações, determinadas pela especulação, deve ser a pedra fundamental da nova organização financeira.” (*apud* Inglez de Souza, 1924, pg.442) e “o Banco deverá cumprir as funções de banco central, munido de recursos abundantes para o redesconto a outros bancos, para conceder-lhes empréstimos e, para assisti-los em momento de crise.” (*apud*, Neuhaus, 1975, pg. 26)

As críticas à criação deste tipo de instituição se faziam, por um ângulo, na necessidade de dotá-lo de poder emissor para melhor poder cumprir estas funções ou, do outro lado, a o fato deste banco passar a ter um poder descomunal dentro do sistema ferindo assim as características de liberdade e concorrência bancária. Este tipo de crítica colocava um outro tipo de discussão que dizia respeito à questão do controle ou não do governo sobre a administração do banco.

Ao mesmo tempo que se debatia a reformulação do banco⁶⁶, continuava a questão do impacto da política deflacionista de Murinho, que grosso modo se manteve durante a gestão Bulhões. Além da questão da validade ou não de tal política com o intuito de se buscar um padrão metálico para a moeda brasileira, passa também a se discutir até onde esta política deveria ir. Ainda adotando a taxa de câmbio como balizador da política, a pergunta poderia ser assim formulada: qual a taxa de câmbio a ser almejada? A resposta a esta pergunta implicava na continuidade e aprofundamento ou não da política deflacionista. Para alguns a taxa de câmbio que então prevalecia (1905) era a taxa de equilíbrio, sendo apenas necessário estabilizá-la neste patamar, não sendo necessário a continuidade de sua valorização e portanto não sendo necessária a continuidade da política de retirada de meio circulante do mercado. Na verdade a proposta de estabilizar a taxa cambial era a da adoção de uma taxa fixa de câmbio para uma nova moeda plenamente conversível instituída sobre um lastro puramente metálico. Isto se faria por meio da Caixa de Conversão, organismo responsável por emitir as notas e também fazer os câmbios de moeda.

A estabilização do câmbio proposta tinha como principal crítica, justamente o próprio patamar em que esta se fizesse, para estes era necessária a continuidade da política então perseguida e adotar-se como referência a paridade cambial alcançada antes da proclamação da república, ou seja o padrão monetário nacional estabelecido em 1846 - 27 dinheiros por mil-réis. Esta posição era defendida pelo próprio ministro da Fazenda, Leopoldo Bulhões, no Relatório do Ministério da Fazenda de 1905 podemos ler: “Grande erro cometerá quem supuser que se pode parar sem perder os resultados já alcançados com a política do resgate, ou que se deve experimentar outra diferente da que nos deu o câmbio a 17. Pelo contrario, é preciso ativar ainda mais esta política, que já nos deu o credito de que gozamos e nos dará amanhã a normalização da vida econômica nacional (...) A quebra do padrão é em principio um sofisma e na pratica uma imoralidade. Equivale na ordem política, si nela fosse, sequer, possível, a concordata de ordem civil, amigável ou forçada, nas relações privadas. Credores e devedores combinariam em liquidar suas contas com o que estes atualmente tivessem ou em reduzir o valor das suas transações efetuadas ao cômputo dos elementos restritos dos bens ou credito do devedor. Esse expediente, justificado na ordem civil ou privada do direito, seria deletério, nefasto e corrosivo na ordem publica, si, antes de tudo, não fosse inviável.” (*apud* Inglez de Souza, 1924, pg.436)

Na verdade a perseguição do padrão de 1846 era garantia de um a política monetária contenciosa. Esta crítica também poderia ser vista por outro angulo, já que a maneira como se propunha a estabilidade da taxa de câmbio, isto é a adoção de uma taxa fixa de troca para uma determinada moeda, implicava numa excessiva rigidez evitando que os ganhos possíveis em termos cambiais (valorização) decorrentes das próprias

⁶⁶ Que acabou ocorrendo em 1905, passando o novo *Banco do Brasil* a atuar principalmente no mercado cambial

condições normais do mercado (ou seja sem a retirada deliberada de meio circulante do governo) fosse alcançada.⁶⁷

A este tipo de crítica, o principal defensor da adoção da Caixa de Conversão - David Campista - já Ministro da Fazenda - respondia no Relatório do Ministério da Fazenda de 1907: “Nem a alta nem a baixa podem constituir um bem em absoluto para o Estado ou para a lavoura. Mas o que é, em absoluto, um mal é a oscilação permanente de valores, é esse mecanismo subtil e irrefreável do câmbio entre nós, cujo movimento desordenado uma respeitável associação chamou expressivamente a *dança das taxas*. O que a lavoura precisa, como precisam o comercio, a industria e todas as forças produtoras da nação, é libertar o trabalho dessa especulação forçada em que se agita, dessa insegurança enervante que decorre como efeito necessário das flutuações cambiais.” (apud Inglez de Souza, 1924, pg.462)

Segundo Neuhaus (1975, pg. 30). “A compreensão de Campista sobre os problemas monetários era mais sutil que a ortodoxia, criticada por ele, e mais perspicaz que a da ala abertamente inflacionária do grupo ao qual pertencia . De um ponto de vista de longo prazo, Campista concordava com a necessidade de revalorização cambial, mas se opunha fortemente à revalorização abrupta ocorrida com a deflação de 1898 a 1906, devido a seu impacto negativo sobre a produção e as exportações nacionais. Em curto prazo, defendia a estabilização cambial aos níveis correntes e declarava que ‘as altas taxas de câmbio nem sempre representam o progresso econômico para o país e nem sempre trazem benefícios para a comunidade (...) a escolha do valor para a taxa de câmbio não é tão importante como tem sido proclamado, especialmente porque nós favorecemos a sua revisão para cima quando assim determinam as condições do país.’ Em síntese, ele não tinha predileção especial pela paridade de 1846 e, mesmo quando argumentava em favor da valorização cambial a longo prazo (caso em que sua moderação não era compartilhada pela ala inflacionista do seu grupo), em nenhum momento sugeriu que a velha paridade devesse ser o marco de referência.”

Assim afirmava-se a “indesejabilidade” do padrão monetário de 1846, ao lado das dificuldades que continuariam a existir com a sua perseguição. Ao mesmo tempo obtinha-se a possibilidade de ampliar o meio circulante no país, com emissões de moeda, cuja responsabilidade não era do Tesouro, mas sim de um organismo a parte, independente, que realizava as emissões seguindo as variações da quantidade de metais (ou equivalentes) que possuísse. A Caixa de Conversão efetivamente foi implementada, buscando a estabilidade do câmbio em um patamar próximo ao do mercado. Porém esta política dependia também do afluxo de metais, que efetivamente ocorreu já que se manteve o câmbio ligeiramente desvalorizado em relação ao câmbio a que estava sujeito o resto do meio circulante nacional. Isto porém não pode se manter indefinidamente. A Caixa de Conversão foi suprimida no início da guerra.

⁶⁷ Uma outra crítica que se estabeleceu era a introdução de um novo meio circulante - as notas da caixa de conversão - passando novamente a coexistir dois instrumentos de circulação, cada um seguindo um padrão monetário distinto - as notas antigas incoversíveis e as notas conversíveis da caixa.

Neste período o governo voltou a emitir papel inconvertível não sem fortes críticas. Com a perspectiva da volta de uma situação de normalidade, novamente fazia-se necessária a reorganização do meio circulante nacional. Esta questão foi debatida em torno da proposta de transferência para o *Banco do Brasil* das responsabilidades de emissão do papel-moeda no Brasil, ao mesmo tempo voltavam os debates acerca do aumento do papel do *Banco do Brasil* como “controlador” do mercado monetário e cambial brasileiro e elemento de segurança neste mercados. Os debates giraram inicialmente sobre a proposta de recuperação da carteira de emissão do *Banco do Brasil*, depois sobre a criação de uma Carteira de Redesconto no mesmo Banco e enfim de sua transformação em Banco Central. Estas propostas na verdade estavam imbuídas de um pensamento de reformulação de todo o sistema financeiro e monetário nacional, no mesmo momento em que outros países também empreendiam suas reformas⁶⁸.

A principal preocupação daqueles que propunham a criação da carteira de emissão no *Banco do Brasil* ou mesmo de sua Carteira de Redesconto era a necessidade de meio circulante que, segundo eles, sentia a sociedade. Na verdade o ponto chave da argumentação era a melhor adequação de um banco emissor no fornecimento deste meio circulante se comparado com o Tesouro. Homero Batista, então presidente do Banco do Brasil, foi um dos maiores defensores desta transformação. No seu relatório de 1917, ainda durante a guerra, propunha que o Banco do Brasil assumisse as emissões no país, que estas emissões fossem de notas inconvertíveis sobre um lastro composto por metais e títulos.

“É momento conveniente para dar ao grande banco brasileiro a organização de instituto central de emissão, adaptando-lhe, tanto quanto possível atentas as condições que nos são peculiares, o mecanismo funcional do banco Imperial da Alemanha, com as mais amplas garantias, com a mais severa fiscalização, para que possa coordenar a circulação monetária, alargando-a ou restringindo-a segundo as necessidades, redescontar títulos comerciais de primeira ordem, mobilizando os encaixes, e aviventar o crédito, com o regular a sua distribuição e emprego. (...) Impõem-se irrecusavelmente a oportunidade do empreendimento, de um lado, pelas condições especiais dos meios financeiros europeus e americano, a que estamos entrelaçados; e de outro, pela situação interna - reduzidas a um terço as rendas públicas e sobrecarregado o meio circulante com milhão e meio de contos de réis desprovidos de qualquer garantias, o que perturba o justo nível dos preços e acarreta o desequilíbrio geral da vida. Impõe-se também, para assegurar o movimento de expansão do trabalho nacional, que tomou considerável impulso e se patenteia em novas indústrias e iniciativas animadoras, que se não tiverem aqui ponto de apoio para o seu natural desdobramento, ruirão por terra ou serão presas da exploração estrangeira” (*apud* Andrada, 1923, pg. 364 e 365)

Podemos perceber os pontos de sustentação da proposta: por um lado retirar das mãos do governo a administração monetária, dotando esta de maior autonomia em relação

⁶⁸ As reformas em outros países são referência constante nos debates da década de 20 e forma mesmo objeto de estudo específico como demonstra o exemplo do livro de J. A. Barboza Carneiro, **As Recentes Reformas Monetárias na Europa Central**.

às questões políticas. Existe também a consideração de que as emissões do governo não se adequam às necessidades da praça, que esta se adequaria melhor se fosse efetuada por um banco com base em um lastro, estas emissões passariam a ser uma moeda de melhor qualidade, já que estaria respaldada por ouro e títulos representativos da evolução dos negócios, enfim a moeda emitida pelo banco seria um crédito mais legítimo que o emitido pelo Tesouro e mais adaptado às necessidades da praça já que pode variar de acordo com estas necessidades. Porém reconhece-se a necessidade de imposição de fiscalização e regras de atuação por parte do governo.

Estes mesmos argumentos são levantados quando da criação da carteira de redesconto. A defesa deste instrumento foi feita no Senado por Francisco de Sá em agosto de 1921, nesta defesa podemos observar argumentos bastante semelhantes aos de Homero Batista: “Nós temos a felicidade de haver adotado o aparelho capaz de medir, a cada momento, rigorosamente, as necessidades comerciais que reclamam suplemento de meio circulante. Esse aparelho medidor é o redesconto. Os efeitos que vão procurar, ao mesmo tempo que exprimem solicitações de numerário, traduzem a atividade comercial, que, por sua vez, reflete o desenvolvimento da produção. A emissão reclamada por elle nunca pode exceder as necessidades econômicas e nunca deixará de representar novos valores que foram objeto de transações de que os títulos resultarem. Essa emissão se dilate e se contrai à medida do redesconto e de sua liquidação. Não permanece aos canais de circulação senão o breve tempo que decorre entre o redesconto e o resgate. Esse foi o remédio encontrado para a emissão inconsiderada do papel-moeda que tivesse por fim ocorrer a necessidades comerciais apreciadas apenas pelo critério do poder publico.” (*apud* Andrada, 1923, pg. 417).

Porém além desta justificativas, baseada na legitimidade do crédito fornecido pelo Banco e sua adaptação às, necessidades do mercado, existem outros argumentos por trás destas propostas de reforma ocorrida depois da primeira guerra mundial.

Por um lado, podemos perceber através do discurso de Carlos de Campos, defendendo a Carteira de Redesconto, a importância da constituição de um mecanismo monetário que possibilite o contorno dos momentos de crise.⁶⁹ “Será um grande passo a realização desse sistema, que, ao mesmo tempo, permitindo atender a normalidade da existência do país, no que concerne as necessidades de sua circulação fiduciária, faculte os meios de enfrentar as crises que, inevitavelmente, se tem de dar em nações novas, como o Brasil, e que atravessam um período de expansão excepcional, período, por isso mesmo, exposto a muitas conturbações, em tal ou qual instante, e até resultantes dos próprios surtos de nossa prosperidade.”

Da mesma forma, em 1919, Cincinato Braga, que depois seria um dos defensores da transformação do *Banco do Brasil* em Banco Central, defendia a existência de uma carteira de redesconto para melhorar a atuação do sistema bancário: “Os institutos bancário no Brasil sofrem de um mal que os obriga a prestarem aos produtores muito

⁶⁹ É importante ressaltar aqui que criação da carteira de redesconto está associada ao financiamento da atividade cafeeira que enfrentava em 1921 um momento de crise. Na verdade a carteira de redesconto é parte integrante do terceiro plano de valorização do café.

menor número de serviços, do que poderiam e deveriam prestar-lhes. Isto porque sentem os banqueiros necessidades de manter em caixa enormes somas, para se garantirem contra as corridas . Além disso, o capital que de seus cofres se ausentou, em operações comerciais efetivas, fica impossibilitado de qualquer mobilização, desde que não haja possibilidade de redesconto para os títulos em carteira, que o representam. (...) O corretivo para esta privação temporária, mas fatal, é o recurso do redesconto a curto prazo. Para fazê-lo, porém, o estabelecimento redescotador precisa de numerário avultado ” (Braga, 1983, pgs. 222 e 223)

Deste modo, o fortalecimento do Banco do Brasil, com a instituição do redesconto, passava também a ser visto como um importante elemento no fortalecimento dos sistema bancário privado, por meio fazia-se possível a expansão dos mecanismo de crédito, sem que para isto fosse necessário a emissão de moeda. Na verdade com mecanismo de maior segurança ao sistema era possível que este se ajustasse com mais facilidade as necessidades do mercado e que atenuasse o efeito das possíveis crises. Esta parece também ser a opinião de José Maria Whithaker, presidente do banco do brasil em 1921. Segundo Andrada (1923, pg. 417), Whitaker era um dos maiores defensores do redesconto, mas “a desejava unicamente como válvula de segurança para os momentos de crise ou para auxílio às praças em dificuldades por pressão monetária.”

Deste modo, parte do debate se deslocava da questão das emissões para as formas pelas quais poderia se dotar o sistema financeiro nacional de maior estabilidade frente as recorrentes crises que afligiam a economia brasileira, além de possibilitar que este próprio sistema, independente do meio circulante sobre o qual ele atuasse, pudesse melhor se adequar às necessidades financeiras do mercado.

A principal crítica que se fazia à carteira de emissão do Banco do Brasil ou à carteira de redesconto estava relacionada à não conversibilidade das notas emitidas seja pela carteira de emissão, seja para atender às necessidade da carteira de redesconto. De uma maneira geral não há um posicionamento francamente contrário à idéia do poder emissor nas mãos de um grande banco, da criação da carteira de redesconto ou mesmo da criação do banco central emissor. O problema era a expansão das emissões por trás destes projetos, especialmente de emissões não conversíveis, afastando a possibilidade de efetivamente se instituir uma moeda nacional com caráter metálico. Assim pode-se ler em um parecer da Liga do Comércio à proposta de Homero Batista de criação da carteira emissora no Banco do Brasil sobre um fundo constituído, à semelhança do Reichbank alemão, em metais títulos públicos e privados. “Sem a conversibilidade, entretanto, a emissão bancaria degenera em puro e simples papel-moeda defeituoso e pernicioso como o que diretamente emite o Tesouro, mais perigoso ainda se tiver por lastro e garantia efeitos comerciais. Porque a conversibilidade não corresponde só, nem principalmente à vantagem de poder o portador da nota escolher a todo momento entre o papel, leve, portátil, mas só representativo de valor monetário, e o ouro, pesado difícil de carregar, mas que ao valor monetário reúne o valor metálico, o valor concreto, absoluto e efetivo”. (apud, Andrada, 1923, pg. 366)

Da mesma forma Antonio Carlos de Andrada (1923, pg. 379) aponta: “Os fatos históricos denunciam que, por vezes, ocorreu, quanto aos bancos de emissão, a suspensão da conversibilidade, em regra seguida por esforço máximo para por termo a situação tão anormal . Mas não apontara muitos casos, e os poucos se restringirão a nações mal dirigidas, em que se fundem bancos emissores, precipitando, desde logo, pela inconversibilidade dos bilhetes. É que os bancos de emissão só devem surgir em ambiente de circulação monetária já de fato sadia, como fruto normal e espontâneo, antes de se consolidar meio circulante metálico, do que para sanear aquele que o curso forçado desvaloriza e perverte. Querer atingir a conversibilidade da circulação alargando por meio de emissões bancárias inconvertíveis, o meio circulante já de curso forçado é querer o impossível .”

Outra crítica do autor diz respeito ao lastro das emissões, para Antonio Carlos o lastro deve ser 100% em ouro, sendo perigoso os lastros em títulos públicos e comerciais. Esta porém não é a postura de todos aqueles que defendem a restauração de um padrão monetário de base metálica. Inglês de Souza (1924), por exemplo defende a emissão de notas convertíveis com um lastro composto por 40% em metais, a proposta deste autor também contempla a idéia de um grande banco emissor que teria a importante função de controlar os mecanismos cambiais, condição necessária para se garantir a emissão convertível.

No próprio Antonio Carlos também percebemos, além da crítica a inconversibilidade da moeda, a evolução da discussão no sentido de dotar o sistema de um maior grau de elasticidade e de resistência à crises. Este autor contrapõe à carteira de redesconto que foi instituída e que, segundo ele, era claramente inflacionária, outro mecanismo de proteção: a instituição de um fundo de reserva legal obrigatória aos bancos. “... para o fim de prover a tais situações opressivas é que pode ser invocado, com intensa aplicação, o exemplo norte americano consistente no sistema de reserva legal obrigatória dos bancos. Essa reserva deveria realizar-se no banco do Brasil forçados todos os bancos a nela guardarem dez por cento dos seus depósitos, cabendo aquele instituto só operar com as somas desta procedência para os fins de redesconto bancário.(...) Eis aí o mecanismo sem se transigir com as emissões inconvertíveis, assegura à circulação relativa elasticidade e da solução eficaz aos acidentes de escassez de numerário ou de crise propriamente monetária.” (Andrada, 1923, pgs. 478 e 479)

Deste modo durante a década de 20, apesar de poder se notar uma diminuição do ardor por um moeda totalmente metálica (convertível e lastreada totalmente em ouro) e pela obtenção de uma significativa revalorização do meio circulante - bastando a sua estabilização -, permanece a tensão entre a adoção de um padrão monetário que, ao menos, ambicione a base metálica ou a aceitação de um padrão puramente fiduciário. Porém parte do foco da discussão e das propostas se altera indo em direção a montagem de mecanismos que possibilitem uma maior estabilidade e resistência a crise do sistema bancário nacional. Assim a criação de um grande banco controlador do mercado cambial e dotado de instrumentos para aumentar a elasticidade da moeda nacional, ganha importância nos debates.