

## Murtinho e Vieira Souto: críticas e contra-críticas à política monetária

Amaury Patrick Gremaud

Departamento de Economia – FEA-RP / USP campus de Ribeirão Preto

agremaud@usp.br

O objetivo deste artigo é o de analisar os debates contemporâneos em torno da política econômica implementada durante a presidência de Campos Sales na virada do século XIX para o XX no Brasil, tendo à frente o Ministro Joaquim Murtinho. Em especial se acompanha as questões suscitadas pela política econômica implementada por Rui Barbosa no início da República, a defesa feita pelo Ministro Murtinho de sua política e as críticas a ele estabelecidas por Vieira Souto, procurando mostrar como certas idéias tem dificuldades em se estabelecer. De certa forma concorda-se aqui com Franco e Lago que em texto recente afirmam:

*“No limiar da República, e ainda por muitos anos, entendia-se que a redução do conteúdo de ouro da moeda (em inglês:debasement) era a forma clássica pela qual os soberanos confiscavam poder de compra de seus súditos, era o que faria a casa da moeda oficial caso assumidamente reduzisse o teor de metal precioso de cada moeda emitida, ou seja o seu “valor intrínseco”. Fabricar pedaços de papel em excesso a seu lastro em metal era percebido apenas uma outra forma desse mesmo embuste, de tal sorte que a sensação de confisco perpassava o detentor de papel moeda tanto quanto o de outros títulos representativos da dívida pública, quando havia mudança de paridade ou emissões em excesso (o que se designava como “inflação”). Daí a enorme resistência em se mudar o padrão monetário de 1846.*

*O aprendizado sobre o funcionamento dos bancos e do sistema financeiro no contexto de moeda fiduciária (ou seja, aquela que não é conversível em certa quantidade de metal precioso) seria longo e penoso, e ainda encontraria toda sorte de resistências nos anos anteriores a 1929, quando o padrão ouro ainda parecia representar um dos pilares da “civilização do século XIX”. Esta barreira simbólica mostrou-se um obstáculo muito difícil de ser ultrapassado, mesmo para os expoentes papelistas, homens como o Barão de Mauá, Rui Barbosa e Vieira Souto. Todos passaram à História como gênios incompreendidos nadando contra a corrente, com propostas que apenas fariam sentido algumas décadas mais à frente de seu tempo. Curiosamente, todavia, nenhum deles seria reabilitado posteriormente.” (FRANCO e LAGO, 2011, p. 7 e 8).*

O artigo está estruturado em quatro partes, além destas breves linhas introdutórias: inicia-se procurando apresentar a própria política econômica implementada por Campos Sales – Joaquim Murtinho, discutindo sua base de sustentação, suas conseqüências e algumas medidas introduzidas posteriormente, especialmente nas questões monetária e bancária. Depois adentramos nos próprios debates e nas justificativas concernentes às medidas de política econômica implementadas. Nesta parte iniciamos com as observações de Rui Barbosa e a defesa que faz de suas medidas, ainda aqui se acrescenta alguns posicionamentos críticos em relação as medidas implantadas por Barbosa. Neste quadro se insere as posições de Murtinho e a defesa de sua política feita nos relatórios do Ministério da Fazenda do período, objeto da terceira parte do artigo. Estes relatórios sofrem algumas críticas, neste artigo

ressalta-se as críticas estabelecidas por Vieira Souto à Joaquim Murтинho que estão contidas na quarta parte do texto. O artigo é encerrado com algumas breves considerações finais

## **1. A Política Deflacionista na Virada do Século XIX para o XX**

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 o termo acabou por ser usado para caracterizar o período que inclui a gestão de Rui Barbosa à frente do primeiro Ministério da Fazenda republicano e suas conseqüências, especialmente a expansão monetária decorrente da lei Bancária de 1890 (com a institucionalização de um regime de diversos bancos emissores de moeda não conversível, lastreada em títulos públicos). O período foi conturbado e marcado, além do processo especulativo, também por uma aceleração inflacionária e pela desvalorização da moeda nacional. Mesmo que se ressalte a expansão econômica no período, é uma fase que não está isenta de controvérsia assim como o período que a ele se seguiu, período este que também não deixa de gerar intensos debates.

Apesar da desvalorização cambial e do crescimento das exportações de borracha, as dificuldades cambiais se avolumaram na segunda metade da última década do século XIX. O governo, em 1898, teve que procurar um acordo com os credores externos de modo a obter alívio no balanço de pagamentos. Este foi estabelecido em junho de 1898 - o primeiro *funding-loan*. Pelo acordo, o Brasil suspendeu as amortizações da dívida externa por 13 anos, enquanto os juros desta dívida se constituiriam em um novo empréstimo, paulatinamente sacados durante três anos junto aos credores à medida em que o Brasil os necessitasse para fazer os pagamentos, deste modo consolidou-se os juros de diversos empréstimos anteriores. Em contrapartida, Campos Sales e seu Ministro da Fazenda, Joaquim Murтинho<sup>1</sup>, concordaram em aprofundar a ortodoxia da política econômica interna<sup>2</sup>, passando a política monetária a ser fortemente contracionista, adotando um “programa de saneamento econômico.”

A ortodoxia já dera seus primeiros passos na jovem República com Rodrigues Alves e seu sucessor Bernardino de Campos. Este instituiu, em dezembro de 1896, uma legislação de caráter marcadamente ortodoxa, procurando restabelecer as regras do Padrão-Ouro no Brasil. Esta legislação retirava dos bancos o poder emissor (que havia sido concedido a alguns deles por Rui Barbosa por meio da Lei bancaria que ampliou sobremaneira as emissões de moeda no Brasil), sendo que o Tesouro encamparia as notas emitidas a fim de retirá-las de

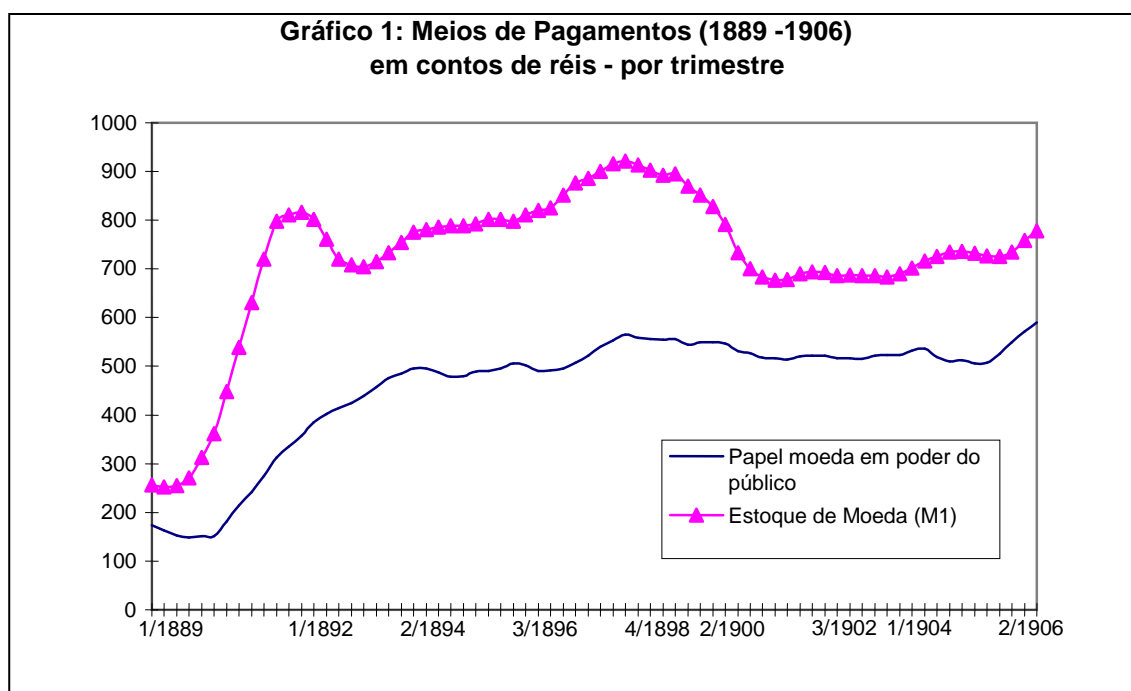
---

<sup>1</sup> O acordo foi estabelecido ainda na gestão de Prudente de Moraes, mas com a anuência de Campos Salles.

<sup>2</sup> Este novo empréstimo tinha como garantia a hipoteca de direitos alfandegários.

circulação, incinerando-as. Buscava-se o monopólio de emissão controlada pelo governo. “O objetivo, segundo Villela e Suzigan (1973, pg. 105), era promover a unificação da moeda em circulação e a sua conversibilidade total”, tais objetivos porém não foram alcançados.

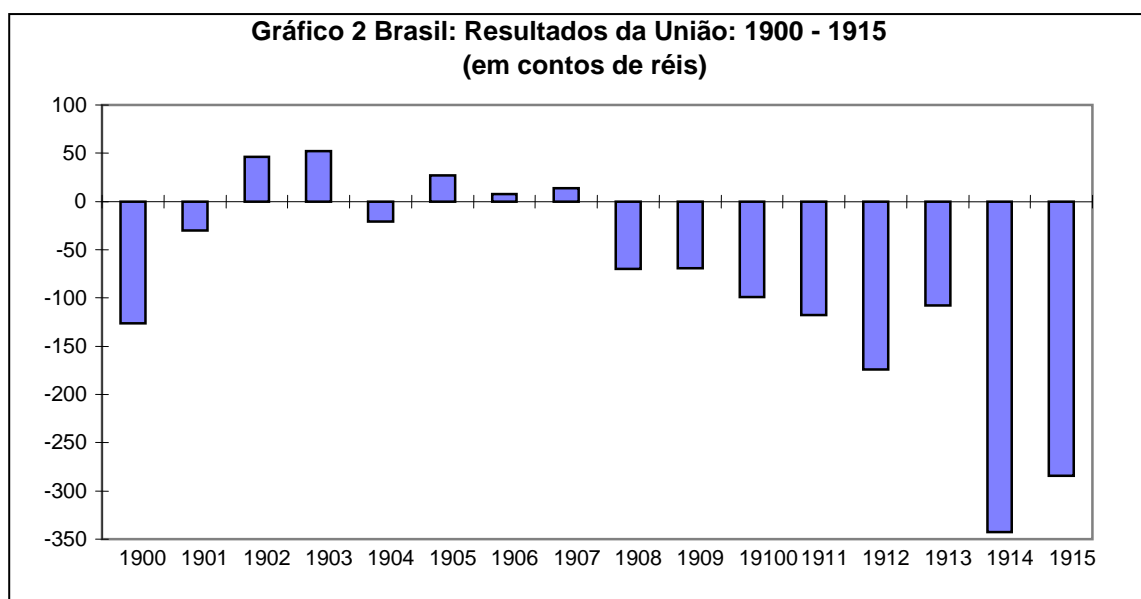
A diferença da gestão de Murinho em relação às tentativas de ortodoxia anteriormente implementadas, além da intensidade, foi que, segundo os mesmos autores (pg. 17) “praticamente todas as suas metas seriam alcançadas”<sup>3</sup> Em termos de política monetária, passou-se a enxugar a oferta de moeda. Na verdade, o acordo com os credores previa que a cada liberação de recursos do empréstimo, o governo brasileiro recolheria o montante correspondente em mil-réis junto a bancos estrangeiros no Rio de Janeiro, o qual seria incinerado. Assim, aquilo que se “economizava” em termos de pagamento da dívida externa era utilizado para diminuir a oferta de moeda, para isto, em 1899 foi criado o Fundo de Resgate de Papel-moeda. Criou-se também o Fundo de Garantia do Papel-moeda com o objetivo de acumular divisas com vistas a, no futuro, estabelecer uma moeda plenamente conversível, também foi abolido o poder do governo de imprimir moeda e o *Banco da República do Brasil* se viu impedido de emitir notas do Tesouro.



Fonte: dados básicos Villela e Suzigan (1981)

<sup>3</sup> Os autores completam a frase com a seguinte opinião: “o que é discutível, porém, é a validade, em termos econômicos, dessas metas.”

Quanto à política fiscal, o governo, que herdara um expressivo desequilíbrio em 1898<sup>4</sup>, procurou conter significativamente suas despesas de custeio e investimento<sup>5</sup>, além de melhorar a arrecadação. Em 1900 houve uma reforma tributária aumentando os tributos sobre importação e também sobre vencimentos urbanos, além da introdução de um imposto de consumo sobre produção doméstica. O governo também reabilitou a chamada “tarifa-ouro”<sup>6</sup>, através da qual parte das receitas do governo também era realizada em divisas, diminuindo os problemas cambiais do governo no pagamento de suas despesas externas ao fortalecer sua posição em termos de reservas, além da redução da especulação no mercado cambial.<sup>7</sup>



Fonte: IBGE, Estatísticas Históricas do Brasil, 1990

Ao mesmo tempo que houve a reversão da política monetária, a taxa de câmbio se valorizou, dado que o regime ainda era de taxas flexíveis de câmbio.<sup>8</sup> Esta valorização pode ser entendida como o reverso do enxugamento monetário promovido por Murinho, mas também é importante reconhecer as alterações na situação do Balanço de Pagamentos. Esta última se deve tanto à expansão das exportações (principalmente em função do crescimento da borracha), como ao alívio decorrente do adiamento no pagamento das obrigações externas e a entrada de recursos externos ligados à encampação de algumas estradas de ferro com garantias de juros. Também deve ser enfatizada a reversão da visão do mercado financeiro

<sup>4</sup> Este, em parte, foi fruto do próprio acordo com os credores externos.

<sup>5</sup> O próprio acordo significou uma redução do fluxo de despesas no curto prazo.

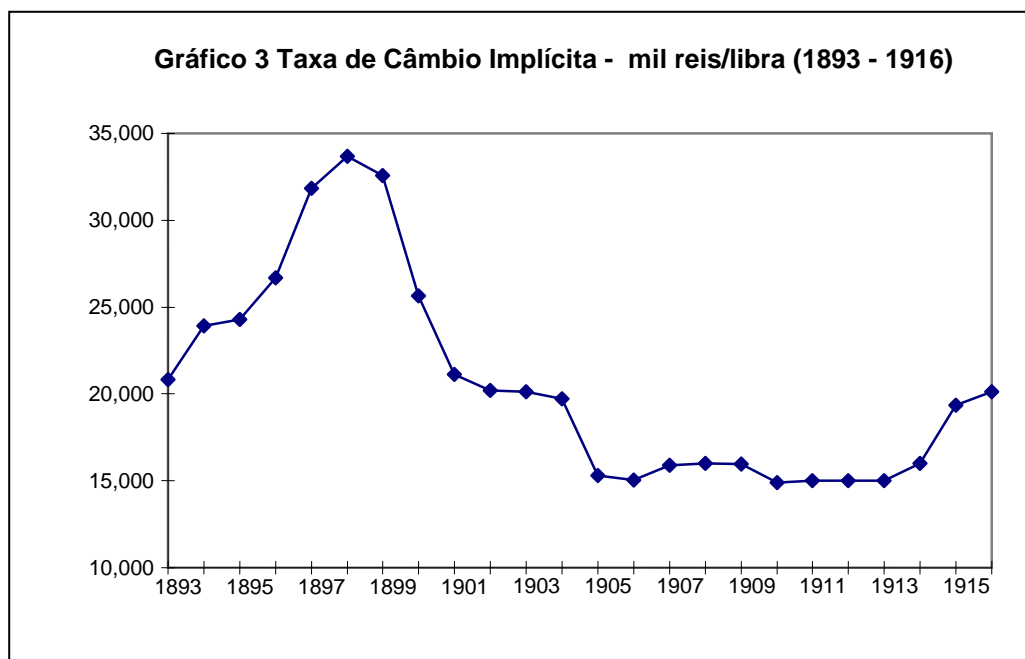
<sup>6</sup> A tarifa-ouro já havia sido, por um período curto período, introduzida na gestão Rui Barbosa. A tarifa instituída por Murinho previa que, inicialmente 10% e depois (1901) chegando a 25% do valor do imposto de importação deveria ser recolhido como se o mil-réis estivesse cotado ao par, segundo a cotação estabelecida em 1846.

<sup>7</sup> Apesar dos resultados positivos das medidas implementadas, em 1900 voltou a ocorrer um déficit expressivo em função dos gastos com a rescisão de contratos com estradas de ferro com garantias de juros.

<sup>8</sup> A valorização não alcançou, porém, a almejada paridade estabelecida em 1846.

internacional em relação à política econômica brasileira, o que facilitou a entrada autônoma de capitais no Brasil. Segundo Franco (1992, pg. 28)

*“observa-se no Brasil ao longo dos anos 90 um curioso fenômeno que viria a se repetir muitas vezes nos anos que se seguiram, isto é, o fato das crises (ou melhorias) cambiais serem geradas de forma espúria pelo ‘mau (ou bom) comportamento’ das políticas monetárias e fiscais, não em função dos efeitos diretos destas, mas em função da percepção que os banqueiros internacionais tinham sobre estas políticas, pois esta percepção via de regra era fundamental para determinar a magnitude dos fluxos de capital direcionados para o Brasil.”*



Fonte: IBGE, Estatísticas Históricas do Brasil, 1990

Uma questão importante é a respeito da economia política destas medidas, ou seja de sua base de sustentação na sociedade. Se a política levada adiante, pode ser vista como uma imposição dos credores externos, contava ela com apoio interno? É W. Fritsch (1992, pgs. 68 e 69), quem se pergunta: “uma importante interrogação permanece entretanto, v. g., quais as bases materiais do ‘pensamento ortodoxo’, da opinião conservadora em matéria financeira?” Segundo o próprio Fritsch (1980, pg. 263)

*“A fraqueza da posição de negociação brasileira, a extrema preocupação das autoridades com as conseqüências orçamentárias da grande depreciação cambial ocorrida na década e sua pouca compreensão dos sérios efeitos econômicos de uma deflação súbita e violenta levaram a que o governo brasileiro aceitasse a condição de tomar novas abrangentes medidas deflacionárias fiscais e monetárias após a concessão do empréstimo.”*

Segundo Saes (1986b), alguns grupos de interesses internos podem estar associados a uma política ortodoxa de valorização cambial: aqueles que necessitavam das importações realizadas em moeda estrangeira e/ou que tinham um passivo em moeda estrangeira. Dentre estes grupos, destacavam-se os consumidores urbanos, mas também o

*“grande capital de São Paulo (...) cujos múltiplos interesses tendem a identificá-lo com as políticas de valorização do meio circulante. O efeito da desvalorização cambial sobre, por exemplo, as*

*empresas ferroviárias é bastante conhecido. Seu funcionamento depende, na maior parte, de mercadorias importadas: combustíveis (carvão), lubrificantes, peças de reposição, além dos próprios equipamentos para novas linhas. Os trabalhadores ferroviários, assalariados, também sofrem o impacto do aumento do preço das importações e passam a pressionar por maiores salários. Logo, o declínio cambial eleva o custo das empresas de transporte que passam a exigir novas tarifas. (...) As empresas de serviços urbanos (transporte, iluminação e energia, gás) também sofriam o mesmo problema. É inegável que o grande capital abarca múltiplas atividades além das referidas acima (comércio, bancos, certas indústrias) e nem todas necessariamente se beneficiam da valorização do câmbio (como, por exemplo, a própria face agrária do grande capital). Ainda assim, parece compreensível que emergissem daí propostas que endossassem as políticas “ortodoxas” levadas à frente pelo Governo Federal.” (Saes, 1986b, pgs. 170 e 171)*

Assim, podemos definir os defensores de uma política econômica de cunho ortodoxo visando a estabilidade cambial ou mesmo a sua valorização: os banqueiros internacionais, as empresas estrangeiras que operam na economia brasileira e, internamente, parte dos agentes que têm importante “passivo” em moeda estrangeira, ou seja cuja estrutura de custo (matérias-primas e demais insumos produtivos) e/ou estrutura de capital (dívidas, ações etc.) dependente da moeda internacional. Entre estes últimos destacam-se grandes importadores e a maior parte das empresas concessionárias de serviços públicos no país, como por exemplo, as ferrovias, as empresas de energia elétrica, os portos, as empresas de transporte e iluminação urbana etc. Como pelo menos parte destas empresas são dominadas por grupos nacionais<sup>9</sup>, temos segmentos políticos nacionais que, em conjunto com os interesses externos, dão respaldo às medidas de caráter ortodoxo.

Associado a estes grupos também se pode buscar um apoio difuso das chamadas classe médias urbanas já que tais políticas contemplavam a estabilização dos preços. O aumento dos preços ao longo da década de 90 foi sentido por estas classes que tinham seus rendimentos relativamente rígidos. O apoio destas classes, assim como daquelas referidas anteriormente contudo tinha limites já que a contração econômica e uma forte supressão de empregos e da demanda também causava problemas. Por fim existe o próprio Estado que era a maior entidade devedora em moeda estrangeira da economia brasileira. Qualquer desvalorização cambial tem um duplo efeito sobre o orçamento público, queda da receita em função da diminuição das importações<sup>10</sup> e aumento das despesas em moeda nacional decorrente do aumento do valor da dívida e de seus encargos cotados em mil réis.<sup>11</sup>

Em termos de conseqüências desta política podemos observar internamente que, apesar do comportamento positivo do Balanço de Pagamentos, a política deflacionista acarretou uma

---

<sup>9</sup> Ver Saes (1986a)

<sup>10</sup> A menos que se institua uma arrecadação baseada em moeda estrangeira.

<sup>11</sup> Não se pode esquecer que também medidas contracionistas tem efeito deletério sobre a arrecadação do governo dada a queda da demanda por produtos importados e a diminuição dos outros impostos que incidem sobre a produção e a comercialização interna.

forte crise bancária acompanhada da redução das taxas de crescimento econômico, configurando-se um quadro recessivo. A crise bancária foi deflagrada em 1900 com a suspensão dos pagamentos do *Banco da República do Brasil* o que pode ser atribuída às medidas de contenção já descritas e, segundo Fritsch (1980, pgs 264 e 265), a uma frustrada tentativa de especulação no mercado cambial. Neuhaus (1975, pg. 20) destaca também que as restrições monetárias encontraram o banco em um situação já difícil:

*“por volta de 1900, a maior parte dos ativos de pouca solidez, acumulados desde a década passada de inflação, acabou se aglomerando na Carteira do Banco, enquanto sua razão reserva/depósitos declinava continuamente. Práticas tais como o recebimento de suas próprias ações ao par, como pagamento de dívidas, e a distribuição liberal de dividendos colaboraram também para abalar a solidez do Banco da República. (...) Uma outra medida de grande impacto foi o Acordo de fevereiro de 1900 saldando a dívida do Banco com o Tesouro em 50 mil contos, sendo a metade desta paga a vista e o resto em prestações semestrais.”*

A suspensão dos pagamentos do *Banco da República do Brasil* deflagrou uma crise no sistema que, segundo Villela e Suzigan (1973, pg. 106), atingiu praticamente metade dos estabelecimentos financeiros nacionais. Apenas os bancos estrangeiros não foram alcançados pela crise, deste modo tais bancos ganharam importância no sistema financeiro nacional.<sup>12</sup> Na verdade, a partir do início do século percebe-se um aumento significativo da participação do capital estrangeiro não apenas no setor bancário, mas também em outros setores como as utilidades públicas. Ainda segundo Neuhaus (1975, pg.22)

*“o governo demonstrou frieza em relação a este fato [a crise bancária], culpando as políticas expansionistas de administrações passadas. O Banco da República havia sido protegido apenas pela sua estreita ligação com o governo, embora se tratasse de uma instituição privada. A falência dos demais bancos foi encarada como preço a ser pago pela restauração da ordem nas esferas monetárias e financeira.”*

Ao longo da crise, não sem alguma resistência, houve intervenção governamental especialmente no *Banco da República do Brasil*, injetando recursos no banco. No final de 1905, já com Rodrigues Alves na presidência e Leopoldo Bulhões no Ministério, o *Banco da República do Brasil*, em melhores condições, foi reformado transformando-se no novo *Banco do Brasil*<sup>13</sup>, controlado pelo governo<sup>14</sup> e que passou a ter as funções de conduzir as operações cotidianas do governo, atuar no desconto de títulos, fazer antecipações de receita ao governo e continuar, por meio de sua Carteira de Câmbio, com seu papel de regulador do mercado cambial, com o objetivo expresso de reconduzir as cotações à paridade estabelecida em

---

<sup>12</sup> Ver Saes (1986)

<sup>13</sup> Este é o quarto *Banco do Brasil*, o terceiro com ligações estreitas com o governo.

<sup>14</sup> Pelos Estatutos, o Presidente do Banco e o Diretor da Carteira de Câmbio eram nomeados pelo Presidente da República. O Banco ainda era uma Sociedade Anônima privada mas o Tesouro, segundo Topik (1981), comprara aproximadamente um terço das ações da nova instituição, sendo o detentor do maior lote de ações com direito a voto. Segundo o autor a intenção de Murtinho era restabelecer sua condição de banco privado, mas a sua nacionalização acabou ocorrendo.

1846.<sup>15</sup> Já em 1906 foi concedido ao banco o privilégio de emissão de notas conversíveis em ouro. Na verdade, como salienta parte da historiografia<sup>16</sup>, o *Banco do Brasil*, além de se constituir no maior banco comercial do sistema financeiro nacional, acabou também por assumir parte das funções exercidas por um Banco Central. Peláez (1971, pg. 42), apesar de observar que o Banco ainda estava longe de ser um Banco Central pois não era prestamista em última instância e nem tinha um fundo de redesconto, ressalta a importância da reforma: “Essa reforma bancária teve grande importância. Forneceu ao Governo uma instituição bancária através da qual ele podia efetuar as políticas monetária e cambial, assim como tomar providências quanto à administração cotidiana do orçamento.”<sup>17</sup>

Foi assim retomada depois de alguns anos a formação de uma instituição capaz de dar maior estabilidade ao câmbio, controlar as emissões e ter alguma ascendência sobre o sistema bancário, apesar de não se configurar claramente a ação do banco como prestador em última instância. O redesconto de títulos efetivamente foi fortalecido e assim melhoraram as condições de operação do sistema bancário. Segundo Topik (1987, pg. 52)

*“a reorganização era desejada também pelos fazendeiros que queriam ver uma nova ordem no sistema bancário depois de anos de incerteza e falências desde 1900. O restante do sistema financeiro recuperou a confiança com a normalização do novo Banco do Brasil e da garantia, por parte do governo, da sua continuada operação. Com isso os créditos comerciais tornaram-se mais fáceis beneficiando finalmente os fazendeiros.”*

A partir de 1903, com Rodrigues Alves na presidência e Leopoldo Bulhões no Ministério da Fazenda manteve-se a orientação ortodoxa da política econômica em curso. Porém o governo, preocupado com o quadro recessivo, implementou um programa de “reerguimento econômico” através de uma política fiscal mais agressiva<sup>18</sup>. Aumentaram os investimentos governamentais através de um conjunto de obras públicas no setor de infraestrutura (de saneamento básico urbano à reconstrução de portos). Neste momento o Balanço de Pagamentos manteve sua posição bastante favorável conseguida desde 1900, com a balança comercial apresentando bom desempenho em função do crescimento das exportações de borracha e principalmente o reingresso do Brasil nos fluxos internacionais de capitais, iniciando-se uma fase que, grosso modo, vai até a Primeira Guerra Mundial, na qual as

---

<sup>15</sup> Para isto foi transferido ao banco os fundos em divisas do Tesouro e o Banco passou a ser o único agente do governo no mercado cambial. O Banco tinha também o monopólio de emissão dos vales-ouro, instrumento financeiro através do qual se efetuavam os pagamentos dos impostos de importação em ouro.

<sup>16</sup> Ver Neuhaus (1975), Fritsch (1980), Triner (1991)

<sup>17</sup> Topik (1981, pg. 80) também ressalta outros aspectos: “empregando uma instituição comercial semi privada, tal como o Banco do Brasil, ao invés de instituições públicas, o estado podia captar depósitos, beneficiar-se dos lucros comerciais e não despertar oposição política para a interferência econômica do Estado. Provavelmente a maior vantagem deste relacionamento para o Tesouro residia na grande quantidade de depósitos aos quais ele agora tinha acesso.” Além disto, os ganhos relacionados aos dividendos pagos pelo banco e a possibilidade de uso dos fundos de reserva no financiamento do governo também são ressaltados pelo autor.

<sup>18</sup> Ainda que dentro dos limites de um orçamento equilibrado.



inversões estrangeiras no Brasil se destacaram. Esta situação teve como contrapartida uma pressão ainda maior de valorização cambial, o que foi reforçado pela manutenção da ortodoxia monetária. Na verdade a atuação do *Banco da República do Brasil* e depois do *Banco do Brasil* fora a de evitar uma maior especulação sobre o câmbio, principalmente, nesta fase, impedindo uma valorização excessiva do mil-réis. Em 1905 as tentativas do Banco do Brasil se mostraram infrutíferas em virtude da falta de ativos domésticos líquidos.<sup>19</sup> A contenção creditícia, por sua vez, impunha também dificuldades em termos de um maior desenvolvimento de atividades internas.

Em relação aos preços internacionais do café, estes continuavam em queda, internamente a valorização magnifica tais efeitos, causando importantes prejuízos à cafeicultura. As dificuldades da cafeicultura ganharam vulto em 1905, de um lado as perspectivas da nova safra indicavam um aumento significativo de produção em um momento em que os estoques internacionais já eram grandes. Em relação ao câmbio, a forte entrada de capitais e o bom desempenho das exportações, indicavam a perspectiva de uma valorização cambial significativa. Neste momento pressionou-se o governo para a intervenção no mercado de café e para que alterasse sua política econômica evitando a valorização cambial.<sup>20</sup> A reivindicação para uma mudança nos rumos da política econômica que também contemplasse uma maior facilidade creditícia, não se restringia à cafeicultura, mas se estendia por vários setores produtivos e financeiros do país, porém a ortodoxia tinha seus defensores, especialmente junto aos credores internacionais.

Apesar da resistência do governo Rodrigues Alves, o plano de valorização do café foi iniciado em 1906, pelos estados produtores, principalmente São Paulo. O governo federal também impôs certa restrição à adoção de uma política de estabilização cambial por meio da chamada “Caixa de Conversão”. Esta só foi efetivamente adotada em dezembro de 1906 já com a posse de Afonso Pena, com David Campista no Ministério da Fazenda.<sup>21</sup> Passando a termos uma política econômica baseada no Padrão Ouro, com política monetária passiva e estabilidade cambial. Em função de uma conjuntura favorável no Balanço de Pagamentos e do acúmulo de reservas, houve uma expansão monetária que marca um período favorável da economia brasileira, pelo menos enquanto esta situação externa positiva perdurou.

---

<sup>19</sup> A possibilidade de emissões conversíveis só ocorreu em 1906.

<sup>20</sup> No segundo semestre de 1905 o governo federal foi pressionado no sentido de fazer aprovar uma lei autorizando o governo federal a dar garantias para empréstimos contratados no exterior pelos estados da federação com vistas a intervir no mercado cafeeiro. Em fevereiro de 1906 houve o Convênio de Taubaté que apresenta o plano de valorização do café ao governo que incluía o projeto de estabilização cambial.

<sup>21</sup> Afonso Pena pautou sua campanha eleitoral na defesa da estabilização cambial e defendia posições econômicas menos ortodoxas que seus antecessores.

## 2. Os debates monetários no final do XIX

Na última década do século XIX ganhou força a análise segundo a qual os problemas então vivenciados (especulação, desvalorização cambial) estariam atrelados à forte expansão de crédito promovida pela legislação implementada pelo primeiro Ministro da Fazenda republicano - Rui Barbosa. A maior crítica que Rui Barbosa fez à legislação monetária herdada da Monarquia foi 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.

*“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 uma moeda lastreada e conversível em metais, pois 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.<sup>22</sup>

A opção de Rui Barbosa foi a emissão, por vários bancos, de notas inconvertíveis lastreadas em apólices do governo. Em sua defesa Rui Barbosa levanta alguns pontos que

---

<sup>22</sup> Há uma certa aproximação com Itaboraí que também via a necessidade melhorar o câmbio para depois instalar bancos emissores com base metálica; a diferença é que para Itaboraí a estabilidade cambial se faria com o enxugamento do meio circulante e para Rui Barbosa, isto não era tarefa simples, pois a instabilidade cambial é quase que uma consequência da estrutura econômica do país.

justificam um maior volume de meios de circulação: o elevado entesouramento e a baixa velocidade de circulação da moeda:

*“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 circunstâncias 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)*

Esta emissão de moeda devia ser aumentada a fim de se adaptar à demanda. Porém, esta não podia “sobrecarregar a circulação”. Novamente surgia a questão do controle. Esta questão ainda 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; sobe, quando ela enrarece.”* (Op. cit. pg. 122) Por outro lado, deve-se evitar o governo diretamente como emissor: *“... de todos os gêneros de moeda fiduciária, a que pior cotação goza em economia política, é o papel-moeda emitido pelo Tesouro.”* (Op. cit. pg. 201) A razão para isto é que o governo não é capaz de emitir conforme as necessidades “da praça”, suas emissões são independentes desta, estando condicionadas politicamente. Ao governo continua a função fiscalizadora: *“pelo fato de conferir um privilégio na faculdade exclusiva de emissão não adquire o estado o Estado o direito de administra-lo. Fiscaliza-lo, sim, esse é o seu direito e o seu interesse.”* (Op. cit. pg. 180)

Porém, em outra parte do mesmo discurso verifica-se que a função do governo vai além da simples fiscalização, e se prevê a ação preventiva do governo.

*“O único perigo verificável no plano do Banco da República seria o de a sua emissão invadissem torrencialmente o mercado (...) 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.”* (Op. cit. pg. 168)

Temos aqui ainda que introduzir um ponto importante no pensamento de Rui Barbosa a questão da pluralidade contra a unicidade das emissões. Barbosa 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. “*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.*” (Barbosa, 1893, 156). Apesar da pluralidade emissora melhor atender à necessidade dos negócios, isto também poderia ser alcançado por 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. 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.<sup>23</sup> Outra vantagem do banco central é o seu poder de atuação no mercado cambial dando maior estabilidade à taxa de câmbio, controlando a especulação exercida pelos bancos internacionais, tida por Barbosa como um dos elementos a instabilizarem o mercado.

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 e defendendo um grande organismo controlador da política monetária e cambial. A queda do câmbio ocorrida na sua gestão estava relacionada à problemas na balança de capitais<sup>24</sup> e o processo especulativo já havia se iniciado na gestão do Visconde de Ouro Preto, último Ministro da Fazenda do Império - era, portanto uma herança monárquica.

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

---

<sup>23</sup> A explicação de Barbosa se encontra no discurso de 12 de janeiro de 1892, publicado com o título “Os bancos emissores” em **Finanças e Política da República** (1893).

<sup>24</sup> 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.

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 débito e crédito internacionais, e a taxa do câmbio apesar disto é baixa - devemos ver nesta baixa simplesmente a prova e a medida 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 Tesouro<sup>25</sup>. 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 emissões<sup>26</sup> 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 imiscuíra 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 ao 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 constituir-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 suas operações criteriosas, que permitem obter dinheiro em um momento dado. Esta é a verdade.” (apud Andrada, 1923, pg. 296)*

---

<sup>25</sup> Entre os contendores podem identificar entre aqueles que defendem a encampação do meio circulante pelo governo Oiticica, Leopoldo Bulhões, Campos Salles, Rangel Pestana, Rodrigues Alves etc. Pela reorganização do sistema bancário havia Francisco Glycerio, Matta Machado, Erico Coelho, Serzedello Correa, Mayrinck.

<sup>26</sup> 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 providencia 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 bancaria, 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 providencia, que de um lado, evitará as falsificações, e, de outro, trará facilidade às transações.” (apud Andrada, 1923, pg. 268)

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.<sup>27</sup> 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.<sup>28</sup>

### **3. Joaquim Murinho: moeda, cambio e artificialismos**

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, mas representam um valor*

---

<sup>27</sup> 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.

<sup>28</sup> Segundo Pelaez e Suzigan (1975), Murinho era fortemente influenciado por J.P. Willeman.

*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 caráter 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 inconversível, 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 inconversível esta é só uma possibilidade, bastante remota já que



depende apenas do comportamento prudente do banco<sup>29</sup>, 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 conversibilidade 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)*

No que concerne à 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 improditivos, 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)*

Isto foi, segundo Murtinho, 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 Murtinho temos 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.” (Murtinho, 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.

---

<sup>29</sup> Não existem freios automáticos à emissão como na moeda metálica.

Do lado das indústrias, as empresas criadas eram consideradas por Murtinho 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.” (Murtinho, 1980, pg. 185)<sup>30</sup>*

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 Murtinho estabelece um parâmetro 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 Murtinho<sup>31</sup>:

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

---

<sup>30</sup> Murtinho 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.” (Murtinho, 1980, pg. 148)

<sup>31</sup> 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.

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)<sup>32</sup>*

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 Murtinho, 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.”<sup>33</sup> (Murtinho, 1980. Pg. 205)

---

<sup>32</sup> 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 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” (Murtinho, 1980, pgs. 236 237)

<sup>33</sup> 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 Murtinho 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.

#### 4. A crítica de Vieira Souto à Joaquim Murтинho

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 compromissos 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.<sup>a</sup> tenha saído do terreno da aspiração para aplicar um remédio infinitamente mais ruinoso do que o próprio mal. S. Ex.<sup>a</sup>, 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.<sup>a</sup> 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 Murтинho, 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 depaupera 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 critica 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 efetua, 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)<sup>34</sup>*

---

<sup>34</sup> 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 Murtinho a alta da taxa de juros não estava relacionada à falta de numerário mas aos problemas de inadimplência e desconfiança no sistema bancário nacional.

## Considerações Finais

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.<sup>35</sup> Dentre estes historiadores financeiros brasileiros podemos citar J. Pandiá Calógeras, Antonio Carlos Ribeiro de Andrada, Ramalho Ortigão, Carlos Inglez 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,<sup>36</sup> 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.<sup>37</sup> 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 e a resistência que novas idéias possuem.

---

<sup>35</sup> 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

<sup>36</sup> 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.

<sup>37</sup> A utilização das análises históricas como ponto de apoio nos debates travados acerca da política monetária, como vimos, é uma marca das controvérsias brasileira.

## **Bibliografia**

- ANDRADA, Antonio Carlos Ribeiro de (1923). **Bancos de Emissão no Brasil**. Rio de Janeiro: Leite Ribeiro
- BARBOSA, Rui (1949b). “. Relatório do Ministro da Fazenda.” In: **Obras Completas de Rui Barbosa**. Vol. XVIII, 1891, tomo III. Rio de Janeiro: Ministério da Educação e Saúde
- BARBOSA, Rui (1949b). “Anexos ao Relatório do Ministro da Fazenda.” In: **Obras Completas de Rui Barbosa**. Vol. XVIII, 1891, tomo IV. Rio de Janeiro: Ministério da Educação e Saúde.
- BARBOSA, Rui (1892). **Finanças e Política da República: Discursos e Escriptos**. Rio de Janeiro: Companhia Impressora.
- FRANCO, Gustavo H. B. (1992). “A Primeira Década Republicana.” In: ABREU, Marcelo de Paiva. (org.) **A Ordem do Progresso. Cem Anos de Política Econômica Republicana. 1889 -1989**. Rio de Janeiro: Campus.
- FRACO, Gustavo e LAGO, L. A. C. (2011) “A economia na República velha: 1889 – 1930” **Texto para discussão PUC-RJ** n.º 588
- FRITSCH, Winston (1980). “Aspectos da Política Econômica no Brasil, 1906 - 1914.” In: NEUHAUS, Paulo. (org.) **Economia Brasileira: uma visão histórica**. Rio de Janeiro: Campus.
- FRITSCH, Winston (1985). “Sobre as Interpretações Tradicionais da Lógica Política da Política Econômica na Primeira República.” In: **Estudos Econômicos**, 15 (2), maio/agosto.
- MURTINHO, Joaquim. (1980). **Idéias Econômicas de Joaquim Murтинho**. Cronologia, Introdução, Notas Bibliográficas e textos selecionados por Nícia Villela Luz. Brasília: Senado Federal.
- NEUHAUS, Paulo. (1975) **História Monetária do Brasil. 1900 - 45**. Rio de Janeiro: IBMEC.
- SAES, Flávio Azevedo Marques de (1986a). **A Grande Empresa de Serviços Públicos na Economia Cafeeira**. São Paulo: Ed. HUCITEC
- SAES, Flávio Azevedo Marques de (1986b). **Crédito e Bancos no Desenvolvimento da Economia Paulista. 1850 -1930**. São Paulo: IPE-USP
- SOUTO, Luis Raphael Vieira. (1980) **O Último Relatório da Fazenda**. In: MURTINHO, Joaquim. **Idéias Econômicas de Joaquim Murтинho**. Cronologia, Introdução, Notas Bibliográficas e textos selecionados por Nícia Villela Luz. Brasília: Senado Federal
- VILLELA, Annibal Villanova & SUZIGAN, Wilson (1973). **A política do governo e crescimento da economia brasileira (1889 - 1945)**. Rio de Janeiro: IPEA/INPES.

TOPIK, Steven (1981). “A Empresa Estatal em um Regime Liberal: O Banco do Brasil. 1905 - 1930.” In: **Revista Brasileira de Mercado de Capitais**, Vol. 7, n.º 19, janeiro/abril

TRINER, G. (1991). “Os Bancos Brasileiro na Economia: 1906 - 1918.” In: **Estudos Econômicos**, 21 (3), setembro/dezembro