

Lições da década de 1890 para a de 1980 *

ALBERT FISHLOW **

Este trabalho analisa as crises de endividamento da Argentina e do Brasil na década de 1890, discutindo a importância da política monetária interna vis-à-vis os fatores externos como causadores da desvalorização e determinando o papel diferenciado dos influxos reduzidos de capital na Argentina em comparação com o Brasil. É ressaltada a diferença na aceitação de títulos brasileiros e argentinos no mercado londrino e as consequências da avaliação do mercado para o desafogo da dívida. Também são comparados os ajustes internos que se fizeram necessários na década de 1890 para se conseguir o equilíbrio do balanço de pagamentos. O estudo termina traçando paralelos entre os padrões cíclicos de desenvolvimento periférico com financiamento externo da década de 1890 e a dependência da dívida por parte dos países em desenvolvimento nas décadas de 1970 e 1980.

1 — Introdução

O problema do endividamento dos países em desenvolvimento na década de 1980 fez ressurgir o interesse pelas crises financeiras do passado. Esta busca de esclarecimento vem muito a propósito, pois o que é uma novidade na experiência de 1945 para cá, por causa de menores fluxos, na sua maioria públicos, para os países em desenvolvimento até 1970, tem um amplo precedente em período anterior.

Com efeito, a principal região em que se localiza o problema atual — a América Latina — já foi cenário de repetidos episódios de expansão financeira, com retração subsequente, com destaque para as décadas de 1820, 1870, 1890 e 1930. As de 1830 e 1850 não foram incluídas por causa da concentração de influxos nos Estados Unidos naqueles anos e pela reação aos *defaults* dos anos 1820. De modo regular, inversamente associado às longas flutuações do investimento interno na Grã-Bretanha, o capital estrangeiro fluía para países periféricos para financiar obras de

Nota do Editor: Tradução não revista pelo autor.

* Meus agradecimentos a Menzie Chinn, pela ajuda importante nas pesquisas e seus valiosos comentários, e também a Eliana Cardoso e a dois *referes* brasileiros anônimos, por observações construtivas a uma versão anterior deste trabalho.

** Da Universidade da Califórnia, Berkeley.

infra-estrutura, seguindo-se uma crise de superextensão e um período de calmaria.¹

A comparação do atual declínio das rendas na América Latina com a experiência da Grande Depressão é óbvia, e Díaz-Alejandro foi um dos primeiros e mais destacados participantes desta discussão. Suas simpatias eram bem claras, bem como sua inclinação (embora algumas vezes moderada) em favor das reações políticas adotadas então, e de novo recentemente, por muitos países latino-americanos, confrontados com uma situação internacional adversa: "Em um mundo com mudanças inesperadas dos termos de intercâmbio, protecionismo imprevisível e alta mobilidade do capital, o compromisso com taxas de câmbio fixas, conversibilidade ilimitada e regras monetárias do tipo padrão-ouro me parecem drásticas e arriscadas" [Díaz-Alejandro (1983, p. 32)].

A década de 1890, e suas possíveis lições, teve um escrutínio menos pormenorizado. O trabalho recente de Charles Kindleberger ajudou a suprir esta lacuna. A sua conclusão de que, "de todas as crises nos últimos cem anos, aproximadamente, [a crise de 1890-93] é a que mais se assemelha às dificuldades por que o mundo está passando em 1983", justifica ao menos um segundo exame [Kindleberger (1978, p. 217)]. Minha perspectiva, no entanto, será outra: pretendo focalizar apenas as experiências comparadas da Argentina e do Brasil durante o período, como base para as observações finais sobre a relevância dos anos 1890 para a década de 1980.

A Seção 2, a seguir, mostra, de modo bastante condensado, a história das flutuações econômicas dos dois países ao final do século XIX. Tanto a Argentina como o Brasil, embora com diferenças importantes, experimentaram períodos de prosperidade (*booms*) durante os anos 1890, seguidos por crises de endividamento e maus momentos na década seguinte. A Seção 3 analisa a contribuição relativa das políticas internas e das mudanças nas condições externas (especialmente os preços das *commodities* e o acesso ao mercado externo) para os ajustes que se fizeram necessários. A Seção 4 examina o comportamento dos mercados de capital mais detalhadamente. Há uma ênfase especial na valorização dos títulos argentinos e brasileiros no mercado londrino e as implicações da reação do mercado sobre os novos fluxos de capital. A Seção 5 trata do ajustamento interno nos dois países e do papel do declínio da renda real e dos salários, como meio de facilitar o aumento da produção para exportação e para substituição de importação, e a redução da demanda de produtos importados. A Seção 6 traça paralelos com a situação atual.

¹ Para uma discussão deste processo, para um período mais longo, ver Fishlow (1985).

2 — História estilizada

2.1 — Prosperidade e crise

Houve, no último quarto do século XIX, uma integração progressiva dos produtores periféricos de matérias-primas à economia internacional. O capital britânico foi o ingrediente central nesse processo, financiando a construção de ferrovias que davam acesso a novas zonas de produção e permitiam que os países recipientes vivessem além de seus meios através de excedentes de importação. A renda alta atraía o trabalho imigrante necessário para povoar países ricos em recursos naturais e alargar a fronteira econômica do mundo. Essa combinação gerou, conseqüentemente, um suprimento crescente de exportações de produtos primários que justificaram os investimentos iniciais e estabeleceram as bases para a continuação do crescimento econômico nos países periféricos e a rápida expansão do comércio internacional.

Contudo, os fluxos migratórios e de capital não eram regulares. Os investimentos de infra-estrutura exigiam longos períodos de gestação até serem rentáveis. Os preços das *commodities* eram sujeitos a flutuações. O suprimento de capital estrangeiro era suscetível a períodos de grande entusiasmo e, é claro, a tempos de desapontamento. Esta longa oscilação foi bastante pronunciada nos anos 1880 e 1890 na América Latina. Entre 1886 e 1890, cerca de £ 130 milhões de solicitações para investimentos em carteira na região citada foram registrados no mercado de Londres; em 1891/95, o total comparável foi de £ 26 milhões.²

A Argentina e o Brasil foram participantes ativos neste processo de desenvolvimento periférico, sendo os maiores recipientes de investimentos na região. As estimativas sugerem que, em 1886/90, £ 63 milhões de emissões se destinaram à Argentina e £ 24 milhões ao Brasil.³ Como disse um proeminente historiador da Argentina, “os investimentos britânicos durante a década de 1880 se expandiram a uma taxa espantosa para os padrões da época e acima da que se registrou em qualquer década subsequente” [Ferns (1960, p. 397)]. Existia, além disso, o investimento direto não registrado nas operações financeiras convencionais e, até mesmo, compra local de títulos. Há o caso especial de uma proporção considerável de cédulas argentinas expressas em moeda local e emitidas por bancos hipotecários para crédito a produtores rurais e que circularam no exterior.

² Segundo estimativas de opções de compra no mercado londrino, feitas por Matthew Simon, republicadas em Hall (1968, p. 40).

³ Estimativas que são comparáveis, *grasso modo*, com as de opções de compra de Simon foram tiradas, no caso argentino, de Ford (1962, p. 195) e, no caso brasileiro, de Franco (1983, p. 41).

Os resultados mais notáveis desse influxo substancial de capital aparecem diretamente nos índices físicos de construção de estradas de ferro: a rede argentina quase dobrou, indo de 5.800 km em 1886 para 12.500 km em 1891 [ver Ernesto Tornqvist & Co. (1919, p. 117)]; no Brasil, o aumento correspondente foi de 7.600 km para 10.600 km [ver IBGE (1940, Apêndice, p. 1.336)]. O corolário da melhoria do transporte interno foi uma expansão do comércio internacional. As exportações da Argentina cresceram, em volume, a uma taxa anual de 9% entre 1886 e 1890, mas enfrentaram preços aviltados. No Brasil, as receitas nominais cresceram a uma taxa semelhante, porém em razão de preços altos e não de maior quantidade. O aumento da produção de café da nova fronteira ainda estava por vir, devido à decalagem entre o plantio e a colheita.⁴

O comércio exterior não foi a única medida do aumento da atividade econômica. Uma outra foi a imigração. A imigração líquida para a Argentina atingiu um pico em 1889 de 220.000 — o máximo até 1914, depois de manter uma média de mais de 100.000 nos quatro anos anteriores. A imigração bruta para o Brasil, onde houve uma contrapartida sazonal menor, chegou ao máximo em 1891, com 217.000, tendo tido uma média de 90.000 nos quatro anos anteriores.⁵ Documentos da época também dão notícia do aumento do investimento interno e proclamam um período de progresso econômico.

No entanto, apesar destes sinais de prosperidade, a segunda metade da década de 1880 não foi inteiramente tranqüila nos dois países. Paradoxalmente, a situação externa favorável facilitou experiências econômicas internas e agudas dissensões políticas.

Na Argentina, a política econômica foi francamente expansionista, chegando às raias do excesso. O país havia abandonado o padrão-ouro em 1884, em favor de um padrão monetário não-conversível. Com isso, a responsabilidade pelo equilíbrio do balanço de pagamentos passou da oferta de moeda para a taxa de câmbio. Na ausência daquele elemento moderador, prevaleceu o crédito fácil. A emissão de notas aumentou de

⁴ Não existem medidas diretas da produção para este período. As contas nacionais da Argentina, estimadas pela Comissão Econômica para a América Latina, têm início em 1900 [ver Díaz-Alejandro (1970, Apêndice, Tab. 19, p. 418)]. As estimativas de Contador e Haddad (1975) para o Brasil, embora usadas algumas vezes, são pouco apropriadas, pois dão simplesmente o valor nominal das importações deflacionadas por um índice de paridade do poder de compra. Assim sendo, não correspondem a volumes comerciais reais e refletem amplamente os movimentos da taxa de câmbio. Não é de admirar, portanto, que seja apresentado um declínio no início da década de 1890, enquanto que, posteriormente, a política deflacionária produza um grande aumento de produção. Notem-se, também, as mudanças extraordinariamente grandes nos preços, medidos pelo índice de paridade do poder de compra. Os dados de exportação para a Argentina são estimativas revistas baseadas mais no mercado que em preços oficiais [ver Dieguez (1972)], enquanto os dados para o Brasil são tirados de IBGE (1940, Apêndice, p. 1.353).

⁵ Os dados de migração na Argentina são de Ernesto Tornqvist & Co. (1919, p. 15); para o Brasil, ver Graham (1973, p. 33).

75 milhões de pesos em papel em 1885 para 245 milhões em 1890, em parte como consequência da abertura de bancos de província em razão de novas exigências menos rigorosas. Os gastos públicos também contribuíram para isso; os déficits do governo central aumentaram de 30% das receitas em 1886 para quase 50% em 1888 e 1889. Em reação a estes impulsos expansionistas, a taxa de câmbio passou a ter um ágio, subindo de início rapidamente até 37% em 1885, depois com margens menores, até sofrer nova pressão de alta em 1889 e 1890. A própria alta progressiva do prêmio sobre o ouro contribuiu para o aumento dos gastos do governo. O serviço da dívida externa, que já representava quase 40% das despesas em fins da década de 1880, estava vinculado ao ouro, enquanto as receitas, até 1891, eram arrecadadas em papel.⁶

A Crise Baring, em novembro de 1890, foi precedida pelo que John Williams, usando expressões pouco características, chamou de “deboche financeiro e monetário”. Os observadores londrinos e o mercado estavam a par da inflação na Argentina e da depreciação da taxa de câmbio. Os que possuíam cédulas de peso sofreram perdas de capital, sem nada poder fazer. Mesmo assim, não havia muita necessidade de austeridade no plano interno, enquanto os fluxos de capital continuassem a subscrever os aumentos de despesas. Ferns descreve o governo do Presidente Juárez Celman como “o menos qualificado que se possa imaginar para adotar as medidas de severidade necessárias e a sociedade argentina de 1888/89 como a menos passível de suportá-las”. Eles não eram os únicos culpados. Os esforços do governo para obter um aumento do apoio financeiro no exterior, à medida que a situação se deteriorava em 1889, se defrontavam com as condições, por parte dos banqueiros estrangeiros, de adoção de um programa ortodoxo de estabilização. Contração, ainda por cima por imposição externa, era inaceitável para uma liderança política que já havia alardeado a possibilidade de pagar o empréstimo de 1872 em pesos-papel, como um meio imposto unilateralmente para o desafogo da dívida. A oposição interna ao Presidente Celman aumentava, enquanto circulavam estórias de corrupção e ganhos privados auferidos com os empréstimos externos. Uma proposta tardia de austeridade por parte dos argentinos iniciou nova rodada de negociações internacionais, que vieram a fracassar novamente pela incapacidade do governo no sentido de cumprir o prometido. Em julho, houve um levante, e Celman renunciou em 6 de agosto, dando lugar a um novo governo que se comprometia a adotar uma política interna mais responsável [ver Williams (1971, p. 114) e Ferns (1960, p. 441)].

A Crise Baring estourou em novembro de 1890, antes daquelas medidas surtirem efeito. A firma Baring Brothers foi uma vítima da fé excessiva numa expansão argentina ininterrupta. Eles subscreveram e continuaram a reter uma emissão de 1888 para o serviço de abastecimento de água

⁶ Para dados de finanças públicas, ver Ernesto Tornqvist & Co. (1919, Cap. XII, p. 276); com relação à emissão de papel-moeda, ver Ford (1962, p. 195).

de Buenos Aires que o mercado não tinha condições de absorver, devido às dívidas crescentes sobre a situação argentina. A Baring foi levada a uma insolvência indolor através de uma intervenção oportuna do governo inglês, do Banco da Inglaterra e da comunidade bancária inglesa. Aquela solução, conquanto tenha evitado uma crise financeira internacional de grandes proporções, nada fez para manter o fluxo de recursos para a América Latina, que praticamente cessou daí em diante. A Argentina, em fins de 1890, enfrentava o espectro de um ajuste drástico do balanço de pagamentos sem ajuda de financiamento. Dentro em pouco, o país foi forçado a suspender o serviço da dívida externa e a iniciar negociações para discutir suas obrigações.

O caminho que o Brasil seguiu até o Empréstimo Consolidado de 1898, que evitou o *default*, foi semelhante quanto à contribuição da expansão interna, mas diferente na severidade e no *timing* da redução dos influxos de capital. A política econômica interna na década de 1880 começou com uma base conspícua e conscientemente conservadora. Os déficits fiscais, e eles existiram, especialmente entre 1882 e 1886, foram financiados pelas dívidas interna e externa, em vez de emissão de moeda. Por detrás disso havia a filosofia do padrão-ouro, o objetivo imediato era a restauração da conversibilidade cambial à paridade oficial de 27 *pence* por mil réis. Enquanto a taxa de câmbio permanecesse abaixo daquele ponto, como foi o caso, as regras do padrão-ouro exigiam uma retração monetária interna.⁷

A aceleração da expansão econômica na segunda metade da década fez surgir a demanda por maior crédito. A isto se seguiu um debate interno entre os adeptos do padrão-ouro e os que procuravam um suprimento de moeda mais elástico, para atender às necessidades do comércio. A essas correntes, veio somar-se uma outra, bem poderosa: a Abolição da escravidão, decretada finalmente em 1888, fez surgir novas pressões de interesses poderosos na agricultura. Eles queriam um acordo monetário que não apenas sustentasse um novo mercado de trabalho baseado em salários, mas que também permitisse crédito barato para compensar as perdas decorrentes da emancipação. Essas preocupações eram tanto mais graves pelo aumento da incerteza política que ameaçava a continuidade do Império: os conservadores adquiriram subitamente uma voz mais forte. Por outro lado, o balanço de pagamentos forte por causa dos preços favoráveis do café e de influxos de capital ocasionou um acúmulo de reservas e o fortalecimento da taxa de câmbio, que começou a se aproximar do par. A ocasião era propícia para uma política monetária mais expansionista.

Foi preciso esperar a Proclamação da República em novembro de 1889 para que houvesse a conversão definitiva para a heterodoxia monetária. A conversibilidade da taxa de câmbio deixou de ser o objetivo principal

⁷ Para a discussão deste assunto, foi seguida a análise recente de Franco (1983) sobre a reforma monetária da década de 1880. Ver também a opinião daquela época, mas ainda válida, em Calógeras (1960).

da política interna. As necessidades de desenvolvimento viriam a determinar a oferta monetária. A taxa de juros interna seria a medida de sua conveniência. A taxa de câmbio, ligada ao balanço de pagamentos, se ajustaria sozinha, à medida que crescia o potencial de exportações. Sob a orientação e a defesa do Ministro da Fazenda Rui Barbosa, o suprimento de dinheiro expandiu-se 94% em 1891. Foram tomadas medidas especiais de ordem financeira com relação à indústria. Foi-se criando um ambiente de *boom*, no qual o crescimento real e a atividade especulativa se fundiram no que veio a ser chamado de Encilhamento.⁸

O mil-réis sofreu uma rápida desvalorização em 1890 e 1891, continuando sua queda até 1898. A confiança externa estava abalada não apenas por causa dessas políticas expansionistas da nova República, como por uma sucessão de incertezas políticas que levaram à renúncia do primeiro presidente republicano, Marechal Deodoro da Fonseca. E isso sem se mencionar os efeitos negativos da Crise Baring sobre as avaliações da credibilidade da América Latina e outras regiões. Pouco tempo depois, começaram as rebeliões abertas e sua repressão militar, em 1893 e 1894. O que surpreende é que, a despeito do acúmulo de problemas tanto internos como externos, o Brasil tenha conseguido evitar um *default* decisivo.

Até 1897, através de uma combinação de aumento dos impostos internos e da cobrança de tarifas mais altas, além da continuação, embora limitada, do acesso a empréstimos externos, o governo atendeu a suas obrigações. E o fez apesar do crescimento do serviço da dívida decorrente da depreciação cambial. As necessidades de libras esterlinas do governo para efetuar seus pagamentos externos foram mais que duplicadas entre 1892 e 1894, chegando a representar mais de 100% do superávit comercial de 1894. Um novo empréstimo externo em 1895 evitou o desastre, mas não evitou que os encargos do serviço da dívida absorvessem um quarto do total das receitas do governo federal em 1897. O governo procurou obter novo empréstimo, mas foi desencorajado por seus banqueiros londrinos. O Brasil sucumbiu em um *default* virtual, com um gemido, ao invés de um estouro.

2.2 — A solução da crise e o ajustamento

O problema da Argentina, por causa de sua ligação direta com a Crise Baring, foi objeto de atenção imediata por parte dos banqueiros londrinos. A capacidade da Baring no sentido de liquidar seus interesses na Argentina de maneira ordenada dependia da restauração da confiança na economia argentina e perspectiva de governos responsáveis. Além disso, a continuação da lucratividade dos grandes investimentos britânicos em ferrovias de-

⁸ As conseqüências reais relevantes do Encilhamento foram enfatizadas em Fishlow (1972). Para uma análise mais recente, ver Levy (1980).

pendia da reversão da tendência de aceleração do ágio do ouro, que reduzia os lucros em libras esterlinas. Reuniu-se imediatamente um comitê internacional de banqueiros, presidido por Lord Rothschild. Com a ausência dos concorrentes franceses e alemães, cujos representantes preferiam um empréstimo menos generoso, chegou-se a um acordo em março de 1891.

O acordo previa que se concedesse um empréstimo de £ 15 milhões para que o governo federal pudesse continuar a atender ao serviço da dívida por um período de três anos. A contrapartida argentina desses recursos deveria ser usada em parte pelo governo para a redução do volume de moeda em circulação. A lógica desse tipo de apoio externo partia da idéia de que o *default* argentino era essencialmente desenvolvimentista: um aperto temporário, que se resolveria facilmente mais tarde com o crescimento econômico. Uma política interna equilibrada apressaria o fim do problema de liquidez [ver Williams (1971, p. 123)].

Apesar do empréstimo Rothschild, os preços dos títulos argentinos continuaram a descer, e a economia não dava sinais de recuperação real. Havia duas explicações para isso: uma era que a política interna da Argentina continuava instável, com o surgimento de incertezas. Os proprietários de terras eram a favor da inflação, pois suas dívidas hipotecárias eram fixadas quase todas em pesos, tendo o valor diminuído com a alta dos preços internos. As desvalorizações também representavam ganhos, por meio do aumento dos lucros com as exportações, de vez que os salários no país não acompanhavam totalmente a alta dos preços das exportações. Em meio a um declínio na produção e com uma eleição bem próxima, a deflação no plano interno não seria uma medida popular.

Mas o empréstimo de £ 15 milhões, embora considerado generoso pelos credores, também se tornou insuficiente, depois dos ingressos voluntários de capital muito maiores que antecederam a crise. Estes, no período 1888/89, atingiram a média anual de £ 40 milhões e, em 1890 somente, £ 15 milhões. A solução Rothschild correspondia apenas aos juros devidos pelo governo federal, excluindo as necessidades de moeda estrangeira dos governos das províncias e dos investidores privados estrangeiros. Com relação ao total do serviço da dívida, o empréstimo só representava cerca de um terço das obrigações da Argentina. Deste modo, não poderia evitar o declínio dramático das importações, de mais de 50% em 1891, com uma queda correspondente da renda real. Na verdade, o empréstimo aliviou as pressões imediatas sobre o governo federal para que aumentasse sua participação na renda interna, com base em um aumento de impostos e/ou redução dos gastos. O acordo Rothschild, portanto, não evitou uma onda de sentimento antibritânico e a pecha de causadores da depressão interna.

Muita gente, e não apenas argentinos, achava que um *default* mais tradicional teria sido preferível. Assim escreveu o cônsul americano em Buenos Aires:

“Não creio que o governo tenha, ou chegue a ter por vários anos, os recursos necessários para honrar o serviço de suas obrigações, com

todas as economias que ele possa obter e todos os superávits que possa acumular por meio de aumento de tarifas e da carga tributária. Não creio que ele vá se encontrar em uma situação muito melhor do fim de três anos de moratória, para voltar a pagar juros de sua dívida em cédulas e títulos, do que se encontra agora. A moratória, que parece ter sido, em princípio, destinada a ajudar a firma falida de Baring Brothers & Co., ou melhor, os credores daquela casa, só fez, com relação à Argentina, adiar o dia do pagamento e da liquidação final, aumentando desnecessariamente a dívida consolidada do país. Teria sido um alívio geral para o governo se entrasse em *default* de uma vez e logo tivesse se colocado em posição de receber propostas de seus credores, deixando a Baring Brothers ir simplesmente à falência. Pois, na minha opinião, a única esperança da Argentina é um escalonamento do total de sua dívida ou um refinanciamento da mesma a uma taxa de juros mais baixa.”⁹

Essa foi, certamente, a opinião do novo ministro das Finanças do governo Saenz Peña, eleito em 1892. Contrair novas dívidas não era considerada uma maneira apropriada de pagar as dívidas antigas, ainda mais com o novo empréstimo consolidado sendo vendido com grande desconto. A determinação do ministro Romero no sentido de terminar o acordo antigo logo se concretizou com o novo acordo de 1893, o *Arreglo Romero*. Ele veio a substituir um período determinado de serviço da dívida reduzido pela capitalização dos juros do acordo de 1891. Durante cinco anos, os pagamentos de juros deveriam ser reduzidos em uma média de 30% e a amortização suspensa até 1901. Além disso, a dívida em *default* das províncias deveria eventualmente ser consolidada nas mãos do governo central, o que terminou sendo feito com desconto, e as garantias das estradas de ferro canceladas. Embora o *Arreglo* tenha sido recebido, de início, com frieza tanto em Buenos Aires como em Londres, o acordo foi mantido e serviu de base para o serviço posterior da dívida.

O desafoço da dívida foi talvez tão importante do ponto de vista político como do econômico. O acordo não economizou grande coisa. O serviço da dívida completo, incluindo as garantias das ferrovias e os títulos internos em ouro, poderia ter chegado a 10 milhões de pesos-ouro ou mais de 2 milhões de libras esterlinas. Portanto, o *Arreglo* foi menos generoso que o empréstimo consolidado. O ex-ministro das finanças, Vicente Lopez, atacou o plano, comentando: “A análise... demonstra que, na realidade, não há motivo para continuar a exhibir a nação como falida, em frente a nossos credores estrangeiros”. A resposta dava ênfase a um ganho ligeiramente maior, mas, o que era mais importante, à necessidade daquele alívio para equilibrar as contas do governo federal.¹⁰ Mesmo

⁹ *Reports from the consuls of the United States*, vol. XXXVIII, p. 453, Washington, 1892.

¹⁰ Ver discussão em *Review of the River Plate*, 16-9-1893, p. 11.

em condições de *default* desenvolvimentista, a capacidade financeira do setor público era primordial. E, se os estrangeiros pudessem pagar, ao invés dos argentinos, por meio de empréstimos, tanto melhor.

Os credores concordaram porque o mercado rejeitou a solução do empréstimo: o empréstimo consolidado a 6% foi vendido com deságio de até 50% em várias ocasiões. Assim, o custo dos juros do empréstimo excedia, de muito, a taxa de aumento das receitas do governo, levando a um aumento da carga tributária à qual Romero se opunha. Na verdade, o governo argentino não usou os títulos consolidados integralmente. Embora uma eventual melhoria econômica pudesse ter alterado as relações cruciais entre a taxa de juros efetiva e a expansão da atividade econômica, no auge da depressão de 1893 era melhor manter a Argentina andando do que arriscar um *default* declarado. Os credores tinham esperança de um acordo sobre as dívidas das províncias, que representavam cerca de 70% da dívida nacional. Por não estarem sendo pagas, foram a causa principal do alívio do balanço de pagamentos conseguido pela Argentina durante a década de 1890. Entre 1897 e 1900, o governo federal assumiu a dívida das províncias, em títulos do tesouro com renda de 4%, avaliados a menos de 60% de seu valor nominal. Aquele ganho, que só foi formalmente admitido bem depois da crise, valeu muito mais do que o *Arreglo*.¹¹

A recuperação econômica eventual, que restaurou a credibilidade da Argentina, foi alimentada pelo aumento das exportações e uma balança comercial largamente positiva. Depois de 1893, foram conseguidos superávits todos os anos até o fim da década de 1890, culminando com uma diferença de mais de 50% das exportações sobre as importações em 1899. Os rápidos aumentos dos volumes eram reforçados pela alta dos preços das exportações, que subiam de 7 a 10% por ano, segundo estimativa de várias fontes. O progresso das contas comerciais foi tal que os pagamentos dos juros recomeçaram integralmente em 1897, um ano antes da data estipulada pelo *Arreglo*. Os empréstimos estrangeiros também se recuperaram, mas nunca foram suficientes para compensar o serviço da dívida pelo resto da década. Somente no início do século XX é que houve outro *boom*, com transferências positivas de recursos através de superávits de importações.

Enquanto isso, a política interna era convenientemente conservadora, restringindo a demanda agregada e as importações. O volume das emissões de moeda permaneceu virtualmente constante após 1893. As finanças públicas foram mantidas sob controle, com os déficits diminuindo em relação às receitas. As fontes internas de tributação cresceram, uma vez que, se nos fins da década de 1880 os impostos de importação e de expor-

¹¹ O governo federal trocou 86 milhões de pesos-ouro em títulos de 4% por 151,8 milhões de pesos-ouro em títulos das províncias, segundo o Relatório do Ministério das Finanças (1899), citado por Peters (1978, p. 47).

tação representavam bem mais de 70% das receitas, em 1899 esta proporção havia sido reduzida para 50%, apesar do crescimento comercial.¹²

Em 1900, a Argentina já tinha uma situação sólida o bastante para voltar ao padrão-ouro. E o fez não à paridade anterior, mas a uma que refletia a taxa de câmbio em vigor. De fato, a conversibilidade passou a ser adotada, para evitar a valorização contínua do peso, em detrimento dos interesses da exportação de produtos agrícolas.

O problema da dívida no Brasil, como já vimos, ficou bem atrás do da Argentina. A sua solução foi menos dramática e dependeu mais de medidas internas. O serviço da dívida foi mantido sem interrupção através dos anos críticos do início da década de 1890, que se seguiram à Crise Baring. Quando a possibilidade de uma moratória foi aventada em 1897, os banqueiros do Brasil, os Rothschild, à semelhança do que haviam feito na Argentina, preferiram um novo empréstimo consolidado para cobrir a continuação dos pagamentos de juros, em lugar de um desafogo da dívida. O empréstimo consolidado de 1898 totalizou mais de £ 8 milhões, cobrindo despesas do governo previstas para o pagamento de juros da dívida externa durante três anos. A amortização dos empréstimos também foi suspensa por 13 anos, o que reduziu ainda mais os pagamentos necessários. Por sua vez, o Brasil concordou em não contrair nenhum empréstimo novo, interno ou externo. A situação dos mercados financeiros tinha melhorado tanto nos fins da década de 1890, e tamanha foi a reação otimista ao problema do Brasil, que os títulos foram vendidos ao par, "um sucesso financeiro só igualado uma vez antes na história do país" [ver Calógeras (1939, p. 303, n. do t.)].¹³

A contrapartida interna do acordo, como no plano argentino de 1891, era o compromisso brasileiro de retirar de circulação notas do Tesouro, em proporção à emissão dos títulos consolidados. Estes deveriam ser depositados em três bancos estrangeiros no Rio de Janeiro e destruídos, a não ser que, neste meio tempo, a taxa de câmbio houvesse subido para tornar válida sua conversão. Isto quer dizer que receitas que estariam sendo destinadas ao pagamento da dívida externa seriam usadas para diminuir a oferta monetária, que parecia ser a responsável pela deplorável situação cambial. A finalidade do empréstimo era compensar o aperto cambial e não subscrever o déficit do setor público. Assim, o aumento da receita era o objetivo da política governamental. Os impostos internos subiram e foram estendidos a novos produtos. As estradas de ferro do governo federal passaram para empresas privadas, em regime de concessão, e foram votadas novas sobretaxas em ouro sobre as tarifas alfandegárias.

¹² Os dados sobre a distribuição de receitas ao fim da década de 1880 foram tirados de Randall (1977, Vol. 2, p. 221); para 1899, ver Ernesto Tornqvist & Co. (1919, pp. 288-9).

¹³ Os dados sobre empréstimos externos, publicados em IBGE (1940, Suplemento, p. 1.423), indicam que houve duas vendas anteriores, ao par, em 1825 e 1859.

Este programa deflacionário foi dirigido pelo Ministro da Fazenda Joaquim Murinho. Um contemporâneo simpático à sua gestão o elogia por “não ter cedido nem um instante e (por ter) desafiado a impopularidade (das medidas), que chegaram ao ponto de rebelião, a fim de deixar o Brasil em condições de se apresentar de cabeça erguida diante de seus credores” [ver Calógeras (1960, p. 329)]. As políticas de arrocho fiscal e monetário do Ministro Murinho eram um reflexo coerente de sua arraigada filosofia spenceriana. Ele era um grande adepto do *laissez-faire* e da destruição oportuna de atividades protecionistas, não-naturais. A liberdade de concorrência deveria prevalecer “através de falências de negócios, para a seleção natural, revelada pelo desaparecimento do inferior e permanência do superior” [ver Graham (1968, p. 246)]. A crise deveria ser proporcional aos excessos que fizeram com que o tratamento fosse necessário. O pensamento de Joaquim Murinho foi fortemente influenciado por um inglês cujo livro havia sido publicado com críticas à heterodoxia brasileira, pregando, em vez disso: “*Fim dos empréstimos ou das garantias. Fim dos déficits. Mais estabilidade do câmbio*” [ver Wileman (1971, p. 266)].¹⁴

Esta diretriz política e os grandes saldos comerciais que começavam a aparecer em 1900 garantiram o sucesso da estabilização da taxa cambial. Mas houve também um custo, no sentido do enfraquecimento da atividade interna, pontuada por uma grave crise bancária em 1900. A abolição das facilidades adicionais de emissão de notas do Banco da República, em 1899, o expôs à suspensão de pagamentos em apenas um ano, quando depositantes ansiosos procuraram retirar seus fundos. Como o caso argentino, a valorização da taxa de câmbio teve um efeito negativo para os exportadores e estimulou a resistência. A conversibilidade foi restabelecida em 1906, para limitar os excessos deflacionários. O balanço de pagamentos favorável atraía novo surto de investimentos estrangeiros, na última grande expansão da exportação de capital antes da I Grande Guerra.

Assim, tanto a Argentina como o Brasil emergiram da crise dos anos 1890 para a ortodoxia do padrão-ouro, na primeira década do século XX. Depois de ameaçados de *default*, nos dois casos, o que foi evitado pela pronta ajuda dos bancos de investimento britânicos, eles deram uma volta completa, restaurando sua credibilidade e os ingressos de capital. O rápido crescimento econômico, que antecedeu a I Guerra Mundial, completa a história.

¹⁴ Em sua defesa da ortodoxia, Wileman (1971, p. 163) critica causticamente Rui Barbosa e outros pela “tendência perigosa de ver o Brasil como uma comunidade excepcionalmente privilegiada, à qual as regras ordinárias não se aplicam...”

3 — O papel dos fatores internos e externos nas causas das crises

O histórico resumido que apresentamos serve de pano de fundo para a análise quantitativa que faremos nesta seção, comparando a influência da política interna e circunstâncias externas que levaram a Argentina e o Brasil à beira do *default*. Ambas são relevantes e não se pode simplesmente apontar para evidências de uma política interna expansionista, como prova de sua importância. Um grande ingresso de capital implica necessariamente excedentes de importação e gastos acima das possibilidades. Culpar os países indiscriminadamente por um aumento de demanda que absorve uma oferta maior é não levar em conta a ligação existente entre os equilíbrios interno e externo. Naturalmente, isto não significa que a demanda não possa nunca ser excessiva e descambar para um endividamento insustentável.

Idealmente, deveriam ser diretamente focalizadas as origens dos déficits de conta corrente e a alocação da poupança externa. Mas a escassez de dados não permite tal análise. No entanto, o problema pode ser representado de maneira interessante, avaliando-se a contribuição relativa dos fatores interno e externo na determinação da variação das taxas de câmbio nos dois países. Aliás, foi neste sentido que John Williams examinou o problema argentino, em seu tratamento clássico de muitos anos atrás, recentemente reestudado por Mario Teijeiro. O mesmo problema foi estudado por Gustavo Henrique Barroso Franco, para o caso brasileiro, em um novo tratamento da época em questão. A taxa de câmbio sobressai como o elemento de ligação entre o balanço de pagamentos e a economia interna, por ser uma medida da consistência da política interna.

A avaliação feita por Williams (1971, p. 137) sobre o papel da política monetária foi decididamente antibulionista e, portanto, contra a maioria da opinião pública argentina da época: “Não há a intenção, em nenhum caso, de negar que a emissão excessiva de papel foi uma causa importante para a sua depreciação, mas tão-somente de insistir que esta não foi, de modo algum, a única causa e que, ao contrário da opinião de muitos escritores argentinos, o balanço de pagamentos foi também uma causa importante da depreciação da moeda — na minha opinião, a causa mais importante”. Teijeiro (1979, p. 10)¹⁵ contesta esta conclusão, afirmando que “... o fenômeno da taxa de câmbio é essencialmente um assunto monetário... uma queda do financiamento externo teria se refletido essencialmente no nível das importações que estavam sendo financiadas até então...”. A visão que Franco (1983, p. 142) tem do Brasil é a mesma de Williams, ou seja, de “que o fator determinante da desvalori-

¹⁵ Agradeço a Juan Carlos de Pablo por ter chamado minha atenção para este trabalho inédito.

zação cambial foi a sucessão de grandes déficits no balanço de pagamentos, a partir de 1890, cuja origem se situa, principalmente, na retração dos movimentos de capital para o Brasil”.

A solução da questão depende da especificação e da estimativa econômica do conjunto de relacionamentos que estão em sua base. A oferta monetária, através de seus efeitos sobre os gastos internos, as taxas de juros e a inflação, não pode, é claro, ser ignorada. Mas, do lado do balanço de pagamentos, pondo-se à parte a variação dos fluxos de capital, existe também a flutuação da quantidade exportada e dos preços internacionais. No Apêndice, um modelo macroeconômico simples é usado para formalizar estas inter-relações e mostrar com clareza como estas variáveis influenciam as taxas de câmbio nominais. É mais difícil, exceto de modo residual, introduzir os efeitos da mera especulação, que também entrou, pelo menos a curto prazo, na determinação das taxas de câmbio de mercado. Existem ainda os problemas potenciais de simultaneidade, resultantes da influência recíproca da taxa de câmbio sobre as variáveis independentes, objeto de análise posterior.

A Tabela 1 apresenta os resultados estatísticos obtidos a partir de uma especificação em forma reduzida relacionando as taxas de câmbio nos dois países com a oferta monetária, estimativas da conta líquida de capital menos o serviço da dívida, receitas de exportação (ou relações de troca) e preços no atacado na Grã-Bretanha. Em primeiro lugar, são enfocadas as estimativas dos mínimos quadrados, com descobertas bastante interessantes: os sinais estão absolutamente corretos e as elasticidades se encaixam na faixa esperada. Percebe-se, especialmente, que a resposta aos preços no exterior é aproximadamente unitária. Não apenas são os R^2 altos, como os coeficientes individuais são significativos. No caso do Brasil, os valores dos coeficientes não são muito sensíveis, caso sejam usadas as exportações ou as relações de troca para medir os efeitos exógenos sobre as receitas cambiais; quanto à Argentina, o coeficiente dos preços externos se torna não-significativo. Também não faz muita diferença se se substituir uma por outra as diferentes séries históricas existentes de comércio exterior do Brasil.¹⁶

Tomando como base estas estimativas, pode-se partir para diversas conclusões importantes e substantivas. Em primeiro lugar, existe uma diferença clara na explicação das taxas de câmbio nos dois países. Na Argen-

¹⁶ Existem dúvidas quanto à precisão dos dados sobre o comércio do Brasil neste período. Normano (1935, pp. 194-5) e Calógeras (1939, p. 325) apresentam estimativas que divergem das do *Anuário Estatístico* que foram usadas (a partir de 1901, há uma coincidência entre as três fontes). As estimativas do *Anuário* — tipicamente intermediárias — são elas mesmas defeituosas por causa da inclusão aparente dos metais preciosos na pauta de mercadorias. Ver Lago (1982), que faz correções apenas para um período anterior. As equações foram reestimadas por meio de duas séries alternativas de exportação, para os anos em que eram disponíveis. O resultado-chave — a insignificância dos ingressos líquidos de capital — não é alterado; com efeito, nos dois casos, o coeficiente é menos significativo.

tina, a variação nos recursos líquidos disponíveis, como resultado do endividamento externo, entra como uma variável significativa. Mas, no Brasil, não. Em ambos os países, a oferta monetária interna é altamente significativa, embora na Argentina a elasticidade seja bem menor que 1. Mesmo no Brasil, com uma elasticidade maior quando se usa o fator receitas de exportação, o enredo bulionista é incompleto: do mesmo modo que na Argentina, a variação em receitas reais de exportação é um fator adicional bastante significativo.

TABELA I
Resultados das regressões

Variáveis dependentes	Variáveis independentes					\bar{R}^2	D.W.
	Receitas reais de exportação ^a	Termos de intercâmbio ^a	Oferta monetária ^a	Entrada de capital menos serviço da dívida	Preço externo ^a		
Argentina	Ágio em ouro ^a (1884=100)						
Mínimos quadrados 1884/1900	-0,54 (5,31)		0,64 (11,28)	-0,0018 (3,84)	-1,18 (2,64)	0,95	2,49
1884/99		-0,50 (2,18)	0,51 (5,70)	-0,0013 (2,07)	-0,18 (0,23)	0,91	1,89
Variáveis instrumentais ^b 1885/1900	-0,62 (3,84)		0,73 (2,21)	-0,0011 (0,25)	-1,22 (1,71)	0,91	2,01
Brasil	Mil-réis por libra ^a						
Mínimos quadrados 1877/97 ^c	-0,63 (3,00)		0,87 (8,13)	0,0051 (0,91)	-0,86 (2,33)	0,92	1,95
1877/97 ^d		-0,16 (1,75)	0,60 (6,33)	-0,0029 (0,93)	-1,20 (2,41)	0,96	1,77
Variáveis instrumentais ^b 1877/97	-1,31 (1,38)		1,03 (1,80)	-0,0134 (0,29)	-1,67 (1,77)	0,78	1,57

^a Expressos em logaritmos.

^b Instrumentais: tempo, exportações reais com defasagem, oferta monetária com defasagem, preços externos.

^c Resíduos corrigidos pelo processo de médias móveis de primeira ordem.

^d Resíduos corrigidos pelos processos auto-regressivo de um período e de médias móveis de primeira ordem.

Estes resultados confirmam a ênfase que Williams atribui ao balanço de pagamentos como um fator que contribui para a depreciação na Argentina. O revisionismo de Teijeiro parte da hipótese de que a taxa de câmbio é determinada exclusivamente pela política monetária. Ele ainda afirma que as mudanças na conta de capital só se refletem em mudanças na importação, em uma base de 1 por 1. Assim sendo, a sua regressão estimada deriva de uma abordagem puramente monetária, sem levar em conta hipóteses alternativas. Apesar de ter significância estatística, este teste é inadequado para o exame do papel das flutuações na conta de capital.

Especificamente, ao serem aplicados ao caso argentino em 1888/91, quando o ágio do ouro subiu de 48 para 287%, os coeficientes da equação 1 da Tabela 1 alocam menos de 60% da depreciação à influência da oferta monetária e mais de 40% à redução drástica do ingresso de capitais; o aumento real das exportações naquele mesmo período desloca os resultados, apenas modestamente, na outra direção. Naturalmente, dentro daquele intervalo de tempo, poderia ter prevalecido uma estrutura causal diferente, possivelmente dando até maior significância aos deslocamentos impostos pelo súbito declínio da disponibilidade cambial. A preocupação com o excesso de moeda que havia na época não é fora de sentido, mesmo porque a política interna estava sob controle, não acontecendo a mesma coisa com os fluxos de capital. Contudo, essa explicação é só metade da história.

O padrão dos resíduos nos diz mais. O nível real do ágio do ouro em 1890, antes da Crise Baring, é muito mais baixo que o previsto; em 1891, muito mais alto (com diferença de mais de um erro-padrão em ambos os anos). Assim que a notícia se espalhou, houve uma forte reação do mercado, em contraste com o otimismo excessivo de antes. O acordo Rothschild de 1891 não contribuiu muito para tranquilizar os especuladores em moeda estrangeira. Aliás, também não se percebeu nenhuma influência do *Arreglo Romero* em 1893. A causa principal da valorização que ocorreu eventualmente foi a melhoria sustentada das receitas de exportação e uma oferta monetária estável. Os fluxos líquidos de caixa do investimento estrangeiro permaneceram negativos a partir de 1890.

No caso do Brasil, o nível do fluxo líquido na conta de capital é estatisticamente insignificante em sua influência sobre as flutuações da taxa de câmbio. Contrariando a generalização de Franco, baseado na experiência argentina, a Crise Baring não é um fator decisivo. Pensando bem, o resultado até que surpreende, pois, enquanto o Brasil recebeu um grande ingresso de capital em 1888 e 1889, o pico no país não é tão pronunciado como no caso da Argentina; o ano de 1883, por exemplo, é tão importante quanto o de 1889. Do mesmo modo, a extensão da mudança na conta de capital durante o período 1888/91 não foi tão marcante como para a Argentina, sendo esta muito mais dependente da importação de capital. O saldo líquido da conta de capital da Argentina varia desde 150% das importações registradas até menos um terço. No

Brasil, a variação é cerca de metade disso: o saldo líquido vai de menos de 100% até menos 15%. Ao mesmo tempo, a quantidade de moeda no Brasil mais do que triplica, enquanto na Argentina ela é o dobro.

Por outro lado, os empréstimos externos continuaram a ser contraídos na década de 1890, em 1893 e em 1895/97. De fato, os fluxos de capital permaneceram positivos às vésperas da consolidação. No caso do Brasil, o balanço de pagamentos se beneficiou mais do comércio que de fluxos irregulares de capital, o que é novamente consistente com a ocasião do *default* do país, ocorrido em fins dos anos 1890, devido à queda dos preços do café, muito mais do que à diminuição do ritmo dos investimentos em 1890/91, como na Argentina.

A crise externa brasileira, no início da década de 1890 foi muito menos grave. A taxa de câmbio se depreciou, mas a atividade econômica persistiu, tendo até se acelerado. Se, por um lado, a imigração líquida para a Argentina foi negativa em 1891, enquanto as importações declinavam de mais de 50%, no Brasil os fluxos demográficos mais do que dobraram, possivelmente refletindo saídas da Argentina. Nos anos seguintes, até 1898, o Brasil atraiu níveis de imigração mais altos que anteriormente, com proporções recordes do movimento total para os Estados Unidos, a Argentina e o Brasil. Uma série da exportação de máquinas e equipamentos para o Brasil, pelos países industrializados, mostra que as vendas foram maiores no período 1891/96 que em períodos anteriores ou posteriores. A queda nos picos de compras em 1890/91 foi de apenas 15%.¹⁷

Quando o Brasil foi, finalmente, forçado a recorrer ao empréstimo consolidado em 1898, o fez depois que a crise internacional já havia passado. Aliás, a crise foi *sui generis*: diminuição dos preços do café devido ao excesso de oferta. O Brasil foi um dos países que mais contribuiu para o problema: suas exportações já haviam, em 1897, se expandido para o nível de nove milhões de sacas, de uma capacidade anterior de cinco a seis milhões. As receitas, em libras esterlinas, caíram, no mesmo período, quase um terço. Por este motivo, a depreciação continuou, mesmo depois que os efeitos da diminuição do investimento estrangeiro e do grande aumento da oferta monetária já haviam sido neutralizados, nos meados da década de 1890. O Brasil havia se especializado em uma mercadoria que não participou da alta geral de preços relacionada com a recuperação cíclica, não conseguindo ficar em condições de aumentar sua dívida até que o preço do café se estabilizou após 1900 e começou a subir a partir de 1909. Isto e mais o *boom* da borracha garantiram uma tendência de alta nas receitas de exportação de antes da I Guerra Mundial.

A estrutura dos resíduos da equação da taxa de câmbio corrobora os efeitos limitados de contágio da Crise Baring. Existe uma *subestimação* substancial — mais que um erro-padrão — da taxa de câmbio real, com

¹⁷ Para a série de exportações de máquinas industriais para o Brasil, em libras esterlinas constantes, ver Suzigan (1986, pp. 354-78).

relação ao valor previsto para 1890 e 1891. A taxa real permanece ligeiramente abaixo do valor previsto para 1892. O aumento muito grande da oferta monetária, sancionado pela República, deve ter contribuído para fazer o mil-réis se desvalorizar ainda mais. Apesar das incertezas políticas que cercaram a Proclamação da República, os mercados não especularam contra o Brasil, desde que o país continuasse com capacidade de honrar o serviço da dívida. Além disso, este atraso ajudou a manter as importações de bens de capital mais baratas, justamente quando a política interna era expansionista e contribuía para o estilo de ajustamento brasileiro mais intensivo de substituição de importações, como veremos com mais detalhe na Seção 5.

Estas regressões consideram a oferta monetária como exógena. Mas, como já enfatizei na Seção 2, houve uma influência recíproca exercida pela taxa de câmbio sobre a emissão de notas, derivada da necessidade de o governo cobrir o aumento do serviço da dívida, medido em moeda nacional. A comunidade empresarial local também pressionava por mais crédito, para compensar a depreciação cambial. Estas razões ajudam a explicar a incapacidade dos governos de ambos os países de mudar suavemente, ou a tempo, para uma política monetária mais restritiva, em resposta às dificuldades do balanço de pagamentos. A promessa que a Argentina fez no sentido de destruir papel-moeda, como contrapartida do Empréstimo Rothschild de 1891, não foi cumprida. No Brasil, as medidas draconianas não foram postas em prática antes que a taxa de câmbio começasse a se valorizar novamente depois de 1898. No entanto, a reação da oferta monetária à taxa de câmbio nunca foi muito regular ou assegurada. Os governos procuraram aumentar suas fontes de renda, tanto por meio de sobretaxas às importações como com novos tributos internos. E o Brasil teve a possibilidade de contrair novos empréstimos no exterior.

As séries trimestrais de taxa de câmbio e oferta monetária no Brasil permitem um exame mais minucioso deste problema de causalidade. A Tabela 2 mostra os resultados dos testes de causalidade Sims na relação recíproca entre moeda e taxa de câmbio (embora a relação embutida dentro de um modelo maior exigisse, para ficar perfeita, uma análise multivariada, não existe a informação necessária em base trimestral). Para o longo período de 1882 a 1905, os testes são consistentes com uma estrutura causal, com influência unidirecional da oferta monetária sobre a taxa de câmbio. Os valores futuros das taxas de câmbio dão uma contribuição estatisticamente significativa para a explicação da moeda nominal, contribuição essa que está conspicuamente ausente na regressão inversa.

Note-se, no entanto, que a influência explicativa da oferta monetária sobre as taxas de câmbio nessas equações é modesta: o R^2 só atinge 0,13.¹⁸

¹⁸ Esta explicação limitada da variância contrasta com o R^2 de 0,8 obtido entre moeda e renda nominal no artigo original em que Sims (1972) lança seu método.

TABELA 2

Brasil: testes de causalidade, moeda e taxas de câmbio

Teste <i>F</i> para coeficientes futuros		
Equações de regressão	1882.3/1905.4	1888.1/1902.4
Moeda sobre taxas de câmbio	6,46*	1,23
Taxas de câmbio sobre moeda	1,34	0,93

NOTAS: * = significância ao nível de 0,01. Os dados eram em logaritmos e pré-filtrados por um processo auto-regressivo em dois períodos. As equações incluíam uma constante, variáveis *dummy* sazonais e uma tendência secular, além dos valores correntes, oito com defasagens, e quatro valores futuros da variável independente.

Os sinais dos efeitos são consistentes na estrutura das defasagens, com exceção do efeito inverso estatisticamente significativo no terceiro trimestre defasado e, novamente, um efeito inverso no oitavo. A soma das elasticidades é, no entanto, implausivelmente alta. Estes resultados trimestrais corroboram a idéia de que a relação taxa de câmbio/oferta monetária não é, como propõem os bulionistas, uma simples relação com duas variáveis, sendo também fortemente influenciada pela evolução dos fluxos de capital e as receitas de exportação.

Para o intervalo mais curto, que vai de 1888 a 1902, englobando o período de mais interesse, a conclusão é, no entanto, indeterminada. Não existe, em nenhum dos casos, uma influência futura significativa sobre a outra variável. Este resultado misto confirma a possibilidade de uma interação mais complexa durante pelo menos algum período da década de 1890. No entanto, é difícil introduzir esta endogeneidade no modelo, de maneira significativa, dadas as limitações dos dados disponíveis e dos graus de liberdade.

Além da simultaneidade da oferta monetária, há ainda o problema da influência das mudanças na taxa de câmbio sobre os fluxos de capital e as receitas de exportação. O investimento estrangeiro nos dois países, embora influenciado por circunstâncias locais, foi também afetado pelas condições e pela reação da Grã-Bretanha às oportunidades gerais internacionais relativas ao fluxo de capitais. Além disso, a persistência notória de investimentos, tanto na Argentina como no Brasil, a despeito da depreciação, é um argumento contra a relação absolutamente recíproca. O efeito oferta da taxa de câmbio para as exportações argentinas e o fato de o Brasil não ser um *price taker* no mercado cafeeiro introduzem outras fontes de vieses potenciais.

Uma solução por variáveis instrumentais, como a que foi aplicada por Cardoso (1983) em sua análise das taxas de câmbio, é uma maneira de

tratar tal simultaneidade. Deve-se admitir, no entanto, que a falta de um conjunto mais amplo, evidente e disponível de variáveis exógenas derivadas de um modelo completo torna os resultados um tanto arbitrários. Instrumentos diferentes levam a estimativas diferentes. Usando como instrumentos valores defasados de algumas das supostas variáveis, é possível aproximar os coeficientes dos resultados dos mínimos quadrados, mesmo que com muito menos significância estatística. Essas equações são também mostradas na Tabela 1. Infelizmente, elas não conseguem replicar a conclusão dos mínimos quadrados, isto é, de uma diferença significativa no papel dos fluxos financeiros líquidos nos dois países. Não se deve, no entanto, exagerar a importância desta lacuna, pois novas evidências vêm corroborar a distinção entre as experiências do Brasil e da Argentina.

4 — Avaliação do mercado de ações

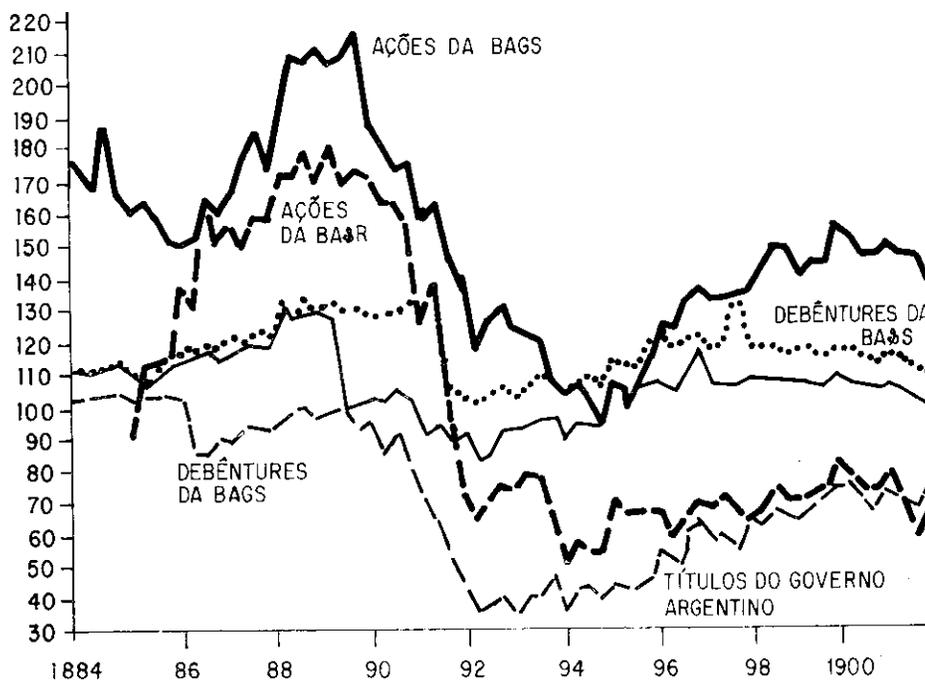
A diferenciação mencionada é observada com mais nitidez na análise feita pela Bolsa de Londres das perspectivas dos dois países durante o período estudado. Os Gráficos 1 e 2 registram os preços trimestrais dos títulos dos governos argentino e brasileiro, das debêntures e ações das ferrovias entre o final de 1883 e 1900.

O colapso argentino é dramático em todas as categorias, notando-se, especialmente, o declínio dos títulos do governo, a partir de fins de 1889. A Crise Baring não foi precedida apenas por uma reviravolta na confiança; mais do que isto, a deterioração anterior dos preços de emissões do governo impediu que a Baring Brothers vendesse grande quantidade de títulos de uma empresa de abastecimento de água de Buenos Aires e ficasse ainda mais insolvente. Há sinais de uma pequena recuperação em 1891, relacionada com o Acordo Rothschild, seguida de novo declínio. A maior parte das séries não alcança o ponto mais baixo antes de 1893.

O desempenho do Brasil é bem menos cíclico, pois os preços se movem dentro de uma faixa muito mais estreita. A queda dos preços no início dos anos 1890 precede a Crise Baring, no mesmo ano, e dura até 1893. Daí por diante, só a série dos preços dos títulos do governo deixa aparecer a consolidação que veio mais tarde, em 1898. A avaliação que se fez das perspectivas das ferrovias, especialmente no caso das debêntures, foi quase sempre independente das dificuldades do país nas áreas fiscal e cambial.

A Tabela 3 apresenta os resultados de uma análise mais formal da variabilidade comparativa dos preços das ações das ferrovias argentinas e brasileiras. Foram escolhidas três linhas particulares, bem estabelecidas, cujos lucros e dividendos eram independentes de garantias do governo, que outros projetos mais novos e de maior risco continuavam a exigir. Portanto, seus preços deveriam ser menos afetados por preocupações acerca de receitas insuficientes do governo, podendo servir como uma medida

Gráfico 1
 PREÇOS DOS TÍTULOS ARGENTINOS
 Dados Trimestrais, 1883.4 – 1900.4



melhor da reação diferenciada dos investidores quanto aos retornos nos dois países. Um teste de volatilidade excessiva de Shiller é usado para descrever as avaliações do mercado. A primeira coluna mostra o desvio-padrão do preço real de mercado (P); a segunda mostra o desvio-padrão do preço (P^*), calculado com previsão perfeita a partir do fluxo de dividendos futuros reais, descontados para o valor presente.¹⁹

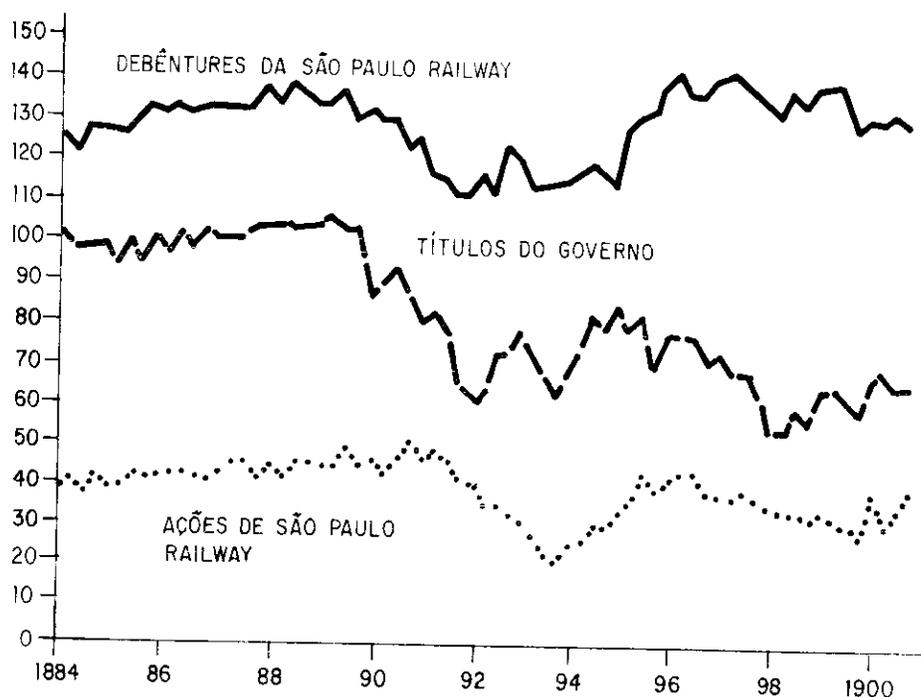
Mercados eficientes, onde o preço real esperado é igual ao preço racional *ex post* (P^*), deveriam corresponder a uma variância menor das séries reais de preços do que as séries construídas, por causa de erros de previsão. De fato, aqui, como em outras aplicações, a recíproca é verdadeira. Os valores na coluna 1 excedem, de forma regular e substancial, os da

¹⁹ A exposição original do teste dos limites de variância encontra-se em Shiller (1981).

Gráfico 2

PREÇOS DOS TÍTULOS BRASILEIROS

Dados Trimestrais, 1883.4 - 1900.4



coluna 2. Não estamos interessados em testar a eficiência formal da Bolsa de Londres em fins do século XIX; existem problemas ligados à aplicação simples do método, especialmente em períodos de uma pequena amostra, como tem sido usado aqui.²⁰ Em vez disso, desejamos enfatizar como estes preços específicos, observados ao longo da última oscilação do século XIX em direção do capital estrangeiro, eram muito mais variáveis que seu fluxo relativamente estável de dividendos poderia levar a esperar. A implicação é que existiam outros fatores a ser considerados, além da avaliação contínua e cuidadosa dos lucros em potencial.

Os analistas dos processos históricos cíclicos vêm insistindo, há muito tempo, nos excessos cumulativos e nas falsas expectativas. Os resultados estatísticos são mais consistentes com a estória de Charles Kindleberger,

²⁰ Para uma crítica recente ao artigo de Shiller, com referências a outros, bem como a resposta de Shiller, ver Marsh e Merton (1986, p. 483).

TABELA 3

Teste das margens de variância — 1883.1/1900.1^a

	$\sigma(P_t)$	$\sigma(P_t^*)$
Argentina		
Buenos Ayres Great Southern	31,3	7,7
Buenos Ayres & Rosario	47,0	7,0
Brasil		
São Paulo Railway	7,2	1,7
Estados Unidos		
Pennsylvania Railway	7,8	1,4
Pennsylvania Railway (sem tendência) ^b	0,08	0,008

FONTES: Preços nominais: *The Economist*; dividendos da Argentine Railway: Lewis, C. *British railways in Argentine, 1857-1914*; dividendos da Brazilian Railway: Graham (1968); dividendos da Pennsylvania Railway: *Poor's Manual of Railroads*; e deflator dos Preços por Atacado Britânicos: Mitchell (1980).

^a Os dados de dividendos foram usados para o período até 1914 para calcular P^* .

^b Eliminação da tendência secular pela divisão dos valores reais pelos valores estimados exponencialmente de preços e dividendos. A eliminação da tendência secular não foi necessária para as demais séries.

em *Manias, panics, and crashes*, do que com as hipóteses de que os mercados utilizam acuradamente todas as informações à sua disposição todo o tempo. Os investidores alemães, quando deixaram de subscrever os empréstimos argentinos em 1888, foram talvez capazes de formar expectativas racionais, o que evidentemente não aconteceu com os investidores britânicos, de menos sorte.²¹

Os títulos estrangeiros tinham um problema especial de informação. Havia uma grande diferença entre os que estavam por dentro ou por fora. Eram os que estavam por dentro que não apenas manipulavam o que os investidores que estavam por fora deveriam saber sobre o estado real dos negócios (especialmente em uma época em que a imprensa financeira nem sempre era independente), mas que também influenciavam resultados por suas próprias decisões. Quando os bancos de investimento puseram à disposição recursos adicionais para evitar o *default* do Brasil, protegeram suas reputações e fizeram subir o valor dos títulos brasileiros. A Baring Brothers, quando estendeu crédito à Argentina, de 1888 a 1890, o fez na esperança de se beneficiar diretamente de uma avaliação melhor do mercado.

Esta reação exagerada dos mercados, seja através de modismos ou de otimismo interesseiro, não se restringiu aos títulos argentinos, embora

²¹ Este, naturalmente, é o título da história recente das crises financeiras, de autoria de Kindleberger (1978). A referência às previsões alemãs se encontra na p. 109.

aquela mudança de entusiasmo seja evidente na volatilidade de preços altos registrada na Tabela 3. Para a São Paulo Railway, bem como para a Pennsylvania Railroad, a oscilação cíclica dos preços das ações também excedeu, de muito, a variação real dos lucros. Os lançamentos no estrangeiro sofreram uma redução generalizada depois de 1890, sem uma discriminação correta dos valores subjacentes. Embora não houvesse uma falta total de distinções, não é muito clara a maneira como a realocação dos portfólios ocorreu. Por outro lado, Van Oss observou a solidez dos títulos europeus após a Crise Baring: "A procura desenfreada, ora de títulos sul-americanos, ora de títulos europeus, e seu impacto sobre as cotações têm sido um dos fenômenos mais interessantes a ocorrer nos mercados de ações nos últimos anos". Por outro lado, existe uma referência à venda, pelos ingleses, de títulos americanos bons, a fim de poder arcar com os "maus empréstimos latino-americanos", à espera de melhores preços.²²

É importante assinalar que os cálculos da Tabela 3 não dão nenhum sinal de uma reação mais forte e injustificada dos preços das ações da São Paulo Railway, do Brasil, do que da Pennsylvania Railroad, dos Estados Unidos. Apesar dos muitos comentários surgidos na época, o efeito contágio decorrente da proximidade do Brasil com a Argentina não parece ter sido muito severo. O resultado estatístico é consistente com a capacidade do governo brasileiro no sentido de recorrer aos banqueiros estrangeiros no início da década de 1890. O problema do Brasil não foi a Crise Baring, e sim a queda nas receitas de exportação.

Finalmente, deve-se notar a variabilidade muito maior calculada para os preços racionais *ex post* das ações argentinas, em comparação com outras estradas de ferro. Como será visto na Seção 5, o ciclo real foi muito mais severo naquele país. O mercado não errou ao ser mais cíclico do que com relação a outros títulos, mas parece, no entanto, ter ido além do que seria justificável.

A Tabela 4 apresenta uma outra medida comparativa da volatilidade da reação do mercado londrino. Mostra os desvios-padrão dos retornos *spot* sobre os dois instrumentos da dívida — títulos do governo e debêntures das ferrovias privadas — na Argentina, no Brasil e nos Estados Unidos, *vis-à-vis* o ponto de referência dos *British Consols*. A ordem de classificação é a esperada: a variabilidade maior é a dos títulos do governo argentino, seguida pelos do Brasil e, bem perto um do outro e muito menores, os títulos públicos americanos e britânicos. Todas as diferenças entre estas variâncias, exceto a exígua diferença dos títulos americanos e britânicos, são estatisticamente significativas ao se usar o

²² Van Oss (1895, p. LXXVI) e Kindleberger, *Manias...*, p. 133, citando Sprague (1968, p. 132).

TABELA 4

Desvios-padrão dos rendimentos das taxas de juros – 1883.4/1900.1

Título	Desvio-padrão
"British Consols"	0,00148
Argentina	
Títulos do governo ^a	0,0232
Buenos Ayres Great Southern	{ 0,00828 (até 1890.2)
Buenos Ayres & Rosario	{ 0,00219 (1891.1 a 1900.1)
	0,00337
Brasil	
Títulos do governo	0,00976
São Paulo Railway	0,00293
Estados Unidos	
Títulos do governo	0,00170
Pennsylvania Railway	0,00090

FONTE: Preços nominais: *The Economist*.

^a Ajustados para redução temporária nas taxas de juros de acordo com o *Arreglo Romero* de 1893.

teste *F* convencional ao nível de 0,01. A variação entre os papéis privados é muito menor que para os títulos públicos, não havendo grande diferença entre as emissões brasileiras e as argentinas, em ambos os casos muito maiores que a apresentada pela Pennsylvania Railroad.

Estas grandes flutuações nos preços dos títulos não eram completamente disfuncionais, pois serviram de importantes sinalizadores. A súbita queda dos preços dos títulos argentinos mobilizou o socorro externo, primeiramente sob a forma do Empréstimo Consolidado de 1891 e, quando este se mostrou inoperante, do *Arreglo Romero* de 1893. Em face do *fait accompli* das perdas de capital, os investidores foram incentivados a aceitar acordos que poderiam melhorar sua posição. O desafogo da dívida, se pudesse ser útil para melhorar a avaliação do mercado, valeria a pena ser tentado. Os bancos de investimentos, cujo comprometimento direto era reduzido, poderiam servir de intermediários, como o fizeram na alocação das perdas decorrentes de erros de investimentos entre os países e os tomadores de títulos. Deste modo, eles minimizaram o sacrifício, relegando-o ao passado. Algumas vezes, no entanto, obrigações passadas eram lembradas: quando as renegociações fracassavam, os bancos se encarregavam de reduzir o acesso do país aos mercados de capital.

O próprio mercado serviu de árbitro decisivo do sucesso daquele tipo de política. Seu fracasso em tornar válido, em 1891 e 1892, o expediente

escolhido por Rothschild de capitalizar os juros contribuiu para a boa vontade em se pensar em um acordo mais favorável para a Argentina. Ao contrário disto, a recepção mais entusiasta do Empréstimo Consolidado feito ao Brasil em 1898, ao par, em parte devido à política interna drasticamente deflacionária que aumentou as perspectivas de melhora no balanço de pagamentos, eliminou a necessidade de se recorrer a esforços mais generosos.

Esta discussão da avaliação do mercado de títulos emitidos pelo Brasil e pela Argentina leva a duas conclusões básicas. A primeira é a mistura de racionalidade e irracionalidade do desempenho dos mercados, pois, embora eles não fossem nunca perfeitamente eficientes, como suas reações exageradas demonstram, faziam, entretanto, importantes distinções entre aqueles que pediam emprestado e as várias classes de títulos. A Crise Baring atingiu duramente a Argentina, acontecendo o pior com os títulos do governo. A segunda conclusão é a relação importante entre o barômetro do mercado e a intervenção do banqueiro de investimento: as avaliações abertas facilitavam concessões de credores para devedores e ajudavam a trazer o socorro para mais perto da capacidade de pagamento. Este mecanismo institucional funcionou nos anos 1890, sem uma estrutura formal de governo, para facilitar os ajustes internos necessários para que a Argentina e o Brasil reagissem a circunstâncias externas desfavoráveis.

5 — Ajuste interno

O ajuste não podia ser evitado. Depois que o fluxo de capital diminuiu o ritmo, era preciso que a Argentina e o Brasil melhorassem suas balanças comerciais. No caso argentino, a primeira fase foi uma redução dramática das importações em 1891, para praticamente a metade do nível do ano anterior. Só em 1904 viria a ser ultrapassado o nível de importações de 1890. É quase certo que aquele declínio tivera relação com uma grande redução da renda; os dados sobre imigração são certamente consistentes com uma revirada de grandes proporções na atividade econômica. Desde então, à medida que os efeitos benéficos dos investimentos anteriores começaram a se fazer sentir, o aumento gradual das exportações desempenharam o papel de melhorar a situação de aperto cambial. A depreciação da taxa de câmbio não foi o fator principal de estímulo a novas exportações, mas compensou largamente a baixa dos preços mundiais de alimentos e matérias-primas.

A substituição de importações, no entanto, foi sem dúvida beneficiada pela nova estrutura de preços relativos. Os preços internos das importações subiram de acordo com o ágio do ouro, apenas um pouco amainados pela pequena baixa dos preços de exportação dos produtos manufaturados

britânicos. Além disso, quando se fez sentir uma necessidade maior de recursos para o governo, as tarifas alfandegárias foram aumentadas, acrescentando mais uma margem de lucros para a atividade industrial local. Isto aconteceu, em grande parte, devido ao fato de os salários nominais não terem acompanhado o mesmo ritmo. Os cálculos dos salários reais na Argentina confirmam uma grande diferença, dependendo de a série nominal ser deflacionada pela taxa de câmbio ou por um índice do custo de vida. Uma pesquisa recente enfatiza este último fator e, daí, uma melhoria no padrão de vida, em contraste com a idéia convencional de uma deterioração significativa [Conde (1979, Cap. 4, p. 211)]. Mas, do ponto de vista da empresa, o que conta é a relação salário/produto. A comida barata conservou os salários nominais baixos, apesar do ritmo imigratório ter desacelerado, favorecendo a indústria.

Não parece haver dúvida de que houve um progresso significativo no setor industrial argentino entre 1890 e 1895, mas o problema é saber a sua dimensão. Já dizia um comentarista argentino sobre o setor industrial: “Infelizmente, por falta de dados, não podemos expressar em números o avanço notável registrado no quinquênio 1890/95” [Dorfman (1942, p. 201)]. O retorno da prosperidade ao setor rural, no fim da década, reduziu o ritmo da industrialização, criado pela crise cambial. A Argentina obteve uma vantagem comparativa, ao especializar-se em exportação de produtos primários. As contas de produção por setor, depois de 1900, mostram que a participação da indústria de transformação daquele ano foi mais ou menos a mesma que em 1910 e, aliás, apenas ligeiramente inferior à dos fins da década de 1920.²³

Foi preciso mais de 10 anos de grandes superávits comerciais para que a Argentina, nos anos 1890, voltasse a ser bem recebida nos mercados de capital mundiais, o que ocorreu ainda a tempo de participar do último surto britânico de investimento estrangeiro antes da I Grande Guerra. O capital externo mais uma vez representou uma grande parcela do investimento total, embora sem dúvida menor do que havia sido anteriormente. Houve menos excesso desta vez e não se repetiu a debacle. As relações dívida/exportação foram reduzidas a proporções razoáveis, graças ao crescimento econômico.

O ajuste brasileiro, como a própria crise, teve um caráter diferente e não precisou ser restritivo no início da década de 1890. De fato, durante algum tempo — como tinha acontecido antes na Argentina — uma política interna expansionista coincidiu com a importação continuada de máquinas e equipamentos. Enquanto a participação argentina nas exportações britânicas de equipamento e material para ferrovias foi reduzida a menos da metade de 1886/90 para 1891/95, a participação brasileira mais do

²³ Para o cálculo das percentagens, ver Randall (1977, p. 240).

que dobrou.²⁴ O aumento significativo da importação de bens de capital no início da década de 1890 foi aplicado na produção interna de manufaturados, especialmente têxteis, em substituição à sua importação.²⁵ As tarifas subiram em 1890 e 1891, com a imposição de cotas em ouro, caindo daí em diante e passando a ser uma percentagem do valor da importação, apesar das sobretaxas, lançadas por necessidade fiscal, o que foi mais que compensado pela depreciação cambial. Murtinho teria adquirido muito menos prática no assunto “industrialização não-natural”, quando tomou posse em 1898, se não houvesse ocorrido tanta expansão no começo da década.

À primeira vista, este surto industrial parece ter ocorrido com uma estrutura de preços relativos menos favorável que no caso argentino. A relação entre preços internos, pelo índice do custo de vida de Lobo, e o preço das importações não registra um grande aumento.²⁶ A correspondência próxima entre os dois índices não é uma evidência definitiva. O índice de Lobo inclui relativamente poucos produtos (nove, dos quais três eram importados) e não reflete com precisão os preços de produtos manufaturados ou os salários internos.

As observações de Wileman (1971, pp. 166-7), feitas naquela época, e seus dados ilustrativos são mais convincentes: “Há sempre um intervalo considerável entre a elevação do preço do ouro e das exportações e a do preço da mão-de-obra e dos valores locais, como aluguéis, alimentos etc.; e é, sem dúvida, esta subida diferenciada dos preços que confere vantagens positivas tão grandes à produção e à exportação, ao reduzir seus custos reais e elevar seus lucros... Para dar um exemplo, descobrimos que o preço da mão-de-obra das fábricas da União Fabril do Rio Grande havia subido, de 1889 a 1893, de 1.500 para 2.358 réis, o equivalente a 53,1 por cento, enquanto que os preços do ouro e das exportações haviam tido um aumento de 151 por cento”.²⁷ Note-se que os salários tendiam a manter-se baixos, a despeito da expansão econômica, por causa do fluxo contínuo de imigrantes. Esta oferta elástica de mão-de-obra e a continuação da oportunidade de importar bens de capital, assim como da redução da importação de bens de consumo, criaram um clima favorável aos investimentos das empresas brasileiras.

A crise posterior de balanço de pagamentos do Brasil reforçou esta industrialização, embora a retórica política de Murtinho não tendesse a

²⁴ Estes dados se baseiam nas estatísticas do comércio britânico apresentadas por Zalduendo (1974, p. 89).

²⁵ Para um estudo detalhado da industrialização neste período, bem como sua interpretação, ver Suzigan (1986), do qual foram usados os dados de importação de máquinas.

²⁶ O índice descrito em Lobo *et alii* (1971). Cardoso (1983, p. 171) põe em gráfico uma série de preços relativos baseada naquele índice, que mostra tendência decrescente durante a década de 1890. Suzigan (1986, Apêndice 2) também o utiliza para medir os preços relativos das importações.

²⁷ Wileman (1971, p. 173) calcula que, em 1893, um terço do lucro bruto da firma possa ser atribuído ao declínio dos salários reais.

sugerir isto. Os superávits comerciais que se fizeram necessários após o Empréstimo Consolidado de 1898 foram conseguidos não só por meio do crescimento das exportações, como também pelas restrições à importação; entre 1898 e 1902, as importações (em libras esterlinas deflacionadas) tiveram uma queda de mais de 10% e se situaram muito abaixo do nível do início dos anos 1890. Para que a política deflacionária pudesse ter sucesso, foi preciso um aumento das receitas tarifárias, o que forneceu uma base para uma proteção ainda maior, que anulou parcialmente uma valorização eventual da taxa de câmbio. Entre 1900 e 1902, o total das arrecadações sobre a importação, reforçadas por uma sobretaxa de cota-ouro, subiu 20%, enquanto que os impostos internos sobre o consumo, responsáveis por parcelas significativas da receita após 1898, tiveram uma queda de quase 10%.²⁸

Como foi dito, o Brasil teve uma maior capacidade de sustentar seu surto de atividade industrial, iniciado na década de 1890, porque o café oferecia oportunidades de exportação menos favoráveis que o trigo e a carne da Argentina. Já no início do século XX, havia um consenso, cada vez maior, de que o café tinha excesso de oferta, levando o Brasil, em 1906, a desenvolver esforços no sentido de sustentar seu preço internacional. A riqueza de São Paulo, oriunda do café e que já se havia diversificado em investimentos industriais e outros, foi atraída de modo crescente para o setor de transformação, considerado uma aplicação rentável a longo prazo. Com o aumento do desenvolvimento industrial, que se verificou depois de 1902, aquele estado logo se estabeleceu como principal região da produção industrial brasileira e latino-americana. Em 1907, um censo industrial pioneiro e incompleto colocava São Paulo logo atrás da cidade do Rio de Janeiro; já em 1919, o censo apontava São Paulo como o principal centro industrial, responsável por mais de um terço do valor agregado nacional.²⁹

Ao contrário da Argentina, que podia contar sempre com um aumento das exportações para voltar a prosperar, o Brasil achou-se novamente com dificuldades de balanço de pagamentos às vésperas da I Guerra Mundial. Só um novo empréstimo consolidado, em 1914, conseguiu evitar um *default* formal. Esta volta à penúria cambial não seria a última e, nestas condições, não é de surpreender que a política de substituição de importações tenha encontrado melhor acolhida no Brasil que na Argentina.

²⁸ Para o deflacionamento das importações em libras esterlinas, foi utilizado o índice dos preços das importações (preços britânicos no atacado até 1901), assinalados em Suzigan (1986, p. 381). Os dados sobre receitas do governo são de Villela e Suzigan (1975, p. 404).

²⁹ Suzigan (1986) apresenta uma discussão detalhada das origens do capital industrial, em que lucros comerciais de imigrantes também desempenham papel importante. Sobre o rápido avanço de São Paulo para uma posição de destaque na indústria, ver também Villela e Suzigan (1975, pp. 339-44).

6 — Lições do passado

As experiências do Brasil e da Argentina durante a década de 1890 sugerem quatro conclusões, que se relacionam com os problemas atuais da dívida dos países em desenvolvimento.

A primeira é que a diferença entre as crises na Argentina e no Brasil enfatiza a importância de fatores específicos, dentro de uma situação externa comum. Embora os dois países tenham participado do mesmo ciclo internacional, seus padrões de reação foram bem distintos. Os caminhos que levaram ao problema do endividamento, como também os esforços para resolvê-lo, foram diferentes. As discussões atuais por vezes deixam de considerar tais sutilezas, amontoando-se todo tipo de país sob uma única rubrica: os latino-americanos, os africanos, importadores e exportadores de petróleo, exportadores diversificados e produtores de *commodities*. E, o que é preocupante, as análises típicas são excessivamente universais, enquanto a atual política da dívida alardeia uma abordagem caso a caso. O excesso de demanda é apontado invariavelmente como culpado pelo desequilíbrio externo, obrigando a um ajuste de grandes proporções e a curto prazo no balanço de pagamentos, não importando o custo em termos de produção e renda interna. Somente agora, depois de vários anos de perdas lastimáveis de crescimento, é que está começando a haver maior sensibilidade para com as condições estruturais diversas dos países endividados. Sejam quais forem os motivos para um tratamento comum, faz sentido uma maior atenção individual aos países. De fato, o problema com a abordagem caso a caso, que parece ser a política atual, é que a análise se processa de maneira universal: antes de tudo, os ajustamentos no balanço de pagamentos, e a qualquer custo.

Uma segunda lição, relacionada com a primeira, vem da reação histórica ao *default* iminente. As instituições financeiras internacionais dos fins do século XIX reagiam rápido e flexivelmente. Dois elementos devem ser destacados: *a)* em primeiro lugar, os bancos de investimento reconheciam a importância da capacidade de pagar do país devedor ao fazerem arranjos para o reescalonamento da dívida (as avaliações do mercado ajudavam a persuadir os credores da necessidade de se fazer concessões adequadas); e *b)* em segundo lugar, os países endividados tinham fortes incentivos para cooperar no esforço para se chegar a um entendimento. Países periféricos, como a Argentina e o Brasil, eram integrados à economia internacional em crescimento e poderiam ter esperança de um retorno aos mercados de capital, sob os auspícios dos mesmos bancos de investimento. Hoje, esses países não contam com a compreensão da gravidade dos problemas de endividamento — o que está sempre para ser resolvido pelo crescimento dos países da OCDE e um pouco mais de austeridade —, tendo, ao mesmo tempo, de enfrentar a falta de novos ingressos de capital, com as restrições dos bancos comerciais a novos compromissos. Os acordos privados parecem ter funcionado, no passado, mais eficientemente que em nosso regime mais formal de tratamento mul-

tilateral da dívida. Eles garantiam um pragmatismo e uma sensatez que seriam bem-vindos nos dias de hoje.

A terceira conclusão é que o ajustamento na Argentina e no Brasil foi feito mais suavemente no passado. Havia as tendências favoráveis da imigração e da utilização de novas terras, tendo o crescimento regular permitido uma expansão contínua da capacidade de exportar da Argentina, o que gerou os superávits antes de novos ingressos de capital. No Brasil, o grande aumento da produção de café coincidiu com preços favoráveis e em ascensão na primeira década do século XX. Deste modo, o período de austeridade foi mais passageiro. E, talvez em parte por este motivo, foi também mais fácil politicamente sustentar a reversão na transferência de recursos que se fazia necessária. As expectativas acerca dos aumentos contínuos da renda real eram mais limitadas, em um mundo profundamente cíclico; a prosperidade nunca durava, mas, por outro lado, sempre se podia esperar sua volta. O ajuste foi medido ao longo de uma fase decenal declinante do ciclo de Kuznets e não em uns poucos anos. Os países endividados de hoje têm menos motivos para confiar na regularidade da recuperação da economia global, tendo ainda de enfrentar sociedades impacientes, que exigem padrões mais elevados de desempenho econômico.

A observação final resulta deste exame da década de 1890: as estratégias desenvolvimentistas, no Brasil e na Argentina, começaram a divergir naquela época, quando o primeiro passou a optar pelo crescimento industrial enquanto o segundo conseguiu aproveitar as enormes vantagens absolutas e comparativas na agricultura. A sabedoria convencional e a renda real alta dos argentinos fizeram-nos desprezar as tentativas brasileiras de substituição de importações. Olhando-se para o passado, parece que a opção brasileira não foi tão pouco razoável. Há justificativa, como diria Carlos Díaz-Alejandro, para inovação, intervenção e experiências no plano interno, quando a ortodoxia simples deixa de dar respostas satisfatórias face a grandes mudanças no campo econômico.

Apêndice

Um modelo macroeconômico simples de equilíbrio simultâneo interno e externo pode ser usado para relacionar taxas de câmbio, renda, preços internos e taxas de juros a um conjunto de determinantes exógenos.³⁰

³⁰ Este modelo se diferencia em dois aspectos de um semelhante elaborado por Cardoso (1983) e por ela usado como base para analisar as taxas de câmbio brasileiras durante o período 1862/1906. Ao contrário dela, eu não reduzo a demanda de importação à oferta interna e, portanto, não necessito de uma variável salário interno. Na melhor das hipóteses, os dados são precários (um questionável índice de custo de vida

Começo com uma relação convencional de equilíbrio interno entre nível de renda real e taxas de câmbio reais, medida em moeda nacional por unidade de moeda estrangeira, e taxas de juros reais:

$$Y = f\left(\frac{E \times R}{P}, r\right) \quad (1)$$

Y é positivamente relacionada a uma taxa de câmbio mais alta (isto é, depreciada), de vez que o saldo líquido de exportações se eleva, e também inversamente relacionada a taxas de juros mais altas, através da sensibilidade dos gastos em investimentos.

A equação seguinte é uma equação padrão de demanda de moeda, relacionando a demanda real de saldos monetários à renda real e ao custo de oportunidade de reter moeda, sendo a taxa de juros nominal a soma da inflação à taxa de juros real:

$$\frac{Moe}{P} = g\left(Y, r + \frac{\dot{P}}{P}\right) \quad (2)$$

A equação (3) é a identidade do balanço de pagamentos:

$$P_x \cdot X - P_m \cdot M\left(Y, \frac{E \times R}{P}\right) + F - iD = 0 \quad (3)$$

As exportações são aqui consideradas exógenas. Esta simplificação se justifica quando há relativamente pequena substitutibilidade na produção e longas defasagens em resposta a sinais de preço passados, como é o caso do café. As importações crescem com a renda e caem com uma taxa de câmbio depreciada. F é empréstimo externo líquido, enquanto iD é juros sobre a dívida passada.

A equação (4) estabelece uma relação entre os preços internos e a taxa de câmbio, os preços externos e a renda:

$$P = h(P^*, E \times R, Y) \quad (4)$$

A paridade do poder de compra nem sempre se verifica em virtude de movimentos divergentes nos preços dos produtos não comercializados com o exterior, que dependem do tamanho da renda real em relação à capacidade instalada. Isto dá espaço para que alterações na taxa de câmbio real assegurem o equilíbrio conjunto interno e externo.

Este modelo determina as quatro variáveis endógenas Y , $E \times R$, r e P para valores dados de Moe , $\frac{P_x X}{P_m}$, P^* e $(F - iD)$ (as receitas de exportações que ser usado) e os salários nominais são duvidosamente considerados como exógenos. Por outro lado, esta versão coloca a conta de capital em um lugar proeminente, que parece mais apropriado num contexto do fim do século XIX.

tação são aqui deflacionadas por um índice de preços de importações e, deste modo, convertidas a uma medida da capacidade de importar).

Por causa das limitações de dados, a única variável dependente disponível para teste, mas que é relevante para nossos propósitos, é a taxa de câmbio nominal. Sua relação com as variáveis exógenas é clara. Uma oferta maior de moeda leva a gastos e/ou preços internos mais altos, que por sua vez contribuem para um déficit no balanço de pagamentos; portanto, a relação com as taxas de câmbio nominais é positiva. Uma capacidade de importar maior leva a uma taxa de câmbio menor (valorizada), uma vez que ela produz um excesso de oferta de divisas. Os preços externos relacionam-se inversamente às taxas de câmbio nominais através da mudança na competitividade interna e, portanto, da demanda por importações. Finalmente, um aumento em empréstimos líquidos do serviço da dívida opera exatamente como uma expansão das exportações.

Abstract

This paper analyzes the debt crises of Argentina and Brazil in the 1890s. It discusses the importance of domestic monetary policy versus external factors in provoking devaluation and establishes the differential role of reduced capital inflows in Argentina relative to Brazil. The paper emphasizes the different acceptance of Argentine and Brazilian securities on the London market and the consequences of market valuation for debt relief. It also contrasts the domestic adjustments required in the 1890s to achieve balance of payments equilibrium. The paper concludes by drawing parallels between the cyclical pattern of peripheral, externally financed development in the 1890s and developing country reliance on debt in the 1970s and 1980s.

Bibliografia

- CALÓGERAS, J. P. *A history of Brazil*. Chapel Hill, 1939.
- . *A política monetária do Brasil*. Traduzido e reimpresso em São Paulo, 1960.
- CARDOSO, E. Exchange rates in nineteenth century Brazil: an econometric model. *Journal of Development Studies*, London, 19 (2) :170-8, Jan. 1983.
- CONDE, Roberto Cortes. *El progreso argentino, 1880-1914*. Buenos Aires, 1979.

- CONTADOR, Claudio R., e HADDAD, Claudio L. Produto real, moeda e preços: a experiência brasileira no período 1861-1970. *Revista Brasileira de Estatística*, 36 (143) :407-40, jul./set. 1975.
- DÍAZ-ALEJANDRO, Carlos F. *Essays on the economic history of the Argentine Republic*. New Haven, Yale University Press, 1970.
- . Stories of the 1930's for the 1980's. In: ARMELLA, Pedro Aspe, et alii, eds. *Financial policies and the world capital market: the problem of the Latin American countries*. Chicago, NBER, 1983. (NBER. Conference report.)
- DIEGUEZ, Hector. Crecimiento e inestabilidad del valor y el volumen físico de las exportaciones argentinas en el período 1864-1963. *Desarrollo Económico*, Buenos Aires, 12 (46) :333-49, jul./set. 1972.
- DORFMAN, Adolfo. *Historia de la industria argentina*. Buenos Aires, 1942.
- ERNESTO TORNOVIST & Co. *The economic development of the Argentine Republic in the last fifty years*. Buenos Aires, 1919.
- FERNS, H. S. *Britain and Argentina in the nineteenth century*. Oxford, 1960.
- FISHLOW, A. Origins and consequences of import substitution in Brazil. In: DIMARCO, Luis Eugenio, ed. *International economics and development: essays in honor of Raúl Prebisch*. New York, Academic Press, 1972.
- . Lessons from the past: capital markets during the nineteenth century and the interwar period. *International Organization*, Madison, WI, 39 (3) :383-440, Summer 1985.
- FORD, A. G. *The gold standard 1880-1914: Britain and Argentina*. Oxford, 1962.
- FRANCO, Gustavo Henrique Barroso. *Reforma monetária e instabilidade durante a transição republicana*. Rio de Janeiro, BNDES, 1983. Tese (M) PUC/RJ. Prêmio BNDES de economia em 1983.
- GRAHAM, Douglas H. Migração estrangeira e a questão da oferta de mão-de-obra no crescimento econômico brasileiro — 1880-1930. *Estudos Econômicos*, São Paulo, 3 (1), 1973.
- GRAHAM, Richard. *Britain and the onset of modernization in Brazil, 1850-1914*. Cambridge, University Press, 1968.

- HALL, A. R., ed. *The export of capital from Britain 1870-1914*. Scranton, Pa., Barnes & Noble, 1968.
- IBGE. *Anuário Estatístico do Brasil, 1939-40*. Rio de Janeiro, 1940.
- KINDLEBERGER, Charles P. International propagation of financial crises: the experience of 1888-93. In: ENGELS, Wolfram, et alii, eds. *International capital movements, debt and monetary system*. 1978.
- LAGO, Luiz Aranha Correa do. Balança comercial, balanço de pagamentos e meio circulante no Brasil no Segundo Império: uma nota para uma revisão. *Revista Brasileira de Economia*, Rio de Janeiro, 36 (4) :489-508, out./dez. 1982.
- LEVY, Maria Barbara. O Encilhamento. In: NEUHAUS, Paulo, ed. *Economia brasileira: uma visão histórica*. Rio de Janeiro, Campus, 1980.
- LEWIS, C. *British railways in Argentine, 1857-1914*.
- LOBO, Eulalia Maria Lahmeyer, et alii. Evolução dos preços e do padrão de vida no Rio de Janeiro, 1820-1930 — resultados preliminares. *Revista Brasileira de Economia*, Rio de Janeiro, 5 (4) :235-66, out./dez. 1971.
- MARSH, Terry A., and MERTON, Robert C. Dividend variability and variance bounds tests for the rationality of stock market prices. *American Economic Review*, 76 (3) :499-503, June 1986.
- MITCHELL, B. R. *European historical statistics*. New York, Facts on File, 1980.
- NORMANO, J. F. *Brazil: a study of economic types*. Cheshire, CT, Biblio & Tannen, 1935.
- PETERS, Harold E. *The foreign debt of the Argentine Republic*. New York, AMS Press, 1978. (Johns Hopkins University. Studies in the Social Sciences. Extra Volumes, 21.) [Reprint of 1934 edition.]
- RANDALL, Laura. *A comparative economic history of Latin America, 1500-1914*. Ann Arbor, MI, University Microfilms, 1977, v. 2.
- SHILLER, Robert. Do stock prices move too much to be justified by subsequent changes in dividends? *American Economic Review*, 71 (3) : 421-36, June 1981.
- SIMS, Christopher. Money, income, and causality. *American Economic Review*, 62 (4) :540-52, Sep. 1972.

- SPRAGUE, Oliver M. *History of crises under the national bank system*. New York, Kelley, Augustus M., 1968. [Reprint of 1910 edition.]
- SUZIGAN, Wilson. *Indústria brasileira: Origem e desenvolvimento*. São Paulo, Brasiliense 1986.
- TEIJEIRO, Mário O. *Inversión británica en Argentina: causas e consecuencias del Pánico Baring*. Buenos Aires, 1979, ms.
- VAN OSS, S. F. *Stock exchange values: a decade of finance, 1885 to 1895*. London, 1895.
- VILLELA, Annibal V., e SUZIGAN, Wilson. *Política do governo e crescimento da economia brasileira: 1889-1945*. 2. ed. Rio de Janeiro, IPEA/INPES, 1975 (Série Monográfica, 10).
- WILEMAN, J. P. *Brazilian exchange: the study of an inconvertible currency*. Westport, CT, Greenwood Press, 1971. [Reprint of 1896 edition.]
- WILLIAMS, John H. *Argentine international trade under inconvertible paper money: 1880-1900*. New York, AMS Press, 1971. [Reprint of 1920 edition.]
- ZALDUENDO, Eduardo A. *Libras y rieles*. Buenos Aires, 1974.

(Originais recebidos em abril de 1987.)