

# Centro e Periferia no Padrão Ouro-Libra: Celso Furtado Subestimou a Dinâmica da Dependência Financeira?

Pedro Paulo Zahluth Bastos

*Professor Doutor na Universidade de Campinas (IE-UNICAMP), São Paulo, Brasil*

---

## Resumo

O artigo pretende discutir a interpretação de Celso Furtado, e de comentadores posteriores, a respeito da vulnerabilidade monetária e cambial das economias periféricas integradas ao padrão ouro-libra e, em particular, do Brasil. O argumento principal é que as assimetrias e ciclos financeiros internacionais não foram adequadamente tratados na análise de Furtado sobre o Sistema Centro-Periferia, embora suas hipóteses forneçam um arcabouço analítico fundamental para esta tarefa.

*Palavras-chave:* Padrão Ouro, Sistema Centro-Periferia, Dependência, Crises Monetárias e Cambiais, Celso Furtado

*Classificação JEL:* G28, O16, O19

---

## Abstract

The paper studies Celso Furtado's interpretation of monetary vulnerabilities and external constraints of peripheral economies integrated to the international Gold Standard, considering particularly the Brazilian case. Its main argument is that international financial asymmetries and cycles were not taken into account properly in Furtado's analysis of Center-Periphery System, although his insights provide a fundamental analytical framework for this task.

---

\* Recebido em janeiro de 2008, aprovado em junho de 2008. Este artigo se baseia parcialmente em capitulo não publicado de Bastos (2001). Agradeço às sugestões de Luiz Gonzaga Belluzzo, Alonso Barbosa de Oliveira, Mauro Santos Silva, Paul Singer, Reginaldo Moraes, Rosa Maria Vieira e Wilson Cano, eximindo-os dos erros remanescentes.  
*E-mail address:* ppzbastos@gmail.com.

## 1. Introdução

Este artigo aborda aspectos da estrutura e funcionamento do padrão ouro-libra, a partir de uma análise crítica da interpretação de Celso Furtado, e de comentadores posteriores, a respeito da vulnerabilidade monetária e cambial das economias periféricas integradas ao padrão ouro-libra e, em particular, do Brasil. A interpretação de Furtado foi apresentada em detalhe em *Formação Econômica do Brasil*, desdobrando-se em alguns escritos posteriores, como *Formação Econômica da América Latina*, e *Teoria e Política do Desenvolvimento Econômico*. Como outros aspectos da obra de Furtado, sua visão sobre o funcionamento do padrão-ouro e seus impactos sobre o Brasil teve impacto acadêmico marcante e induziu algumas controvérsias, como veremos.

A visão de Furtado também teve grande originalidade internacional, sendo uma das primeiras propostas sistemáticas de reavaliação do padrão ouro, sendo fortemente crítica da teoria quantitativa da moeda.<sup>1</sup> Como se sabe, diferentes versões desta teoria foram usadas desde Hume (1752) para sugerir a existência de mecanismos automáticos de ajustamento de desequilíbrios cambiais (superávits e déficits), em virtude do impacto da transferência de saldos cambiais (ouro ou outras reservas) sobre preços e níveis de atividade. Concebida inicialmente para criticar políticas mercantilistas interessadas na acumulação de saldos ociosos de ouro, a teoria quantitativa da moeda serviria posteriormente também a outros propósitos ideológicos, como responsabilizar sistematicamente a intervenção estatal por desequilíbrios monetários e cambiais. De fato, como alegou Furtado, a opinião metalista sobre o funcionamento do padrão ouro, antes de 1930, tendia a culpar as autoridades fiscais e monetárias presumidamente irresponsáveis dos países periféricos pelas crises cambiais e inflacionárias que estes países experimentavam ciclicamente.

O argumento de Furtado deslocou o foco de análise para a configuração estrutural desigual do sistema centro-periferia. Assim como o fez na discussão da inflação latino-americana nas décadas de 1950 e 1960 (contra a ortodoxia monetária do Fundo Monetário Internacional), Furtado enfatizou vulnerabilidades e desequilíbrios estruturais das regiões periféricas que não se reduziam à irresponsabilidade ou arbítrio “emissionista” dos gestores da política econômica. Seu ponto é que as assimetrias estruturais do sistema centro-periferia desdobravam-se em uma dinâmica cíclica da economia internacional que incapacitava as economias periféricas a defenderem o regime de câmbio fixo, a cada rodada de deflação das *commodities* primárias e deterioração dos termos de intercâmbio. Coerente às interpretações estruturalistas da inflação latino-americana, de meados do século XX, como o

---

<sup>1</sup> De fato, os argumentos de Furtado anteciparam muito dos argumentos revisionistas a respeito das assimetrias do padrão ouro: a resenha de Eichengreen (1985) sobre a literatura revisionista a respeito do padrão ouro e, em particular, de suas assimetrias, cita apenas o texto de R. Triffin do inverno 1946-47 e alguns textos de Alec Ford da segunda metade da década de 1950 como anteriores às obras mais conhecidas de Ford (1962) e Triffin (1964), posteriores à síntese de Furtado.

produto de estrangulamentos inerentes ao modo desequilibrado de crescimento das economias periféricas na fase em que se voltaram a substituir importações para o mercado interno, Furtado vinculou os desequilíbrios monetários e cambiais na fase anterior a nada menos que à própria “orientação para fora” das periferias, mais precisamente, aos desequilíbrios inerentes à dependência estrutural de produtos de exportação sujeitos a crises recorrentes.

Em linhas gerais, considera-se aqui que embora os argumentos de Furtado envolvam alguns equívocos e imprecisões, sua mensagem fundamental é correta. Ela carece, porém, de algumas qualificações, algumas das quais foram feitas ao longo do debate acadêmico sobre a vulnerabilidade externa da economia brasileira antes de 1930. Além de abordar este debate, este artigo alega que Furtado não conferiu a importância devida ao ciclo financeiro internacional na avaliação da dinâmica do sistema centro-periferia durante a hegemonia britânica, em parte por prender-se à caracterização cepalina das economias centrais como orientadas “para dentro” e/ou dependentes primordialmente de flutuações do investimento doméstico. Como veremos, esta caracterização não apreende adequadamente a dinâmica cíclica da economia britânica, nem os limites colocados ao ciclo financeiro mundial pela adesão britânica ao padrão-ouro.

Por outro lado, a avaliação da vulnerabilidade cíclica das periferias, que Furtado associou sobretudo aos ciclos de preços de *commodities* primárias, também deve ser complementada por uma consideração mais detida da dinâmica da dependência financeira, ou seja, do impacto de oscilações das importações de capital em economias cronicamente endividadas, dependentes da rolagem de seus passivos externos para financiar contas correntes deficitárias, em virtude do déficit de serviços (quase sempre maior que o superávit comercial, independentemente da fase do ciclo de preço das *commodities*). A consideração dos ciclos de financiamento externo é, aliás, particularmente importante para o caso brasileiro, pois a origem dos influxos de capitais não foi sempre a mesma da destinação das exportações brasileiras, o que – particularmente antes de 1914 – podia provocar descompassos entre seus ritmos.

## **2. As Crises Cambiais Brasileiras no Padrão Ouro-Libra: Celso Furtado e seus Críticos**

Antes de discutir os argumentos de Furtado, nunca é demais enfatizar a originalidade de suas contribuições à luz das interpretações prévias sobre as crises cambiais brasileiras. Como Furtado frisava (e lamentava), a interpretação das causas da instabilidade cambial brasileira foi fortemente marcada pela reprodução dos esquemas da teoria quantitativa da moeda. De fato, as crises monetárias e cambiais brasileiras foram explicadas por uma “patologia” (a ser curada): a condução errônea da política monetária doméstica. Pouca (se alguma) referência se fazia a características específicas da economia brasileira

que explicassem sua instabilidade monetária e cambial, tirante a peculiar tendência dos políticos locais a desprezarem as normas universalmente “sadias” de gestão monetária associadas à conversibilidade-ouro da moeda (as “regras do jogo”).

A profusão de políticos e tratadistas que denunciaram a condução errônea da política monetária nacional, tendo por referência diferentes versões da teoria quantitativa da moeda, atesta a forte presença política e ideológica dos defensores de alguma regra de conversibilidade metálica da moeda nacional, a uma taxa fixa de câmbio: na República, os nomes de Rodrigues Alves, Joaquim Murтинho, Leopoldo de Bulhões, Calógeras, Ramalho Ortigão, Inglês de Souza, Antonio Carlos Ribeiro de Andrada, dentre outros, são os de herdeiros da tradição dos “metalistas” do Império, como Sales Torres Homem, Rodrigues Torres (Visconde de Itaboraí) ou o Conselheiro Belizário. É verdade que Furtado também teve alguns precursores naqueles que criticavam a “inelasticidade” da moeda atrelada à conversibilidade metálica – pelo menos desde Souza Franco e Mauá –, particularmente nos defensores da reforma monetária na transição do II Império para o período republicano. Alguns destes pioneiros, como Rui Barbosa e Amaro Cavalcanti em especial, demonstraram certa compreensão das assimetrias internacionais que marcavam o funcionamento do padrão ouro e sua relação com a ‘inconvertibilidade’ da moeda nacional.<sup>2</sup>

Mas sem dúvida foi Furtado quem, apoiado nos argumentos cepalinos que ajudava a criar, articulou de forma mais sistemática e coerente a discussão da instabilidade monetária e cambial brasileira às características de sua inserção internacional. Apesar de apoiar-se no pensamento cepalino, vale advertir que na análise dos desequilíbrios externos da economia exportadora brasileira depois da transição para o trabalho assalariado (cap. 28 e 29 de *Formação Econômica do Brasil*, a partir de agora *FEB*), Furtado não se contentou a meramente repetir as teses de Prebisch (1948) a respeito da deterioração secular dos termos de intercâmbio dos países periféricos. Partindo da interpretação de Prebisch de que a deterioração secular ocorreria ao longo de variações cíclicas ascendentes e descendentes (estas mais pronunciadas que aquelas), Furtado

---

<sup>2</sup> Ver Barbosa (1892) e Cavalcanti (1892). Para as idéias de destacados metalistas da República, ver Calógeras (1910), Andrada (1923) e Souza (1924) para outros. Sobre as controvérsias entre metalistas e papelistas no Império, ver Fernandes (1974), e Andrade (1996). Na eloqüente formulação de Furtado: “O político brasileiro, com a formação de economista, estava preso por uma série de preconceitos doutrinários em matéria monetária, que eram as regras do padrão-ouro. Na moeda que circulava no Brasil via-se apenas o aspecto ‘patológico’, ou seja, sua ‘inconvertibilidade’. E ao tentar aplicar a essa moeda ‘inconvertível’ as regras do padrão metálico – particularmente aquelas que derivavam da teoria quantitativa – era levado a afastar-se mais e mais da realidade. Ao historiador das idéias econômicas no Brasil não deixará de surpreender a monótona insistência com que se acoima de aberrativo e anormal tudo que ocorre no país: a inconvertibilidade, os *déficits*, as emissões de papel-moeda ... Todos os esforços se gastam numa tarefa que a experiência histórica demonstrava ser vã: submeter o sistema econômico às regras monetárias que prevaleciam na Europa. Esse enorme esforço de mimetismo – que derivava de uma fé inabalável nos princípios de uma doutrina que não tinha fundamento na observação da realidade – se estenderá pelos três primeiros decênios do século XX” (*Formação Econômica do Brasil*, p. 160).

refinou a discussão dos ciclos, ao enfatizar a importância dos fluxos de capital – ainda que eles se mantivessem claramente subordinados, em sua proposta, aos fluxos de comércio. A discussão da instabilidade cíclica das exportações seria fundamental para explicar a “impossibilidade de adaptar-se às regras do padrão ouro, base de toda a economia internacional no período que aqui nos ocupa” (*FEB*, p. 155).

O argumento básico de Furtado é que a ordem internacional era de tal forma assimétrica que uma economia especializada na exportação de poucos produtos primários era incapaz de permanecer no padrão ouro. Os mecanismos de transmissão internacional da crise para os países periféricos envolveriam tanto o mercado de bens quanto os fluxos de capital. Haveria uma correlação positiva entre a variação cíclica das receitas de exportação e dos influxos de capital: uma dupla bonança (comercial e financeira) seria seguida por uma dupla penúria assim que uma crise cíclica se verificasse nos centros industriais que comandavam os ciclos internacionais. Estes ciclos seriam transmitidos ao sistema econômico periférico de modo além de seu controle, de maneira que “a crise penetrava neste de fora para dentro e seu impacto alcançava necessariamente grandes proporções” (*FEB*, p. 163).

Segundo Furtado, a retração das inversões no centro do sistema (a partir da evolução do ciclo industrial doméstico) se traduziria em contração das importações e liquidação de estoques, acarretando em queda brusca do preço das mercadorias importadas, constituídas principalmente de produtos primários fornecidos pelas economias dependentes. À melhoria dos termos de intercâmbio (piora do ponto de vista da periferia), sobrepô-se-ia comportamento favorável dos fluxos de capital: o aumento das necessidades de liquidez das firmas levá-las-ia a repatriar aplicações externas, enquanto o serviço de capitais investidos a longo prazo “contribuía para reforçar a posição internacional dos países exportadores de capital nas etapas de depressão... a crise vem acompanhada, para o país industrializado, de contração das importações, baixa de preço dos artigos importados e entrada de capitais” (*FEB*, p. 159). Na periférica, por outro lado, a crise seria experimentada inicialmente por meio de uma queda no valor das exportações, sem que a retração das importações fosse rápida o suficiente para compensá-la em volume e, menos ainda, em valor (pela piora dos termos de intercâmbio). O movimento de capitais apresentaria correlação perversa com o comportamento das exportações e dos termos de intercâmbio, acompanhando-os: à crise do comércio exterior viria “acumular-se os efeitos da rigidez do serviço dos capitais estrangeiros e a redução da entrada desses capitais... porque numa economia desse tipo a conta de capital da balança de pagamentos se comporta adversamente nas etapas de depressão” (*FEB*, p. 158–9).

As experiências do centro e da periferia seriam, portanto, marcadamente assimétricas no padrão ouro: as flutuações que sofria a capacidade para importar de um país periférico tornavam inviável sua adesão à conversibilidade, em função de sua excessiva dependência da exportação de produtos primários

e da instabilidade dos fluxos de capital importados. A variável primordial da dinâmica cíclica seria, porém, a receita das exportações. No caso brasileiro, Furtado supunha que a dependência em relação às exportações de café tornaria o preço deste produto tão importante a ponto de determinar as variações da taxa de câmbio (cf. *FEB*, cap. 28, especialmente p. 163–4). Furtado dava importância menor ao comportamento cíclico das importações de capital por considerar:

- (i) que os serviços do capital externo não representassem uma carga excessivamente pesada para as contas externas do país, e
- (ii) que, excetuando “conjunturas especiais”, “a entrada de capitais foi sempre inferior ao serviço da dívida” (*FEB*, nota 142, p. 159).

Ainda que Furtado argumentasse que as desvalorizações cambiais acabavam por “socializar o prejuízo” dos exportadores, para ele elas seriam o resultado de crises que se apresentavam “como um cataclismo, imposto de fora para dentro” (*FEB*, p. 166) – portanto sujeitas a instabilidades alheias ao controle dos gestores da política econômica. Assim argumentando, Furtado superaria o argumento reducionista dos tratadistas monetários da Primeira República, para os quais a instabilidade monetária e cambial não passava de uma manifestação do arbítrio “emissionista” do governo. É claro que Furtado não desconhecia que a taxa de câmbio era um foco de conflito político/ideológico por excelência, tendo identificado pioneiramente a formação de grupos de pressão favoráveis a políticas de estabilidade e/ou apreciação cambial (*FEB*, cap. 29). Mas apesar de identificar o interesse dos exportadores em desvalorizações cambiais, a interpretação de Furtado para as crises cambiais brasileiras do período não postulou que a instabilidade cambial fosse um resultado deliberado por políticas voltadas a satisfazer o interesse corporativo dos exportadores. Esta interpretação não é incomum: nas palavras de Vilella e Suzigan (1973), por exemplo, “as medidas de política cambial visavam entre outras coisas... manter a renda em cruzeiro dos exportadores e, particularmente, dos cafeicultores, desvalorizando-se a taxa cambial à medida que se deterioravam os preços de exportação” (p. 310).<sup>3</sup>

A interpretação de Furtado para a vulnerabilidade externa da economia brasileira foi objeto de críticas, algo que não nega mas, sim, confirma a centralidade de sua contribuição. Uma linha de crítica questiona a presumida correlação entre as variações do preço internacional do café e a flutuação

---

<sup>3</sup> Embora sejam mais comuns as análises da política cambial que relacionam o interesse dos exportadores à desvalorização/depreciação cambial, alguns trabalhos aprofundaram e qualificaram a afirmação de Furtado de que havia um bloco de interesses articulado a políticas de estabilidade/apreciação cambial. De diferentes maneiras, vários autores apontaram que o interesse do governo federal em evitar os impactos financeiros negativos da depreciação cambial, em vista do peso dos serviços da dívida externa no orçamento, era reforçado por um bloco favorável à estabilidade/apreciação cambial composto por empresas de serviços públicos urbanos, firmas estrangeiras, credores externos, importadores e camadas médias urbanas consumidoras de produtos importados. Ver Aureliano (1977), Saes (1977, itens 2.4, 3.3 e 4.3), e Saes (1983, cap. 5), Cardoso de Mello e Tavares (1985), Kugelmas (1986, parte 2), Fritsch (1988), Perissinotto (1994) e Souza (1995).

da taxa de câmbio. Argumentando que a taxa de câmbio é influenciada por uma “multiplicidade de variáveis”, Oliveira Versiani (1985) realizou exercício mostrando a insuficiência explicativa das tentativas de reduzir as variações cambiais às do preço do café, rejeitando a hipótese forte de inelasticidade-preço da demanda internacional de café. Tomando o período entre 1890 e 1906 (que incluiu um período de depreciação e outro de apreciação cambial), rejeitou a hipótese de que receitas de exportação de café, quantidades exportadas e preços do produto tenham se movido sempre na mesma direção; pelo contrário, caíram juntos apenas em 1898 e 1902, subindo juntos apenas em 1900. Em 8 dos 14 anos restantes, “as variações percentuais nos preços foram acompanhadas por variações percentuais maiores, e em sentido contrário, nas quantidades demandadas... nos seis anos restantes a taxa de variação das quantidades demandadas foi inferior, e em sentido contrário, à taxa de variação do preço” (p. 612). Logo, não se pode utilizar o preço internacional do café como variável unívoca (não compensada por variações inversas da quantidade) na determinação das receitas de exportação do produto e, daí, na determinação do valor das exportações brasileiras ou da taxa de câmbio. Por outro lado, a importância das exportações de borracha na última década do século XIX e na primeira década do século XX complica ainda mais a questão, pois o *boom* da borracha não acompanhou o último ciclo do preço do café sob mercado livre. Tudo o mais constante, as variações da participação do café na totalidade das receitas das exportações brasileiras tornam duvidosa qualquer tentativa de tomar os preços do café como uma *proxy* das variações das receitas globais de exportação e, por esta via, da taxa de câmbio.<sup>4</sup>

Ainda que não seja correto presumir que as variações da taxa de câmbio seguissem o preço internacional do café, cabe advertir que não é verdade que Furtado desconsiderasse a “multiplicidade de variáveis” representada nos outros itens do balanço de pagamentos. O argumento de Furtado é que as

<sup>4</sup> Neste particular, Oliveira Versiani (1985) rejeita como regra geral que as *variações* na receita do café determinassem as variações nas receitas gerais de exportação; como proporção da variação global das exportações explicada pelas variações das receitas de café, os índices variam em uma amplitude que vai de 3,5% em 1860-69, 99,7% em 1870-79, 89,1% em 1880-89, e 34,63% em 1890-1906: “... se o decréscimo das receitas de exportação nos anos 1896-98 se explica significativamente pelo desempenho das exportações de café, a recuperação da virada do século se deve a todos o produtos, café, borracha e demais (a borracha liderou as variações entre 1903-05)”: p. 604-9. Para uma discussão dos diferentes complexos econômicos regionais e seus produtos de exportação, ver Cano (1975, cap. 1). Discutindo os três ciclos de preço do café no período de mercado livre (de 1856-57 até o Convênio de Taubaté de 1906), Delfim Netto (1959), Peláez (1971), e Peláez e Suzigan (1976) também rejeitaram a hipótese de forte inelasticidade-preço da demanda internacional de café: nas conjunturas de declínio dos preços do café, o aumento das quantidades exportadas freqüentemente compensava (pelo menos em parte) o impacto negativo dos preços unitários sobre as receitas totais de exportação de café (tirante as demais exportações). De diferentes maneiras, outros autores sobreestimaram o comando das variações do preço internacional do café sobre as variações da taxa de câmbio: cf. Versiani (1980, p. 15-17): “... Variações nos meios de pagamento e nos preços do café explicam estatisticamente a maior parte das oscilações na taxa de câmbio, desde 1860 até os primeiros anos do século XX. Aparentemente, era o mercado de café que em geral impunha seus movimentos cíclicos ao mercado cambial. É provável, além disso, que os fluxos de capital estrangeiro reforçassem aquela tendência. Os preços do café eram geralmente vistos como um índice do estado e das perspectivas da economia, de modo que um aumento nos preços funcionava como estímulo ao investimento externo ...”; ver também Cardoso (1981, p. 96-97).

demais variáveis ou acompanhavam ou não contrarrestavam a influência das exportações. Quanto a itens de despesa, argumentava que as importações não se ajustariam tão rapidamente a uma queda das exportações e que os serviços de capitais estrangeiros eram uma partida dificilmente compressível. Quanto a itens de receita, Furtado considerava outras variáveis (além do preço do café, as quantidades exportadas de café e outros produtos primários, e o comportamento dos fluxos de capital, por exemplo), mas acreditava que as demais determinantes das receitas cambiais tendiam a variar conjunta, e perversamente, com as flutuações do preço do café – hipótese que, como vimos, Oliveira Versiani refutou no que tange às receitas de exportação. Por sua vez, para Furtado, os influxos novos de capital sequer chegariam, a não ser excepcionalmente, a compensar os serviços do estoque já existente de passivos externos; ademais, os novos influxos presumidamente se correlacionariam positivamente com a variação das exportações, tendendo a contrair-se junto com elas no momento em que os países centrais, entrando em recessão e transmitindo seus efeitos aos países periféricos, reduzissem tanto sua demanda por importações quanto suas exportações de capital – além de repatriarem capitais a curto prazo. A crítica a Furtado, portanto, não deve apoiar-se no argumento de que ele não considerara toda a “multiplicidade de variáveis” que influenciava o balanço de pagamentos e a taxa de câmbio. A discussão deve ser direcionada à verificação das hipóteses que defendia quanto ao comando das variações do preço do café sobre a totalidade das receitas de exportação, como sobre o comportamento dos fluxos de capital.

Para fazer justiça a Furtado, entretanto, deve-se lembrar que o autor associava a tendência de desequilíbrio externo à economia exportadora baseada na exploração do trabalho assalariado. Na economia baseada no trabalho escravo, segundo ele, a limitação dos fluxos monetários ao comércio exterior e a inexistência de um mercado interno relevante impediriam o funcionamento do multiplicador da renda monetária que, posteriormente, faria com que a demanda de importações tendesse a crescer mais que as exportações.<sup>5</sup>

Como na crise iniciada em meados da década de 1870 o país ainda não transitara para o trabalho assalariado, a avaliação do argumento de Furtado deve partir da década de 1890. No entanto, na grande crise cambial da década de 1890 – a conjuntura por excelência na qual se deveria esperar o comportamento perverso entre influxos de capital e termos de intercâmbio, segundo Furtado –, o que é marcante é o *lag* temporal entre a retração dos fluxos de capital e a retração das receitas com exportações de café, e não sua simultaneidade.<sup>6</sup>

---

<sup>5</sup> “Como se apresentara esse problema na antiga economia exportadora-escravista? Quando existiu em forma pura, essa desconheceu por natureza qualquer forma de desequilíbrio externo. Sendo a procura monetária igual às exportações, é evidente que toda ela poderia transformar-se em importações sem que por essa razão surgisse qualquer desequilíbrio. É quando a procura monetária tende a crescer mais que as exportações, que começa a surgir a possibilidade de desequilíbrio. Esse desajustamento está intimamente ligado ao regime de trabalho assalariado, como é fácil perceber” (*FEB*, p. 157).

<sup>6</sup> Apenas a título de aproximação à dinâmica anterior a 1890, cabe lembrar que na segunda

De fato, as evidências não apóiam o argumento de Furtado: os preços internacionais do café não explicam as variações nos movimentos de capitais na década de 1890, na qual o mil-réis sofreu um movimento de depreciação cambial cumulativa a partir de 1890, embora os preços internacionais do café se mantivessem elevados pelo menos até 1894-5. Isto se explica porque os influxos de capital sofreram uma significativa retração depois do *boom* dos últimos anos da década de 1880 e da crise do Barings Brothers em 1890, provocada por fracassos com investimentos na Argentina que contraíram os mercados internacionais de capitais, especialmente para a América Latina, por alguns anos. A partir de 1895-96, a queda dos preços do café reforçou os impactos negativos da contração financeira, porém em uma seqüência rigorosamente inversa à que Furtado sugerira – para ele, a crise transmitida pelos centros à periferia afetaria inicialmente os mercados de exportação e, em seqüência, não seria compensada, mas reforçada pelo comportamento de retração dos influxos de capital. Surpreendentemente, Furtado não fez sequer algum comentário *ad hoc* para proteger seu argumento em face do *lag* temporal entre a retração dos influxos de capital e a retração das receitas com exportações.

Mas se a simultaneidade cíclica presumida por Furtado entre o comportamento perverso dos fluxos de comércio e financiamento não se verificou na década de 1890, isto não parece ser suficiente para corroborar tentativas de inverter o argumento de Furtado – propondo, ao invés da correlação positiva (e perversa) entre retração de fluxos de capital e comércio, a existência de uma correlação negativa (e benigna) entre seus movimentos (como propôs Franco (1988, 1990) e Franco (1991)). Resenhando argumentos a respeito da correlação entre exportações de capitais e termos de intercâmbio para a Grã-Bretanha, Franco (1991) argumentou que:

“No caso de uma correlação positiva, tem-se que as exportações de capital (britânico) teriam certo caráter compensatório (para os países periféricos importadores de capitais), ou seja, se expandiriam em resposta a dificuldades na conta corrente provocadas por movimentos adversos nos termos de intercâmbio, financiando esses desequilíbrios... Isto vem a ser, do ponto de vista dos países

---

metade do século XIX, as conjunturas caracterizadas por grandes influxos de capital – tomando como *proxy* da disponibilidade de capitais externos as novas colocações de títulos da dívida pública externa, para as quais os dados são menos duvidosos – foram o biênio final da década de 1850 e a primeira metade da década de 1860, a primeira metade da década de 1870 e, finalmente, a segunda metade da década de 1880. Estas conjunturas coincidiram aproximadamente com as fases cíclicas de crescimento das exportações de capitais britânicas, de maneira que as entradas de capital no Brasil eram senão parte de um *boom* internacional (cf. Bouças (1955), e Abreu (1985), sobre dados da participação brasileira no *boom*, e Cottrell (1975, cap. 3), para a identificação dos ciclos de exportação de capitais britânicos). Por outro lado, as fases expansivas dos ciclos dos preços internacionais do café foram os de 1856-7 a 1863-4, 1868-9 a 1873-4, e de 1886-7 até 1894-5. Sendo assim, à exceção da década de 1890, as conjunturas de aumento dos preços do café coincidiram aproximadamente com as fases expansivas da entrada de capitais, e vice-versa para as fases de retração. Este resultado deve ser relativizado, porém, pois as fases expansivas dos preços internacionais do café não coincidiram sempre com fases de melhoria dos termos de intercâmbio: a média dos termos de intercâmbio foi melhor entre 1863-66 e entre 1874-84 do que no interregno 1867-73, mas foi este interregno que coincidiu com a segunda fase expansiva dos preços do café. Para séries históricas de termos de intercâmbio: Gonçalves e Barros (1982) e IBGE (1987, p. 551-553).

periféricos, uma relação negativa entre termos de troca e entradas de capital, o que desautoriza a visão furtadiana ao menos ao nível do balanço de pagamentos da Grã-Bretanha. . . Em resumo, parece não haver uma articulação perversa consistente entre termos de troca e movimentos de capital. É preciso notar que este resultado nada tem de surpreendente, pois afinal boa parte das entradas de capital nesses anos era composta de empréstimos públicos federais de natureza compensatória, isto é, obtidos em função de dificuldades cambiais correntes ou antecipadas. Por definição, este tipo de entrada articulava-se de forma benigna com o estado das contas comerciais, pois tinha como propósito mais ou menos explícito financiar períodos difíceis. Mesmo que as entradas autônomas se articulassem perversamente com os termos de troca, não seria possível construir um argumento *a priori* em favor da articulação perversa” (p. 30–31 e 69–71, *italicos do original*).

Surpreendentemente, este argumento desrespeita evidências estatísticas para a década de 1890. Quanto ao comportamento dos fluxos autônomos de investimento na década de 1890, eles retraíram-se entre 1891 e 1895, para recuperar-se em 1896 precisamente quando os termos de troca assumiram tendência declinante, isto é, os fluxos autônomos de capital de risco não se articularam perversamente com os termos de troca. O contrário é verdade para os fluxos compensatórios: quando a tendência declinante dos termos de intercâmbio consolidou-se a partir de 1896, fluxos compensatórios novos se comportaram perversamente até a negociação do *funding* de 1898.<sup>7</sup>

Tabela 1

Evolução dos termos de intercâmbio e investimentos diretos, Brasil 1891-1899

Anos	1891	1892	1893	1894	1895	1896	1897	1898	1899
Rel. de troca	82	83	100	91	88	76	61	58	54
IDE	1132	-166	-306	-84	221	2406	2388	3867	7832

Nota: Para a relação de troca o ano base é 1893 = 100. Os valores para o IDE estão cotados em UK£milhares e são ajustados para desconto médio de 15% seguindo a proposta de Franco (1991, p. 52), pois os dados brutos de Castro (1978) representam autorizações para investimento (e não gastos efetivos); os anos com desinvestimento são tratados sem desconto. Todos os dados de IDE devem ser tratados com cautela, pois não se conhece a magnitude da sobre-estimação dos lançamentos efetivos. Fonte: IBGE (1987, p. 551–552), Castro (1978, p. 83), e Franco (1991, p. 54).

<sup>7</sup> De fato, os influxos registrados para 1896-7, na própria estimativa de Franco (1991, p. 40), foram parcialmente resultado das entradas defasadas do empréstimo compensatório de 1895, e ainda assim eram insuficientes para compensar sequer os serviços anuais do estoque de dívida. Surpreende que estas evidências estatísticas sejam desrespeitadas por ele, porque Franco (1991, cap. 3), fez um louvável esforço para consolidar novas estimativas para o balanço de pagamentos entre 1870 e 1900 – de maneira que não se pode criticá-lo por desconhecê-las.

O problema teórico do argumento de correlação negativa (e benigna) é que, diante da iminência da insolvência externa, não se pode supor que os financiamentos compensatórios respondessem automaticamente à piora dos termos de intercâmbio. Reduzindo o argumento ao absurdo, ele valeria se o governo federal brasileiro dispusesse de algo como a facilidade de um *overdraft* junto à casa Rothschild, que o permitisse sacar a descoberto novos recursos líquidos sempre que a necessidade surgisse. Na realidade, o acesso do país importador de capitais à liquidez internacional não era automático e imediato. Se fosse, não haveria, a rigor, assimetrias monetárias e financeiras relevantes entre os países exportadores e importadores de capital, no que tange à capacidade de induzir fluxos internacionais de capitais e gerenciar a distribuição da liquidez internacional. Quanto a esta capacidade de gerenciamento da liquidez internacional, a existência de assimetrias internacionais é inquestionável: enquanto manipulações autônomas de taxas de desconto podiam induzir influxos de capital a curto prazo nos países exportadores de capital, o acesso de países periféricos a aportes “emergenciais” de liquidez, em situações de crise, era freqüentemente condicionado pela imposição das opiniões dos credores a respeito das formas de condução da política econômica adequadas à solvência externa. De fato, era necessário passar por todo um demorado ritual de negociação de condicionalidades para a emissão de novos títulos federais associados a programas de consolidação – *funding* – da dívida externa pública, antes que influxos compensatórios pudessem vir a contrabalançar a piora dos termos de intercâmbio e, na hipótese de Franco, a retração das entradas voluntárias e autônomas de capital.

Sendo assim, tomar os recursos originados de renegociações da dívida como um canal benigno de atenuação das assimetrias internacionais é distender a credulidade para além do razoável. Ao contrário, as ocasiões de consolidação e reescalonamento da dívida eram determinadas pela iminência da insolvência externa a que o país devedor era levado em função das vulnerabilidades envolvidas em sua inserção financeira e comercial internacional, geralmente em condições de flagrante enfraquecimento de sua posição negociadora diante dos credores. Com efeito, a imposição de condicionalidades para o *funding* da dívida externa e a renegociação limitada das condições impostas manifestam a vulnerabilidade externa do país devedor no momento em que as assimetrias internacionais apresentavam-se de uma das formas mais explícitas possível, no quadro das relações internacionais do período – na forma de interferências externas na condução soberana das políticas econômicas de Estado.<sup>8</sup>

<sup>8</sup> Sobre a relação entre finanças internacionais e diplomacia, antes de 1914, ver Feis (1930), e Cain e Jopkins (1993). No caso do *funding* de 1898, uma das condicionalidades impostas foi a hipoteca das receitas da alfândega do Rio de Janeiro, a ser estendida a outras alfândegas caso a solvência externa não fosse recuperada. A semelhança deste esquema de tributação indireta com esquemas fiscais característicos de relações império-colônia típicas do período não deve ser subestimada. E embora o negociador brasileiro do *funding loan* de 1898, o presidente eleito Campos Salles, conseguisse negociar relaxamento dos termos originalmente propostos pelos banqueiros ingleses, o acordo final foi assinado em condições fortemente coercitivas: documentos analisados por Pallazzo

A verdade é que mesmo com um *lag* temporal, a retração dos termos de intercâmbio e das receitas de exportação reforçou os impactos negativos da contração financeira no biênio 1896-97. A situação de iminente insolvência financeira externa acentuou a depreciação cambial e forçou o país à renegociação da dívida pública externa em 1898, em uma posição de grande inferioridade diante dos credores internacionais. Assim, embora a simultaneidade cíclica proposta por Furtado entre deterioração dos termos de intercâmbio, retrações das receitas de exportações e influxos de capital não tenha se verificado na década de 1890 exatamente da forma como ele propunha, o argumento básico de Furtado não é de todo incorreto. Ou seja: as assimetrias internacionais no padrão ouro eram marcantes o suficiente para incapacitar uma economia periférica como a brasileira a preservar-se de desequilíbrios externos abruptos, que lhe eram transmitidos em função da instabilidade cíclica dos fluxos de capitais e comércio de que dependia.

### 3. Novas Qualificações ao Argumento de Celso Furtado

O problema da concepção de Furtado não é enfatizar as características assimétricas das relações entre países centrais e periféricos no padrão ouro. O problema está mais em não qualificar suficientemente seu argumento genérico (a transmissão da crise de economias cêntricas presumidamente voltadas “para dentro” em direção às economias periféricas voltadas “para fora”) com uma análise mais detida de características particulares da hegemonia britânica e da inserção brasileira nesta ordem internacional. No que tange à crise cambial da década de 1890, por exemplo, Furtado desconsiderou que não se pode identificar o lugar de destinação das exportações brasileiras, particularmente as de café, e o lugar de origem dos fluxos de capital para o Brasil.

Até 1914, o predomínio das exportações de capitais britânicas nos influxos de capital no Brasil era inquestionável e, como mencionado, elas sofreram grande descontinuidade depois do *boom* da segunda metade da década de 1880.<sup>9</sup> A preferência dos ingleses pelo chá, porém, fazia com que a importância do mercado britânico para as exportações de café não acompanhasse a importância do mercado de capitais londrino como fonte das importações brasileiras de capital. Desta maneira, não se pode (como fez Franco em sua crítica a Furtado) inferir sem qualificações o sentido da correlação entre fluxos de comércio e capital no Brasil da presumida correlação predominante na Grã-Bretanha. Ainda que uma crise financeira no mercado londrino afetasse a demanda britânica de *commodities*, as exportações brasileiras, particularmente café,

---

(1986) e Bueno (1995) atestam que as lideranças políticas brasileiras – Prudente de Moraes e Campos Salles à frente – temiam que uma moratória unilateral pudesse levar a uma intervenção armada. Ou seja, a cooperação negociada era temperada pela ameaça de coerção militar, como o próprio Campos Salles (1908, cap. 5) admitiu em suas memórias.

<sup>9</sup> Cf. Rippey (1959), Stone (1977) e Abreu (1988). Para a crescente ascendência norte-americana posterior à Grande Guerra, cf. Singer (1977), Valla (1978) e Stallings (1987).

poderiam ser sustentadas caso outros mercados mantivessem a expansão por mais tempo. Com efeito, além das exportações de borracha, isto explica o *lag* entre a retração dos influxos de capitais e a retração das exportações de café na década de 1890.<sup>10</sup> Se o mercado britânico fosse o principal mercado de destinação das exportações, a simultaneidade da contração das exportações de bens e das importações de capital – postulada por Furtado para explicar a vulnerabilidade externa da economia brasileira – teria se verificado na crise da década de 1890. Ao contrário, o impacto de choques externos nos mercados de bens e capital não se verificou como propunha a estilização teórica de Furtado, porque a inserção comercial brasileira tinha características peculiares não redutíveis à caracterização genérica como economia periférica.<sup>11</sup>

Porém, uma maior simultaneidade na retração das receitas comerciais e financeiras marcaria as crises cambiais posteriores à década de 1890. Breve alusão a duas particularidades destas crises ajuda a explicar esta simultaneidade:

- (i) a crescente globalidade das crises econômicas e
- (ii) a fragilidade financeira dos esquemas de valorização do café.

De fato, uma característica marcante das crises internacionais iniciadas em 1913-14, 1920-21 e 1929-30 foi sua simultaneidade global – ao contrário da crise da década de 1890, quando o sobre-fôlego da expansão norte-americana sustentou a demanda e o preço internacional do café a despeito da grande retração dos influxos de capital observada na virada da década. Nas três outras crises internacionais citadas, as reversões nos continentes europeu e norte-americano ocorreram quase simultaneamente. Se na conjuntura imediatamente anterior à Grande Guerra esta simultaneidade pode ser explicada pela posição devedora da economia norte-americana, nas crises da década de 20 pode ser explicada por sua posição credora.

De fato, antes da guerra, a reversão do último ciclo de exportações de capital do padrão ouro-libra clássico foi especialmente aguda, pois rivalidades diplomáticas e a expectativa de conflito militar levaram, desde meados de 1912 (antes, para a Alemanha), a elevações competitivas de taxas de juros, repatriações de capital e à liquidação de reservas em moeda externa, em

<sup>10</sup> Cite-se um reconhecido especialista: “(em 1887) os preços em moeda nacional subiram mais (quase 60%) do que os preços internacionais (cerca de 30%). Os cafés plantados neste ano (e, evidentemente, os plantados em 1886, onde o aumento de preço foi de apenas 11%) tornaram-se adultos em 1891... Quando os aumentos de produção chegaram ao mercado (1890), já não encontraram o mesmo ambiente de euforia da procura, pois a economia europeia sofria novo movimento depressivo. Como, entretanto, a economia norte-americana, protegida pelas barreiras da tarifa MacKinley, manteve-se ainda em prosperidade até 1893, os preços sustentaram-se em nível relativamente elevado, apesar do aumento maciço de oferta em 1891/2” (Delfim Netto 1959, p. 19).

<sup>11</sup> Para uma discussão das defasagens na transmissão da crise internacional entre 1888 e 1893, ver Kindleberger (1984). Não surpreende que, buscando testar a correlação econométrica entre as variações dos influxos de capital e as variações dos termos de intercâmbio para todo o período 1870-1900, Franco (1988, 1991) e Fritsch e Franco (1992) não encontraram um padrão de correlação estatisticamente significativo (ao contrário da hipótese de correlação perversa simultânea sugerida por Furtado), pois as correlações se mostraram muito variáveis no período como um todo.

vista de dúvidas quanto à sua conversibilidade futura. No final de junho de 1914, a contração abrupta das exportações de capitais britânicas sobrepôs-se ao movimento prévio de perda de reservas de ouro nos EUA e acentuou a crise financeira estadunidense. Quando a atividade industrial e financeira estadunidense se recuperou sob o impacto do crescimento das exportações para a Europa no início de 1915, chegou tarde para impedir a queda de preço das *commodities* em 1913-14. Em 1920-21, inversamente (como no final da década de 20), os EUA não mais absorveriam, mas transmitiriam tensões internacionais: no início e no final da década, a escassez internacional de dólares foi experimentada sob o impacto de repatriações de capitais para os EUA que induziram elevações competitivas de taxas de juros, internacionalmente, e que de início afetaram particularmente os mercados de *commodities*, depois do *boom* do imediato pós-guerra. A simultaneidade e abrangência dessas crises, afetando tanto mercados de destino das exportações de *commodities* quanto mercados de origem das importações de capitais, impactaram severamente uma economia dependente do contexto internacional como a brasileira.<sup>12</sup>

A dependência brasileira era acentuada pela tendência interna à sobre-acumulação na incorporação de terras para a lavoura cafeeira. Analisando a crise da economia cafeeira (cap. 30 de *FEB*), Furtado identificou como o motivo básico da crise do modelo econômico para fora a existência de um “desequilíbrio estrutural entre oferta e procura... (inerente às) características próprias de uma atividade econômica de natureza tipicamente colonial, como era a produção de café” (p. 182). Segundo ele, este desequilíbrio resultaria de que a demanda internacional de café era relativamente inelástica ao aumento da renda nos países importadores e à redução de preço no varejo, enquanto o investimento em ampliação da capacidade de oferta era muito elástico a preços favoráveis. Sabe-se também que o prazo de maturação da planta criava uma defasagem de cerca de cinco anos entre a sinalização corrente dos preços de mercado para o investimento, e a entrada em operação da nova capacidade de produção. Desta maneira, a maturação e/ou o auge de produtividade de novas lavouras freqüentemente ocorria depois da reversão do contexto internacional favorável que havia estimulado os investimentos, forçando para baixo os preços com a expansão descontrolada da oferta.<sup>13</sup>

A tendência ao desequilíbrio estrutural era reforçada sempre que os preços internos do produto fossem mantidos elevados em conjunturas de depreciação cambial (como na década de 1890), ou graças à operação de programas de

<sup>12</sup> Para análises da transmissão internacional da crise financeira em 1913-14, ver Brown (1940, cap. 1), Cecco (1974, cap. 7), Yeager (1976, cap. 16), e Eichengreen (1992, cap. 3); quanto às crises da década de 20, especialmente para o advento das conjunturas de escassez de dólares, Brown (1940, cap. 20-1, 24, 27-28), Kindleberger (1937, cap. 2-3, 5-6), Yeager (1976, cap. 16-17), Aldcroft (1978, cap. 3, 10-11), e Eichengreen (1992, cap. 4, 7 e 8).

<sup>13</sup> A existência desta defasagem é um aspecto central da explicação dos ciclos de preço do café por Delfim Netto (1959), para quem o surgimento do “problema do café no Brasil”, em meados da década de 1890, ocorrera porque a grande depreciação cambial naquela década criara uma defasagem entre os preços internos e internacionais do produto e induzira ao alongamento do ciclo de investimento em novas plantas: cf. p. 15-28.

sustentação dos preços através do financiamento da retenção de estoques excedentes, ou seja, dos esquemas de “valorização” depois de 1906. Ao preservar preços remuneradores graças à retenção de excedentes, os programas de valorização do café acabavam postergando a crise, mas reforçando o desequilíbrio estrutural a longo prazo ao estimular a superexpansão da capacidade de produção.<sup>14</sup>

A medida que eram financiados com capitais externos, os programas de valorização do café também tendiam a reforçar a correlação positiva e perversa entre retração de influxos financeiros e receitas comerciais. Ao discutir o financiamento dos programas de valorização do café a partir de 1906, Furtado apresentou o problema (*FEB*, cap. 30): enquanto permanecesse a conjuntura de crescimento vegetativo da demanda internacional de café e a expansão do financiamento externo, a execução dos programas de valorização conciliaria a sustentação dos preços e a expansão da oferta, à custa da acumulação de crescentes estoques reguladores de café (e, complementemos, de crescentes estoques de dívida externa). Se, posteriormente, uma conjuntura de crise internacional fosse transmitida para o país na forma de uma redução da demanda internacional de café, com maior probabilidade poderia verificar-se uma retração das exportações de capital para o país – à medida que surgissem dúvidas quanto à solvência externa do programa de valorização do café, em particular, e do país, em geral.<sup>15</sup>

Assim, através do programa de valorização do café, a retração das receitas de exportação e a dos influxos de capital se reforçariam mútua e simultaneamente. De fato, buscando testar a correlação econométrica entre as variações dos influxos de capital e as variações dos termos de intercâmbio para todo o período 1900-1930, Fritsch e Franco (1992) encontraram um padrão de correlação positivo, estatisticamente significativo, que reforça a hipótese de correlação perversa sugerida por Celso Furtado, particularmente nos períodos bem identificados de *boom* e crise das experiências brasileiras com o padrão ouro

<sup>14</sup> “O equilíbrio entre oferta e procura dos produtos coloniais obtinha-se, do lado desta última, quando se atingia a saturação do mercado... Em tais condições, era inevitável que os produtos coloniais apresentassem uma tendência, a longo prazo, à baixa de seus preços. Manter elevado o preço do café de forma persistente era criar condições para que o desequilíbrio entre oferta e procura se aprofundasse cada vez mais... Desta forma, por mais bem concebida que tivesse sido a política de defesa dos preços do café, a longo prazo ela surtiria certos efeitos negativos” (*FEB*, p. 182-3).

<sup>15</sup> Descrevendo a crise de 1929: “É fácil compreender a enorme força perturbadora potencial que representava para a economia esse tipo de operação. O financiamento desses estoques havia sido obtido em grande parte de bancos estrangeiros. Pretendia-se, dessa forma, evitar o desequilíbrio externo. Vejamos o que em realidade se passava... A coincidência da afluência de capitais privados e da chegada dos empréstimos destinados a financiar o café deu lugar a uma situação cambial extremamente favorável, e induziu o governo brasileiro a embarcar numa política de conversibilidade. Deflagrada a crise no último trimestre de 1929, não foram necessários mais que alguns meses para que todas as reservas metálicas acumuladas à custa de empréstimos externos fossem tragadas pelos capitais em fuga do país. Dessa forma, a aventura da conversibilidade do final dos anos 20 – a qual em última instância era um subproduto da política de defesa do café – serviu apenas para facilitar a fuga de capitais...” (*FEB*, p. 184-6).

e com esquemas institucionalizados de valorização do café (Fritsch e Franco 1992, p. 21–2).

Para concluir o item, deve-se voltar a enfatizar a correção da mensagem básica de Furtado, que em muito supera as interpretações dos tratadistas financeiros da Primeira República: as assimetrias internacionais no padrão ouro eram marcantes o suficiente para incapacitar uma economia periférica como a brasileira a preservar-se de desequilíbrios externos, abruptamente transmitidos nas conjunturas em que se manifestava a instabilidade cíclica dos fluxos internacionais de capitais e comércio. Ao contrário do argumento ortodoxo, as crises cambiais não resultavam da falta de vontade dos governantes em respeitar os cânones do padrão ouro, ou seja, a transmissão de instabilidades externas não dependia do grau de “arbítrio monetário” interno. Pelo contrário, a criação de instituições (Caixa de Conversão ou Estabilização) que eliminavam este arbítrio ao vincular as variações da oferta de moeda à disponibilidade de reservas internacionais tornava impossível defender a taxa de câmbio em uma crise internacional, a despeito da vontade dos governantes em respeitar escrupulosamente esta regra restritiva de criação monetária. O respeito a esta regra monetária era contraproducente porque acentuava, de um lado, o comportamento especulativo e pró-cíclico do sistema bancário privado, e por outro lado inibia os governantes de propor esquemas de financiamento que visassem conter o impacto das crises internacionais, experimentadas assimetricamente, porque os bancos centrais localizados nos centros financeiros internacionais tinham arbítrio e poder o suficiente para transmitir pressões para os elos mais fracos da cadeia. Mas se o esquema explicativo de Furtado fornece elementos que permitem pensar as crises econômicas do período de maneira menos restritiva do que fizeram os tratadistas ortodoxos, ele não destaca devidamente o papel da dependência financeira na vulnerabilidade econômica brasileira.<sup>16</sup>

#### **4. Considerações Finais: Para uma Ênfase na Dinâmica da Dependência Financeira**

Embora identificasse o impacto do financiamento externo na fragilidade dos esquemas de valorização do café, Furtado claramente enfatizava a vulnerabilidade comercial brasileira na explicação das crises externas: o papel que a dependência de financiamento externo assumia em sua explicação das crises cambiais era nitidamente colocado em segundo plano. Com efeito, ainda que considerasse que, excluindo conjunturas excepcionais – constituídas “por períodos em que se contraíram grandes empréstimos públicos para fins não-econômicos: Guerra do Paraguai, consolidação da dívida etc. – a entrada de capitais (era) sempre inferior ao serviço da dívida”, acreditava que “o serviço de

---

<sup>16</sup> Naturalmente isto não pode explicar-se pela carência de dados, pois a publicação de Bouças (1955) era documento de instituição oficial brasileira.

capitais estrangeiros não chegou a constituir uma carga excessivamente pesada para a balança de pagamentos do Brasil, na segunda metade do século passado” (FEB, p. 159). Quanto ao problema no século XX, não há comentário algum em *Formação Econômica do Brasil* em que Furtado pelo menos justifique a desconsideração do impacto da dívida pública em particular ou do estoque de capital estrangeiro no país, em geral, sobre a vulnerabilidade externa da economia brasileira antes da Grande Depressão. Quanto a seu comentário sobre o século XIX, os encargos financeiros externos mostraram-se, na realidade, bastante significativos nos anos imediatamente anteriores à negociação do *funding* de 1898 (Villela e Suzigan (1973); Franco (1991)).

Aparentemente, Furtado se prendeu exageradamente ao esquema cepalino tradicional para diferenciar as flutuações cíclicas no centro e na periferia e, ao fazê-lo, não equilibrou corretamente a discussão das hierarquias comerciais e financeiras. De fato, a estilização de que partiu para discutir as assimetrias no padrão ouro diferenciava as economias de crescimento *hacia adentro* e as economias de crescimento *hacia fuera*, uma estilização que claramente privilegiava as relações comerciais. Ainda que Furtado viesse a agregar o papel dos fluxos de capital ao esquema tradicional, isto não alterou o fato de que o móvel da dinâmica cíclica articulava-se às orientações de mercado das economias. As economias periféricas apresentariam à época do modelo exportador uma dinâmica dependente porque suas flutuações cíclicas seriam determinadas, de fora para dentro, pelas flutuações cíclicas das economias cêntricas (pois se orientavam para a satisfação de necessidades exógenas de consumo). Inversamente, as flutuações das economias cêntricas seriam endogenamente determinadas pelos investimentos industriais – por sua vez, presumivelmente associados à satisfação das necessidades domésticas. Assim, na economia cêntrica, a diminuição das importações, a redução do preço das *commodities* importadas, a repatriação de capitais e a contração de novas exportações de capital resultariam da retração dos investimentos domésticos, à medida que a conseqüente retração da demanda agregada forçasse as firmas a liquidar estoques de bens e de aplicações internacionais. Deste modo, a transmissão da crise para a economia periférica afetaria simultaneamente os mercados de bens e os fluxos de capital, e o desequilíbrio de balanço de pagamentos (conseqüentemente, depreciação cambial e inflação) era parte inseparável do modo como sua dinâmica cíclica era articulada aos mercados externos. A instabilidade financeira na periferia era tomada então como uma espécie de subproduto da dependência comercial e da evolução do ciclo industrial doméstico dos países centrais.<sup>17</sup>

<sup>17</sup> “Se se observa a natureza dos fenômenos cíclicos nas economias dependentes, em contraste com as industrializadas, percebe-se facilmente porque aquelas estiveram sempre condenadas a desequilíbrios de balança de pagamentos e à inflação monetária. O ciclo na economia industrializada está ligado às flutuações no volume de inversões. A crise se caracteriza por uma contração brusca dessas inversões... À simples notícia de que teve início a crise, os importadores... suspenderão os seus pedidos, o que acarreta a brusca baixa dos preços das mercadorias importadas, que neste caso são principalmente os produtos primários fornecidos pelas economias dependentes. Por outro lado,

Observou-se atrás que, ao propor este esquema à análise das assimetrias no padrão ouro, Furtado desconsiderou a divergência entre o lugar de destinação das exportações brasileiras de café e o lugar de origem dos influxos de capitais no Brasil, o que complicava a aplicação da estilização cepalina ao período. Outra complicação mais ampla é que a estilização cepalina sobre as flutuações cíclicas dos centros não encontra respaldo na literatura especializada a respeito dos ciclos econômicos britânicos, pelo menos depois de 1870.<sup>18</sup>

De fato, a literatura especializada nas exportações de capitais britânicas considera atualmente que suas flutuações tendiam a antecipar as flutuações das exportações de bens e do nível doméstico de atividade, pelo menos depois de 1870, de maneira que a dinâmica financeira internacional subordinava o ritmo de seus fluxos de comércio exterior. O paralelismo cíclico, financeiro e comercial, caracterizava-se, do ponto de vista da Inglaterra, pela influência das exportações de bens e serviços sobre as variações da renda e das importações, e pela influência das exportações de capitais prévias sobre as exportações de bens e serviços. Ainda que as exportações de capitais tivessem algum efeito anticíclico associado à competição de fundos para inversões internas (ambas tendiam a se correlacionar negativamente como proporção do PIB ao longo do ciclo, mas não em termos absolutos),<sup>19</sup> as exportações de bens e serviços acompanhavam pró-cíclicamente as exportações de capitais. Deste modo, as exportações de capitais tendiam a antecipar as variações macroeconômicas, “crescendo antes das exportações e da renda nas expansões, e retraindo-se antes delas nas contrações, sendo a liderança sempre de um ou dois anos. Assim, as perdas de ouro nas expansões derivadas das exportações de capital eram em parte compensadas pela subsequente melhoria da conta corrente, enquanto nas contrações a piora da conta corrente podia ser tolerada porque as exportações de capital tinham antes se retraído”.<sup>20</sup>

---

a contração dos negócios provocada pela crise reduz a liquidez das empresas, induzindo estas a lançar mão de quaisquer fundos de que disponham, inclusive aqueles que se encontram no exterior. Dessa forma, a crise vem acompanhada, para o país industrializado, de contração das importações, baixa de preços dos artigos importados e entrada de capitais” (*FEB*, p. 158–159).

<sup>18</sup> Segundo Cairncross (1953, p. 195–6): “o único *boom* em que a elevação do investimento doméstico foi muito mais pronunciada que a elevação no investimento externo foi o de 1900... Todos os outros *booms* de 1870 em diante parecem ter sido transmitidos através de exportações direcionadas para a América e outros centros de investimento externo... Em vista das fortes articulações entre a Grã-Bretanha e o desenvolvimento estrangeiro, era inevitável que as indústrias exportadoras fossem sensíveis ao ritmo geral de desenvolvimento dos países ‘novos’ e que qualquer aceleração seria comunicada através das exportações para o mercado interno e para o investimento doméstico.”

<sup>19</sup> Em meio às intermináveis controvérsias a respeito das relações entre investimento interno e externo motivadas pela obra de Cairncross (1953), ver em particular as evidências apresentadas por Stone (1971). Uma resenha dos argumentos elaborados antes e depois de Cairncross (de Taussig a Lewis, passando por Rostow e Thomas) é feita por Kindleberger (1984, cap. 14).

<sup>20</sup> Ford (1989, p. 233). Argumenta-se frequentemente que a associação entre exportações de capital e exportações de bens (particularmente bens de capital) enfraqueceu-se progressivamente à medida que avanços da industrialização e do protecionismo estadunidense e europeu implicaram maior concorrência comercial: “Depois de 1870, a Inglaterra não tinha mais o monopólio da produção mundial de bens de capital, e assim os recursos dos empréstimos levantados em Londres podiam ser usados para comprar maquinaria, por exemplo, tanto da Alemanha quanto dos Estados Unidos. Mas o aumento das exportações americanas ou alemãs geraria uma elevação das respectivas rendas nacionais da qual uma pequena parte pode ter sido gasta com importações desde a Inglaterra”:

Considerando que a literatura especializada nos ciclos econômicos britânicos no período clássico de sua hegemonia monetária e financeira esteja correta, os esquemas cepalinos estilizavam indevidamente as flutuações cíclicas da economia britânica, na época clássica do “modelo exportador” das economias periféricas: o principal centro do sistema, a economia britânica, não era tão *hacia adentro* como parecia, nem os fluxos de comércio dependiam tanto da evolução dos mercados de consumo interno quanto de suas exportações de capital.<sup>21</sup>

Tabela 2

Crescimento dos investimentos externos (estoques) dos principais países exportadores de capital, 1870-1914

País	1870	1885	1900	1914
Reino Unido	4900	7800	12100	19500
França	2500	3300	5200	8600
Alemanha	n.d.	1900	4800	6700
Estados Unidos	n.d.	n.d.	500	2500

Fonte: Woodruff (1966), cit. in  
Walter (1993, p. 108).

n.d. = não disponível d. = desprezível  
(US\$milhões)

Ademais, como a balança comercial britânica era estruturalmente deficitária ao longo das flutuações cíclicas, o que determinava o superávit do balanço de pagamentos era as rendas externas advindas de sua projeção no sistema de financiamento e intermediação comercial internacional. Isto não se limitava à Inglaterra: as contas externas da França e da Alemanha (e apenas elas) seguiam um mesmo padrão antes de 1914. Com maior ou menor intensidade, os três países auferiam um grande superávit de transações correntes no qual o peso das rendas de serviços “invisíveis” (lucros, dividendos, juros, fretes, comissões de seguros e outros serviços) crescia relativamente às rendas advindas da exportação de mercadorias, compensando os déficits comerciais que experimentavam (a Inglaterra ao longo de todo o século, a França a partir

Cottrell (1975, p. 47). Na verdade, o mecanismo através do qual a Inglaterra compensou o progressivo aumento da concorrência industrial foi mais complexo, envolvendo uma complexa teia de pagamentos multilaterais na qual a importância das regiões de império formal e das zonas de influência mais informais era crescente, em particular da Índia: ver Hobsbawm (1968, cap. 7 e 9), Cecco (1974, cap. 2 e 4), e Kenwood e Lougheed (1971, cap. 6).

<sup>21</sup> Para as evidências a respeito dos *lags* e articulações entre exportações de capitais e bens, investimento e produção domésticos na economia britânica, cf. Cairncross (1953), Ford (1962, 1963) e Ford (1989), Stone (1971), Cottrell (1975) e Eichengreen (1983, 1992). É importante frisar, porém, que, desde os primeiros textos da Cepal, Raul Prebisch diferenciava o centro britânico antes de 1914, dos EUA no período entre-guerras, exatamente pela maior extroversão financeira e comercial que caracterizava a Inglaterra, apontando inclusive para a importância que as exportações industriais tinham em seu dinamismo econômico, embora não avaliasse como se relacionavam com o comportamento do investimento doméstico. Mais tarde, a importância que Prebisch dava às exportações industriais inglesas foi frisada por Furtado, no primeiro volume de suas memórias: Furtado (1977, p. 77).

de meados da década de 1870 e a Alemanha, de meados da década de 1880). Este superávit corrente não financiava predominantemente a acumulação de reservas de ouro mas, a cada ciclo de crédito, a acumulação crescente de ativos internacionais, através de reinvestimentos externos que expandiam, com certa defasagem, o próprio superávit corrente com seus rendimentos financeiros.<sup>22</sup>

Este padrão de extroversão financeira dos países credores tinha conseqüências macroeconômicas globais. Como os países credores auferiam superávits crescentes na conta corrente em virtude do saldo de serviços, drenando recursos do resto do mundo, a reciclagem da liquidez mundial dependia do ritmo de expansão de suas exportações de capital. Ou seja, a provisão de liquidez mundial era diretamente influenciada pelo resultado do balanço de pagamentos dos países exportadores de capital ou, mais exatamente, pelo comportamento cíclico de suas exportações de capital. Enquanto estas exportações se elevassem, a probabilidade de ocorrência de crises era pequena, embora crescesse à medida que empreendimentos mais arriscados fossem financiados. Quando, porém, as exportações de capital se contraíam, graças à eclosão de alguma crise financeira localizada, ou ao esforço dos bancos centrais dos principais países credores visando repatriar recursos para defender taxas de câmbio (elevando taxas de juros básicas), a tendência de contágio macroeconômico global era irresistível. A contração dos empréstimos, em particular se associada à elevação das taxas básicas de juros nos centros do sistema, repatriava capitais e contraía não apenas a liquidez mundial mas, freqüentemente, o preço de *commodities* exportadas por países devedores, o que empurrava alguns para a insolvência. A imagem de suavidade dos ajustes de balanço de pagamentos marca a nostalgia do padrão ouro, mas não passa de um dos mitos que cerca sua menção. Crises cambiais e financeiras eram eventos recorrentes, principalmente nos países periféricos. É claro que revoluções, golpes de Estado, guerras, azares climáticos ou mera irresponsabilidade administrativa e corrupção também podiam levar países periféricos à inadimplência. Mas mesmo a Inglaterra passou por ataques especulativos contra a paridade ouro da libra esterlina que só foram superados graças ao apoio de outros países.<sup>23</sup>

Além de estilizar erroneamente as flutuações cíclicas da economia britânica, o papel central que as exportações de capitais e bens tinham nesta economia

<sup>22</sup> Para os dados do balanço de pagamentos da Inglaterra, França e Alemanha no período, ver respectivamente Mitchell e Deane (1962); Caron (1971); e Mitchell (1975).

<sup>23</sup> Nas crises de 1873, 1890 e 1907, por exemplo, a cooperação emergencial para o fornecimento conjunto de reservas fez da Inglaterra não um *lender*, mas um *borrower of last resort* dependente de empréstimos externos. O favor foi retribuído, por exemplo, na crise alemã de 1898: ver Eichengreen (1989, p. 300-304). O poder de drenagem de fundos líquidos ("*drawing power*") desfrutado pelo Banco da Inglaterra, através de elevações da *Bank Rate*, foi documentado por Lindert (1969), *op. cit.*, estimando as assimetrias na capacidade de influenciar taxas de câmbio bilaterais em virtude de diferenciais de taxas de desconto. Eichengreen (1987) qualificou a noção de que o Banco da Inglaterra era, na sugestão de J. M. Keynes, o condutor unilateral de toda uma orquestra internacional, demonstrando que o Banco da Inglaterra tampouco era capaz de negligenciar mudanças políticas nas taxas de juros para desconto bancário na França e na Alemanha, apesar de efetivamente iniciar a maioria dos movimentos conjuntos (provocando alterações nos diferenciais das taxas de desconto que transferiam a pressão financeira e cambial para o resto do mundo).

“*para fora*” (e em menor escala para França e Alemanha), e a configuração dos ciclos financeiros globais no padrão ouro-libra, o enfoque cepalino do sistema centro-periferia foi muito criticado (às vezes exageradamente) sob a alegação de que as economias cêntricas e periféricas não eram economias voltadas para o “consumo” em geral, para a satisfação de necessidades “internas” ou “externas” à Nação, nem integradas principalmente pelas relações comerciais através das quais as “necessidades” que orientavam a produção eram satisfeitas. Eram economias cujos interesses privados dominantes voltavam-se à acumulação de capital, à valorização de patrimônios financeiros, e eram integradas de forma hierarquizada ao sistema capitalista mundial através de relações financeiras e comerciais. Neste sentido, uma conhecida crítica feita aos esquemas *dualistas* cepalinos, por autores vinculados à teoria da dependência ou influenciados pelo marxismo, é que a dependência das economias periféricas não foi construída unilateralmente “de fora para dentro” através de relações comerciais entre Nações desiguais; as relações de dependência eram também construídas “por dentro” a partir da articulação de capitais estrangeiros ao modo de desenvolvimento e acumulação de capital interno às economias periféricas. Faltando aos esquemas cepalinos uma análise mais precisa dos movimentos endógenos de acumulação de capital presentes nas economias periféricas, faltava também uma análise de como as relações de dependência eram construídas “por dentro”, através da articulação de interesses do capital estrangeiro com os esquemas domésticos de gasto.<sup>24</sup>

Para entendermos o modo como a penetração de capitais estrangeiros implicava em acentuar a vulnerabilidade cambial experimentada pela economia brasileira no período analisado – e como se articulava ao ciclo de preços do café –, é necessário entender a forma de inserção destes capitais na economia em questão. De antemão, cabe frisar que sua inserção direta no sistema produtivo era limitada, tanto nas lavouras agrícolas quanto na origem da industrialização. De fato, o desenvolvimento das lavouras cafeeiras no sudeste do país não se fez sob comando do capital estrangeiro, mesmo quando se difundia o trabalho assalariado nas zonas novas do Oeste paulista. Seguindo-se ao declínio das lavouras no Vale do Paraíba fluminense e paulista, o desenvolvimento da acumulação de capital na região que mais prosperava no final do século XIX (o “Oeste” histórico, norte geográfico de São Paulo) se fez sob liderança de um grupo de famílias locais que acumulara capitais no comércio de mueres e, posteriormente, na lavoura açucareira, diversificando capitais inicialmente para a lavoura cafeeira e depois para as ferrovias e demais facetas urbanas da economia cafeeira paulista.<sup>25</sup>

<sup>24</sup> Ver, por exemplo, Oliveira (1972, 1977), e Tavares (1974). Embora os problemas relativos à compreensão dos ciclos financeiros sob hegemonia britânica persistissem, o problema da articulação financeira da dependência “por dentro” dos países periféricos foi parcialmente sanado em análises cepalinas da década de 1960 e 1970, como as Furtado (1969) e Sunkel e Paz (1970), em parte reagindo ao surgimento da chamada teoria da dependência.

<sup>25</sup> Cf. Monbeig (1952), Saes (1977), Cardoso de Mello (1982) e Perissinotto (1994). A principal inversão estrangeira no período inicial da expansão cafeeira paulista foi a ferrovia Santos-Jundiaí,

No último quartel do século XIX, membros das zonas “pioneiras” do novo oeste paulista (além do “Oeste Velho” original, isto é, a região de Campinas) expandiam plantações crescentemente com o recurso a trabalhadores livres imigrantes, induzindo a difusão das relações de assalariamento no interior de São Paulo e a ampliação da demanda interna por produtos manufaturados. Mas os estímulos criados ao crescimento urbano e industrial não modificaram a localização preferencial do capital estrangeiro em atividades afastadas do sistema produtivo. As inversões na constituição direta de firmas de capital estrangeiro financiavam predominantemente setores de serviços, relacionados à “face urbana” do sistema produtivo agrícola articulado ao comércio exterior e ao próprio crescimento das cidades. Assim, a difusão do progresso técnico por meio do investimento direto externo vinculava-se a um estilo de penetração que reforçava a orientação agro-exportadora de uma economia periférica. Mas praticamente não criava ou economizava divisas, ao concentrar-se na produção de bens e serviços *non-tradable*: o estoque de capital investido na indústria de transformação voltada ao atendimento do mercado interno ou ao beneficiamento de produtos primários (exportados ou não) foi estimado em apenas 7% do estoque total em 1914, embora aumentasse nos anos 20.<sup>26</sup>

Se não implicava em definir diretamente a orientação dos investimentos produtivos na economia brasileira, a distribuição setorial dos investimentos diretos estrangeiros reafirmava os padrões assimétricos das relações econômicas internacionais do período, concentrando-se no setor bancário e de seguros, casas de exportação e importação, companhias de navegação, portos, construção e operação ferroviária, e, finalmente, infra-estrutura urbana (gás, eletricidade, transporte urbano – bondes –, telégrafos e obras urbanas). O predomínio de capitais ingleses antes de 1900 era inquestionável, havendo maior diversificação posteriormente, notadamente norte-americana (EUA e Canadá, país de origem do grande conglomerado de serviços urbanos da Light). Depois da virada do século, declinaram relativamente os investimentos em infra-estrutura de navegação e seguros, ou seja, aqueles voltados ao transporte da produção exportada e estritamente relacionados ao ritmo de incorporação de novas terras na “marcha para o oeste” do café, ascendendo investimentos em infra-estrutura urbana e nas casas financeiras e de comércio exterior.

Um ponto crucial para entender a articulação entre a forma de inserção setorial do capital estrangeiro e a vulnerabilidade externa da economia brasileira é que, como estes investimentos não geravam ou economizavam divisas diretamente em vista de sua distância do sistema de produção, as remessas de lucros das firmas estrangeiras pressionavam o balanço de pagamentos do país sempre que os *booms* de exportação de capitais retraíam-se

---

construída sob iniciativa de Mauá, mas incorporada e inaugurada por capitais ingleses em 1868.

<sup>26</sup> A discussão de referência sobre as empresas estrangeiras no Brasil antes de 1914 é feita por Castro (1978). Ver também Graham (1968, cap. 2-5), Saes e Szmrecsányi (1985) e Suzigan e Szmrecsányi (1993).

ciclicamente, à medida que influxos novos não compensassem o encargo dos serviços do estoque acumulado.

Estas conjunturas de crise financeira não eram determinadas, como supôs Furtado, pelo comportamento das exportações e, mais particularmente pelo preço internacional do café. Como vimos, as evidências para a década de 1890 indicam que a retração dos investimentos diretos não correspondeu ao comportamento favorável do movimento dos preços do café e do conseqüente *boom* de investimentos em novas plantações no período. Levando em conta certas oportunidades abertas por esta expansão agrícola, isto seria de se estranhar, pois ainda onde o investimento externo não estivesse diretamente ligado ao ritmo de incorporações de novas terras, investimentos urbanos poderiam aproveitar os efeitos multiplicadores da expansão da renda monetária do setor agrícola sobre as cidades, assim como parte dos investimentos locais fizeram (favorecidos também pelos efeitos inicialmente expansivos da reforma monetária e financeira republicana). O fato é que a retração dos investimentos externos no início da década de 1890 esteve menos associada ao comportamento da lavoura cafeeira que às suas fontes de fundos: ao integralizarem o capital nos centros financeiros europeus, particularmente Londres, os investimentos sofreram o impacto da contração das subscrições para as firmas voltadas aos mercados latino-americanos, em vista do contágio da crise de credibilidade trazida pelo fracasso do Barings em operações na Argentina. Como se discutiu antes, o mesmo padrão ocorreu, com impacto ainda mais integrado mundialmente, nas crises de 1913-4 e no início ou no final dos anos 1920.

Por sua vez, uma vez iniciada a reversão financeira, o movimento de depreciação da taxa de câmbio tinha efeitos contrários sobre a rentabilidade dos investimentos da lavoura, de um lado, e sobre os investimentos diretos ou aplicações de carteira nos títulos da dívida externa pública, de outro, mas em ambos os casos reforçando os determinantes da crise. O ponto que se quer enfatizar aqui não diz respeito apenas ao início da crise financeira internacional (frequentemente choques financeiros externos alheios ao controle doméstico), mas sim aos mecanismos que a reproduziam através da dinâmica da taxa de câmbio. Os movimentos ascendentes e descendentes da taxa de câmbio tinham efeitos diferenciados no setor exportador e no setor de serviços non-tradable. A depreciação cambial aumentava o preço do café em moeda doméstica, reforçando os efeitos positivos de uma conjuntura internacional favorável ou compensando (parcialmente ou não) os efeitos de uma conjuntura desfavorável. Um movimento de apreciação cambial tinha efeitos contrários. Para os investimentos diretos externos no setor de serviços, por outro lado, a depreciação cambial implicava em redução do valor do estoque de ativos denominados em moeda nacional quando cotados em moeda externa, em redução do valor dos fluxos de receitas esperadas registrado em moeda externa e, quando era o caso, de uma elevação de custos derivados da utilização de insumos importados. Em suma, a depreciação cambial tinha efeitos favoráveis sobre a rentabilidade dos investimentos voltados para exportação e,

inversamente, efeitos prejudiciais sobre os investimentos na oferta de bens e serviços *non-tradables*, onde se encontrava a destinação setorial preferencial do capital estrangeiro.

Nestas condições, um movimento de depreciação cambial não era auto-corrigido. Inversamente, tendia a tornar-se cumulativo: enquanto reforçava os impactos de um choque financeiro externo no sentido de desestimular novos investimentos diretos e, portanto, limitava os influxos de capitais capazes de contrarrestar a tendência de depreciação cambial, estimulava um processo de sobre-investimento em novas plantações, cuja maturação futura tendia a forçar para baixo os preços do café e reduzir as receitas cambiais derivadas das exportações.

Mas o impacto da retração dos influxos de investimento direto era muito reforçado pela tendência de redução das aplicações em títulos da dívida pública. Um movimento de depreciação cambial tinha efeitos negativos sobre as contas do governo federal. A principal fonte de receitas federais até o final da década de 1930 era o imposto de importação, mas a depreciação cambial encarecia e desestimulava importações. Por outro lado, parte das tarifas era calculada em moeda nacional a partir de uma taxa fixa de câmbio (imputada sobre o valor internacional do bem) que não acompanhava a depreciação da moeda nacional, ou seja, que não aumentava o valor do imposto em proporção à elevação do valor da importação em moeda nacional. Simultaneamente, os encargos da dívida externa, pré-fixados em libras esterlinas, aumentavam em moeda nacional à medida que ela se depreciava, debilitando a capacidade de pagamento e exigindo maior exação tributária interna e/ou redução das transferências para as unidades da federação.<sup>27</sup>

Para os gestores das finanças públicas, portanto, não interessava desvalorizar a moeda nacional, em franco contraste com o interesse dos exportadores (Kugelmas 1986). Como uma depreciação cambial tornava os títulos da dívida pública uma aplicação menos segura, também não era do interesse dos credores internacionais (cf. Perissinotto (1994), e Souza (1995)). Com efeito, especialmente para aqueles que não se interessavam por ela e gostariam de vê-la revertida com iniciativas políticas claras, a depreciação cambial era vista como resultado da condução irresponsável da política monetária e fiscal: a

---

<sup>27</sup> Nas palavras de Vieira (1947, p. 237-8): “A estabilização cambial representava para as finanças públicas da Nação um imperativo... o pagamento das dívidas externas da Nação, devido à queda constante do câmbio, exigia um esforço de tributação mais que proporcional, em relação aos compromissos assumidos, e esta sobrecarga tributária facilitava antipatias políticas... Em 1890, o Brasil, a fim de remeter para o exterior, em pagamento de dívidas externas federais, £1.105.787, teve de despende 11.768:000\$000; em 1900, pelo envio de £2.416.313, teve de despende 61.335.000\$000; desse modo, enquanto o aumento de remessas foi de 118%, entre as duas datas, o aumento da despesa foi de 421%.” Celso Furtado fez uma boa discussão do problema: cf. *FEB*, p. 168-9. Esforços para introduzir tarifas alfandegárias em ouro foram realizados por Rui Barbosa e Joaquim Murinho, mas em termos parciais e temporários, e seu efeito sobre as finanças públicas era limitado porque encareciam as importações. Na I República, em geral, os aumentos de tarifas alfandegárias respondiam mais a necessidades fiscais do que a objetivos protecionistas, embora iniciativas isoladas de proteção tenham sido temporariamente implementadas pelo governo federal: ver Villela e Suzigan (1973), Suzigan (1984) e Topik (1987).

moeda presumidamente se depreciaria em função do aumento de sua quantidade em circulação, e o arbítrio emissorista resultaria da incapacidade do governo federal em controlar seus gastos nos limites de suas receitas, ameaçando a capacidade de pagamento de suas dívidas e afastando novos aplicadores.

Independentemente do sentido de causalidade entre déficit orçamentário e depreciação cambial, sua correlação é inegável: resultando do arbítrio emissorista ou outras causas, a depreciação cambial tendia a reforçar o déficit orçamentário, a tornar menos seguros os títulos da dívida pública, a afastar aplicadores externos e, por esta via, a acentuar o movimento auto-cumulativo da taxa de câmbio.

Por outro lado, ao estimular novas plantações de café e, assim, ampliar a superprodução de café, a depreciação cambial dificilmente poderia ser revertida meramente através de mecanismos comerciais. De fato, a retomada do financiamento externo era necessária para retirar a economia brasileira do círculo vicioso em que ela era jogada a cada crise financeira internacional. Embora apresentar dados que corroborem a afirmação esteja além do escopo e propósito deste artigo, não é difícil mostrar que, depois de 1898, até o final da década de 1920, as recuperações cíclicas da economia brasileira dependeram do estancamento das depreciações cambiais possibilitado por *fundings* da dívida externa que, por sua vez, preparavam o espaço para novas entradas de capital e para a melhoria geral das condições de crédito (Villela e Suzigan (1973); Fausto (1978)). Logo, as análises do período devem dar maior importância aos movimentos financeiros na abordagem do desequilíbrio externo da economia brasileira do que é típico do esquema de explicação de Celso Furtado, sem abandonar a noção essencial de que as assimetrias do sistema centro-periferia, articuladas aos modos locais de gestão da política econômica, eram a raiz estrutural dos problemas monetários e cambiais que experimentávamos.

## Referências bibliográficas

- Abreu, M. P. (1985). A dívida pública externa do Brasil, 1824-1931. Rio de Janeiro: PUC (mimeo).
- Abreu, M. P. (1988). British investment in Brazil: The relevant century. Rio de Janeiro: PUC (mimeo).
- Aldcroft, D. (1978). *De Versailles a Wall Street, 1919-1929*. Editorial Crítica, Barcelona. Trad. Esp. Jordi Beltran.
- Andrada, A. C. R. (1923). *Bancos de Emissão no Brasil*. Livraria Leite Ribeiro, Rio de Janeiro.
- Andrade, A. M. R. (1996). A controvérsia dos financistas do Império. In *Anais, II Congresso Brasileiro de História Econômica*, Niterói. UFF.
- Aureliano, L. (1977). *No Limiar da Industrialização*. Brasiliense, São Paulo.
- Barbosa, R. (1892). *Finanças e Política da República: Discursos e Escriptos*. Companhia Impressora, Rio de Janeiro.
- Bastos, P. P. Z. (2001). *A Dependência em Progresso: Fragilidade Financeira*,

- Vulnerabilidade Comercial e Crises Cambiais no Brasil (1890-1954)*. PhD thesis, Campinas, IE-UNICAMP.
- Bouças, V. (1955). *Dívida Externa: 1824-1945*. Ministério da Fazenda, Rio de Janeiro.
- Brown, W. A. (1940). The international gold standard reinterpreted: 1914-1934. New York, NBER.
- Bueno, C. (1995). *A República e sua Política Exterior (1889 a 1902)*. Unesp/IPRI.
- Bulhões, L. (s/d). Financistas do Brasil. In Bulhões, A., editor, *Leopoldo de Bulhões*. Edições Financeiras, Rio de Janeiro.
- Cain, P. & Jopkins, A. (1993). *British Imperialism: Innovation and Expansion, 1688-1914*. Longman, Londres.
- Cairncross, A. K. (1953). *Home and Foreign Investment: 1870-1913*. Kelley, Clifton.
- Calógeras, J. P. (1910). *A Política Monetária do Brasil*. Companhia Editora Nacional, São Paulo.
- Campos Salles, C. (1908). *Da Propaganda à Presidência*. Editora da UnB, São Paulo.
- Cano, W. (1975). *Raízes da Concentração Industrial em São Paulo*. Hucitec, São Paulo.
- Cardoso, E. (1981). Desvalorizações cambiais, indústria e café: Brasil, 1862-1906. *Revista Brasileira de Economia*, 35(2).
- Cardoso de Mello, J. M. & Tavares, M. C. (1985). The capitalist export economy in Brazil, 1884-1930. In Conde, R. C. & Hunt, S., editors, *The Latin American Economies: Growth and the Export Sector, 1880-1930*. Holmes & Meier, New York.
- Cardoso de Mello, Z. M. (1982). *Metamorfoses da Riqueza: São Paulo, 1845-1895*. Hucitec, São Paulo.
- Caron, F. (1971). *Histoire et Economique de la France: XIX-XX Siècles*. Armand Colin, Paris.
- Castro, A. C. (1978). *As Empresas Estrangeiras no Brasil, 1860-1913*. Zahar, Rio de Janeiro.
- Cavalcanti, A. (1892). *Política e Finanças*. Imprensa Nacional, Rio de Janeiro.
- Cecco, M. (1974). *The International Gold Standard: Money and Empire*. Blackwell, Oxford.
- Cottrell, P. L. (1975). *British Overseas Investment in the Nineteenth Century*. Macmillan, London.
- Delfim Netto, A. (1959). *O Problema do Café no Brasil*. FGV, Rio de Janeiro.
- Eichengreen, B. (1983). The causes of British cycles: 1833-1913. *Journal of European Economic History*, 12.
- Eichengreen, B. (1985). *The Gold Standard in Theory and History*. Methuen, London.
- Eichengreen, B. (1987). Conducting the international orchestra: Bank of England leadership under the classical gold standard. *Journal of the International Money and Finance*, 6.
- Eichengreen, B. (1989). Hegemonic stability theories of the international monetary system. In *Elusive Stability: Essays in the History of International Finance, 1919-1939*. Cambridge University Press, Cambridge.
- Eichengreen, B. (1992). *Golden Fetters. The Gold Standard and the Great Depression, 1919-39*. Oxford University Press, Oxford.
- Fausto, B. (1978). Expansão do café e política cafeeira. In *O Brasil Republicano: Estrutura de Poder e Economia*. Bertrand Brasil, Rio de Janeiro.
- Feis, H. (1930). *Europe: The World's Banker: 1870-1914. An Account of European*

- Foreign Investment and the Connections of World Finance with Diplomacy Before the War*. Augustus M. Kelley Pub., New Jersey.
- Fernandes, S. (1974). Mauá, o economista do Império: Análise de sua crítica científica ao padrão-ouro. *Revista Brasileira de Economia*, 28(2).
- Ford, A. G. (1962). *The Gold Standard, 1880-1914: Britain and Argentine*. Oxford/Clarendon Press, London.
- Ford, A. G. (1963). Notes on the role of exports in British economic fluctuations. *Economic History Review*, 16.
- Ford, A. G. (1989). International financial policy and the gold standard: 1870-1914. In *The Industrial Economies: The Development of Economic and Social Policies*. Cambridge University Press, Cambridge.
- Franco, G. (1988). Abertura financeira e crises em 1870-1900. In *Anais Do XVII Encontro Nacional de Economia*. ANPEC.
- Franco, G. (1990). A primeira década republicana. In Abreu, M. P., editor, *A Ordem do Progresso – Cem Anos de Política Econômica Republicana, 1889-1989*. Campus, Rio de Janeiro.
- Franco, G. (1991). *A Década Republicana: O Brasil e a Economia Internacional – 1888/1900*. IPEA, Rio de Janeiro.
- Fritsch, W. (1988). *External Constraints on Economic Policy in Brazil, 1889-1930*. Macmillan, London.
- Fritsch, W. & Franco, G. (1992). Aspects of the Brazilian experience under the gold standard. Rio de Janeiro: PUC (mimeo).
- Furtado, C. (1959). *Formação Econômica do Brasil*. Cia. Ed. Nacional, São Paulo.
- Furtado, C. (1961). *Desenvolvimento e Subdesenvolvimento*. Fundo de Cultura, Rio de Janeiro.
- Furtado, C. (1966a). *Subdesenvolvimento e Estagnação na América Latina*. Civilização Brasileira, Rio de Janeiro.
- Furtado, C. (1966b). *Teoria e Política do Desenvolvimento Econômico*. Nacional, São Paulo.
- Furtado, C. (1969). *A Economia Latino-Americana: Formação Histórica e Problemas Contemporâneos*. Nacional, São Paulo.
- Furtado, C. (1977). *A Fantasia Organizada*. Paz e Terra, Rio de Janeiro.
- Gonçalves, R. & Barros, A. C. (1982). Tendências dos termos de troca: A tese de Prebisch e a economia brasileira: 1850-1979. *Pesquisa e Planejamento Econômico*, 12(1).
- Graham, R. (1968). *Grã-Bretanha e o Início da Modernização no Brasil*. Brasiliense, São Paulo.
- Hobsbawm, E. (1968). *Industry and Empire*. Penguin Books, Londres.
- Hume, D. (1752). On the balance of trade. In Eichengreen, B., editor, *The Gold Standard in Theory and History*. Methuen, London.
- IBGE (1987). Estatísticas históricas do Brasil. Rio de Janeiro, 2ª ed.
- Kenwood, G. & Loughheed, A. (1971). *The Growth of the International Economy: 1820-1990*. Routledge, London.
- Kindleberger, C. P. (1937). *International Short-Term Capital Movements*. Columbia University Press, New York.
- Kindleberger, C. P. (1984). International propagation of financial crises: The experience of 1888-1893. In *Keynesianism vs. Monetarism and Other Essays in*

- Financial History*. George Allen & Unwin, London.
- Kugelman, E. (1986). A difícil hegemonia: Um estudo sobre São Paulo na primeira república. São Paulo: USP (mimeo, PhD).
- Lindert, P. (1969). Key currencies and gold: 1900-1913. *Princeton Studies in International Finance*, 24.
- Mitchell, B. R. (1975). *European Historical Statistics: 1750-1970*. Columbia University Press, New York.
- Mitchell, B. R. & Deane, P. (1962). *Abstract of British Statistics*. Cambridge University Press, Cambridge.
- Monbeig, P. (1952). *Pioneiros e Fazendeiros de São Paulo*. HUCITEC, Polis, São Paulo.
- Oliveira, F. (1972). *A Economia Brasileira: Crítica da Razão Dualista*. Vozes, Petrópolis.
- Oliveira, F. (1977). *A Economia da Dependência Imperfeita*. Graal, Rio de Janeiro.
- Oliveira Versiani, M. T. R. (1985). Café e câmbio no Brasil: 1890-1906. *Pesquisa e Planejamento Econômico*, 15(3).
- Peláez, C. (1971). Análise do programa brasileiro de valorização do café (1906-1945): Teoria, política e mediação. *Revista Brasileira de Economia*, 25(4).
- Peláez, C. & Suzigan, W. (1976). *História Monetária do Brasil*. Ed. UnB, Brasília.
- Perissinotto, R. (1994). *Classes Dominantes e Hegemonia na República Velha*. Ed. Unicamp, Campinas.
- Prebisch, R. (1948). O desenvolvimento econômico da América Latina e seus principais problemas. *Revista Brasileira de Economia*, 3(3). Trad. Furtado, C.
- Prebisch, R. (1950). Crecimiento, desequilibrio y disparidades: Interpretación del proceso de desarrollo económico. In Gurrieri, A., editor, *La Obra de Prebisch en la Cepal*, pages 156–245. Fondo de Cultura Económica, México. Cap. 2.
- Rippy, J. F. (1959). *British Investment in Latin America, 1822-1949*. University of Minnesota Press, Minneapolis.
- Saes, F. (1977). *As Ferrovias de São Paulo (1870-1940)*. HUCITEC, Brasília. INL.
- Saes, F. (1983). *A Grande Empresa de Serviços Públicos na Economia Cafeeira*. HUCITEC, São Paulo.
- Saes, F. & Szmrecsányi, T. (1985). O capital estrangeiro no Brasil: 1880-1930. *Estudos Econômicos*, 15(2).
- Singer, P. (1977). O Brasil no contexto do capitalismo internacional: 1889-1930. In *O Brasil Republicano: Estrutura de Poder e Economia*. Bertrand Brasil, Rio de Janeiro. HGCB, vol. 8.
- Souza, A. M. (1995). O estado dependente no Brasil. Campinas: UNICAMP (mimeo).
- Souza, C. I. (1924). *A Anarchia Monetária e suas Conseqüências*. Monteiro Lobato & Cia., São Paulo.
- Stallings, B. (1987). *Banker to the Third World: US Portfolio Investments in Latin America: 1900-1986*. University of California Press, Berkeley.
- Stone, I. (1977). British direct and portfolio investment in Latin America before 1914. *Journal of Economic History*, 37(Sep.).
- Stone, J. M. (1971). Financial panics: Their implication for the mix of domestic and foreign investment of Great Britain: 1880-1913. *Quarterly Journal of Economics*, 75(3).
- Sunkel, O. & Paz, P. (1970). *Um Ensaio de Interpretação do Desenvolvimento*

- Latino-Americano*. Fórum, Rio de Janeiro. Tradução portuguesa.
- Suzigan, W. (1984). *Indústria Brasileira: Origem e Desenvolvimento*. Brasiliense, São Paulo.
- Suzigan, W. & Szmrecsányi, T. (1993). Os investimentos estrangeiros no início da industrialização no Brasil. In Silva, S. & Szmrecsányi, T., editors, *História Econômica da Primeira República*, page História Econômica da Primeira República. HUCITEC, São Paulo.
- Tavares, M. C. (1974). *Acumulação de Capital e Industrialização no Brasil*. Editora da UNICAMP, Campinas.
- Topik, S. (1987). *A Presença do Estado na Economia Política do Brasil de 1889 a 1930*. Record, Rio de Janeiro. Trad. port. Altmann, G.
- Triffin, R. (1964). The myth and realities of the so called gold standard. In Eichengreen, B., editor, *The Gold Standard in Theory and History*. Methuen, London.
- Valla, V. (1978). *A Penetração Norte-Americana na Economia Brasileira (1898-1928)*. INL, Brasília.
- Versiani, F. (1980). Industrialização e economia de exportação: A experiência brasileira brasileira antes de 1914. *Revista Brasileira de Economia*, 34(1).
- Vieira, D. T. (1947). *Evolução do Sistema Monetário Brasileiro*. IPE, São Paulo.
- Villela & Suzigan, W. (1973). *Política do Governo e Crescimento da Economia Brasileira, 1889-1945*. IPEA/INPES.
- Walter, A. (1993). *World Power and World Money*. Harvester Wheatsheaf, Exter.
- Yeager, L. (1976). *International Monetary Relations: Theory, History and Policy*. Harper & Row, Nova Iorque.