

BASES PARA A INTERPRETAÇÃO MONETÁRIA DA HISTÓRIA ECONÔMICA BRASILEIRA*

Carlos Manuel Peláez** e Wilson Suzigan***

"What can be asserted without fear of contradiction is that any given banking system might, with different policies, have been made more or less effective in its contribution to economic development." Cameron, Rondo E. *Banking and economic development: some lessons from history.*

1. Interpretações monetárias da história; 2. Aspectos relevantes da experiência monetária brasileira; 3. Atividade bancária e industrialização; 4. Conclusão.

Este ensaio é uma tentativa preliminar de interpretação dos problemas monetários fundamentais do Brasil numa perspectiva histórica. Porém, acreditamos que esta é apenas uma das muitas alternativas proveitosas para o estudo da história econômica brasileira e da explicação do crescimento e de seu atraso — etapa necessária para o estudo mais complexo do desenvolvimento e subdesenvolvimento. Nessa tentativa de construir uma visão eclética, usamos os elementos de todas as principais teorias correntes de história monetária. A primeira "interpretação monetária" da história desenvolvida recentemente é a de Friedman-Schwartz-Cagan e filiada ao chamado modelo da "teoria neo-quantitativa da moeda". Uma segunda interpretação foi desenvolvida pelo professor Rondo E. Cameron com seus colaboradores e alunos. É uma hipótese muito mais eclética, seguindo Schumpeter e Gurley-Shaw. A terceira interpretação é de Alexander Gerschenkron, testada e desenvol-

* Esta pesquisa foi apoiada por doações concedidas pelo Joint Committee on Latin American Studies do Social Science Research Council e pelo American Council of Learned Societies e também por ajuda múltipla financeira e intelectual do Departamento de Economia e Administração da Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro. Contudo, somos os únicos responsáveis pelos erros contidos no texto. Sua formulação original foi sugerida pelo professor Rondo E. Cameron, e Regina Ribeiro, a um dos autores durante seminários na Universidade Wisconsin, Madison, no ano de 1964. Os resultados pormenorizados da pesquisa encontram-se no nosso livro *Monetary history of Brazil 1822-1972*, a sair. Beneficiamo-nos de conversas semanais durante um ano e meio com os professores Nícia Villela Luz e Denio Nogueira que poderiam ter sido nossos co-autores não fosse suas inúmeras ocupações. Agra-

vida por seus alunos. A primeira parte deste ensaio é um breve sumário de todas essas interpretações. As seções subseqüentes consistem de análises da experiência brasileira, à luz dessas contribuições. A intensa escassez de informação e de dados estatísticos para o Brasil impede a discussão detalhada. Ao final, são apresentadas algumas conclusões de nossos estudos preliminares.

1. Interpretações monetárias da história

1.1 A contribuição de Friedman-Schwartz-Cagan

Um dos traços básicos da interpretação monetária da história devida a Friedman e seus colaboradores é a análise dos determinantes do volume de meios de pagamento.¹ O assunto principal do estudo é a covariância entre moeda e atividade econômica. Seria muito difícil, porém, destacar empiricamente relações de causa e efeito entre moeda e atividade econômica. Essas relações são complexas e envolvem defasagens distribuídas. Assim sendo, é preferível analisar os determinantes do volume de meios de pagamento. Na medida em que esses determinantes são independentes da atividade econômica, seria possível isolar uma relação de causa e efeito começando com os determinantes da moeda, passando pela quantidade dos meios de pagamento e então verificando o impacto sobre a atividade econômica. Esse é o método econômico habitual, ou seja, os determinantes do volume de meios

decemos ao professor Annibal Villela seu estímulo e conselho durante as fases iniciais de pesquisa no ano 1970. O Graduate Center for Latin American Studies da Vanderbilt University ajudou financeiramente durante o verão de 1971 e agradecemos a seu entusiasta diretor, professor William H. Nicholls. Ótimas sugestões e ajuda para esta pesquisa foram fornecidas pelo professor Moacyr A. Fioravante assim como também por nossos colegas da PUC/RJ, professores Jorge Viana Monteiro, Luiz Roberto A. Cunha, Miscea Buescu, Tomaz Schneider e João Batista de Abreu. Na coleta de dados fomos assistidos pelo trabalho eficiente dos estagiários da PUC, José Breno B. Salomão, Marcelo Ribeiro, Fânia Fridman e Fernando Abrantes. No trabalho de documentação histórica contamos com a cooperação entusiasta dos funcionários das excelentes bibliotecas do Ministério da Fazenda, do Itamarati (Dona Lydia Miranda) e do Instituto Brasileiro do Café (Dona Lenira). Também agradecemos a excelente cooperação do estatístico Livio Petronio. Mas como já dissemos, somos os únicos responsáveis pelos erros deste ensaio.

** Vanderbilt University e *pro tempore* PUC, Rio.

*** IPEA/INPES em licença na PUC, Rio.

¹ Friedman, Milton & Schwartz, Anna Jacobson. *A monetary history of the United States, 1867-1960*. Princeton, N. J. Princeton University Press, 1963; Cagan, Phillip. *Determinants and effects of changes in the stock of money, 1875-1960*. New York, Columbia University Press, 1965; Friedman, Milton & Schwartz, Anna J. *Monetary statistics of the United States: estimates, sources and methods*. New York, Columbia University Press, 1970; Meiselman, David, ed. *Varieties of monetary experience*. Chicago, The University of Chicago Press, 1970; Friedman, Milton, ed. *Studies in the quantity theory of money*. Chicago, The University of Chicago Press, 1956. A lista dos trabalhos que criticam a "escola de Chicago" é quase que interminável. Uma excelente apreciação da história monetária de Friedman é o trabalho de Tobin, James. The monetary interpretation of history: a review article. *American Economic Review*, June, 1965. A falta de análise da taxa de juros foi criticada por Johnson, Harry G. A quantity theorist's monetary history of the United States. *Economic Journal*, June, 1965 e por Melzer, Allan. Monetary theory and monetary history. *Schweizerische Zeitschrift für Volkswirtschaft und Statistik*, v. 101, 1965. A resposta de Friedman encontra-se em Interest rates and the demand for money. In: Friedman, Milton. *The optimum quantity of money and other essays*. Chicago, Aldine Publishing Company, 1969.

de pagamento, como a renda por exemplo, num modelo de equilíbrio parcial, são *exógenos*.

Cagan considera três tipos de setores que afetam o volume dos meios de pagamento: o *governo*, o *público* e os *bancos comerciais*. Em muitos países, através de uma autoridade monetária, o governo controla a emissão de ativos que servem como reservas para as exigibilidades monetárias dos bancos comerciais. Esses ativos podem servir de base à expansão do volume dos meios de pagamento pelos bancos comerciais. Portanto, parece apropriado chamá-los emissão primária, que consiste nos encaixes dos bancos comerciais mais a moeda em poder do público.

Uma vez fixado o estoque de emissão primária (*high-powered money*), sua divisão entre retenção pelo público e reservas bancárias é simultaneamente determinada pelos bancos comerciais e pelo público. O público pode determinar a quantidade de moeda que deseja manter sob a forma de emissão primária pela conversão de moeda em depósitos bancários e vice-versa. De modo similar, os bancos podem determinar a quantidade de moeda que desejam manter como reservas, i.e., como emissão primária, pela manipulação de suas exigibilidades monetárias (empréstimos e investimentos). É importante notar que os bancos não podem controlar tanto as reservas como as exigibilidades. Apenas mantêm controle sobre a sua relação.

Consideremos agora a seguinte notação:

H : volume de emissão primária.

C : moeda em poder do público.

D : depósitos do público.

M : $C + D$, soma de moeda e depósitos mantidos pelos bancos.

R : encaixe dos bancos comerciais.

Ademais, duas relações são de especial importância. A relação moeda em poder do público/meios de pagamento, C/M , é o instrumento de análise das variações do setor privado em sua parcela de emissão primária e assim das variações do volume de meios de pagamento causadas pelo comportamento do setor privado. A relação encaixe/depósitos, R/D , é o instrumento de análise das variações do setor bancário em sua parcela de emissão primária e assim das variações do volume dos meios de pagamento introduzidas pelo setor bancário.

Por definição:

$$H = C + R \quad (1)$$

Dividindo ambos os lados por M e substituindo R/M por (R/D) $(1-C/M)$ obtemos:

$$H/M = C/M + R/D - (C/M) (R/D) \quad (2)$$

que pode rearranjar-se e obter:

$$M = \frac{H}{C/M + R/D - (C/M) (R/D)} \quad (3)$$

Essa identidade fundamental mostra como M é determinado pelo volume de emissão primária e pelas relações encaixe do público/meios de pagamento e encaixe/depósitos dos bancos. Ambas as relações são menores que um.² Assim,

$$(C/M) (R/D) < C/M$$

$$\text{e } (C/M) (R/D) < R/D.$$

Em conseqüência, se o volume de emissão primária permanece fixo, um aumento em uma das relações necessariamente reduz o volume dos meios de pagamento. Por outro lado, se as relações permanecem fixas, um aumento no volume de emissão primária causa aumento no volume dos meios de pagamento. Portanto, o volume dos meios de pagamento é *diretamente relacionado ao volume de emissão primária e inversamente relacionado às relações*. O volume de emissão primária e as duas relações são chamados de determinantes imediatos do volume de meios de pagamento. Deve-se notar que até aqui apenas iniciamos a análise. É necessário uma estrutura bem mais complexa para explicar o comportamento da oferta de moeda.

Cagan e Friedman concentram sua análise na explicação empírica da taxa de variação do volume de meios de pagamento. Tomando os logaritmos naturais em ambos os lados de (2):

$$\log M \equiv \log H - \log [C/M + R/D - (C/M) (R/D)], \quad (4)$$

e diferenciando em relação ao tempo:

$$\begin{aligned} \frac{d \log M}{dt} \equiv & \frac{d \log H}{dt} + \frac{M}{H} (1-R/D) \frac{d -C/M}{dt} \\ & + \frac{M}{H} (1 - C/M) \frac{d -R/D}{dt} \end{aligned} \quad (5)$$

O lado esquerdo da equação (5) representa a taxa de variação do volume de meios de pagamento, ao longo do tempo. O primeiro elemento do lado direito é a contribuição da taxa de variação do volume de emissão primária nas mudanças da taxa de variação do volume de meios de pagamento, e os dois outros elementos constituem a contribuição das relações moeda em poder do público/meios de pagamento e encaixe/depósitos dos bancos, respectivamente.

A pesquisa de Cagan teve três objetivos principais. O *primeiro*, a análise dos movimentos cíclico e secular do volume de meios de pagamento e o mecanismo institucional pelo qual essas variações ocorreram. O *segundo*, a identificação das interligações mais importantes dos mecanismos institucionais. O *terceiro* é o objetivo mais ambicioso, o uso de fatores de oferta na explicação dos efeitos da moeda sobre o produto e os preços. O período de análise foi de 1875 a 1960 nos Estados Unidos.

Parte dos resultados empíricos de Cagan relaciona-se ao movimento secular do volume de meios de pagamento. No período de 1875-1955, o

² $C/M = C/C + D$ e D é maior do que zero.

volume de meios de pagamento cresceu à taxa média de aproximadamente 6% ao ano. A maior fração desse aumento, 9/10, foi atribuída aos aumentos no volume de emissão primária, enquanto o decréscimo nas duas relações explica o décimo restante. Ademais, a maior parte do declínio nas duas relações ocorreu antes da I Guerra Mundial. Assim, tornou-se ainda mais importante em períodos recentes.

Os dois fatores principais dos movimentos seculares no volume de meios de pagamento nos Estados Unidos foram as variações no estoque de ouro, especialmente nos períodos iniciais, e as operações do Sistema de Reserva Federal, particularmente em períodos recentes. De 1870 a 1930 houve uma queda secular na relação moeda em poder do público/meios de pagamento. Isso se deveu ao deslocamento nas preferências por depósitos. A relação aumentou durante a II Guerra Mundial em consequência da retenção de moeda no exterior, das mudanças de residência em tempo de guerra e da evasão do imposto de renda. No pós-guerra, a demanda de dinheiro declinou por causa da eliminação dos fatores de tempo de guerra e pela elevação nos coeficientes de depósito de poupança. A queda secular do coeficiente de reserva se explica em grande parte pela queda do coeficiente "potencial",³ devido à grande estabilidade do mercado de moeda.

Cagan observou uma "correlação positiva elevada" entre moeda, de um lado, e produto e preços, de outro. Aqui o seu principal objetivo de pesquisa era a identificação da direção da causalidade. O efeito dos preços e do produto — se houver algum — deveria se processar através de seu impacto no volume de emissão primária, já que este representa 9/10 do aumento no volume dos meios de pagamento. Todavia, os preços tiveram um efeito — se é que houve algum — muito limitado nas operações do Sistema de Reserva Federal, e seu efeito sobre o estoque de ouro foi na direção oposta à do aumento no volume dos meios de pagamento. Daí Cagan concluir que uma covariância positiva reflete a influência do volume dos meios de pagamento sobre os preços. Os efeitos dos preços sobre a moeda foram de ordem de grandeza mínima.

Cagan analisou o comportamento da moeda e de seus determinantes imediatos ao longo dos 18 ciclos econômicos no período 1877-1954. A maior parte da variação, 50%, é explicada pela relação moeda em poder do público/meios de pagamento. A variação restante divide-se igualmente entre o volume de emissão primária e a relação encaixe/depósitos. Uma característica importante é a regularidade do comportamento da relação moeda em poder do público/meios de pagamento, no ciclo econômico. Sua conclusão básica é que uma teoria dos ciclos que se baseie apenas em fatores reais ignora os muitos e importantes processos monetários.

Uma grande contribuição ao estudo do comportamento do volume meios de pagamento, de seus determinantes imediatos e de seu impacto na atividade econômica é a erudita história monetária dos Estados Unidos de Friedman e Schwartz. Como Cagan eles também demarcam períodos, segun-

³ Há duas relações de reserva. A relação "necessária", que é determinada pela Autoridade Monetária, e a relação "potencial" que consiste das reservas em excesso relativamente às determinadas pelas autoridades.

do as datas de referência de ciclos econômicos do National Bureau of Economic Research. A estrutura analítica é a mesma utilizada por Cagan, com a possibilidade de mudanças institucionais. Porém, a narrativa analítica é mais densa em detalhes e conclusões.

Friedman e Schwartz observaram forte e continuado aumento no volume dos meios de pagamento, por um período de nove décadas da história econômica dos Estados Unidos. Nesse período, o volume dos meios de pagamento foi associado, de modo estável, à atividade econômica, renda e aos preços. Eles também sustentam que em muitos casos as variações no volume dos meios de pagamento foram de natureza diferente das variações na atividade econômica.

Os dois períodos principais de inflação de preços nos Estados Unidos ocorreram durante as duas guerras mundiais e logo após (1914-1920 e 1939-1948). Nesses períodos, os preços mais que duplicaram. Os dados de Friedman e Schwartz também mostram que o volume dos meios de pagamento subiu mais do que o dobro nesses períodos — acontecimento que não se repetiu em nenhum outro período. Igualmente, houve um período de paz, 1897-1914, de inflação continuada nos preços, no qual o volume dos meios de pagamento aumentou mais do que em qualquer outro período, excluindo as duas guerras mundiais. Nos períodos de grande estabilidade dos preços, 1882-92, 1903-13, 1923-29 e 1948-60, o comportamento do volume dos meios de pagamento se caracterizou, ano a ano, por grande estabilidade.

No período analisado, ocorreram seis “intensas” contrações econômicas, que diferem em grau — senão em natureza — das contrações típicas ocorridas a aproximadamente cada quatro anos.

Como documentado pelos historiadores, o desemprego e a tragédia humana nessas contrações intensas foram incomparáveis. A maior delas foi a Grande Depressão de 1929-33. As outras ocorreram em 1873-79, 1893-97, 1907-08, 1920-21 e 1937-38. Em todas elas houve redução significativa no volume dos meios de pagamento, sendo que a maior ocorreu na Grande Depressão. Esse é um fenômeno particularmente importante já que as séries não mostram declínio absoluto do volume dos meios de pagamento por mais de poucos meses isolados e somente em dois períodos. Nas demais recessões, a contração se refletiu numa taxa de crescimento menor do volume dos meios de pagamento, e não uma redução em termos absolutos.

O maior grau de associação observado foi entre os movimentos secular e cíclico do volume dos meios de pagamento e as variações secular e cíclica na renda e nos preços. A relação entre renda real e o volume dos meios de pagamento esteve alta no ciclo econômico. Mas os meios de pagamento e a renda real aparecem como independentes no longo prazo. Não obstante, a instabilidade dos meios de pagamento foi acompanhada pela instabilidade do crescimento.

Característica importante das relações monetárias era seu alto grau de estabilidade. Apesar das drásticas mudanças nas instituições e políticas mundiais e dos dramáticos acontecimentos internacionais, como as guerras, as relações de preço básicas necessárias ao equilíbrio financeiro internacional — como as de paridade do poder de compra — permaneceram relativamente estáveis.

Outra relação monetária estável observada por Friedman e Schwartz foi o comportamento da velocidade da moeda que eles definiram como a relação entre a renda nominal e o volume dos meios de pagamento. O comportamento da velocidade reflete o comportamento da comunidade: à medida que a renda cresce, e as facilidades bancárias melhoram, a comunidade retém uma parcela maior de moeda, relativamente à renda. Assim, a velocidade declinou de modo substancial e continuado no período em análise. Foi também observado que, no ciclo, a velocidade sobe sistematicamente na expansão e cai nas contrações.

Uma das conclusões cruciais de Friedman e Schwartz é a natureza independente das variações monetárias. Embora essa independência seja de difícil quantificação, a massa de documentação histórica, aliada à análise econômica, permite boa dose de análise qualitativa, especialmente na identificação das chamadas "circunstâncias antecedentes". Essa identificação, junto da análise tipo "o que de outra forma poderia ter sido", constitui a estrutura básica de uma sólida história analítica.

Friedman e Schwartz acentuam que sua narrativa analítica incluiu muitos exemplos da independência das relações monetárias. Um exemplo de independência foi a expansão monetária mundial em 1897-1914, que se deu parcialmente devido ao aumento da produção de ouro. Por outro lado, esse aumento resultou de anos de queda de preços. Eles sustentam, porém, que o aumento contemporâneo da renda e dos preços não foi a causa do aumento do volume dos meios de pagamento. Antes, a direção da causalidade se deu da moeda para a renda e os preços.

Outro exemplo é a expansão ocorrida durante as duas guerras mundiais. A causa original do aumento no estoque de moeda foi o afluxo de ouro para os Estados Unidos. Esse afluxo foi provocado pela compra de material de guerra nos Estados Unidos pelos países beligerantes. Num segundo estágio, as autoridades monetárias aumentaram o volume de emissão primária para financiar a guerra. Outra vez, a direção da causalidade é da moeda para os preços.

O período do Sistema de Reserva Federal é que oferece o melhor quadro de referência para a análise da independência. O sistema atribuiu poder de decisão a um grupo de indivíduos e a consequência de suas ações pode ser acompanhada. Per certo, há muitas limitações à esse método, mas ele pode, não obstante, levar a algumas conclusões válidas.

Em três ocasiões o Sistema da Reserva Federal tomou decisões de política de magnitude e consequência apreciáveis. No primeiro semestre de 1920, em outubro de 1931 e no período de julho de 1936 a janeiro de 1937, medidas bastante restritivas foram postas em prática, acarretando substanciais reduções no volume dos meios de pagamento. A essa contração da moeda seguiram-se a contração dos indicadores reais disponíveis para a economia americana e a deflação de preços.

1.2 A contribuição de Cameron

Os resultados teóricos, as recomendações de política e a maciça pesquisa empírica do professor Rondo Cameron e seus colaboradores pode, talvez

apropriadamente, ser chamada de “enfoque” Cameron, pois Cameron não se liga completamente a nenhuma escola de pensamento, preferindo permanecer cuidadosamente eclético, e também pelo fato de ele não introduzir uma hipótese única.⁴ Contudo, existe influência substancial de Gurley e Shaw e outras teorias de intermediação nos trabalhos de Cameron com seus colaboradores e alunos. Seu ponto fundamental de partida é a observação do fato de o desenvolvimento econômico dos atuais países desenvolvidos ter sido acompanhado pela diversificação e crescimento das instituições financeiras. Prevalece o ponto de vista de que o crescimento por si mesmo induziu o desenvolvimento das instituições financeiras. O plano de pesquisa de Cameron é explorar a natureza dessa relação. De um lado, existem casos históricos em que as instituições financeiras levaram ao crescimento e desenvolvimento, e, de outro, nos casos mais comuns, a evidência sugere uma sequência diferente para os acontecimentos: a situação econômica efetiva é muito complexa para garantir generalizações simplistas.

Cameron considera três casos possíveis para a estrutura financeira numa sociedade. Essa estrutura pode ser *passiva*, pode *facilitar* ou *restringir* o crescimento econômico. A maior parte da pesquisa de Cameron e seus colaboradores consiste na análise de casos históricos de países, segundo aqueles três tipos de estruturas financeiras. O método usado é a *história econômica comparativa*. A necessidade da história é óbvia, pois o pesquisador pode consultar um processo que já se realizou. E a comparação é útil na medida em que ela provê o economista de uma das mais íntimas aproximações dos controles de laboratório à sua disposição. Uma vez escolhido o método das comparações, a tarefa subsequente é a escolha de estudos de caso comparáveis. No primeiro volume de Cameron, a experiência coberta pelo estudo de casos específicos foi restringida aos países atualmente desenvolvidos, “nos períodos iniciais da industrialização”. O segundo volume contém ensaios sobre alguns países atualmente semidesenvolvidos, no período de industrialização incipiente. Assim, Cameron cuidadosamente delinea o assunto e o período apropriado para comparações. Fundamentalmente, a instituição financeira analisada é o sistema bancário. De modo geral, as instituições financeiras mais complexas só aparecem em estágios posteriores do desenvolvimento. Nos períodos iniciais, a maior parte da função de intermediação é desempenhada pelos bancos.

Segundo Cameron, não há critérios gerais e precisos para avaliar empiricamente o nível ideal de um sistema bancário. A tarefa do historiador consiste pois em identificar a contribuição do sistema bancário e financeiro na industrialização e no crescimento. Admite-se que de muitas maneiras essa identificação é “impresscionista” e “subjettiva”, pois o próprio funcionamento da intermediação é um dentre muitos fatores do desenvolvimento e crescimento. Um ponto interessante na análise do professor Cameron está em que o crescimento ideal do sistema financeiro é do maior interesse para países cujo processo de crescimento é “derivado” de outros países, onde a industrialização ocorreu antes. Um dos fatores-chave do crescimento derivado é a

⁴ Cameron, Rondo E. *Banking in the early stages of industrialization*. New York, Oxford University Press, 1967; Cameron, Rondo E. ed. *Banking and economic development: some lessons of history*. New York, Oxford University Press, 1972.

transmissão da tecnologia e das inovações. Uma estrutura financeira ideal pode facilitar sobremodo essa transmissão. Ademais, as políticas bancárias e financeiras podem ser facilmente adaptadas para uma transferência adequada de inovações.

Nos estágios cruciais do desenvolvimento, especialmente num país geograficamente vasto com uma fronteira esparsa — como os Estados Unidos do século XIX e o Brasil — a principal função da estrutura financeira e bancária é permitir uma crescente *monetização da economia*.

Na abordagem de Cameron, um dos aspectos mais importantes da relação entre o sistema bancário e a industrialização é o “*status legal do sistema bancário*”. O resultado histórico fundamental é que nos países com estrutura financeira incipiente, o direito de emissão de papel-moeda por bancos privados constitui-se no caminho *ótimo* para o desenvolvimento dos bancos e da intermediação. Por certo, o direito de emitir papel-moeda era mais importante no desenvolvimento bancário do que a garantia da livre incorporação. Contudo, a restrição de cartas patentes limitou o desenvolvimento. E por fim, um outro fator de inibição era a proibição de “quase-dinheiros” e outros instrumentos financeiros.

A análise de Cameron dos aspectos quantitativos da estrutura financeira no desenvolvimento econômico consiste de três critérios: *densidade, tamanho relativo e tamanho e concentração do poder bancário*.

“Densidade” é importante por tornar os serviços bancários mais acessíveis. Dentre várias medidas possíveis, Cameron escolhe a seguinte:

$$d = N.10.000/P,$$

onde d é densidade, N o número de agências bancárias, e P a população. Se d excede 1,0, a densidade é arbitrariamente definida como “elevada”; quando a proporção está entre 0,5 e 1,0 a densidade é “moderada”, e para d abaixo de 0,5 é considerada “baixa”. Em N Cameron inclui apenas bancos comerciais.

Cameron definiu o “tamanho relativo do setor bancário” como a relação entre os ativos dos bancos e a renda nacional. Pretende-se assim medir o sucesso do sistema bancário em obter controle de fundos, para investimento.

Cameron, hipoteticamente, considera a trajetória ótima da expansão bancária como similar a uma curva logística. Os bancos se expandiram rapidamente nos estágios iniciais do crescimento, em decorrência da monetização da economia, pela introdução das exigibilidades bancárias e pela maior necessidade da intermediação. Eventualmente, a taxa de expansão bancária se reduziria, na medida em que as firmas encontrassem meios adicionais de prover seu capital ou através de outros intermediários financeiros.

Quanto ao “tamanho e concentração do poder bancário”, a questão importante se relaciona à concorrência no setor bancário. Infelizmente, a quantificação desses fatores é mais precária.

Metodologicamente falando, Cameron refere-se a essa abordagem como “estrutural-funcional”. O ponto importante é que não há sistema bancário ou estrutura ótima única. O que se pode mostrar excelente para uma economia, pode inibir o crescimento, de outra. Porém, é provável que haja alguns

traços gerais, mesmo quando se descontem as diferenças de tempo e lugar. Esses traços poderiam apropriadamente ser descobertos pela história econômica comparativa, i.e., estudos de caso do desempenho do sistema bancário nos estágios principais do processo de crescimento.

1.3 *A história de Gerschenkron*

Uma teoria mais específica dos processos de crescimento econômico e industrialização verdadeiros foi apresentada por Gerschenkron.⁵ Para os nossos fins, o que é significativo é a ênfase que ele coloca no papel do sistema bancário durante certos estágios da industrialização e do crescimento. Assim, é conveniente reescrever alguns dos traços gerais dessa hipótese, especialmente em relação ao papel potencial dos bancos.

Gerschenkron classifica os países de acordo com o "atraso" relativo. A Inglaterra foi a pioneira da industrialização e do crescimento modernos, enquanto a Alemanha era moderadamente atrasada e a Rússia, extremamente atrasada. Gerschenkron então desenvolve seis diferentes critérios segundo os quais os modelos subsequentes de crescimento diferiram do caso inglês. Um desses critérios é que quanto maior o atraso de uma economia, mais importante é a provisão de capital para novas indústrias feita pelas instituições financeiras. Essas instituições também provêm importante orientação empresarial. Assim, Gerschenkron ilustra o significado dos bancos como um "substituto" da abundante capacidade empresarial, no caso da Alemanha. Na Rússia, por causa do extremo atraso, o governo teve que desempenhar um papel inicial mais forte, até que os bancos se desenvolvessem.

2. Aspectos relevantes da experiência monetária brasileira

2.1 *Comportamento a longo prazo dos meios de pagamento no Brasil*

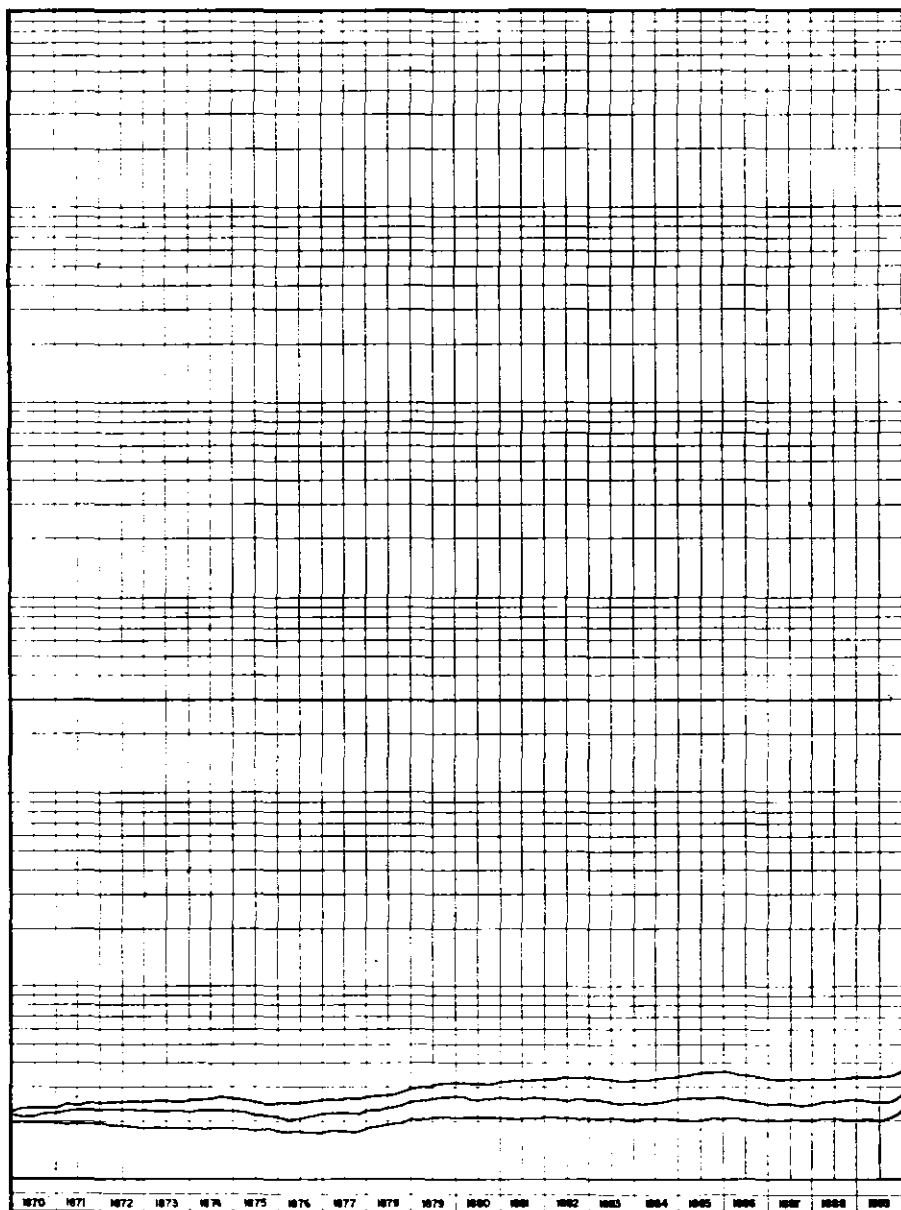
O gráfico 1 apresenta duas mensurações dos meios de pagamento e a emissão primária (*high-powered money*) para o Brasil. M_1 é definido como papel-moeda em poder do público mais depósitos à vista. M_2 , a chamada "moeda de Friedman", consiste de M_1 mais depósitos a prazo.⁶ A emissão primária é definida como papel-moeda em poder do público mais o encaixe dos bancos. As séries foram estimadas por Suzigan para todo o período 1822-1972. Por causa das limitações de espaço neste ensaio, somente mostramos os dados para o período 1869-1970. As estimativas são trimestrais, corrigidas para a sazonalidade e incluem grande variedade de outros dados monetários como a relação papel-moeda em poder do público/meios de pagamento e a relação encaixe dos bancos/depósitos. As séries completas, documentação histórica e análise completa serão relacionadas em nosso trabalho sobre a história monetária brasileira a ser publicado.

⁵ Gerschenkron, Alexander. *Economic backwardness in historical perspective*. Cambridge, Mass., 1962; Gerschenkron, Alexander. *Continuity in history and other essays*. Cambridge, Mass., 1968.

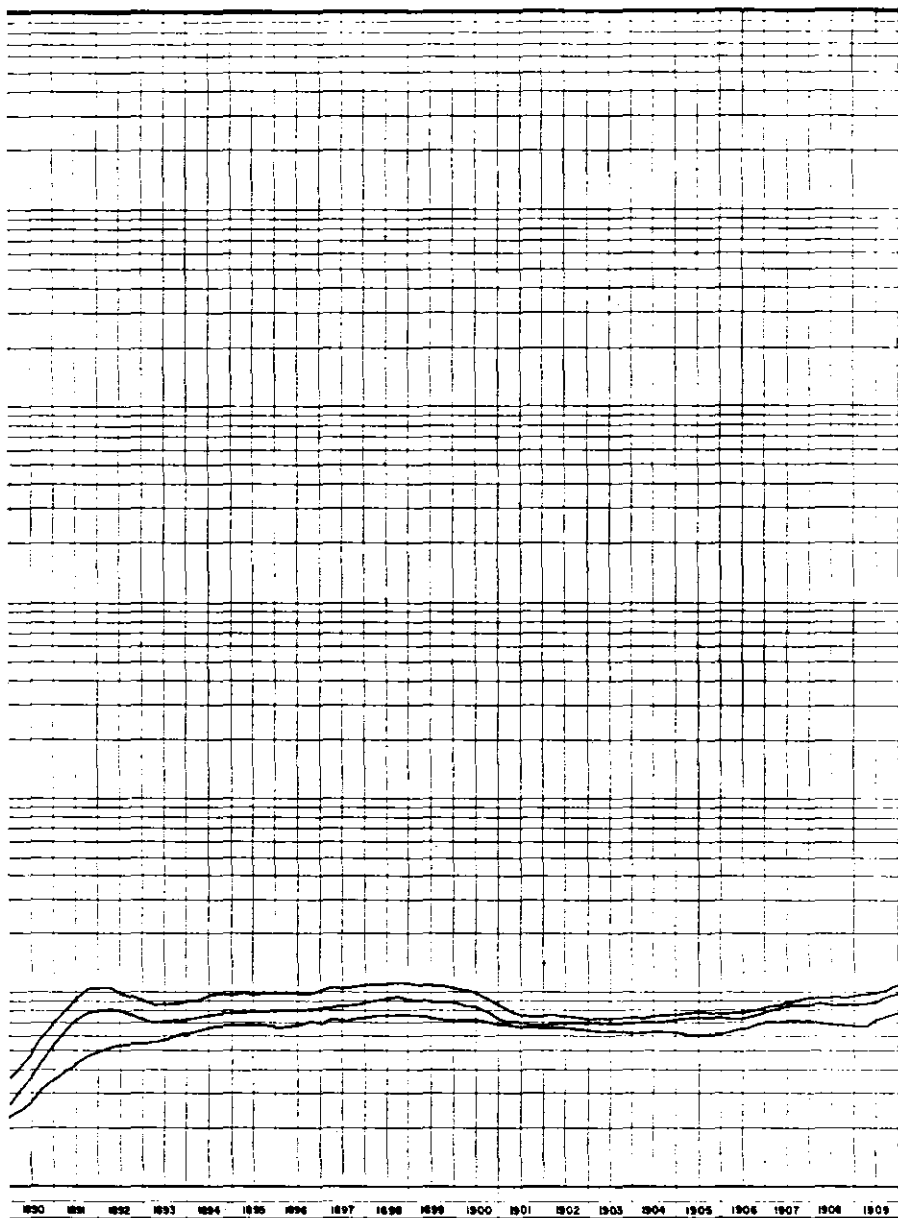
⁶ Existe uma longa e controvertida literatura sobre a definição de moeda. Uma apresentação crítica desta literatura encontra-se em Friedman, Milton & Schwartz, Anna Jacobson. *Monetary statistics of the United States*.

GRÁFICO 1

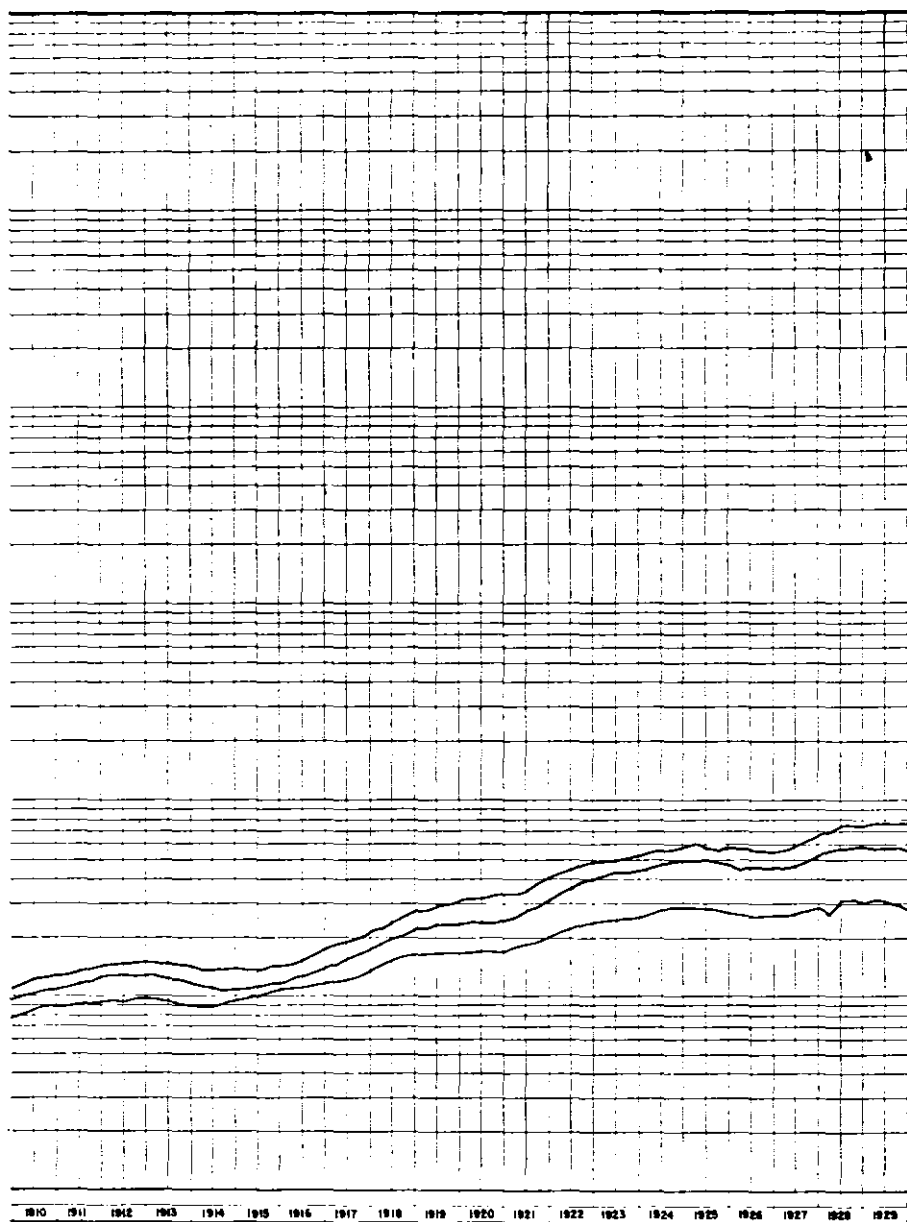
Brasil, meios de pagamento e emissão primária, 1870-1970



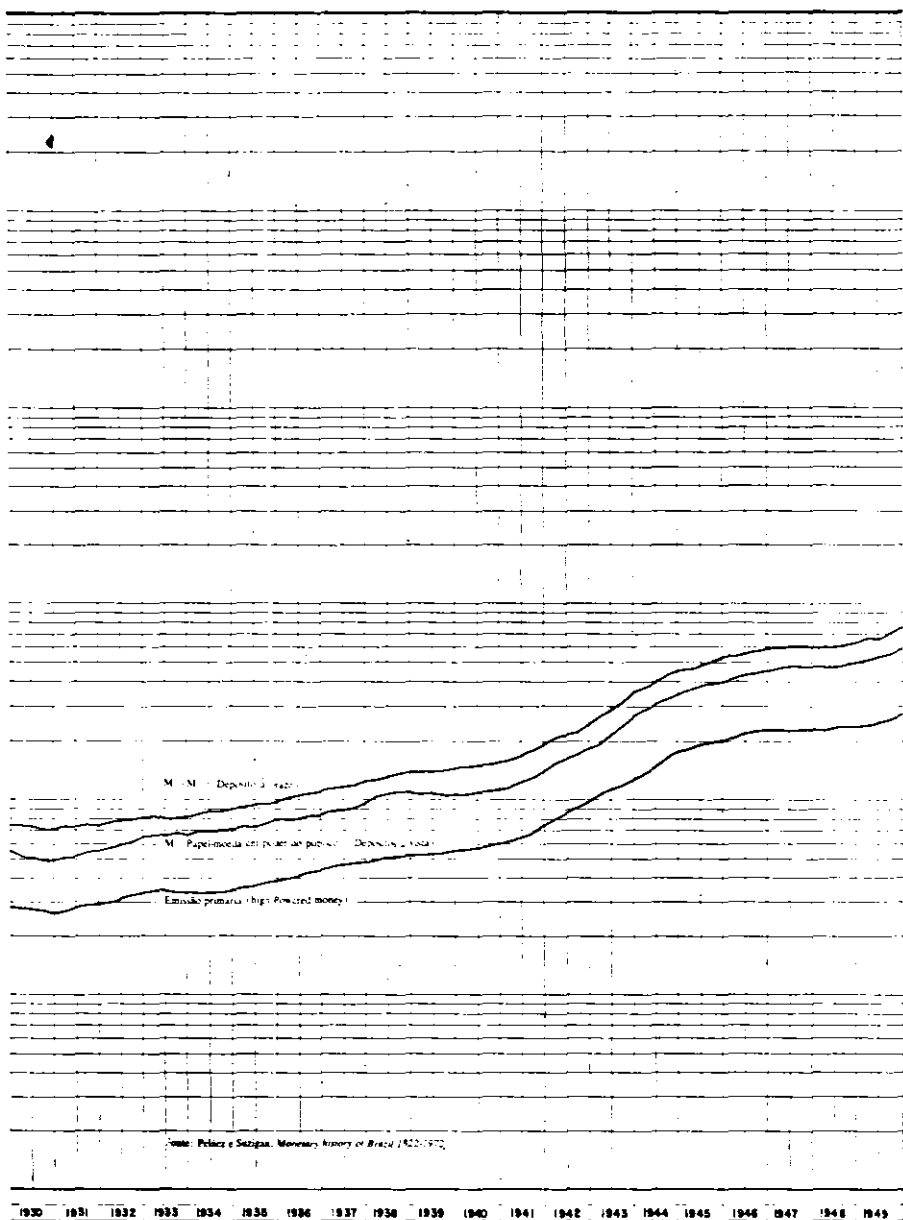
SEGUE



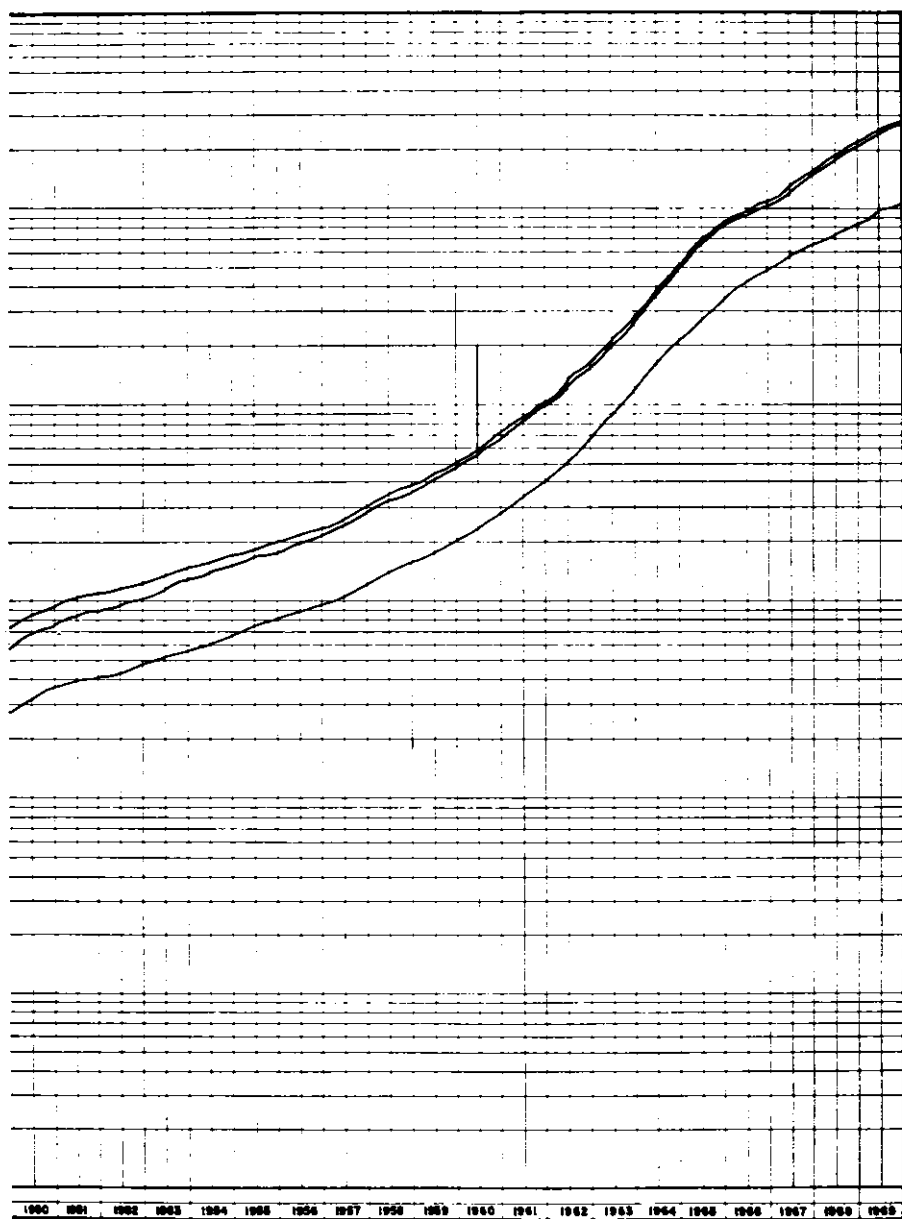
SEQUE



SEGUE



SEQUE



O gráfico mostra a elevada tendência para cima dos meios de pagamento no Brasil a longo prazo. Entre 1869 e 1970, M_1 aumentou à taxa continuamente composta de 11,7% por ano. A taxa comparável para M_2 é 11,6%. Estas são realmente altíssimas taxas de crescimento a longo prazo. A taxa a longo prazo para os meios de pagamento dos Estados Unidos, estimada por Friedman e Schwartz para o período 1867-1960, foi de somente 5,4%.⁷ Assim, o comportamento a longo prazo dos meios de pagamento do Brasil caracterizou-se por uma taxa duas vezes mais elevada do que aquela para os Estados Unidos. A extraordinária força das taxas compostas mostra a significativa diferença entre a experiência brasileira e a dos Estados Unidos.

Em 1869, o M_1 do Brasil era 213,8 milhares de cruzeiros (como definidos em 1970). A quantidade de papel-moeda em poder do público era 182,6. Os depósitos à vista nos bancos comerciais chegavam a 28,4 enquanto que aqueles no Banco do Brasil eram 2,8 milhares. Em 1970, o estoque de M_1 do Brasil foi estimado em 31.206.464 milhares de cruzeiros. O papel-moeda em poder do público era de 5.635.584 milhares, os depósitos à vista 19.461.760 e os depósitos no Banco do Brasil 6.109.120.

Fenômeno similar foi experimentado por M_2 . O total era 224,6 milhares em 1869 e em 1970 chegou a ser de 32.419.224 milhares. Deste total, 5.635.584 era papel-moeda em poder do público, 19.461.760 depósitos à vista nos bancos comerciais, 6.109.120 depósitos à vista no Banco do Brasil, e 1.212.760 o total de depósitos a prazo.

O contraste com a experiência dos Estados Unidos é bem forte. Os meios de pagamento se multiplicaram por 157 entre 1867 e 1960, de 1.314 milhões para 206.000 milhões de dólares.

A tabela 1 apresenta o primeiro elemento de análise dos meios de pagamento. Constitui um esforço para identificar as fontes de variação dos meios de pagamento em termos dos determinantes imediatos — emissão primária, relação encaixe do público/meios de pagamento e relação encaixe dos bancos/depósitos, que refletem, respectivamente, o comportamento do setor público, do setor privado e dos bancos. A análise é feita para os dois tipos de mensurações dos meios de pagamento. As primeiras quatro colunas são a aplicação da aproximação de Cagan para a equação (5). Dado que as taxas daquela equação são instantâneas e não podem ser estimadas, temos que usar taxas médias continuamente compostas. Os multiplicadores das taxas das relações papel-moeda em poder do público/meios de pagamento e encaixe dos bancos/depósitos, (M/H) $(1-R/D)$ e (M/H) $(1-C/M)$, foram aproximados pelas médias no começo e no final do período analisado. Este procedimento simplifica os esforços de computação. Usando letras minúsculas para as taxas de crescimento dos meios de pagamento e para a contri-

⁷ Friedman & Schwartz. *A monetary history of the United States, 1867-1960*. p. 5. Todas as taxas neste ensaio são compostas continuamente. Suponhamos que a taxa percentual de crescimento seja $r = 100a$. O crescimento da variável y através do tempo é dado pela equação diferencial $dy/dt = e^{at}$ com solução $y = y_0 e^{at}$, onde t é tempo e y_0 o valor inicial de y . Tomando logaritmos naturais em ambos os lados da equação e resolvendo para o crescimento entre $t = 0$ e $t = n$, obtemos $a = \log y_n - \log y_0 / n + 1$. A taxa continuamente composta de crescimento é $r = 100a$. É menor do que taxas obtidas na base de intervalos discretos. Este é um problema simples tratado em qualquer texto de cálculo, como por exemplo, Courant, R. *Differential and integral calculus*. New York, Interscience Publishers, 1934. v. 1, p. 179. O uso destas taxas na análise monetária é descrito em Friedman & Schwartz, nota de rodapé 6, p. 5.

buição de cada um dos determinantes imediatos, pode-se obter a seguinte equação:

$$m = h + c + r + e,$$

onde e representa o erro devido a arredondamento e aproximação. Como e é relativamente pequeno, pode ser ignorado.

TABELA 1

Fontes das alterações da taxa de crescimento dos meios de pagamento no Brasil
1869-1970

Meios de pagamento	Taxa média contribuída ^a por: (% por ano)				Contribuição ^b relativa de: (%)			
	Totale (1)	Emissão primária (2)	Relação moeda em po- der do público/ meios de paga- mento (3)	Relação encaixe/ depósi- tos dos bancos (4)	Totale (5)	Emissão primária (6)	Relação moeda em po- der do público/ meios de paga- mento (7)	Relação encaixe/ depósi- tos dos bancos (8)
M_1	11,65	10,83	2,10	-0,68	100	93	18	-6
M_2 (Friedman)	11,64	10,83	2,26	-1,01	100	93	19	-9

Fonte: Peláez, Carlos Manuel & Suzigan, Wilson. *Monetary history of Brazil 1822-1972*. Série dos meios de pagamento e seus determinantes imediatos.

Notas:

^a Computadas pela aproximação à fórmula no texto, equação (5). Os fatores (M/H) $(1-R/D)$ e $(M/H) (1-C/M)$ foram aproximados pelas médias dos valores no início e no fim do período. Todas as taxas são compostas instantaneamente.

^b Colunas (1) até (4) divididas pela coluna (1).

^c As linhas não somam o total exatamente devido a erros de aproximação e arredondamento.

O segundo conjunto de colunas, (5) até (8), mostra a contribuição relativa dos determinantes imediatos. Assim como nos Estados Unidos, a emissão primária contribuiu com aproximadamente 9/10 do incremento dos meios de pagamento, sejam definidos como M_1 ou M_2 . Também como nos Estados Unidos, a contribuição da relação papel-moeda em poder do público/meios de pagamento foi significativa. Na realidade, uma importante conclusão da análise dos meios de pagamento e seus determinantes imediatos é o contínuo declínio, a longo prazo, da relação papel-moeda em poder do público/meios de pagamento. Isto mostra a crescente monetização da economia brasileira assim como a profunda diversificação de sua estrutura financeira mesmo a despeito dos controles institucionais. Todo estudante da história do Brasil tem que concluir que a economia brasileira contém grandes fontes de dinamismo mesmo em períodos de adversidade internacional, institucional e política. O comportamento da relação encaixe dos bancos/depósitos tem sido muito irregular. Sua contribuição, a longo prazo, foi para a redução dos meios de pagamento.

O processo deste impressionante crescimento dos meios de pagamento não foi regular. Na verdade, foi um processo não equilibrado e problemático. A tabela 2 mostra as taxas de crescimento dos meios de pagamento para anos selecionados. As taxas mais altas concentram-se nas duas grandes

guerras e no período 1950-1970. O estudo do comportamento a longo prazo, conseqüentemente, só pode ser uma introdução à tarefa mais importante de análise das vicissitudes intermediárias. Não existem, em contraste com os Estados Unidos, suficientes dados para o uso da análise mais moderna. Somente podemos oferecer algumas interpretações sugestivas neste estágio de conhecimento acerca da evolução da economia brasileira. Neste ensaio, apenas tentamos oferecer novas idéias sobre quatro períodos da história econômica brasileira que continuam atraindo a imaginação de economistas e historiadores: 1869-1913, 1920-1929, a década da Grande Depressão mundial, e o período de rápido crescimento 1950-1970. No trabalho mais completo estudamos todos os subperíodos com grande detalhe. Como não existe cronologia de datas de referência para os ciclos de negócios no Brasil, tivemos que nos basear em intuições dos escritores que viveram nos períodos, dos registros históricos, das análises de economistas e historiadores contemporâneos — na divisão necessariamente arbitraria da história em subperíodos.

TABELA 2
Taxa de crescimento dos meios de pagamento do Brasil para períodos escolhidos
(% por ano)

Períodos	M_1	M_2
1869-1913	3,9	4,1
1914-1920	11,7	13,0
1921-1939	7,7	7,6
1940-1945	21,7	21,4
1946-1949	8,6	7,7
1950-1964	29,2	27,9
1965-1970	28,0	28,2
1869-1970	11,7	11,6

Fonte: Peláez & Suzigan. *Monetary history of Brasil 1822-1972*. Série dos meios de pagamento e de seus determinantes imediatos.

2.2 O período 1869-1913

Este período é provavelmente de grande importância na explicação do atraso relativo do Brasil. Na realidade, como tem sido salientado pelo professor Cameron:⁸

“Se considerarmos o desenvolvimento econômico em perspectiva global, o meio século anterior à I Guerra Mundial é significativamente importante. Foi um período de rápido melhoramento dos transportes e das comunicações, de comércio internacional relativamente livre e de migração em grande escala tanto de capital como de trabalho. Em resumo, foi um período excepcionalmente favorável para a difusão do industrialismo e o período em que o presente padrão de desenvolvimento e subdesenvolvimento se consolidou... é na segunda metade do século XIX onde deve tentar encontrar-se a razão pela qual algumas nações se modernizaram e ficaram ricas, enquanto outras, com essencialmente as mesmas oportunidades, permaneceram atadas a métodos tradicionais de produção e padrões de vida.”

⁸ Cameron, Rondo E. *Banking and economic development*. p. 3-4.

Foi neste período que o primeiro surto de café aconteceu. O país recebeu mão-de-obra imigrante da Europa para as fazendas de café. Muitos dos importantes fatores do modelo de liderança das exportações de Norkse-Robertson encontraram-se na economia brasileira.

Os professores Stein, Leff, Dean e Baer e Villela têm feito importantíssimas contribuições para nosso conhecimento deste período mostrando importantes sucessos de crescimento industrial baseado na liderança das exportações.⁹ Este foi o período em que a indústria têxtil brasileira foi consolidada e cresceu a altas taxas. Em muitos respeitoes, a modernização brasileira começou seu longo processo durante estes anos.

A tabela 3 mostra as taxas de crescimento dos meios de pagamento, população e os indicadores existentes para os preços. Desafortunadamente, não existem dados de renda e tudo o que é possível é um certo número de conjecturas controladas.¹⁰

TABELA 3
Taxas médias de crescimento para indicadores escolhidos 1869-1913
(% por ano)

Períodos	Meios de pagamento		População	Preços		
	M_1	M_2		Lobo	Taxa de câmbio	Taxa de câmbio x Índice de preços por atacado nos Estados Unidos (1926 = 100)
1869-1888	0,9	2,0	1,8	-0,5	-1,5	-3,8
1889-1913	6,2	5,7	2,1	3,5	2,0	3,0
1869-1913	3,8	4,2	2,0	1,9	0,3	-0,3

Fonte: Peláez & Suzigan *Monetary of Brazil 1822-1972* Série dos meios de pagamento e de seus determinantes imediatos; Lobo, Eulalia, et alii *Evolução dos preços e do padrão de vida no Rio de Janeiro, 1820-1930* — resultados preliminares R.B.E., out./dez. 1971; U.S. Department of Commerce *Statistical Abstract of the United States 1943* para preços por atacado; *Anuário estatístico do Brasil 1939/40*, para taxas de câmbio

⁹ O trabalho pioneiro contendo o que é chamado de tese "reviscionista" encontra-se em Stein, Stanley. *The Brazilian cotton manufacture: textile enterprise in an underdeveloped area, 1850-1950*. Cambridge, Mass., Harvard University Press, 1967. Na mesma linha situa-se o trabalho de Dean, Warren. *The industrialization of São Paulo, 1880-1945*. Austin, Texas, University of Texas Press, 1969. A análise de Stein e Dean é reimpressa em Peláez, Carlos Manuel, ed. *Essays on coffee and economic development*. versões em português e inglês a serem publicadas pelo Instituto Brasileiro do Café em 1973. Baer, Werner & Villela, Anibal V. Crescimento industrial e industrialização: revisões nos estágios do desenvolvimento econômico do Brasil. *Dados*, n. 9, 1972.

¹⁰ O professor Leff publicou recentemente um ensaio (R.B.E., n. 1, 1972), em que tenta mensurar o crescimento da renda *per capita* no período 1822-1913 na base de certas suposições sobre a provável taxa de crescimento da velocidade renda da moeda e da relação papel-moeda em poder do público/meios de pagamento. Na época em que ele escreveu somente tinha a sua disposição o papel-moeda em poder do público. Os novos dados estimados para nosso projeto fornecem a série completa dos meios de pagamento e seus determinantes imediatos, numa base trimestral, para o período 1822-1972. É agora possível repetir o exercício de Leff numa forma mais direta por meio da equação:

$y = m \cdot v$, onde y é a renda real *per capita*, m , os meios de pagamento reais *per capita* e v é a velocidade-renda da moeda. Os resultados deste exercício são relacionados em Peláez & Suzigan. *Monetary history of Brazil 1822/1972* a sair.

Para o período todo, houve aumento significativo dos meios de pagamento, sendo as taxas médias de 3,8% para M_1 e 4,2% para M_2 . M_1 *per capita* aumentou à taxa média de 1,8% e M_2 *per capita* à 2,2%. Se os índices de Eulalia Lobo forem aceitos, quase todo o incremento dos meios de pagamento foi absorvido pelo aumento dos preços. A aproximação dos índices de preços obtida pela taxa de câmbio e os índices de preços por atacado para os Estados Unidos mostra uma taxa média de - 0,3%. Se estes índices forem usados como a melhor aproximação do comportamento provável dos preços, então houve aumento significativo do produto *per capita* durante o período, provavelmente da ordem de 1 a 2% por ano. Os estudos históricos e os dados industriais mostram progresso significativo durante o período 1880-1913 e de certa forma respaldariam uma conjectura desse tipo.

O subperíodo 1869-1888 foi caracterizado, sem dúvida, por preços cadentes. Os meios de pagamento cresceram a taxas bem baixas, especialmente quando comparadas com as taxas de crescimento a longo prazo. A maior parte do aumento ocorreu no período 1878-1888. Isto foi em parte devido ao grande êxito dos metalistas na institucionalização de sua filosofia econômica. Parece que o índice de Lobo subestima o declínio dos preços enquanto que o índice baseado na taxa de câmbio e os preços por atacado no estrangeiro o superestima.

Durante muito tempo, os aspectos substantivos do Encilhamento não foram bem interpretados.¹¹ Os dados do nosso projeto sobre a história monetária permitem a introdução de novos elementos para a avaliação dos principais episódios do fim de século. Entre 1889 e 1890, M_1 aumentou 100% e M_2 : 94,3%; entre 1890 e 1891, os aumentos respectivos foram de 50,5% e 42,5%. Mas entre 1891 e 1892, M_1 caiu 12,6% e M_2 em 12,2%. Os meios de pagamento foram quase que estabilizados até o início da gestão de Murtinho no fim da década. Assim, não houve aumento continuado dos meios de pagamento durante os anos de 1890, e todo o aumento foi concentrado em apenas dois anos. Até os preços de Eulalia Lobo, que parecem conter certo viés para a alta, atingem o auge em 1896 e declinam substancialmente nos anos seguintes. Há certo perigo no uso da taxa de câmbio como indicador de preços devido à depreciação causada pelo declínio do preço internacional do café durante os anos de 1890, o qual deve ter gerado

¹¹ Em Fishlow, *Origins and consequences of import substitution in Brazil* (a sair na revista do IPE/USP, *Estudos Econômicos*) o professor Albert Fishlow fornece nova e consistente interpretação do Encilhamento que reformula a análise daquele período. Outro esforço nesse sentido foi o trabalho de Peláez, Carlos Manuel. As consequências econômicas da ortodoxia monetária, fiscal e cambial no Brasil de 1889 a 1945. *Revista Brasileira de Economia*, jul./set., 1971. Este ensaio é a tradução ao português, não revista pelo autor, do manuscrito em inglês feito para o projeto de história econômica da FGV dirigido pelo professor Villela. Desafortunadamente, a tradução publicada contém uma série de diferenças com o manuscrito em inglês, o qual pode ser obtido em forma mimeografada do autor. Por exemplo, *social injustices* foi traduzido como "injustiças raciais", *R.B.E.*, jul./set. p. 5. A *injustiça social* a que Peláez se referia no manuscrito em inglês era a sustentação da renda dos cafeicultores a níveis maiores do que a contribuição do setor para o progresso a longo prazo. *Irrational* e *irrationality* foram traduzidos como "inacional" e "inacionalidade", *Ibid.* p. 5. A *irrationalidade* a que Peláez se referia era a discrepância entre a teoria econômica racional e as políticas de Murtinho. Provavelmente a maior discrepância entre o manuscrito em inglês e a tradução publicada encontra-se no gráfico 6, p. 80 onde os índices de produção industrial e agrícola aparecem com as legendas trocadas. O texto da tradução então está em contradição com o gráfico!

pressões no balanço de pagamentos. Parece possível concluir que os aumentos de preços e consequências econômicas do Encilhamento foram exagerados pelos escritores que defenderam as políticas de Murtinho.

A tabela 4 nos ajuda a compreender as verdadeiras consequências de Murtinho e a natureza de suas políticas. Devido ao fato de que os meios de pagamento se estabilizaram entre 1891 e 1899, não havia necessidade do rápido decréscimo dos meios de pagamento provocado por Murtinho. Estas foram realmente quedas drásticas sem paralelo na história do Brasil. Os únicos declínios comparáveis encontram-se na história econômica dos Estados Unidos durante as mais severas contrações econômicas. Assim, a economia brasileira, segundo indicam os dados monetários, sofreu violento choque negativo. Não podemos examinar aqui todas as fontes através das quais este choque foi produzido. A tabela mostra que a queda da emissão primária não foi considerável. A maior parte do declínio é explicada pelos aumentos das relações encaixe dos bancos/depósitos e encaixe do público/meios de pagamento, que representam respectivamente o pânico bancário e as expectativas negativas causadas pelas políticas de Murtinho. Na verdade, durante um dos trimestres da gestão de Murtinho a relação encaixe dos bancos/depósitos chegou a atingir 1,0. Isto foi realmente um duro golpe contra a estrutura bancária e financeira do Brasil e obviamente sem justificativa.

TABELA 4

Variações percentuais dos meios de pagamento e seus determinantes imediatos 1899-1902

Período	M_1	M_2	H	R/D	C/M
1899-1900	- 15,6	- 19,3	- 3,9	+ 32,4	+ 16,1
1900-1901	- 7,6	- 12,7	- 4,2	+ 6,7	+ 4,2
1901-1902	1,2	- 2,2	- 3,2	- 26,1	0

Fonte: Peláez & Suzigan *Monetary history of Brazil 1822-1972*

Os R/D e C/M correspondem à primeira definição de meios de pagamento, M_1 . No livro encontram-se dados para as quatro relações possíveis

Entre 1905 e 1914, o Brasil experimentou grande crescimento e diversificação de sua estrutura de produção. A austeridade monetária imposta por Murtinho foi relaxada e o país se beneficiou novamente de crescimento rápido acompanhado por aumentos dos meios de pagamento e provavelmente de declínio de preços. Importante elemento deste progresso foi o êxito da valorização Siciliano-Taubauté que melhorou as relações de troca e os preços internacionais do café.¹² Assim, a política cafeeira foi bem sucedida a curto prazo devido ao incremento da renda e do mercado para produtos industriais, convertendo-se também numa fonte de divisas para

¹² Estas políticas são tratadas em maior detalhe em Peláez, Carlos Manuel. *Análise econômica do Programa Brasileiro de Sustentação do Café, 1906-1945: teoria, política e medição*. *Revista Brasileira de Economia*, out./dez. 1971, a ser republicado parcialmente em Peláez, ed. *Essays on coffee and economic development*. Rio, Instituto Brasileiro do Café, 1973.

a compra de equipamentos no exterior. A longo prazo, a valorização contribuiu para a má-distribuição dos recursos produtivos e para a erosão da vantagem comparativa do país na produção de café. Provavelmente teria sido muito melhor, do ponto de vista de longo prazo, ter distribuído subsídios em dinheiro aos cafeicultores durante os períodos de declínio de preços. Esta política teria contribuído relativamente mais do que a valorização para a distribuição ideal dos recursos e para o crescimento a longo prazo. A maior parte do problema, não obstante, foi complicada pela natureza complexa da produção de café e sua variabilidade, especialmente dentro do Estado de São Paulo.

2.3 O período 1920-1939

A tabela 5 mostra alguns dos dados disponíveis mais importantes para a análise da economia brasileira neste período. As taxas médias de crescimento foram computadas também para subperíodos. Não se deve esquecer que as taxas de crescimento para os subperíodos dependem significativamente das datas iniciais e finais escolhidas. Se usarmos 1929 como ano-base para a taxa de crescimento durante os anos de 1930, a taxa se reduziria de 4,1% para 3,6%. As taxas para os indicadores físicos de PIB, indústria e agricultura também foram computadas para os dados da FGV e para os do professor Fishlow. Existem duas taxas para os meios de pagamento, cada uma correspondendo a um conceito diferente, M_1 ou M_2 . Finalmente, há três mensurações de preços: os índices de preços de Eulalia Lobo (preferivelmente o de ponderação de 1919), a taxa de câmbio e a taxa de câmbio corrigida pelo índice de preços por atacado dos Estados Unidos.

TABELA 5
Taxas médias de crescimento para indicadores escolhidos, 1920-1930
(% por ano)

Períodos	PIB		Agricultura		Indústria		Meios de pagamento		População	Preços		
	Fishlow	FGV	Fishlow	FGV	Fishlow	FGV	M_1	M_2		Lobo	Taxa de câmbio	Taxa de câmbio x Índice de preços por atacado nos Estados Unidos
1920-1929	3,3	3,6	2,7	3,5	3,1	2,5	8,9	8,8	1,8	3,5	9,0	4,1
1930-1939	4,1	4,2	2,4	1,9	6,5	8,7	7,6	6,4	1,8	—	3,7	0,9
1920-1939	4,1	3,8	2,6	2,7	4,4	5,3	7,6	7,3	1,9	—	7,2	5,9

Fonte: Fishlow, Albert, *Origins and consequences of import substitution in Brazil*.
Estimativas não publicadas de Wilson Suzigan.
Fontes da tabela 3.

Estes dados mostram que a taxa de crescimento do produto durante os anos de 1930, se a base é 1930, foi maior do que aquela para os anos de

1920. As taxas de crescimento da indústria também foram maiores durante os anos de 30.

Para o período 1920-1939, a taxa de aumento de M_1 *per capita* foi bem alta, 5,7%, e a de M_2 foi de 5,4%. Assim, o resíduo da diferença entre o crescimento *per capita* dos meios de pagamento e o crescimento *per capita* do produto é 3,5 ou 3,2% de acordo com a definição de meios de pagamento usada. Este resíduo pode ser composto de aumentos de preços, mudanças na absorção de moeda como proporção da renda e erros de mensuração. A precariedade dos dados de preços disponíveis não permite uma divisão exata do resíduo.

2.4 Subperíodo 1920-1929

Parece haver suficiente acordo sobre as causas do atraso industrial durante os anos de 1920. Um aspecto importante desse atraso foi a manipulação das taxas de câmbio e da política monetária. O esforço de estabilização da taxa de câmbio forçou um declínio relativo dos preços das importações e os produtos nacionais concorrentes com elas. Estas políticas foram implementadas para alguns anos intermediários da década.

Como salienta o professor Fishlow, a taxa de câmbio valorizou-se por causa do programa de sustentação do café que trouxe ao Brasil uma grande receita cambial.¹³ O sucesso do programa de sustentação por sua vez contribuiu para melhorar as relações de troca e a renda real mas levou provavelmente à concentração de recursos no setor cafeeiro.

Estes fatores explicam o atraso relativo da indústria durante o subperíodo 1920-1929. Foi um período difícil para a continuação do processo de substituição de importações, conquanto se tenha caracterizado por investimentos elevados, tanto nas indústrias tradicionais, especialmente a têxtil, como nas novas indústrias de bens de capital, cimento e aço, estabelecidas em meados da década.¹⁴

2.5 A explicação keynesiana revista da depressão

A maior parte da controvérsia sobre o impacto da Grande Depressão salienta duas observações: um fundo anterior e uma recuperação rápida. Recentemente, Fishlow afirmou que a Depressão foi de importância devido ao aumento na taxa de crescimento e à continuação do processo de substituição de importações (principalmente em indústrias de base) e que isto foi possível por causa da manutenção de um alto nível de demanda interna.

Fishlow, enumera alguns fatores da política cafeeira que poderiam ter contribuído para a geração de demanda interna. Um desses fatores foi o empréstimo de 1930 que financiou inicialmente o programa de sustentação instituído pelo estado de São Paulo. Dado que o programa foi financiado com fundos do exterior, ele realmente constituiu inicialmente política fiscal

¹³ Fishlow, Albert. *Origins and consequences of import substitution in Brazil*.

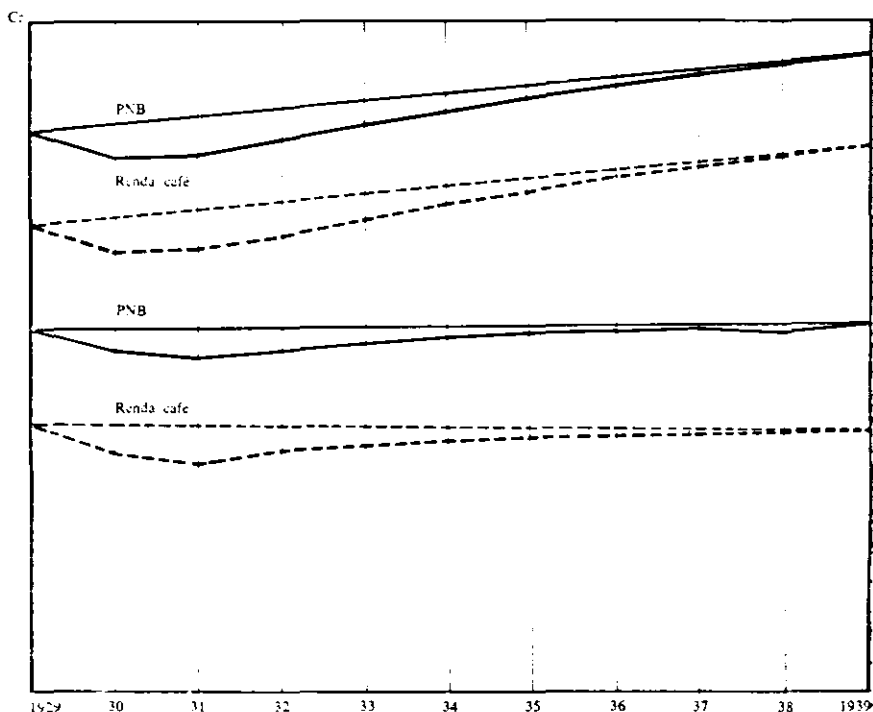
¹⁴ Estes pontos são muito bem analisados no excelente trabalho de Baer, Werner & Villela, Aníbal. *Crescimento industrial e industrialização: revisões nos estágios do desenvolvimento econômico do Brasil*. Dados, n. 9, 1972.

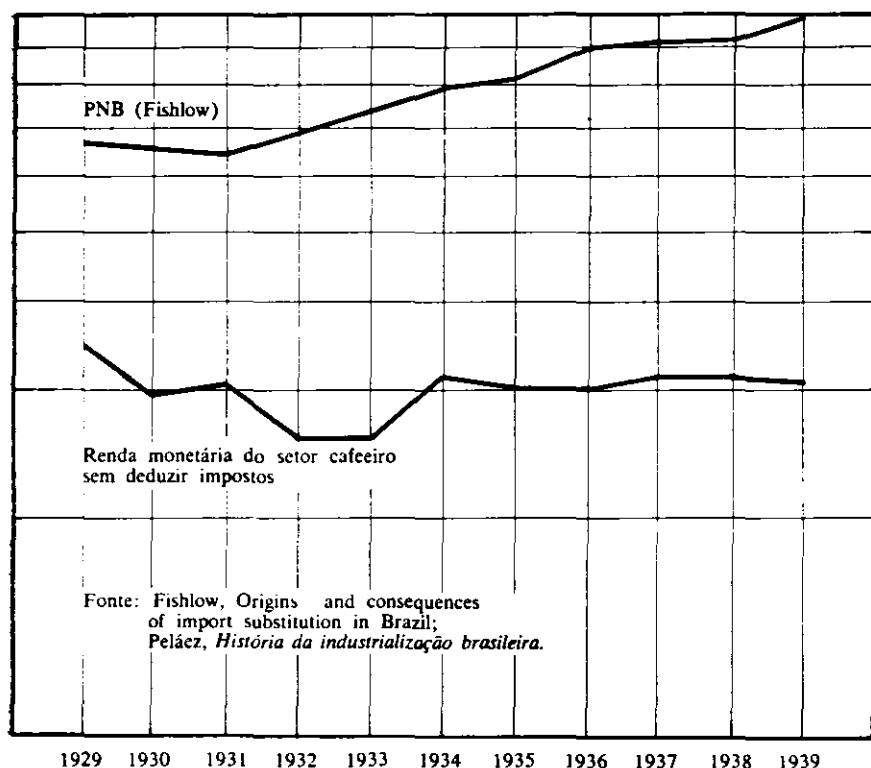
compensatória.¹⁵ Mas o chamado *Coffee Realization Loan* resultou na instituição de uma taxa unitária sobre o café exportado, primeiro de 3, e subsequentemente de 5, shillings.¹⁶ Não obstante, Fishlow argumenta, na base de um modelo padrão de equilíbrio parcial, que a incidência dos impostos de exportação deveria recair quase que totalmente sobre o consumidor estrangeiro. Assim, a geração de demanda pelo programa de sustentação não foi tão simples como apontou Furtado nem tão insignificante como foi implicado por Peláez.¹⁷

¹⁵ Furtado argumentou que um programa de sustentação financiado com empréstimos estrangeiros não constituía política fiscal compensatória. *The economic growth of Brazil*. Berkeley and Los Angeles, University of California Press, 1963. p. 212. Analiticamente, a verdade é que um programa de sustentação financiado por empréstimos constitui política fiscal compensatória.

¹⁶ Peláez, Carlos Manuel. *História da industrialização brasileira*. Rio, APEC Editora S.A., 1972. cap. 1.

¹⁷ Seria provavelmente melhor considerar um modelo de equilíbrio geral onde as variáveis de maior importância — tarifa (ou restrição ao comércio) ideal de Mill-Bickerdike e relações de troca — são determinadas. Na nota de rodapé 13, em *Origins...*, o professor Fishlow argumenta que o imposto vai sendo transferido ao consumidor estrangeiro na medida em que melhoram as relações de troca e o imposto se aproxima da tarifa ideal. Não obstante, durante os anos de 30 as relações de troca caíram ininterruptamente e somente foram contidas pelos preços de algodão. Numa situação de extraordinária saturação do mercado cafeeiro internacional, e preços cadentes do café, é provável que parte do imposto tenha sido pago pelos cafeeicultores. Mas não precisamos insistir neste ponto. Nas estimativas de





renda, ou melhor *receita* (já que dados completos para estimar renda não existem) do setor cafeeiro para os anos de 30, Peláez não incluiu qualquer mensuração para o imposto em espécie, que se constituiu na forma mais importante de taxaço do setor cafeeiro. Somente foram descontados os impostos por unidade, relativamente menores, para melhor acompanhar os fluxos monetários internos. Assim, *aquelas estimativas supõem que quase todo o imposto de exportação de café foi pago pelos consumidores estrangeiros*. Ver *História da industrialização brasileira*, cap. 2. Na realidade, a mensuração que é realmente interessante é a de renda total do setor de exportação, a qual *provavelmente* foi mantida a "níveis elevados", isto é, com *acréscimos* através dos anos de 30, por causa do algodão. (Mas ainda não dispomos dos dados completos que serão apresentados na monografia definitiva.) "Níveis elevados" requerem considerar algum acréscimo através do tempo e não uma série estacionária. Este é um ponto ignorado nestas teorias. Consideremos o seguinte diagrama e gráfico:

O diagrama é baseado na suposição de que 1929 e 1939 são anos de máximo nas séries e que representam substancial utilização de capacidade. Assim, os valores para esses dois anos são unidos por uma linha reta que poderíamos chamar de "linha de expansão". A pendente desta linha nos fornece a "taxa de expansão de capacidade". Os valores das séries flutuam por baixo da linha de expansão, coincidindo com ela em 1929 e 1939. Duas situações teóricas são consideradas. Na primeira, ambos o PNB e a renda cafeeira apresentam aumentos através da década. Na segunda a taxa de expansão tanto do PNB como da renda cafeeira é zero. O gráfico mostra os dados do professor Fishlow para o PNB junto com a estimativa da receita cafeeira feita por Peláez. Partimos da suposição de que todo o imposto — tanto em espécie como o unitário — foi pago pelo consumidor estrangeiro. Obviamente, este é um limite inferior. Assim, a curva do gráfico é a aproximação da renda bruta do setor cafeeiro. Seria ideal deflacionar os dados da renda cafeeira mas não existem índices fidedignos de preços. Parece contudo que o Brasil não sofreu deflação comparável

A reformulação de Fishlow também salienta que o Brasil seguiu políticas fiscais keynesianas depois de 1933 e que de acordo com um modelo keynesiano os orçamentos foram programados deficitariamente constituindo-se em fatores de geração de demanda e rápida recuperação durante a fase crescente do ciclo. Em resumo, para os anos críticos de após 1932, a geração de demanda e o crescimento podem ser explicados em termos de um modelo keynesiano simples.¹⁵

O que restaria dentro desta explicação dos argumentos anteriores de Peláez seria a explicação parcial do fundo anterior. Tanto os dados de Suzigan como os de Fishlow mostram que isto aconteceu no fim de 1931 ou no começo de 1932.¹⁶ Os efeitos combinados da balança comercial exógena, as despesas governamentais durante a revolução de 1932 e nos programas de assistência à seca no Nordeste, alguns aspectos compensatórios das políticas cafeeiras, a substituição de importações favorecida pela depreciação e controle cambial e a existência de capacidade ociosa contribuíram para insular a economia do Brasil da depressão mundial e explicam o fundo anterior.

2.6 Um novo ponto de vista sobre a Depressão

Tem sido apontado que outros modelos poderiam ser usados na análise do impacto da Grande Depressão no Brasil.²⁰ Sem dúvida, com os métodos disponíveis seria impossível, para nós, mostrar que um modelo clássico explicaria melhor o comportamento dos dados do que um modelo keynesiano. Na realidade, nem mesmo para um país com tão excelente informação estatística e estudos secundários sobre muitos setores de atividade econômica, como é o caso dos Estados Unidos, pode-se discriminar entre um modelo "neo-quantitativo" e um modelo keynesiano.²¹ Nosso interesse, mais modesto, é fornecer uma interpretação diferente com elementos selecionados do trabalho anterior de vários autores, além dos novos dados.

àquela dos Estados Unidos; portanto a renda nominal não subestima substancialmente a renda real do setor cafeeiro. (Isto contrasta com a experiência de outros países latino-americanos, como Cuba, que não desvalorizaram, sofrendo extraordinária deflação interna.) O gráfico mostra que o PNB cresceu a uma taxa positiva e alta enquanto que a renda decresceu, nunca chegando a atingir os níveis de 1929. Há então possibilidade de que outros fatores também tivessem contribuído significativamente para a geração de demanda, uma vez que o setor cafeeiro parece não ter sido tão dinâmico como foi apontado.

¹⁵ Na base de *estimativas* orçamentárias e *deficits realizados* pouco é possível concluir sobre a política fiscal nos anos de 1930. Naquela época o orçamento não era programado de forma consciente. Isto não começou a ser feito senão a partir da segunda parte da década com o estabelecimento do DASP.

¹⁹ Há ainda dúvida sobre o fundo da depressão nos Estados Unidos. Muitos analistas o situam em 1932 e o National Bureau of Economic Research jamais conseguiu resolver este problema. Burns, Arthur F. & Mitchell, Wesley C. *Measuring business cycles*. New York, Columbia University Press, 1946. p. 82-3 e 458. Ver também Friedman, Milton & Schwartz, Anna Jacobson. *A monetary history of the United States, 1867-1960*. p. 324. Eles falam de um fundo duplo. Aliás, as taxas de crescimento da economia norte-americana após 1933 foram também extraordinariamente altas como sempre tem acontecido depois de contrações fortes.

²⁰ Peláez, Carlos Manuel. *História da industrialização brasileira*.

²¹ Friedman, Milton & Meiselman, David. The relative stability of monetary velocity and the investment multiplier in the United States, 1897-1958. *Stabilization policies*. Englewood

Mas isto não implica necessariamente na validade relativa de um modelo específico para o Brasil durante os anos de 1930. Na verdade, parte desta análise foi sugerida por Fishlow durante seu tratamento da política monetária dos anos de 30.

Seria de esperar que devido à natureza aberta da economia brasileira, a Depressão mundial deveria ter-se propagado com rapidez e violência pela economia brasileira. No erudito trabalho sobre a história monetária americana, Friedman e Schwartz apontaram um importante mecanismo de transmissão internacional da Depressão dentro do sistema monetário internacional daquela época e salientam uma de várias exceções à rápida e profunda propagação:²²

“O papel-chave das taxas de câmbio flexíveis na transmissão internacional da Depressão é esclarecido no caso da China. Este país tinha um padrão-prata ao invés de um padrão-ouro. Assim, tinha o equivalente de uma taxa de câmbio flexível com respeito aos países do padrão-ouro. Um declínio no preço-ouro da prata tinha o mesmo efeito de que uma depreciação no valor cambial do yûan chinês. O efeito foi insular as condições econômicas internas chinesas da Depressão mundial. . . A China podia continuar a manutenção do equilíbrio externo sem sofrer uma deflação interna. E isto foi o que aconteceu. De 1929 a 1931, a China quase não foi afetada internamente pelo holocausto que estava expandindo-se pelo mundo do padrão-ouro. . .”

Depois do malogro da estabilização de Washington Luiz, no começo da crise, uma experiência similar à chinesa ocorreu no Brasil. Os gráficos 2 e 3 fornecem alguns elementos para a análise deste argumento. A diferença entre a experiência nos Estados Unidos, onde a Depressão foi mais forte que no resto do mundo, e a do Brasil consistiu de um impacto menor sobre o produto real, a recuperação em 1931-1932, e altas taxas de crescimento durante a fase ascendente 1932-1936. Isto é bem mostrado tanto nos índices de Fishlow como nos de Suzigan. A forte depreciação da taxa de câmbio no período 1929-1931, como no caso da China, explica parte significativa da insulação da economia do Brasil da Grande Depressão. Esta era uma importante política, mesmo não consciente, que favorecia a flexibilidade de preços.

Mas a taxa de câmbio foi valorizada entre 1931 e 1932. Em outro trabalho, foi apontado que o comércio internacional e as políticas visando seu controle foram de importância no Brasil durante a Depressão.²³ Um dos mais importantes elementos da chamada interpretação “revisionista” da

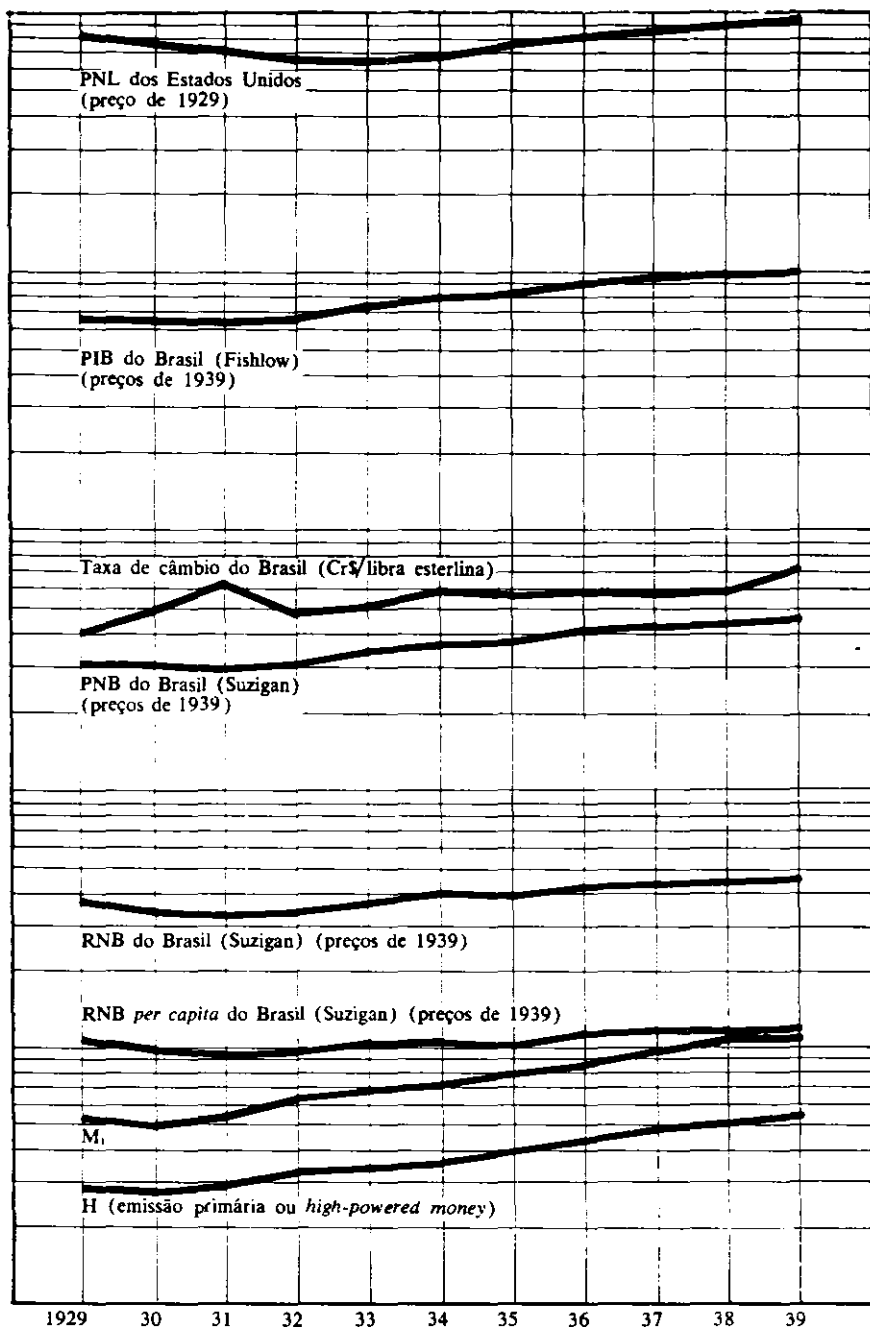
Cliffs, New Jersey, Prentice-Hall, 1963; Ando, Albert & Modigliani, Franco. The relative stability of monetary velocity and the investment multiplier. *American Economic Review*, sep. 1965; DePrano, Michael & Mayer, Thomas. Tests of the relative importance of autonomous expenditures and money. *American Economic Review*, sep. 1965; Friedman, Milton & Meiselman, David. Reply to Ando and Modigliani and to DePrano and Mayer. *American Economic Review*, sep. 1965; e as respostas à resposta de Friedman e Meiselman. Na realidade pouco se tem ganho com todo esse debate.

²² Friedman & Schwartz. *A monetary history of the United States, 1867-1960*. p. 361-2.

²³ Peláez, Carlos Manuel. A balança comercial, a Grande Depressão e a industrialização brasileira. *Revista Brasileira de Economia*, jan./mar. 1968.

GRÁFICO 2

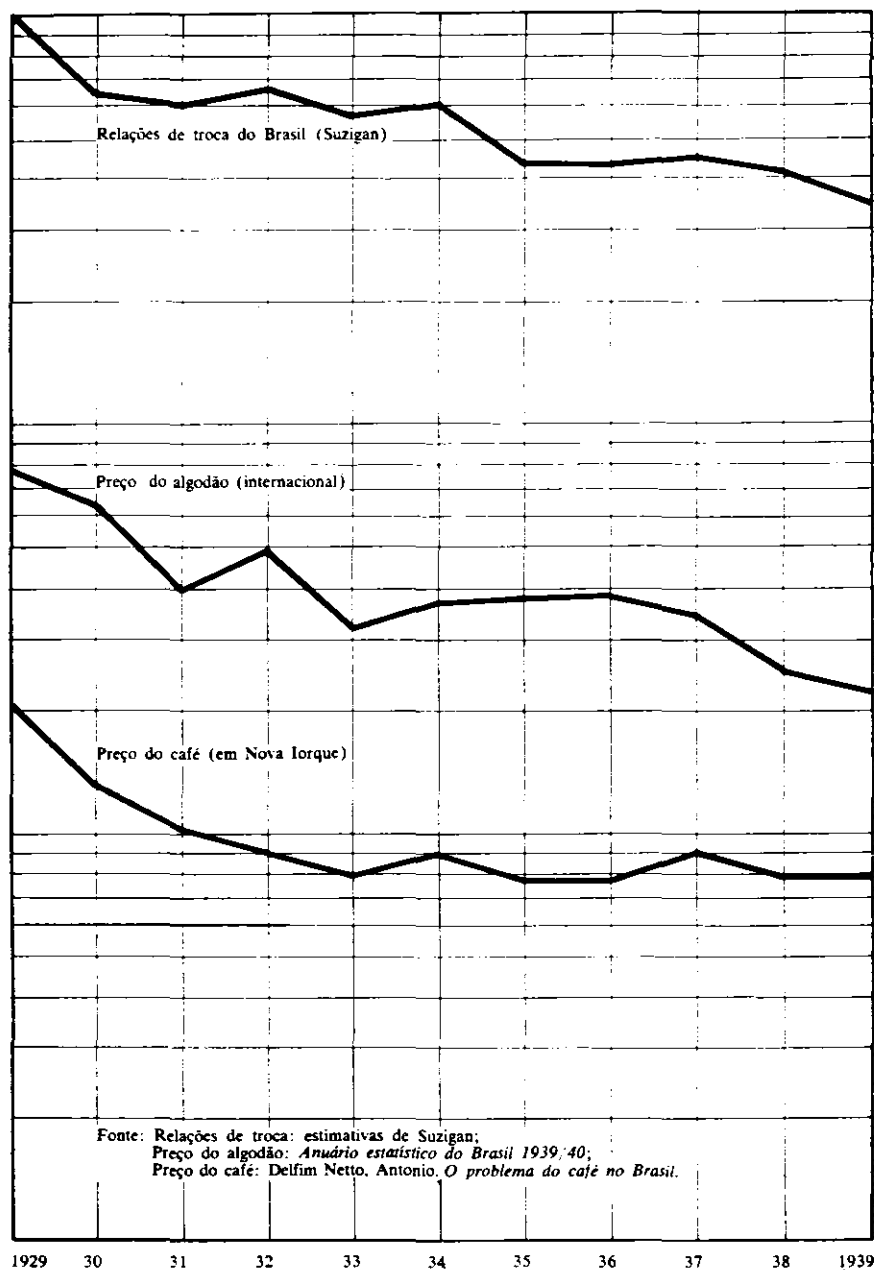
Indicadores Escolhidos do Brasil e PNL dos Estados Unidos 1929-1939



Fonte: Kuznets, *Capital in the American Economy* e fontes da Tabela 5

GRÁFICO 3

Brasil, relações de troca e preços internacionais do café e do algodão 1929-1939
Relações de troca do Brasil (Suzigan)



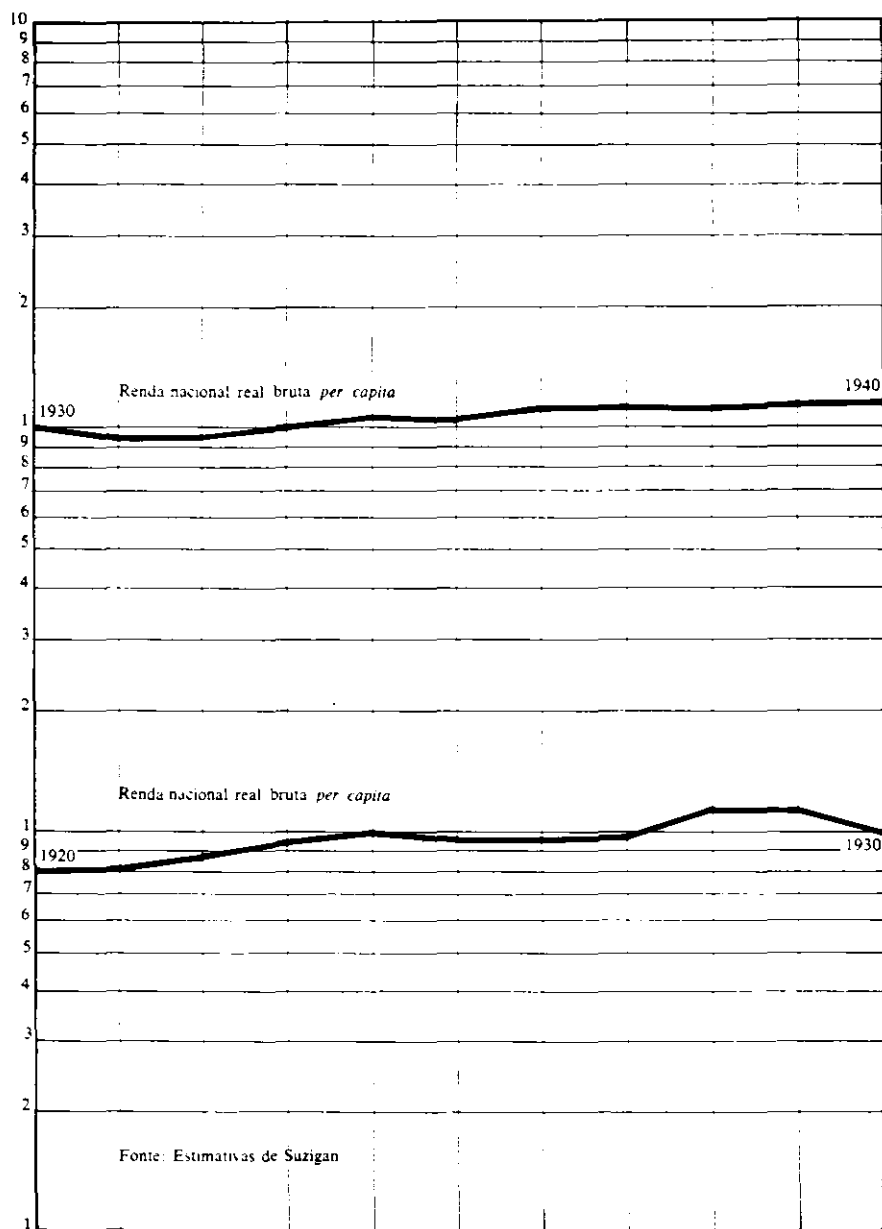
industrialização e crescimento a longo prazo do Brasil é o forte relacionamento entre o setor cafeeiro e a indústria, especialmente em termos de geração de demanda. Isto é especialmente importante para o caso das indústrias tradicionais. Provavelmente tem-se dado ênfase exagerada ao setor *café* durante os anos da crise. O importante fator de comércio internacional foi parcialmente camuflado pela divisão de dois argumentos interdependentes sobre recuperação e transferência de recursos. O gráfico 3 mostra a importância fundamental do comércio internacional em termos de geração de demanda. Entre 1929 e 1931, os preços internacionais do algodão e café sofreram rápido declínio. Mas o declínio nas relações de troca foi convertido em melhoramento precisamente no período de recuperação 1931-1932. Entre 1932 e 1933, o preço do algodão declinou de novo, mas a taxa de câmbio foi depreciada continuamente até 1934. Em 1933-34 as relações de troca melhoraram novamente como resultado dos aumentos temporários nos preços do café e algodão causados pela recuperação mundial da crise. Como depois de toda forte depressão, as economias dos países industriais se recuperaram a altas taxas de crescimento. Assim tudo parece indicar que este processo alternado de depreciação cambial e melhoramento nos preços de exportação, junto com o extraordinário surto do algodão e a mudança na estrutura das exportações brasileiras, explicam parte substancial da insulação e recuperação da economia do Brasil durante os anos de 30. Seria então mais importante considerar uma mensuração da renda do *setor exportação*, e não somente do café, para uma explicação da geração de demanda para bens industriais.

Depois das altas taxas de crescimento durante a fase inicial de recuperação, o produto real aumentou a taxas menores no período 1936-1939. Este período coincide com ainda maior deterioração das relações de troca. Também não houve depreciação da taxa de câmbio até 1938-1939. O surto do algodão perdeu grande parte de seu dinamismo. E a Nova Política Cafeeira forçou grandes sacrifícios no setor café.

Finalmente, o gráfico 2 apresenta dados para os meios de pagamento (M_1) e a emissão primária no período 1929-39. A emissão primária que se manteve relativamente constante entre 1930 e 1933 acompanhou o aumento dos meios de pagamento. Devido a que ela reflete o comportamento do setor público, poderíamos concluir que a natureza da política monetária foi de certa forma anticíclica. Mas também se explica o aumento dos meios de pagamento durante os anos de 1930 por um fenômeno surpreendente — as altas taxas de declínio da relação papel-moeda em poder do público/meios de pagamento. Do valor máximo de 0,39 em 1930, a relação caiu continuamente até chegar a 0,31 em março de 1934. Este comportamento dos meios de pagamento e seus determinantes imediatos será analisado com maiores detalhes no nosso trabalho monográfico.

Desejariamos completar esta análise com um exame das taxas relativas de crescimento da renda *per capita* durante os anos de 1920 e 1930. A assim chamada “renda” *per capita* do Brasil encontra-se no gráfico 4. Re-

GRÁFICO 4
Renda nacional bruta *per capita* do Brasil
1920-1930 e 1930-1940



almente, trata-se de uma primeira aproximação do Produto Nacional Bruto, corrigido pelas mudanças nas relações de troca, o que dificilmente se poderia chamar de renda, do ponto de vista das contas nacionais. Em última análise, a determinante unidimensional de demanda é a renda *per capita*. Do ponto de vista de bem-estar, é também o indicador último da *performance* de um país. Os dados mostram a melhor aproximação existente para o Brasil e é possível concluir com base neles que em termos da renda *per capita* o Brasil progrediu relativamente pouco durante os dois subperíodos considerados. A análise correta dos anos de 1930 muito depende do ano-base escolhido para a estimação das taxas médias de crescimento. Se 1930, um ano de depressão, é usado como base, então a taxa de crescimento é 1,3% ao ano. Mas se escolhermos a base de 1929, ano que também já mostrou alguns efeitos da depressão, a taxa é 0,2% ao ano. A renda *per capita* do Brasil era 1.097 mil-réis por habitante em 1929. Depois da Grande Depressão e as vicissitudes da década de 1930, a renda era 1.132 mil réis por habitante em 1939. O Brasil realmente contornou a Depressão da melhor forma possível. Mas dificilmente se poderia considerar aqueles anos como período de progresso ou a verificação empírica das vantagens do modelo latino-americano de crescimento introvertido.

2.7 O período 1950-1970

Há grande variedade de pesquisas e análise do período 1950-1970.²⁴ Este período foi diferente de qualquer experiência na história do Brasil em muitos aspectos. As altas taxas de inflação e os aumentos dos meios de pagamento foram totalmente sem proporção com outros períodos, e somente durante as duas grandes guerras ocorreu coisa semelhante.

Contentar-nos-emos com salientar alguns pontos de regularidade com a análise anterior. Entre 1950 e 1970, M_1 *per capita* aumentou à taxa de 26,5% ao ano. Este aumento pode ser dividido em um aumento de 3,1% no produto real *per capita*, um aumento de 24,58% nos preços (por atacado) e um declínio médio anual de -1,5% nos saldos em dinheiro que o público manteve como parcela da renda.²⁵ No começo do período, em 1950, o público mantinha 2,96 meses de renda na forma de dinheiro. Este total foi reduzido para 2,14 meses-renda em 1970. A razão para esta redução pode ser facilmente encontrada nas altas expectativas inflacionárias da economia brasileira que implicam alto custo potencial de oportunidade na manutenção de saldos em dinheiro.

3. Atividade bancária e industrialização

É possível explicar grande parte da história econômica brasileira na base do enfoque de Cameron. A experiência histórica brasileira foi caracterizada pelo insucesso na definição e implementação de uma estrutura bancária e financeira ideal, especialmente aquela que facilitasse a industrialização e o crescimento. Isto tem sido um problema contínuo até recentemente quando

²⁴ Uma análise dos principais trabalhos encontra-se em Nogueira, Denio e Peláez, Carlos Manuel. Ensaio sobre a economia brasileira 1822-1972. R.B.E., jul./set. 1972.

²⁵ Meios de pagamento multiplicados por 12 e divididos pela renda monetária. Ver Friedman & Schwartz. *A monetary history of the United States, 1867-1960*. p. 6.

importantes medidas foram tomadas pela primeira vez na história brasileira para reformar o mercado monetário.

Dentro do limitado espaço à nossa disposição, não poderíamos narrar todos os detalhes do insucesso da reforma monetária no Brasil histórico. Mas um sumário pode ser instrutivo. Uma das mais importantes inovações financeiras durante o século XIX foi o sistema de bancos de emissão. Os empresários e estadistas brasileiros olhavam com atenção esta inovação e como ela havia favorecido o crescimento e a industrialização em alguns países. Durante o período áureo do Império, um grupo de empresários e estadistas, principalmente Mauá e o Visconde de Souza Franco — com Itaborahy e outros temporariamente — tentaram introduzir um novo sistema bancário no Brasil. Tão grande era o retardamento do país que em alguns períodos da primeira década do século não houve nenhum estabelecimento bancário, ou existiu somente o Banco do Brasil. Mauá foi além de Souza Franco em seu conhecido esforço de introduzir no Brasil bancos de investimento e o espírito de associação. Este grupo de brasileiros favorecia o progresso do país através da industrialização gradual solidamente apoiada numa estrutura financeira adequada. Depois da Comissão de Inquérito de 1859 os metalistas conseguiram abolir a reforma monetária da escola de intermediação papelista pela lei de 1861.²⁶ Durante o período 1860-1870 pouco ou nada foi feito no Brasil em matéria de reforma monetária. Mas é certo que o setor bancário experimentou algum crescimento.

Foi durante o surto de industrialização e crescimento dos anos de 1880 que a reforma monetária voltou a ser cogitada e debatida. No começo da República, Rui Barbosa tentou esboçar e implementar um plano de reforma monetária, mas com pouco sucesso. A contra-reforma foi muito fortemente executada por Joaquim Murinho. Ela continuou nos anos de 1920 com o programa de estabilização de Washington Luiz. Provavelmente foi o imenso prestígio da filosofia de Murinho e sua grande aceitação durante prolongado período que impediu a reforma monetária adequada.

No começo do atual período de pós-guerra, o Brasil ainda se encontrava com um sistema monetário deficiente, tanto do ponto de vista da estabilização como da intermediação. A experiência inflacionária do período 1950-1964 agravou muitos dos problemas dos mercados monetários e de capitais. Não foi senão recentemente que uma reforma radical dos mercados monetários e de capitais foi implementada. Em grande parte, as altas taxas de crescimento experimentadas recentemente são o resultado dessas importantes reformas assim como consequência de uma política monetária e creditícia mais racional.

A tabela 6 fornece alguns dos indicadores quantitativos usados pelo professor Cameron para os países industriais na fase de crescimento incipiente. Em 1939, a densidade bancária era ainda extremamente baixa, 0,25. Esta situação mudou drasticamente durante o pós-guerra. Em anos recentes, a densidade bancária tem-se aproximado muito ao nível "alto" de 1,0. Não obstante, esta densidade é artificialmente alta por causa das peculiaridades da experiência bancária brasileira durante a inflação. A Lei da Usura de 1933 fixou teto para os juros. Esta lei só foi abolida depois do período de

²⁶ Maiores detalhes encontram-se no nosso trabalho *Monetary history of Brazil 1822-1972* a sair. Ver também Nogueira & Peláez. op. cit.

rápida inflação. Se ela tivesse sido cumprida estritamente, todo o setor bancário brasileiro teria ido à falência. Mas os bancos encontraram muitos expedientes para contornar o problema e cobrar juros mais altos. Dentro dessa conjuntura irracional, era cada vez mais difícil emprestar dinheiro a taxas de juros reais positivas. Como as taxas de juros pagas aos depositantes eram muito baixas, o setor bancário encontrou uma fonte de lucros na atração de depósitos. Esta concorrência, por atrair depósitos do público, assim como o interesse em adquirir propriedade urbana para contornar a inflação explicam a alta artificial no número de estabelecimentos bancários. Tal experiência mostra o insucesso e adiamento da reforma monetária no Brasil. O resultado foi a criação de um sistema bancário altamente ineficiente e custoso.

TABELA 6
Brasil, indicadores de atividade bancária
1939-1970

Anos	Empréstimos Cr\$ 1.000	Descontos Cr\$ 1.000	N.º estabelecimentos bancários	Densidade bancária ¹	Coefficiente financeiro ²	Total dos ativos dos bancos
1939	5.932	5.349	1.018	0,25	24,4	11.281
1947	24.731	21.808	2.227	0,47	28,2	46.539
1948	27.009	24.300	2.281	0,46	26,4	51.309
1949	34.104	28.315	2.430	0,48	27,2	62.419
1950	49.984	38.035	2.596	0,50	32,3	88.019
1951	57.280	48.344	2.685	0,50	32,7	105.624
1952	68.141	58.117	3.027	0,55	31,8	126.257
1953	90.724	68.564	3.303	0,58	33,9	159.288
1954	124.259	79.118	3.461	0,59	32,4	203.377
1955	135.079	89.036	3.560	0,59	28,6	224.115
1956	170.923	115.409	4.257	0,69	28,8	286.332
1957	221.845	150.033	4.628	0,73	30,5	371.879
1958	233.847	185.313	4.857	0,74	28,8	419.159
1959	245.712	258.513	5.135	0,76	25,3	504.225
1960	376.634	399.470	5.348	0,77	28,2	776.104
1961	711.945	565.821	5.581	0,78	31,5	1.277.766
1962	1.283.488	931.065	6.109	0,83	33,5	2.214.553
1963	2.094.076	1.481.635	6.481	0,85	30,0	3.575.711
1964	5.560.036	2.661.423	6.878	0,88	35,7	8.221.459
1965	9.833.066	4.377.616	7.271	0,90	36,8	14.270.682
1966	6.123.365	5.485.020	7.567	0,91	21,6	11.608.385
1967	8.829.865	8.448.374	7.653	0,90	24,2	17.278.239
1968	...	...	7.804	0,90	23,9	23.838.167
1969	...	...	7.848	0,87	24,7	32.850.398
1970	...	...	7.854	0,85	25,3	44.164.282

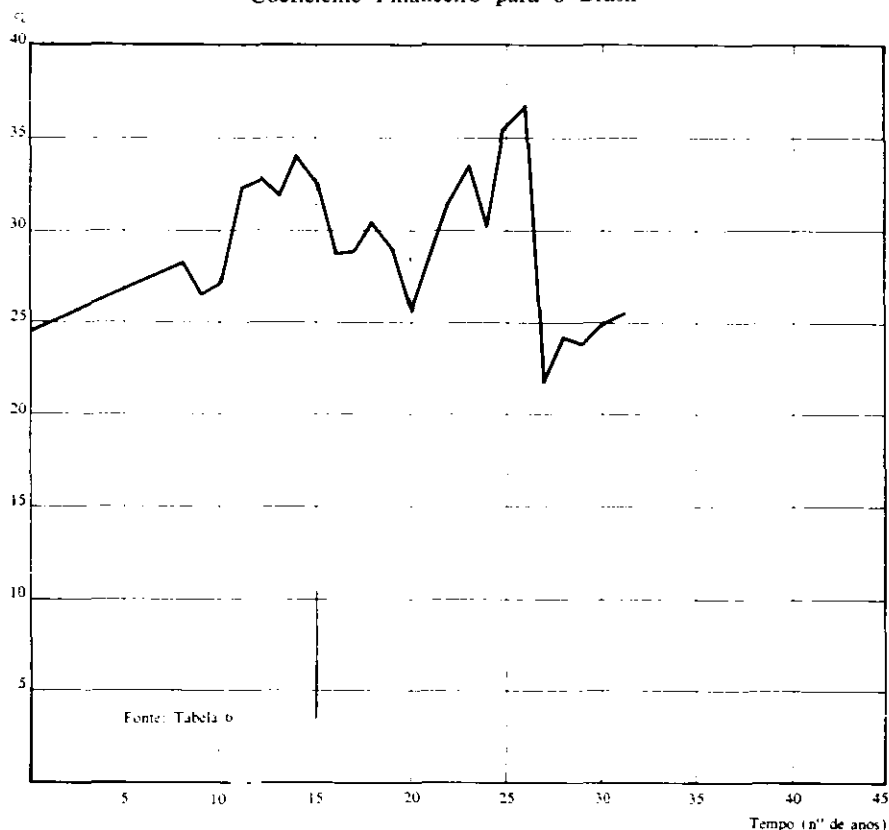
Fontes: IBGE, Conselho Nacional de Estatística. *O Brasil em números*. Apêndice do *Anuário Estatístico do Brasil*, 1960 p. 78-9; Ibidem, 1966 p. 105-116; Fundação IBGE, Instituto Brasileiro de Estatística *Brasil, séries estatísticas retrospectivas*. Rio de Janeiro, Serviço Gráfico da Fundação IBGE, 1970, p. 185; Fundação IBGE, *Anuário Estatístico do Brasil*, 1969 p. 404-5; 1970 p. 438-41 e 1971 p. 450-2; Fundação Getúlio Vargas, *Conjuntura Econômica*, v. 26, 1972. Separata 25 anos de economia brasileira, estatísticas básicas.

¹ Número de estabelecimentos bancários multiplicado por 10.000 e dividido pela população.

² Total dos ativos dos bancos dividido pelo PIB e multiplicado por 100.

O gráfico 5 mostra o coeficiente financeiro de Cameron para o Brasil. O comportamento através do tempo não é comparável com aquele do conjunto de países por ele analisados. Em termos de magnitude, o coeficiente financeiro brasileiro se assemelha com o da Inglaterra durante o período inicial de industrialização e crescimento. Mas a experiência brasileira é muito irregular, especialmente devido aos períodos de inflação e estabilização.

GRÁFICO 5
Coeficiente Financeiro para o Brasil



4. Conclusão

Com base nos novos dados e informações históricas disponíveis é possível tentar uma explicação eclética do atraso industrial do Brasil que leve em conta as contribuições dos mais variados pesquisadores. Não acreditamos que a interpretação estruturalista de há 20 anos seja consistente com o comportamento ao longo prazo do comércio exterior brasileiro. Como foi visto pelo professor Antonio Delfim Netto no seu tratado clássico, *O problema do café no Brasil*, os preços do café não mostram tendência alguma durante o século XIX e o volume das exportações acompanhou relativamente bem o crescimento da renda nos Estados Unidos que era o maior consumidor do café brasileiro. Durante o século XX, os programas de valorização

foram bem sucedidos no objetivo de melhorar as relações de troca e os preços internacionais do café.

Atualmente, o Brasil está executando um programa significativo de promoção de exportações e diversificação da estrutura do setor exportador que deverá liberar o país no futuro da dependência das exportações de produtos tradicionais. Dado o grande dinamismo da economia brasileira, sua melhor administração e a boa resposta aos incentivos de mercado, este programa provavelmente será bem sucedido. Como o crescimento na base da liderança das exportações produziu bons resultados, sendo o prognóstico para o futuro também relativamente bom, é possível levantar sérias dúvidas sobre a validade de uma interpretação imperialista ou de dependência da história econômica brasileira. Na explicação do atraso, a análise das políticas internas permite uma argumentação mais consistente que se baseia nos processos econômicos realmente substantivos. Inúmeros fatores do atraso brasileiro podem ser esquematizados. Mas a ponderação é precária e não nos permite encontrar uma ordem de importância relativa.

Fator 1. Os programas de valorização do café, e outras medidas pelas quais os cafeicultores se beneficiaram em detrimento do progresso a longo prazo, tais como taxas cambiais idênticas para todas as regiões do país, constituíram fator importante de atraso. Em muitos sentidos também pode-se falar de injustiça social. Furtado parece dar maior ênfase ao século XIX mas sua análise é a longo prazo.²⁷ O professor Fishlow salientou os efeitos negativos da defesa do café durante os anos de 1920 e apontou, para o longo prazo, o efeito negativo sobre a distribuição de renda que o sistema e seu mecanismo de proteção têm causado.²⁸ Argumentos semelhantes, mas colocando ênfase maior na alocação de recursos, foram feitos por Peláez.²⁹ É verdade que a indústria progrediu substancialmente *antes* do recente período de pós-guerra. Mas as altas taxas de crescimento e diversificação industrial dos períodos recentes nunca foram obtidas antes. É indispensável não ignorar o passado, pois o presente não passa de outra coisa que o passado acumulado. Mas isto deve ser feito com grande cuidado. Depois de tudo, em 1945 o Brasil estava incluído entre os países subdesenvolvidos, com 50% de sua população analfabetos além de outros índices de progresso a baixos níveis. De certa forma, parte do progresso recente foi obtido depois do abandono das políticas menos adequadas de valorização do café.

Fator 2. O insucesso através de mais de um século em encontrar e executar uma reforma dos mercados monetários e da política monetária constituíram importantes elementos do atraso brasileiro. Este também é outro fator que está sendo corrigido atualmente e que deixará de atrasar o Brasil.

Fator 3. O professor Leff também tem chamado a atenção para o importante fator demográfico.³⁰ O Brasil experimentou altas taxas de crescimento populacional durante os últimos 150 anos. Nestas condições torna-se

²⁷ Furtado, Celso. *The economic growth of Brazil*.

²⁸ Fishlow, Albert. op. cit.

²⁹ Peláez, Carlos Manuel. *Análise... R.B.E.*, out./dez. 1971.

³⁰ Leff, Nathaniel. *Uma perspectiva a longo prazo do desenvolvimento e do subdesenvolvimento brasileiro. R.B.E.*, jul./set. 1972.

bastante difícil criar suficiente demanda interna para absorver toda a mão-de-obra disponível.

Fator 4. Outra importante contribuição do professor Leff focaliza os baixos níveis iniciais do Brasil durante o período de grande crescimento econômico, difusão de tecnologia, expansão do comércio internacional e migração de capital e trabalho na economia mundial, 1880-1913.³¹ Em certo sentido, o atraso era um fenômeno acumulado de períodos anteriores. Mesmo que tivesse o país crescido a taxas muito altas, ainda não poderia ter alcançado os outros países industriais, especialmente em níveis *per capita*.

Fator 5. Os trabalhos “revisionistas” têm mostrado os efeitos negativos dos períodos adversos. Na realidade, poder-se-ia argumentar que outro e relevante fator de atraso foi a sucessão de períodos adversos — duas grandes guerras e uma depressão que impediram a expansão do comércio e a difusão da tecnologia na economia mundial. Precisamente no ponto em que o Brasil estava rapidamente iniciando o longo processo de modernização, o cenário internacional mudou drasticamente e o país foi sacudido pelos períodos de adversidade. É certo que a resposta da economia brasileira foi dinâmica, mas o resultado líquido foi bem adverso: baixas taxas de crescimento da renda *per capita* e da formação de capital, forte deterioração das relações de troca, crise política, inflação durante as guerras, impossibilidade de repor os equipamentos, etc. Em termos de formação de capital e difusão de tecnologia, somente houve um pequeno oásis, 1920-1929, durante o período de quatro décadas 1913-1945. Os registros históricos nos mostram a habilidade com que o Brasil lutou contra condições adversas fora de seu alcance. Mas o fato de que os períodos foram adversos é fora de dúvidas. O Brasil foi um *late comer* que chegou com grande atraso ao período de rápida modernização. Há grande vantagem em ser um recém-chegado mas não se se chegar demasiadamente tarde.

Muito se tem falado ultimamente sobre a relevância da história econômica dos países latino-americanos para a formulação de diretrizes gerais da política econômica. Estudos anteriores tentavam mostrar que não se tinha alcançado progresso substancial no Brasil até a década de 1930 quando se implementaram políticas semelhantes àquelas do *modelo introvertido*. É certo que as políticas foram causadas pela crise mundial, mas alegou-se que o modelo introvertido funcionava relativamente bem mesmo em condições muito adversas. Os novos trabalhos sobre a história econômica do Brasil mostram, ao contrário, que substancial progresso foi obtido por meio do *modelo extrovertido*. Foi, aliás, progresso não acompanhado pelas distorções do modelo dos períodos introvertidos. Assim sendo, os alegados benefícios para os períodos introvertidos parecem ter sido exagerados, bem como as respectivas políticas econômicas, ou foram distorcidos ou analisados defeituosamente.

³¹ Ibid

O CRÉDITO PÚBLICO NO BRASIL: TEORIA E PRÁTICA

C. J. de Assis Ribeiro

2.^a edição

O Direito financeiro brasileiro recebeu grande colaboração com a publicação desta obra. Faltava à bibliografia brasileira sobre o assunto algo que retratasse tão claramente a situação financeira do Brasil.

Nenhum aspecto da matéria foi esquecido e os mais importantes assuntos estão incluídos: a natureza dos empréstimos públicos; a natureza dos títulos; os objetivos da dívida pública; a técnica e a arte da emissão; os empréstimos voluntários e os compulsórios; as garantias permitidas constitucionalmente; as vantagens que devem ser outorgadas aos portadores de títulos; a dinâmica da administração e da movimentação dos títulos federais, estaduais e municipais; o alcance da Bolsa de Valores; os empréstimos levantados por contratos; a mecânica dos Fundos de Financiamento de obras de Saneamento e, finalmente, o ressarcimento das despesas com obras públicas, em função das formas de financiamento interno e externo.

Inclui ainda como anexo vários trechos de leis e resoluções relativas ao direito financeiro, o que faltava também à literatura sobre o assunto.

Mais um lançamento da Editora da Fundação Getulio Vargas