

 PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO  
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

ENCILHADORES E ENCILHADOS: AS REFORMAS MONETÁRIAS E A CRISE  
FINANCEIRA NOS PRIMEIROS ANOS DA REPÚBLICA BRASILEIRA

Luiz Guilherme Ramalho de Souza  
Nº de matrícula 0810847

Orientador: Prof. Marcelo de Paiva Abreu

Novembro de 2012

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO  
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

ENCILHADORES E ENCILHADOS: AS REFORMAS MONETÁRIAS E A CRISE  
FINANCEIRA NOS PRIMEIROS ANOS DA REPÚBLICA BRASILEIRA

Luiz Guilherme Ramalho de Souza  
Nº de matrícula 0810847

Orientador: Prof. Marcelo de Paiva Abreu

Novembro de 2012

"Declaro que o presente trabalho é de minha autoria e que não recorri para realizá-lo, a nenhuma forma de ajuda externa, exceto quando autorizado pelo professor tutor".

**"As opiniões expressas neste trabalho são de responsabilidade única e exclusiva do autor"**

## **Agradecimentos**

Devo agradecer primeiramente ao professor Marcelo de Paiva Abreu, não apenas pela orientação durante a confecção deste trabalho, mas também pela disposição com que o fez. Seu rigor acadêmico e a erudição geral, se por um lado forçaram-me a trabalhar de forma mais atenta, beneficiaram-me imensamente, para além do conhecimento econômico.

Agradeço a meus pais e à minha namorada, compreensivos neste ano de transição de minha vida acadêmica, em que buscava alçar voos mais altos. Minha dívida para com eles não pode ser explicitada em palavras.

## SUMÁRIO

### **Introdução / 6**

### **1. Os fundamentos para as Reformas Monetárias : A escassez de meio circulante /9**

- 1. - A difusão do trabalho assalariado / 10
- 2. - O nível de atividade e o comportamento do Balanço de Pagamentos / 13
- 3. – A política monetária pré-reformas / 16

### **2. As reformas monetárias Imperiais / 21**

- 2.1 - As primeiras propostas / 21
- 2.2 - A política econômica de Ouro Preto / 25

### **3 – As reformas republicanas / 29**

- 3.1 – Os efeitos primários do 15 de Novembro / 29
- 3.2 – A nova lei bancária e de sociedades anônimas / 31
- 3.3 – Do desenvolvimento inicial ao “delírio especulador” / 33

### **4 – O “débâcle” do Encilhamento e o setor externo / 37**

- 4.1 - A hipótese de contágio / 37
- 4.2 – O papel do setor externo / 39

### **5 – Conclusão / 41**

### **Anexo / 42**

## LISTA DE TABELAS

- Tabela 1A – Distribuição geográfica aproximada e Exportações de Café da Região Cafeeira (1869-1891) (em milhares de arrobas) / 11
- Tabela 1B – Distribuição geográfica aproximada e Exportações de Café da Região Cafeeira (1869-1891) (em milhares de arrobas) / 11
- Tabela 2 : Imigração Bruta Anual para o Brasil e para São Paulo (1876-1893) (médias móveis de cinco anos) / 12
- Tabela 3A - Produto Interno Bruto (1880 - 1888) /13
- Tabela 3B - Nível de Atividade e Preços (1880-1888) (1880=100) / 13
- Tabela 5 - Estimativa do Balanço de Pagamentos do Brasil 1880-1888 (milhares de libras) / 15
- Tabela 6A : Exportações - café em grão - Libra esterlina (mil) (1880-1890) /23
- Tabela 6B: Preço médio do quilo do café, em réis (1880-1890) /23
- Tabela 7 - Bancos Emissores sobre Base Metálica (1889) /27
- Tabela 8 - Comportamento dos Agregados Monetários – 1889 / 29
- Tabela 9 : Comportamento de Agregados Monetários (1890-1891) / 31
- Tabela 10: Produto Interno Bruto (1889-1893) / 32
- Tabela 11 : Índice de Preços (1880-1893) / 32
- Tabela 12A - Movimento da Bolsa de Valores do Rio de Janeiro - 1886-1893 / 34
- Tabela 12B - Número de Companhias e Frequencia de Negociações na Bolsa de Valores do Rio de Janeiro - 1886 – 1893 / 34
- Tabela 12C - Bancos: Número e Frequencia de Negociações na Bolsa de Valores do Rio de Janeiro - 1886-1893 /35
- Tabela 13 : Exportações - café em grão - Libra esterlina (mil) (1880-1890) /38
- Tabela 14 - Estimativa do Balanço de Pagamentos do Brasil 1880-1888 (milhares de libras) /39
- Tabela A1 – Composição da Moeda Manual / 42
- Tabela A2 – Composição da moeda escrituraria /44

## INTRODUÇÃO

O foco principal do estudo e da análise histórica é a mudança. Longos períodos de marasmo econômico, político ou cultural raramente são objeto de interesse. Tal qual estatísticos e econometristas demandam “variabilidade nas variáveis” para inferir correlações, os estudiosos da história também necessitam de variabilidade nas políticas, nas instituições, nos arranjos sociais. No período de interesse desta monografia, o Brasil viveu um dos mais intensos conjuntos de mudanças na ordem política, social e econômica de sua história. Em um período de menos de dois anos, o país deixa de ser uma economia escravocrata “de jure” e passa de Império à República. A política econômica do novo governo, de caráter modernizador, produz uma série de reformas microeconômicas relacionadas ao incipiente sistema bancário nacional, que acaba por gerar resultados macroeconômicos relevantes e, possivelmente, não totalmente antecipados.

O debate ideológico sobre a condução da política econômica da república nascente polarizava dois grupos: os de idéias “metalistas” ou “bulionistas”, a ortodoxia vigente à época, que preconizava uma política monetária moderada, adesão ao padrão ouro e, conseqüentemente, conformidade com o sistema monetário internacional. Como contraponto à estes estavam os “papelistas”, cuja ideologia preconizava um estímulo ao desenvolvimento do país por meio de uma política monetária menos restritiva, sem objetivo claro de adesão ao padrão ouro.

No entanto, a dicotomia entre as opiniões não deve ser exacerbada. Em ambos os grupos, havia certa moderação, no discurso e nas ações. Entre os proponentes de uma política monetária expansionista, não chegava-se aos extremos de proposições de moeda puramente fiduciária, e, ao menos em discurso, mostrava-se certo comedimento. Já entre os “metalistas”, havia o reconhecimento de que um problema, parcialmente sazonal, de escassez de meio circulante, afligia o país. O próprio governo imperial, que em discurso posicionava-se de maneira aparentemente “bulionista”, não dispunha-se a levar às últimas conseqüências uma retração monetária, trazendo o cambio ao par.

A adoção da visão “papelista” assumida por parte do governo republicano, representado na figura histórica e anedótica do ministro Rui Barbosa, gerou conseqüências que, argumenta-se, não foram totalmente antecipadas. As reformas microeconômicas implementadas no sistema bancário visavam mitigar tanto a questão

da oferta insuficiente de moeda em certos períodos, quanto a centralização bancária no sudeste. Porém, os efeitos macroeconômicos de uma expansão monetária parcialmente descentralizada foram além do que julga-se necessário, com o benefício do “hindsight”.

Esta monografia estrutura-se em cinco capítulos. No primeiro, busca-se explicar os antecedentes às reformas monetárias. Argumenta-se que existia efetivamente uma escassez de meio circulante que justificava algum tipo de reforma no sistema monetário e bancário, principalmente após a chamada crise de 1887.

O segundo capítulo trata das primeiras tentativas de reformas monetárias, ainda no Império. A sucessão de gabinetes e de propostas de reforma evidenciam uma ausência de consenso sobre a questão. A ineficaz Lei de 24 de Novembro de 1888 e sua substituta, em 1889, marcam um período onde o país experimentou a emissão conversível.

O terceiro capítulo trata das reformas republicanas, que não se limitam apenas à nova lei bancária, mas também à lei de sociedades anônimas e na legislação hipotecária. Neste capítulo fica reservado um breve ensaio sobre o famigerado fenômeno bursátil, o chamado “Encilhamento”. Historicamente, na literatura do período, deu-se até mais atenção aos acontecimentos da Bolsa de Valores do Rio de Janeiro do que nos gabinetes dos Ministros da Fazenda. Entretanto, busca-se aqui relativizar sua importância como um efeito colateral menor. Não se intenciona ignorar os efeitos do mercado acionário sobre a economia ou sobre a sociedade da época. Porém, por mais sedutores que possam parecer as estórias dos zangões, encilhadores e encilhados, suas desventuras são mais apropriadas aos romances do que propriamente à uma monografia sobre história econômica<sup>i</sup>. Justifica-se assim tratar o assunto em um capítulo reservado.

O quarto capítulo trata do desfecho da crise. Um dos aspectos mais controversos no estudo do período é o papel dos fluxos de capitais internacionais, principalmente nos derradeiros momentos. A reversão do influxo de capitais estrangeiros coincide com o momento do “crack”. Entretanto, existe na literatura uma discussão ainda não resolvida sobre a existência de uma relação de causalidade<sup>ii</sup>. O capítulo trata ainda da brusca desvalorização cambial que provou-se desastrosa para um governo que dispunha de receitas e obrigações com indexações a diferentes moedas, e exigiu uma subsequente renegociação. Porém, a análise dos spreads entre os papéis brasileiros e os “consols” britânicos, comparativamente aos dados análogos de outros países sul-americanos

indicam que, apesar do que a tradição anedótica sugere<sup>iii</sup>, já havia entre os investidores nesta época um grau maior de distinção entre os países periféricos<sup>iv</sup>.

O quinto capítulo traz a conclusão. A desilusão com um novo governo, de discurso reformista e desenvolvedor, não deve ser ignorada. A sociedade brasileira do final do século XIX ainda espelhava-se em um modelo europeu, vitoriano, que valorizava o “moderno” e o progresso. O caráter positivista dos novos governantes, estampado na flâmula da república nascente, conformava-se com a disciplina que deveria emanar de um governo militar. Não é possível medir o impacto de uma ruptura econômica tão brusca e prematura sobre uma sociedade que tinha em tão alta conta a ordem como caminho para o progresso. Apenas relata-se que, o Brasil, logo em seus primeiros anos de república, encontrou-se com aquilo que viria a ser a tônica do século XX e, até hoje, é a principal característica da ciência econômica: a incerteza.

## 1 - Os fundamentos para as Reformas Monetárias : A escassez de meio circulante

A discussão sobre o breve período de euforia e depressão financeira entre os anos de 1887 e 1893 deve de ser inserida em um contexto mais amplo. É comum que perturbações relativamente menores no setor monetário ou financeiro justifiquem medidas que, de alguma maneira, venham a ser embriões de futuras crises<sup>v</sup>. A hipótese que aqui se aventa é de que a oferta monetária brasileira era inadequada e inelástica, e que o aumento da demanda, de maneira sazonal ou permanente, por fatores que serão abordados a seguir, causavam uma instabilidade creditícia que suscitava a necessidade de alguma ação governamental. A extensão inadequada da intervenção governamental que viria a ser a gênese da crise mais grave.

O trabalho de Franco (1987) assenta que são três os fatores que agravaram o problema da instabilidade no mercado de crédito no Brasil:

*“(...)a difusão do trabalho assalariado e a realocação de recursos provocada pela entrada maciça de imigrantes e posteriormente pela Abolição; a notável expansão do nível de atividade a partir de meados de 1885; e a sucessão de anos excepcionalmente favoráveis ao balanço de pagamentos começada em 1886”<sup>1</sup>*

No presente trabalho, busca-se ressaltar estes três pontos, com ligeira discordância sobre o papel do nível de atividade.

A confluência destes três fatores ainda fora agravada por uma particularidade da demanda por crédito, de caráter sazonal. A época de safra provocava um “dreno” de liquidez nas praças bancárias mais importantes do país. Esse fenômeno já era descrito em relatos da década de 1860, nos quais diz-se que as épocas de colheitas “exigiam remessas periódicas de dinheiro, as quais empobreciam as praças donde o papel-moeda era exportado, e esse só retornava lentamente dada a dificuldade das comunicações. O Rio, principalmente, capital econômica e também política, assistia, à época das colheitas do Norte, à drenagem do seu numerário para as praças dessa região e sofria as

---

<sup>1</sup> Franco(1987)

consequências disso: elevação da taxa de descontos, tabelas de juros muito altos, dificuldade de realizar negócios pela falta de numerário, penúria de moeda”<sup>vi</sup>

Conjuntamente ao dreno provocado pela liquidação dos pagamentos de comércio com a região Norte e Sul do país, o financiamento da safra cafeeira também agia no sentido de pressionar a demanda por crédito, de maneira igualmente sazonal. Um sistema bancário pouco descentralizado entre as regiões do país, conjuntamente com uma tecnologia precária de comunicação e repasse de numerário entre as instituições, acabava por tornar uma demanda, ao que parece, conhecida pelos contemporâneos, um transtorno periódico. Relata o “Jornal do Commercio”: “tal estado de coisas era apenas a repetição da crise periódica, que se observa nessa praça nos fins de semestre e quando grandes somas são mandadas para as províncias, a fim de aí moverem as safras...”<sup>vii</sup>. O mesmo periódico, referia-se ao problema como a “inelasticidade do meio circulante”<sup>viii</sup>.

Apesar de conferir-se reconhecimento à importância do caráter sazonal histórico da demanda monetária do país à época, busca-se aqui detalhar apenas os três fatores “novos”, que culminaram na crise de 1887, quando “a taxa de desconto para as melhores firmas subiu nos bancos aos extremos de 10% e 12%”<sup>ix</sup>.

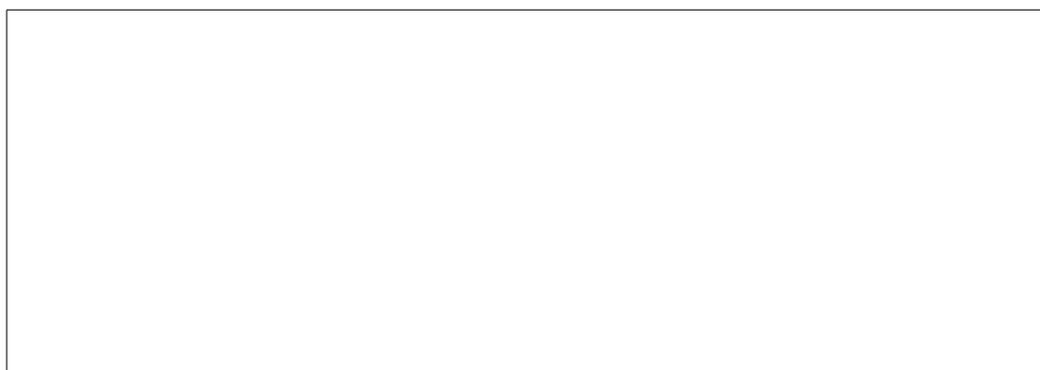
### **1.1 - A difusão do trabalho assalariado**

O aumento da importância relativa do setor assalariado qualifica-se como o fato mais relevante do último quarto do século XIX<sup>x</sup>. De fato, a necessidade de se pagar salários constituiu fator de pressão sobre a demanda por moeda, não necessariamente acompanhada pela oferta. Inicialmente, o crescimento desigual entre regiões produtoras com características diversas, principalmente no que tange ao tipo de trabalho empregado, produziu parte deste aumento relativo de importância, como pode ser visto nas tabelas 1A e 1B

**Tabela 1A – Distribuição geográfica aproximada e Exportações de Café da Região**

<b>Cafeeira (1869-1891) (em milhares de arrobas)</b>			
	1869-70 a 1871-71	1880-81 a 1882- 83	1888-89 a 1890-91
Exportações do Rio de Janeiro pelo Porto do Rio	7398	9271	5530
Exportações Totais de São Paulo	3592	7933	11287
Exportações de Minas Gerais pelo Porto do Rio	1919	4828	4948
Exportações do Espírito Santo	499	726	1297
Total da Região cafeeira	13408	22758	23062
<b>Tabela 1B – Distribuição geográfica aproximada e Exportações de Café da Região Cafeeira (1869-1891) (em milhares de arrobas)</b>			
	1869-70 a 1871-71	1880-81 a 1882- 83	1888-89 a 1890-91
Exportações do Rio de Janeiro pelo Porto do Rio	55.18%	40.74%	23.98%
Exportações Totais de São Paulo	26.79%	34.86%	48.94%
Exportações de Minas Gerais pelo Porto do Rio	14.31%	21.21%	21.46%
Exportações do Espírito Santo	3.72%	3.19%	5.62%
Fonte: L. A. Correa do Lago (1978), p. 412			

A região paulista goza de um crescimento acelerado no período, enquanto o Rio de Janeiro, representado pela região do Vale do Paraíba, passa por um período de estagnação. Parte do efeito sobre o mercado de trabalho, então, advém do fato de que as regiões que cresciam e aumentavam relativamente sua importância eram aquelas que tradicionalmente utilizavam mais intensamente a mão de obra assalariada, em oposição à predominância de um regime servil no Vale do Paraíba. O aumento da entrada de imigrantes, principalmente para São Paulo, fica clara ao analisarmos a tabela 2.



<b>Tabela 2 : Imigração Bruta Anual para o Brasil e para São Paulo (1876-1893) (médias móveis de cinco anos)</b>		
Ano	Total	São Paulo (%)
1876	22594	-
1877	23044	-
1878	26789	-
1879	22887	-
1880	28520	-
1881	23766	-
1882	24306	-
1883	25448	-
1884	29935	-
1885	35688	23
1886	56606	37
1887	64818	50
1888	79224	54
1889	115879	58
1890	121927	66
1891	122238	66
1892	121245	75
1893	133274	81
Fontes: Graham (1973), p 11 e dados para São Paulo de Holloway (1972), p. 179		

A confecção de uma estimativa do montante de demanda adicional por moeda provocada pelos rearranjos ocorridos no mercado de trabalho torna-se complicada por conta da inexistência de dados confiáveis para o cálculo da massa salarial. Nos dados disponíveis de salários médios e da força de trabalho, há um número demasiado grande de interpolações e extrapolações.

Entretanto, é importante a observação, mesmo que isolada, de indicadores que nos permitam ter alguma ideia do impacto deste processo. Golsmith (1986) relata que a participação dos escravos na força de trabalho foi decrescendo até a abolição. Em 1850, cerca de um terço da mão de obra era composta por escravos. Em 1872, cerca de um quinto<sup>xi</sup>. Franco(1987) relata que havia 67966 escravos registrados em áreas rurais de São Paulo em março de 1887. Utilizando-se da estimativa de Holloway (1972), de que 77 mil trabalhadores eram necessários para a safra de 1887, o autor sugere que ao menos 20% da força de trabalho era de trabalhadores livres. O mesmo autor ainda relata que “em 1887 entraram 32112 imigrantes em São Paulo e, em 1888, 92086, o que sugere que havia substituição da mão de obra escrava por mão de obra estrangeira”<sup>xii</sup>

Apesar de deixarem ampla margem para dúvidas em relação ao “efeito abolição” sobre a massa salarial e subseqüentemente sobre a demanda por moeda, os dados indicam que uma transição importante se dava no mercado de trabalho. Entretanto, a análise dos indicadores monetários, feita mais adiante, confirma a tese de que a oferta monetária era pouco elástica, indiferente à estes movimentos.

## 1.2 – O nível de atividade

Possivelmente, a transição pela qual passava o mercado de trabalho brasileiro já seria razão suficiente para justificar algum tipo de relaxamento monetário. Porém esta necessidade ficou mais premente com uma relativa melhora do nível de atividade e principalmente através dos sucessivos anos positivos para o balanço de pagamentos. A relação quantitativa entre moeda, preços e produto já fora tratada de maneira rudimentar por Jean Bodin, David Hume, John Stuart Mill e, mais recentemente, no formato de teoria quantitativa da moeda, por Fisher e, posteriormente, Friedman. Descreve-se aqui um formato extremamente simples:

$$M.VT = \sum p_i q_i$$

Onde  $M$  é quantidade de moeda;  $V_T$  a velocidade de circulação da moeda no período  $T$ ;

$p_i$  e  $q_i$  são, respectivamente, preços e quantidades dos produtos.

A matemática simples permite observar que, caso um país aumente o seu produto em determinado período e, tomando como fixa a velocidade; há três possibilidades: manutenção da quantidade de moeda e queda nos preços, manutenção do nível de preços e aumento da quantidade de moeda, ou uma combinação dos dois efeitos.

Ao elencar como um dos três pilares para o agravamento da instabilidade creditícia no país, Franco(1987), justifica a inclusão do nível de atividade através da constatação de que “A economia brasileira vinha atravessando uma fase de relativa estagnação, até meados dos anos aitenta, quando esta tendência começou a inverter-se. (...)na altura de 1884-1886, a economia brasileira teria transposto um período de estagnação com preços crescentes para um de expansão a preços declinantes.”. Os dados utilizados pelo autor foram os de Lobo(1971) e Buescu(1973) para os preços, e de Contador e Haddad(1974) para o nível de atividade. As estimativas mais recentes de

Catão(1992) e Goldsmith(1986) parecem amenizar a expansão e indicam um início mais precoce da queda dos preços. (Tabelas 3A e 3B)

<b>Tabela 3A - Produto Interno Bruto (1880 - 1888)</b>							
	Goldsmith						Contador e Haddad
Ano	Agregado (preços correntes, milhões de mil-réis)		Agregado (preços de 1910 - milhões de mil-réis)		Per capita (preços de 1910 - em mil réis)		Agregado - Variação Anual (%)
	Valor	Variação Anual (em %)	Valor	Variação Anual (em %)	Valor	Variação Anual (em %)	
1880	1500	-	2929	-	249	-	-
1881	1506	0.4%	3007	2.7%	251	0.8%	-3.3%
1882	1546	2.7%	3132	4.2%	257	2.4%	-10.0%
1883	1523	-1.5%	3106	-0.8%	250	-2.7%	-3.0%
1884	1610	5.7%	3383	8.9%	267	6.8%	-1.7%
1885	1616	0.4%	3198	-5.5%	248	-7.1%	7.3%
1886	1650	2.1%	3268	2.2%	256	3.2%	14.9%
1887	1656	0.4%	3213	-1.7%	239	-6.6%	10.7%
1888	1604	-3.1%	3150	-2.0%	230	-3.8%	3.5%
Fonte:	Goldsmith (1986), tabelas II -1 e III-1						
	Contador e Haddad (1974), p. 193						

**Tabela 3B - Nível de Atividade e Preços (1880-1888)  
(1880=100)**

Anos	Catão	Lobo	Buescu
1880	100.0	100	100
1881	101.9	102.3	101.1
1882	100.0	108.6	104.2
1883	98.1	107.6	104.5
1884	98.1	103.9	103.2
1885	94.1	111.2	99
1886	90.1	100.1	96.8
1887	88.2	100.9	96.2
1888	101.9	99.1	n.d.
Fonte: Catão (1992), E.Lobo(1971), p 261, M.Buescu(1973),p220			

<b>Tabela 3C - Produto, Nível de Preços e M1 (1880-1888)</b>			
	Goldsmith	Catão	
Ano	Produto	Nível de Preços	M1
1880	100	100.0	100.0
1881	100.4	101.9	100.8
1882	103.1	100.0	101.3
1883	101.5	98.1	93.6
1884	107.3	98.1	99.6
1885	107.7	94.1	102.8
1886	110.0	90.1	96.0
1887	110.4	88.2	96.5
1888	106.9	101.9	103.1
Fonte:	Goldsmith(1986)		
	Catão (1992)		
	IBGE(1970)		

Os dados monetários quantitativos indicam haver uma leve aumento no M1 entre 1880 e 1882, seguido de uma queda significativa entre 1883 e 1886 (os dados completos, de composição da moeda, divididos em trimestres, se encontram no apêndice). Na tabela 3C estão combinados os dados de produto, preços e quantidade de

moeda. Nota-se que são condizentes com a hipótese de que uma diminuição e/ou manutenção da quantidade de moeda, com produto crescente, se reflete em preços em queda. Portanto, apesar de haver diferenças entre os dados utilizados em trabalhos anteriores e a presente monografia, a constatação é a mesma em sua essência.

### 1.3 – Balanço de Pagamentos, câmbio e a política monetária pré-reformas

A questão do balanço de pagamentos e a política monetária imperial devem ser abordadas no contexto do padrão ouro. Entende-se que a condução econômica prudente e desejável à ortodoxia existente à época era aquela que buscasse a conversibilidade. À um país periférico como o Brasil, a conversibilidade representaria estar menos à margem dos sistema monetário internacional, o que facilitaria a obtenção de empréstimos e , acreditava-se, o desenvolvimento da economia doméstica.

*“But the gold standard was not just a monetary arrangement. It was also an ideology. Depression-era choices were made according to a worldview in which maintenance of the gold standard was the primary prerequisite for prosperity. Policies were therefore formulated to preserve the gold standard, not to stabilise output and employment.”<sup>2</sup>*

O que Eichengreen e Temin (2010) não explicitam no trecho acima é que as políticas voltadas à “ideologia” do padrão-ouro eram mais firmes e talvez mais facilmente aplicadas em países centrais. A posição do Brasil no sistema monetário internacional era distante deste grupo. Portanto, os fluxos de capitais que, em países centrais costumavam ter efeitos estabilizadores, isto é, em face a uma disparidade do valor do cambio ao par, os fluxos atuavam no sentido de estabilização cambial, no Brasil atuavam de maneira contrária. A credibilidade do compromisso de países periféricos era baixa.

Na Inglaterra ou França era ótimo para os agentes promover um “ataque especulativo benigno”, ou seja, caso a cotação caia abaixo do par, os agentes tenderiam a comprar a moeda do país, pois havia credibilidade no compromisso de que os governos não iriam permitir que a conversibilidade fosse abandonada. Já no Brasil, o

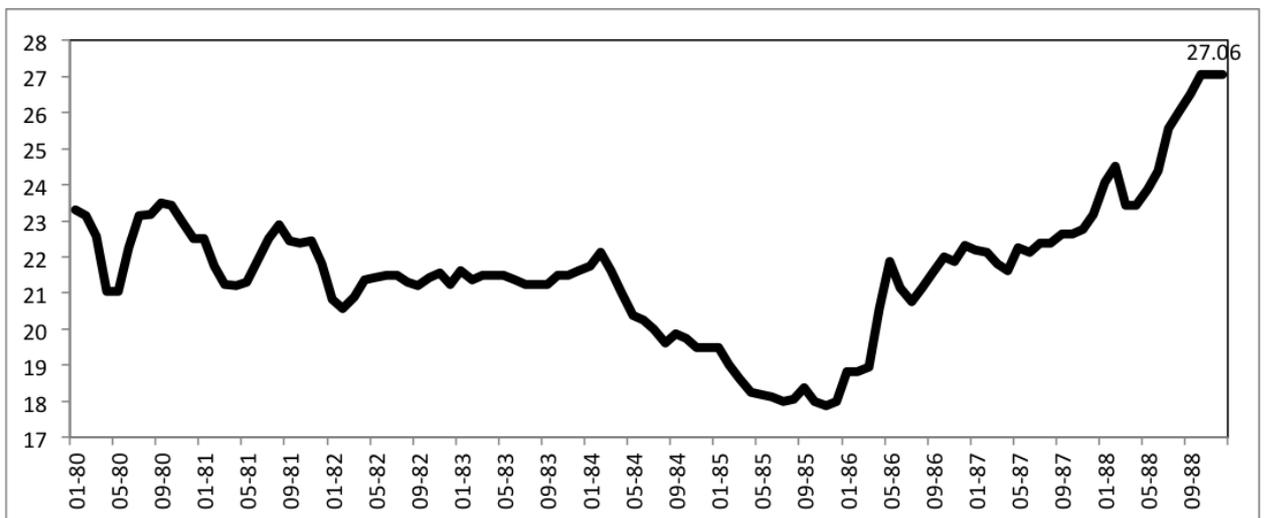
---

<sup>2</sup> Eichengreen e Temin (2010)

que ocorria em muito se assemelhava com o período entre-guerras, onde um novo equilíbrio nos mercados monetários internacionais fizeram com que os fluxos passassem a ser desestabilizadores. Em face à um descompasso entre o câmbio e a taxa declarada, os agentes vendiam a moeda do país em questão, dada a falta de credibilidade da manutenção da conversibilidade. O resultado era uma “profecia auto-realizável”.<sup>xiii</sup>

A conversibilidade dependia primordialmente da taxa de cambio estabelecida para tal transação. Dado o estabelecimento de uma taxa fixa de conversão à uma moeda conversível a ouro, tinha-se, para todos os efeitos, uma conversibilidade de facto para o ouro. A paridade estabelecida, ainda em 1846, fora a de 27 pence por mil réis. A figura 1 mostra a volatilidade e a distância que ainda havia, ao longo de toda a década de 80, deste número. O valor só foi alcançado no final de 1888

**FIGURA 1- Cotações mensais da Libra esterlina em relação à moeda nacional 1880-1888 (pence/mil réis)**



Fonte: Anuario Estatístico, IBGE (1970)

Afim de alcançar a paridade, as opções eram bastante conhecidas. Deve-se reverter o saldo deficitário do balanço de pagamentos e/ou conduzir a política monetária de maneira contracionista, até o ponto de paridade. A única maneira que dispunha o governo, de maneira autônoma e a curto prazo, de reverter o balanço de pagamentos era através de um grande empréstimo externo. Entretanto, havia o temor de que tal medida não fosse definitiva, pois tão logo cessassem os influxos de libras para o país, o cambio

cairia abaixo do par e as notas seriam convertidas, o que se traduziria como perdas para o tesouro nacional.

A outra alternativa restante, então, era a política monetária contracionista. Existe alguma evidência de que o Império conduziu a política monetária parcialmente com este intento. A execução orçamentária do tesouro evidencia que o governo evitava financiar os seus constantes déficits via emissão de moeda, aceitando então a única outra alternativa, o crescimento da dívida pública<sup>xiv</sup>. Ao analisarmos a versão completa da tabela de composição da moeda (tabela A1, anexo), observamos que efetivamente, entre 1880 e 1888, o Império atua de maneira “neutra”. Não há grandes contrações na oferta, indicando um compromisso claro com a conversibilidade, tampouco há uma expansão significativa. A política monetária imperial equilibrava-se entre um discurso “bulionista” e uma atitude mais parcimoniosa, gerando um resultado que era satisfatório para nenhuma corrente de pensamento, “metalistas” ou “papelistas”.

Nesse diapasão, há a necessidade da análise do Balanço de Pagamentos. Já adiantou-se que, após 1885, o país contou com sucessivos anos positivos. A tabela 5 mostra uma estimativa para o balanço de pagamentos entre 1876-1888<sup>xv</sup>. Nota-se uma melhora substancial de seu saldo global no final dos anos 80, não apenas por conta de uma melhora na balança comercial, mas também por um maior influxo de capitais estrangeiros. O papel destes influxos, por sinal, é decisivo tanto nos antecedentes do período do “Encilhamento”, quanto para seu desfecho, como será explorado mais a frente

**Tabela 5 - Estimativa do Balanço de Pagamentos do Brasil 1880-1888 (milhares de libras)**

Anos	Exportações	Importações	Balança Comercial	Saldo de Serviços	Transações Correntes	Conta Capital	Saldo Global
1876	20573	16504	4069	-4404	-335	1567	<b>1232</b>
1877	19063	16728	2335	-4816	-1847	1789	<b>-58</b>
1878	19508	15631	3877	-4245	-368	-265	<b>-633</b>
1879	19789	15454	4335	-4002	-333	-560	<b>-893</b>
1880	21249	16529	4720	-4048	672	1492	<b>2164</b>
1881	19138	16621	2517	-4244	-1727	920	<b>-807</b>
1882	17378	16782	596	-4283	-3687	1146	<b>-2541</b>
1883	19493	18187	1306	-4609	-3303	10195	<b>6892</b>
1884	19504	15381	4123	-4665	-542	-99	<b>-641</b>
1885	15110	15306	-196	-4079	-4275	244	<b>-4031</b>
1886	20502	16120	4382	-5028	-646	6857	<b>6211</b>
1887	11703	9690	2013	-4521	-2508	4673	<b>2165</b>
1888	21714	19724	1990	-5247	-3257	21249	<b>17992</b>

Fonte: A tabela é retirada de Franco(1987), p.38. No entanto, os valores relativos à Conta de Capital do Balanço de Pagamentos do Brasil (Tabela A.4 , p.48) na coluna “Empréstimos – Governo Federal” foram corrigidos para os anos de 1888, 1889, 1893 e 1895, levando-se em conta o tipo, em conformidade com V. Bouças (1955)

A importância do balanço de pagamentos é essencial para entendermos a necessidade de reformas monetárias. O Brasil, a época, não contava com um sistema monetário que fosse capaz de neutralizar os efeitos das flutuações da oferta de ouro sobre a liquidez doméstica. A inexistência de uma autoridade monetária que atuasse como depositária de reservas internacional, papel desempenhado atualmente pelo Banco Central, tornava praticamente impossível a coordenação de ações, dada a dispersão dos ativos pelo sistema bancário. O Tesouro possuía reservas com o Banco do Brasil, com o Banco Internacional, com os Rotschild, em suas delegacias em Londres e na caixa de Amortização. Também os bancos mantinham contas correntes com matrizes ou correspondentes estrangeiros.

O influxo de capitais, a partir de 1886, advindos dos superávits no balanço de pagamentos e da importação de espécies metálicas, após o câmbio atingir o par, não se traduziu em aumento da base monetária. A ausência de monetização das novas reservas se deu, em parte, por uma aversão ao risco dos bancos, dada a reconhecida característica de instabilidade do câmbio brasileiro. Com o nível de atividade crescente, uma maior demanda por empréstimos se seguia. Porém, sem deter a capacidade emissora, em certo momento os bancos se viram sem condições de expandirem suas operações sem deixar em situação debilitada seu caixa, dado que lhes faltavam meios de expandir suas

exigibilidades.

A pressão por reformas monetárias, em suma, deu-se primordialmente por fatores externos favoráveis combinados à uma situação interna mais próspera. A demanda por reformas advém, nesse contexto, de um desejo de que o sistema financeiro nacional não fosse responsável por impedir que condições econômicas positivas se traduzissem em desenvolvimento do país.

## **2 – As reformas monetárias Imperiais**

## 2.1 – As primeiras propostas

As primeiras propostas de reformas monetárias apareceram ainda em 1884, quando o Ministro da Fazenda, Lafayette Rodrigues Pereira, propôs, em face a uma das recorrentes crises de liquidez sazonais, que se restaurasse a lei de 1875. A lei de número 2565, de 29 de maio de 1875, facultava ao Tesouro recorrer a emissões temporárias de até 25 mil contos sem necessidade de aprovação legislativa, para empréstimo aos bancos comerciais. O caráter temporário se justificava pela imposição legal de, após quatro a 12 meses, quando os empréstimos fossem amortizados, ocorreria a incineração das notas emitidas. Entretanto, dada a efêmeridade da crise em 84, a proposta não obteve maiores repercussões.

O Conselheiro José Antônio Saraiva, sucessor de Lafayette, trouxe novamente o projeto ao Parlamento em julho do ano seguinte. O Ministro justificava a proposta temendo uma repetição da crise sazonal. Apesar da oposição de parlamentares de pendor “metalista”, a proposta foi aprovada pela Comissão de Orçamento do Senado, e transformou-se em lei em 18 de julho de 1885. Entre dezembro de 85 e fevereiro de 86, o Banco do Brasil, que se encontrava em dificuldades, recebeu cerca de 11 mil contos. Argumenta-se que a lei e os empréstimos, além de um nível de atividade observado nada excepcional, permitiram que não houvesse em grande parte do ano de 86 a escassez monetária de outros anos<sup>xvi</sup>.

Entretanto, em fins de 1886 e já no início de 1887, a situação começara a mudar de forma. Os mercados de café estavam muito mais aquecidos (figuras 2A e 2B), o que pressionava a demanda por empréstimos, levando às taxas “aos extremos de 10 a 12%”<sup>xvii</sup>. Além disso, há relatos de um certo “estado de medo”<sup>xviii</sup>, que provocava aversão ao risco, trazida tanto por rumores sobre insurreição de escravos e também sobre a saúde do Imperador. Ao Banco do Brasil foram concedidos 8 mil contos de réis, que, diferentemente de 1885, não foram capazes de melhorar a situação da instituição, devedora integral até novembro de 1887. Apesar da intensidade da crise no primeiro semestre, o volta dos fluxos monetários aos bancos no segundo semestre amenizou a situação.

O então Ministro da Fazenda, Francisco Belizário, comungava de ideias próximas ao “bulionismo”. Afirmara que “A causa de todas as perturbações está no excesso de papel-moeda”<sup>xix</sup>. Belizário estabeleceu o recolhimento anual de 5 mil contos em papel moeda, afim de reestabelecer o câmbio à paridade, e a busca de um equilíbrio

orçamentário. Porém evidenciando a indisposição a levar às últimas consequências o discurso metalista, Belizário não incineraria as notas recolhidas, injetando-as novamente na economia através do Banco do Brasil, que se encontrava novamente em dificuldades.

A ineficácia da lei de 1885 em lidar com a crise no primeiro semestre de 87 suscitou discussões acerca de qual projeto seria mais adequado às necessidades do mercado monetário. O primeiro grande projeto de reforma monetária teve como proponentes o ex-Ministro Lafayette e os senadores Affonso Celso e Jerônimo José Teixeira Jr. (os dois últimos posteriormente conhecidos como os Visconde de Ouro Preto e Cruzeiro, respectivamente).

O molde e inspiração do projeto advinham da experiência norte-americana de bancos nacionais. O projeto estabelecia a autorização para a formação de bancos emissores. O princípio do “laissez-faire” ficava evidente no princípio da liberdade bancária, onde não se determinava restrição quanto ao número ou ao tamanho das instituições, salvo pelo limite de 18 mil contos em emissões por instituição. Buscava-se um sistema bancário onde existisse competitividade, que levaria à uma maior eficiência<sup>xx</sup>.

Quanto às emissões, estas seriam lastreadas em títulos da dívida pública, depositados na Caixa de Amortização. As instituições deveriam respeitar o limite de 90% para a relação emissões/reservas (sendo que o valor das reservas seria determinado pelos títulos que as compunham, marcados a mercado), e manter ao menos 20% do valor total de suas emissões em caixa. Uma característica peculiar do projeto era de que, além da exigência padrão de conversibilidade das notas emitidas em notas do tesouro, havia a exigência de conversão obrigatória mesmo das notas de outros bancos, e recebimento garantido em quaisquer repartições públicas.<sup>xxi</sup>

A grande crítica ao projeto era o fato de que, apesar de basear-se nos preceitos de liberdade bancária da “Banking School” inglesa, estes princípios não se aplicariam em uma economia onde inexistisse a livre conversibilidade metálica<sup>xxii</sup>. Propostas subsequentes nas Comissões de Fazenda e Legislação do Senado, visando estabelecer limites ou amarras às emissões, além de exigências de recolhimentos adicionais de notas como contrapartida às novas emissões, resultaram em postergação dos planos de implantação do projeto. O caráter conservador do Parlamento, além de um posicionamento demasiado moderado dos “papelistas”, impediram que houvesse um debate frontal entre as correntes de pensamento. De fato, não se identificava uma

oposição clara e doutrinária à ortodoxia metalista, apenas críticas pontuais à ausência de elasticidade de uma moeda conversível em metal.

Em 1888 o mercado monetário operou em relativa folga. A diminuição dos embarques de café em Santos e de entrada de açúcar no Rio de Janeiro amenizaram o movimento sazonal de dreno da praça, visto que uma menor quantidade de cambiais deveria se encaminhar para o porto paulista e uma quantidade inferior de recursos deveria ser remetida ao Nordeste. Os embarques de café caíram em 25%, e as remessas de açúcar diminuíram de 212386 em 1887 para 171109 em 1888<sup>xxiii</sup>. A tabela 6A apresenta o valor, em libras, das exportações de café. O valor do quilo do grão, em réis, se encontra em 6B. Notamos claramente que houve uma queda no valor das exportações em 88. Além disso, Franco(1987) enumera outros fatores que contribuíram para uma melhora dos caixas dos bancos na capital: a diminuição do financiamento dos bancos à lavoura, por conta de incertezas relativas à abolição e capacidade de pagamento dos agricultores; contribuição do Tesouro, que se absteve de cobrar do Banco do Brasil os empréstimos de 1887 e concedendo outros três contratos com a instituição e com o Banco da Bahia, atingindo o valor de 21 mil réis; além do aspecto favorável das contas externas, que teve como consequência a valorização do câmbio, que atinge a paridade em outubro<sup>xxiv</sup>.

<b>Tabela 6A : Exportações - café em grão - Libra esterlina (mil) (1880-1890)</b>			<b>Tabela 6B: Preço médio do quilo do café, em réis (1880- 1890)</b>	
Ano	Valor		Ano	Preço
1880	11,237.00		1880	508.70
1881	11,604.00		1881	412.30
1882	9,553.00		1882	330.30
1883	10,817.00		1883	416.10
1884	11,681.00		1884	450.50
1885	13,140.00		1885	415.60
1886	9,671.00		1886	462.80
1887	21,501.00		1887	732.10
1888	10,857.00		1888	499.40
1889	18,983.00		1889	514.00
1890	17,850.00		1890	619.50

Fonte: Ipeadata (vários autores)

A abolição, conjuntamente com os fluxos migratórios<sup>xxv</sup>, trouxe a expectativa de um aumento do mercado interno. Reconhecendo que o país também beneficiava-se de

condições externas favoráveis, que lhe permitiria uma expansão, começava a aflorar entre os legisladores, comerciantes e homens de negócio, a preocupação de que o sistema bancário poderia impor amarras à este processo. A experiência passada demonstrara a inadequação do sistema monetário e bancário brasileiro em caso de um aquecimento econômico.

Também os bancos, agora com uma crescente reserva metálica e com o câmbio ao nível do par, começariam a reivindicar a capacidade emissora, conforme exploramos em 1.3. Ao Tesouro, interessava instituir a conversibilidade sem a necessidade de deflacionismo ou austeridade fiscal, além de livrar-se a incômoda posição que a lei de 1885 o colocara, como prestador de última instância. Todos estes novos interesses culminariam na lei de 24 de novembro de 1888.

A discussão entre o grupo “metalista” e sua oposição acerca da reforma monetária, em meados de 1888, desenvolvia-se de maneira não-linear, ora influenciada pelo valor da taxa de câmbio, que se encaminhava à paridade, ora por interesses dos homens de negócios, que viam a depreciação do câmbio como um indicador de escassez metálica, e não de excesso de papel-moeda. Em outubro, quando a libra atingiu valor próximo à 27 pence por mil reis, as divergências amenizaram-se de maneira notável. A taxa de câmbio tornou possível o acordo que levaria à lei de 24 de novembro de 1888.

No projeto aprovado, estabeleceu-se que o valor das emissões seria igual ao valor nominal do lastro (feito em apólices do Tesouro) de maneira integral. Assim, o limite efetivo para emissões totais ficaria em 200 mil contos e o limite por instituição, 20 mil. Porém, o caráter “provisório” do projeto aprovado dava alguns graus de liberdade ao Ministério da Fazenda em alterá-lo, no momento da regulamentação. Isto efetivamente foi feito, e o decreto de janeiro de 1889 permitia um teto de 20 mil contos sobre apólices e 60 mil contos sobre ouro.

Os efeitos desta primeira lei e do projeto subsequente foram inesperados. Após a longa discussão, projetos, contra-projetos, discursos e retórica, o resultado prático foi decepcionante. Durante o primeiro semestre de 1889, nenhuma instituição apresentou-se para operar nos moldes da lei<sup>xxvi</sup>.

Franco (1987) propõe duas explicações para a falta de interesse das instituições. A primeira, relativa às emissões metálicas. O autor argumenta que, dado o histórico de flutuação e instabilidade cambial, havia uma percepção de risco bastante importante relativa à emissão de notas conversíveis<sup>xxvii</sup>. A última vez que o câmbio situara-se no nível do par havia sido em 1875. É compreensível que, 14 anos após atingir tal patamar,

os agentes tivessem certo receio e cautela em tomar atitudes que lhes comprometessem caso houvesse alguma reviravolta no mercado cambial. Ao emitir bilhetes conversíveis em metal, as instituições assumiam um compromisso em trocá-los em qualquer momento, por seu valor de face, independente do câmbio do dia. Ora, caso acontecesse uma desvalorização da moeda brasileira, haveria uma corrida aos bancos emissores de bilhetes conversíveis, e o ganho dos portadores seria análogo às perdas das instituições bancárias. A inexistência de um agente grande o suficiente e interessado em manter a taxa neste nível deixaria os banqueiros desamparados caso houvesse depreciação. Portanto, é compreensível que os empresários esperassem que o patamar cambial se firmasse por mais algum tempo, e que grandes bancos pudessem ser formados, antes de tomarem algum tipo de atitude<sup>xxviii</sup>.

O segundo ponto, no tocante às emissões sobre apólices, tem a ver mais com uma questão financeira. Franco (1987) argumenta que a falta de interesse se deu pela baixa expectativa de retorno. Os componentes da rentabilidade eram três: “a) a taxa de juros de mercado; b) o rendimento dos títulos que compunham o lastro, que era, de acordo com a lei, 4 ½ %; e c) os ganhos (ou perdas) de capital envolvidos na constituição do lastro”<sup>xxix</sup>. O autor argumenta que o baixo preço das apólices e a exigência de manutenção de 20% da emissão em reserva prejudicaria a rentabilidade. Em certas ocasiões, argumenta-se, era mais vantajoso aplicar o capital em empréstimos do que em emissões.

## 2.2 – A política econômica de Ouro Preto

As circunstâncias que originaram a reforma bancária de 1889 foram intrinsecamente relacionadas à complicado estado político que se encontrava o país. Disputas ainda relativas à abolição, que fora declarada em maio do ano anterior, além de confrontos entre o governo imperial e os militares, tornavam a situação política instável. O Visconde de Ouro Preto, nomeado Ministro em junho, sofrera intensa oposição daquele que viria a ser seu sucessor, Rui Barbosa. Amplamente criticada, sua política econômica teve como dois pontos principais uma nova regulamentação da lei bancária sobre circulação metálica e os auxílios à lavoura

A origem dos chamados “auxílios à lavoura” relacionava-se primordialmente às dificuldades de obtenção de crédito dos cafeicultores do Vale do Paraíba. Como já foi dito no primeiro capítulo deste trabalho, ocorria uma expansão desigual da lavoura no

Oeste Paulista, em relação ao Vale. Entre outras explicações, há o reconhecimento de que a produtividade de um cafezal seria negativamente correlacionado à sua idade. Estima-se que na região fluminense, 60% dos cafeeiros tinham idade superior à 45 anos, e menos de 20% possuía idade inferior à 20 anos, no início da década de 80. Já na região paulista, mais de 50% dos cafeeiros operantes em 1890 haviam sido plantados entre 1876 e 1885<sup>xxx</sup>. Com diferenciais de produtividade, havia menor dificuldade em obter empréstimos ou autofinanciar-se no Oeste Paulista.

Além da questão da dificuldade de financiamento, havia ainda uma reconhecida necessidade de lidar tanto com a questão de indenizar os proprietários de escravos e providenciar-lhes meios de pagar a colheita seguinte à abolição, feita inteiramente de mão de obra assalariada livre. Assim, com este duplo intento, surgiu a proposta que selou o destino da distribuição regional da cafeicultura no Brasil: os auxílios à lavoura por intermediários bancários.

O arranjo estabelecido surgiu de uma sugestão do Conselho Diretor do Banco do Brasil. O ritmo de resgate de notas do Banco pelo Tesouro seria reduzida, afim de que a instituição tivesse condições de retomar suas operações hipotecárias. O receberia 6 mil contos sem juros, e ficaria responsável por emprestar até 12 mil contos à lavoura, a juros de 6%, restritos às províncias do Rio de Janeiro, São Paulo, Espírito Santo e Pernambuco. O acordo com o Banco do Brasil logo estendeu-se à outras instituições, sempre contando com um arranjo semelhante, onde uma cota era suprida pelo tesouro, e os bancos a complementar. Ao escolher um auxílio com intermediários, o Tesouro sujeitava a concessão de crédito via critérios de mercado, ou seja, capacidade de pagamento, risco, expectativa de receitas futuras do devedor. Assim, o sistema bancário assumiu o papel liquidante da crise da cafeicultura do Vale do Paraíba<sup>xxxii</sup>.

O outro aspecto notável da política econômica da gestão Ouro Preto, mais relevante do ponto de vista da discussão de reformas monetárias, foi a o novo regulamento para circulação metálica conversível, a 6 de julho de 1889. Em essência, este era o mesmo projeto apresentado em 1888, com apenas uma ligeira alteração: a remoção dos limites à emissão sobre base metálica de cada instituição. Conforme foi dito anteriormente, o alto risco associado a incerteza cambial, complementado pela inexistência de uma grande instituição bancária com poder de influenciar os mercados ( e impossibilidade de criação de tal instituição, pelo limite de 20 mil contos de emissões, estabelecido na lei original), tornou a lei de 1888 inútil, visto que nenhum

banco apresentou-se para operar em seus moldes. O Visconde de Ouro Preto, contrário à restrição, buscou derrubá-la quando ascendeu ao Ministério.<sup>xxxii</sup>

A primeira instituição a formar-se nos novos moldes foi o Banco Nacional do Brasil. De propriedade do Conde de Figueiredo, adveio do extinto Banco Internacional, um dos maiores operadores de câmbio. Suas conexões com o Banque de Paris e des Pays Bas, um dos mais proeminentes “banques d'affaires” da época, e sua sucursal londrina, beneficiavam sua posição no mercado. O banco francês via o sócio Nacional como um meio de entrar no mercado brasileiro. Após totalmente constituído, seu fundo metálico contava com reservas de 9,9 milhões de libras (90 mil contos) e parta das reservas metálicas do Tesouro. Essas características forneceriam instrumentos, que, teoricamente, poderiam estabilizar a taxa de cambio, caso a perturbação nas contas externas não fosse de tão grande monta.

Havia ainda um aspecto adicional do estatuto do Nacional, aprovado em decreto a 2 de outubro. Seu contrato previa que “Os bilhetes do Banco seriam sempre trocados, à vista, por moeda de ouro, ao câmbio de 27, salvo os casos onde houvesse guerra, revolução, crise política ou financeira, em que o governo providenciaria, quanto ao troco, como fosse mais conveniente”<sup>xxxiii</sup>

Outros bancos seguiram o movimento iniciado pelo nacional, e um sistema bancário organizado em emissões sobre base metálica conversível começaria a se formar. A tabela 7 traz uma lista dos bancos emissores em 1889. As reformas monetárias poderiam estar encerradas, se não ocorressem fatos naquele ano que acabariam por trazer mudanças políticas e econômicas profundas para a história do país.

**Tabela 7 - Bancos Emissores sobre Base Metálica (1889)**

Banco	Data de Aprovação dos Novos Estatutos	Capital Realizado	Emissão Autorizada
Banco Nacional	28 de setembro	90000	270000
Banco de São Paulo	5 de outubro	10000	3000
Banco do Comércio	9 de novembro	9900	12000
Banco Mercantil de Santos	26 de novembro	1000	a
Banco de Crédito Real do Brasil	28 de novembro	999	a
Sociedade de Comércio da Bahia	28 de novembro	n.d.	9000
Banco do Brasil	29 de novembro	33000	a
Banco Comercial do Rio de Janeiro	n.d.	10000	30000
Banco Mercantil da Bahia	3 de dezembro	n.d.	15000
Banco de Pernambuco	8 de dezembro	n.d.	a
Banco União da Bahia	8 de dezembro	n.d.	24000
Banco Comercial Pelotense	8 de dezembro	n.d.	a
Banco da Bahia	8 de dezembro	8000	a
a: O triplo da parcela do capital convertido em ouro			
Fonte: Tabela reproduzida em Franco (1987) a partir de dados de J.P. Calógeras(1960), A.C. Andrada (1923) e L.C. Carreira(1980)			

### 3 – As reformas republicanas

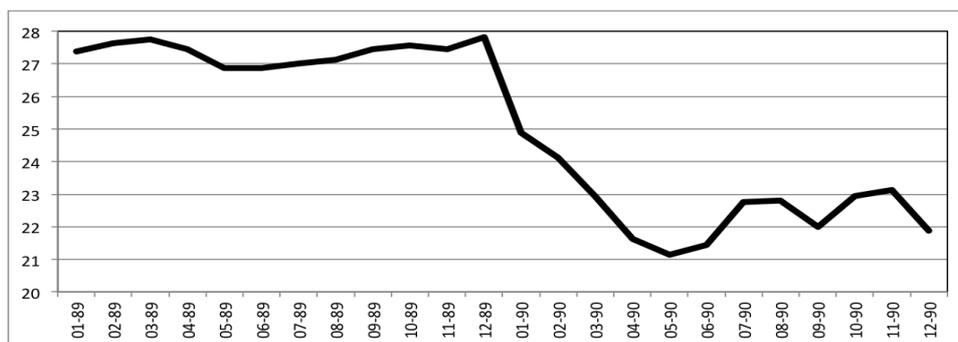
### 3.1 – Os efeitos primários do 15 de Novembro

A proclamação da república pelo Gal. Deodoro da Fonseca a 15 de novembro de 1889 foi, como é caro a este tipo de reviravolta histórica, o resultado de um acúmulo sucessivo de atritos entre o Império e os diversos grupos que outrora compunham o sustentáculo do sistema político. Como é colocado por Abreu e Lago (2010) “As consequências econômicas da protelada abolição da escravidão e a fadiga das instituições imperiais levariam à proclamação da república e à rápida reversão do quadro econômico favorável da segunda metade da década de 1880”<sup>xxxiv</sup>. O personagem mais proeminente deste capítulo particular da história brasileira seria o novo Ministro da Fazenda, Rui Barbosa.

Após um período inicial de total paralisação das atividades bancárias, financeiras e bursáteis, a declaração do novo governo de que “ o Governo Provisório reconhece e acata os compromissos nacionais contraídos durante o regime anterior, os tratados com as potências estrangeiras, a dívida pública externa e interna, contratos vigentes e mais obrigações legalmente estatuídas”<sup>xxxv</sup>. Nota-se, pela tabela 6, que ainda houve uma quantidade expressiva de instituições recebendo credenciamento para agir como bancos emissores.

Entretanto, a desconfiança dos investidores estrangeiros para com o novo regime começara a aparecer no episódio onde o Banque de Paris e des Pays Bas recusou os saques do Banco Nacional como intermediário dos estados de Minas Gerais e Pernambuco. O recente arranjo do Visconde de Ouro Preto começara a se mostrar ineficiente para manutenção do cambio ao par, em um período de tamanha instabilidade. De fato, o que se observou no mercado cambial foi uma queda acentuada, a partir de dezembro, distanciando-se a cotação do valor de 27 pence por mil réis ao longo do ano de 1890

**Figura 2 : Cotações mensais da Libra esterlina em relação à moeda nacional 1889-1890 (pence/mil réis)**



Fonte: *Anuário Estatístico* (Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística 1970)

Com o cambio abaixo do par, se aproximando do valor de 24 pence por mil reis, uma previsível corrida ao Banco Nacional se iniciara. Restava ao Ministro optar por uma das duas alternativas: conceder curso forçado às notas do Banco Nacional, encaixando sua situação em um dos casos previstos no contrato; ou permitir que as reservas do banco se esgotassem, e este fosse obrigado a fechar seus caixas. Com o decreto de 27 de dezembro, Barbosa revelava sua intenção de encerrar definitivamente as emissões conversíveis no país. O ministro determinou que os bancos teriam um prazo de três meses para que completassem suas emissões sobre base metálica até os limites autorizados, sob pena de perda da concessão. Com o cambio abaixo do valer de 27 pence por mil réis, era totalmente antecipado que nenhuma instituição tomasse a decisão de efetuar as emissões. A curta experiência com emissão conversível no Brasil terminou sem expansão significativa dos agregados monetários. De fato, observa-se uma efetiva contração no último trimestre do ano de 1889 (tabela 8)

**Tabela 8 - Comportamento dos Agregados Monetários – 1889**

Ano	Trimestre	Meios de Pagamento (saldos no fim do período)		Taxas de Crescimento (%)	
		M1	M2	M1	M2
1889	1º	249.1	325.5	-5.1%	-3.8%
	2º	243.6	328.4	-2.2%	0.9%
	3º	271.9	360	11.6%	9.6%
	4º	230.4	323.2	-15.3%	-10.2%

Fonte: *Anuário Estatístico* (Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística 1970)

### 3.2 – A nova lei bancária e de sociedades anônimas

A principal diferença dos decretos de janeiro de 1890, quando comparados às leis propostas em 1888 e 1889 é o claro descompromisso com quaisquer medidas deflacionistas, mesmo que em um momento futuro. A inconvertibilidade fica claramente estabelecida, apesar do decreto conter um dispositivo que abriria a possibilidade de emissões conversíveis, onde os bancos estariam obrigados “ a converter em espécies metálicas, à vontade do portador e à vista, tão somente as notas que emitissem um ano após o cambio depois de o cambio atingir e manter a taxa par de 27 ,ou mais, tomando igual compromisso quanto às notas do governo que houvesse em circulação, sem direito à indenização alguma”<sup>xxxvi</sup>. Como não se acreditava que houvesse a possibilidade de tal taxa de câmbio ser atingida e sustentada, ficava praticamente decretado o curso forçado.

A lei estabelecia, então, que as emissões seriam primordialmente feitas sobre títulos dos Tesouro. Ora, já havíamos argumentado que, da maneira como foi desenhada a lei de 1888, emissão sobre títulos apenas constituiria uma vantagem para os bancos em condições muito particulares, que não se observava na época. O decreto contornava essa constatação ao conceder inúmeras vantagens ao banco que se tornasse emissor. Entre estas, cessão gratuita de terras devolutas para localização de colonos e indústrias; preferencia em concessões de obras públicas e exploração de minas; além de isenção de impostos para fundação de quaisquer estabelecimentos industriais.

O decreto original fixava em 450 mil contos o limite às emissões , que é mais do que o dobro da moeda em circulação, como observamos na tabela 8. Desse número, caberiam 150 mil contos à região do Norte, 200 mil ao centro e 100 mil ao Sul. Estes valores posteriormente foi substituído por 200 mil contos. No entanto, em um momento seguinte, o governo se viu obrigado a conciliar suas intenções aos interesses de banqueiros que já haviam assumido compromisso com a emissão sobre base metálica, e agora se viam impossibilitados de fazê-lo de maneira economicamente viável.

Existe o caso para afirmar-se que Barbosa fora buscar em Alexander Hamilton sua orientação para assuntos monetários. Levy(1977) argumenta que as necessidades dos Estados Unidos pós independência eram bastante próximas às brasileiras depois do 15 de novembro: “era imperioso destruir a ideologia metalista e liberar o meio circulante; em seguida, canalizá-lo em inversões produtivas, principalmente no setor industrial, onde a debilidade de recursos monetários, e principalmente, de crédito, era maior. A política financeira deveria, pois, orientar-se no sentido de propiciar maior acumulação do capital produtivo”<sup>xxxvii</sup>.

O primeiro efeito sobre os mercados da legislação foi percebido no mercado cambial. A pressão para depreciação aumentava a cada dia e, com ela, surgiam diversas hipóteses para suas causas. Apesar de ser forte a argumentação de que a baixa vinha sendo causada pela perspectiva de expansão monetária exacerbada, havia indícios que a principal origem deste movimento era a atuação de bancos estrangeiros retirando somas do país<sup>xxxviii</sup>.

Quanto à lei de sociedades anônimas, esta tinha clara intenção em fomentar a industrialização do país, através de projetos privados. O decreto-lei que a estabeleceu, instituía que : “a) não se considerariam sociedades que não tivessem seu capital totalmente subscrito, bem como se : b) não tivessem depositados em banco, no mínimo, 30% do valor da subscrição”, “ c) não se poderia negociar em bolsa ações de sociedades que não tivessem pelo menos 40% do capital subscrito” e “ d) não poderiam se efetuar transferências de títulos que não cumprissem o item anterior”<sup>xxxix</sup>. Buscava-se assim aumentar o nível de investimento na economia.

O arcabouço legislativo-jurídico constituído no início da gestão de Rui Barbosa foi absolutamente determinante para formar a bolha especulativa que veio a ser determinada pela “gíria turfística” “Encilhamento”. A expansão nos meios de pagamento em 1890 e 1891 não pode ser ignorada (tabela 9)

**Tabela 9 : Comportamento de Agregados Monetários (1890-1891)**

Ano	Trimestre	Meios de Pagamento (saldos no fim do período)		Taxas de Crescimento (%)	
		M1	M2	M1	M2
1890	1º	278.8	369.8	21.0%	14.4%
	2º	327.4	461.8	17.4%	24.9%
	3º	456.6	611.9	39.5%	32.5%
	4º	515.5	689.4	12.9%	12.7%
1891	1º	665.2	884	29.0%	28.2%
	2º	728.8	937.3	9.6%	6.0%
	3º	787.6	992.5	8.1%	5.9%
	4º	906.6	1139.7	15.1%	14.8%

Fonte: *Anuário Estatístico* (Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística 1970)

### 3.3 – Do desenvolvimento inicial ao “delírio especulador”

A análise dos dados de Produto demonstra que houve efetivamente uma importante expansão do nível de atividade nos anos iniciais da República (tabela 10). No mercado financeiro, ações e debêntures passaram a atrair o público em geral, principalmente por conta das mudanças na lei de sociedades anônimas, mas não apenas. O lastreamento das emissões bancárias via títulos do Tesouro teve o efeito, possivelmente não antecipado, de provocar uma recessão na oferta deste tipo de papel. A consequência foi uma demanda adicional pelos demais ativos, inflacionando seus preços.

**Tabela 10: Produto Interno Bruto (1889-1893)**

Ano	Agregado (preços correntes, milhões de mil- réis)		Agregado (preços de 1910 - milhões de mil-réis)		Per capita (preços de 1910 - em mil réis)	
	Valor	Variação Anual (em %)	Valor	Variação Anual (em %)	Valor	Variação Anual (em %)
1889	1778	10.8%	3239	2.8%	233	1.3%
1890	2096	17.9%	3619	11.7%	255	9.4%
1891	2959	41.2%	3929	8.6%	271	6.3%
1892	3475	17.4%	3490	-11.2%	235	-13.3%
1893	3561	2.5%	3043	-12.8%	200	-14.9%
Fonte: Goldsmith (1986), tabelas II -1 e III-1						

A inflação, que começara a ser percebida nesta época, também provocara um efeito adicional sobre o mercado de ativos, visto que ela tendia a deslocar cada vez mais a moeda inativa para a compra de títulos negociados na Bolsa. Observamos esta elevação dos preços na tabela 11. Conjuntamente, todos esses fatores refletiram-se em um aumento expressivo em todas as formas de medidas de atividade na Bolsa de Valores do Rio de Janeiro. Apesar de faltar-nos um conveniente índice da Bolsa, nos modelos do atual Ibovespa, temos algumas medidas que podem ser utilizadas para dar idéia ao “boom” no mercado de ativos, além dos diversos relatos anedóticos<sup>xl</sup>. O conjunto de tabelas 12 (A, B e C) mostra claramente esse movimento. O aumento relativo do setor bancário na Bolsa também é um fato notável.

**Tabela 11 : Índice de Preços (1880-1893)**

Anos	Índice de Preços (1880 =100)
1880	100.0
1881	101.9
1882	100.0
1883	98.1
1884	98.1
1885	94.1
1886	90.1
1887	88.2
1888	101.9
1889	101.9
1890	127.5
1891	158.8
1892	184.3
1893	186.3

Fonte: Catão (1992)

**Tabela 12A - Movimento da Bolsa de Valores do Rio de Janeiro - 1886-1893**

Ano	Ações	Debêntures	Letras Hipotecárias
1886	455	182	110
1887	601	230	165
1888	1035	173	43
1889	2170	89	51
1890	4587	63	20
1891	4047	2506	17
1892	3095	235	95
1893	1507	180	50

<b>Tabela 12B - Número de Companhias e Frequencia de Negociações na Bolsa de Valores do Rio de Janeiro - 1886 - 1893</b>		
Ano	Nº de Companhias	Frequência de Negociação
1886	53	747
1887	50	995
1888	53	1252
1889	58	2310
1890	114	4587
1891	61	6670
1892	42	3415
1893	43	1747

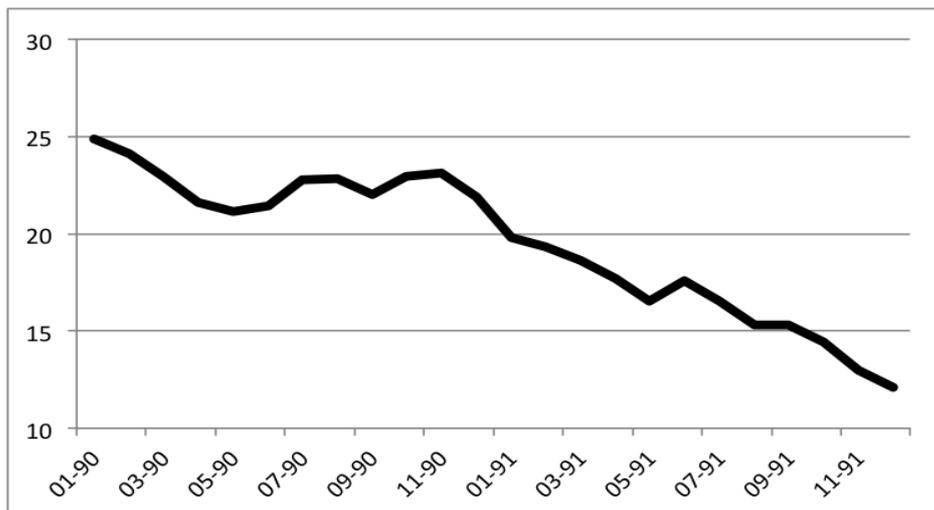
<b>Tabela 12C - Bancos: Número e Frequencia de Negociações na Bolsa de Valores do Rio de Janeiro - 1886-1893</b>		
Ano	Número	Frequência de Negociação
1886	16	400
1887	12	621
1888	13	745
1889	21	1475
1890	43	2350
1891	25	2230
1892	14	2740
1893	16	1147

Fonte: Levy(1977) Tabelas 7, 8, 10 16, 17, 18, & 24.

O fenômeno bursátil teve um amplo caráter especulativo, o que o caracterizaria como bolha. A principal característica de um mercado nessa situação é a total

dissociação entre a precificação e demanda pelos papéis das características fundamentais subjacentes às empresas que eles representam. Dificilmente pode-se argumentar que havia mudanças tão impactantes nas receitas futuras trazidas a valor presente das companhias negociadas. O “delírio especulativo” alimenta-se de si próprio, em uma dinâmica onde a própria expectativa e aumento dos preços provoca um aumento da demanda, de maneira circular. Evidentemente, este tipo de processo não pode ocorrer “ad aeternum”. O “crack” avizinhava-se. O preço mais relevante da economia, a taxa de câmbio, que durante todo o período foi pressionada para baixo, evidenciava que o fim do “delírio especulativo” estaria próximo (figura 3).

**Figura 3 : Cotações mensais da Libra esterlina em relação à moeda nacional 1889-1890 (pence/mil réis)**



Fonte: *Anuário Estatístico* (Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística 1970)

## 4 – O “débâcle” do Encilhamento e o setor externo

### 4.1 - A hipótese de contágio

O desfecho das experiências brasileiras com reformas monetárias foi, como é caro à bolhas especulativas, conturbado. Possivelmente, sem tentarmos aqui propor contrafactuais, o episódio já teria um desfecho complicado sem influência externa. Entretanto, a ocorrência de uma crise internacional, deflagrada pela Casa Barings, veio a provocar uma disrupção ainda mais intensa.

Em julho de 1890, a Argentina decretou a suspensão dos pagamentos de sua dívida externa. O Banco Barings Brothers, detentor de investimentos de monta no país, sofreu uma falência em novembro de 1890. Seus ativos foram liquidados por um consórcio de bancos, de maneira bastante parecida com a que se tem feito (ou não, no episódio do Lehman Brothers) em casos de liquidações de bancos contemporaneamente.

Os episódios argentino e brasileiro poderiam ter em comum apenas a localização geográfica. No entanto, Triner (2010) argumenta-se que os efeitos podem encaixar-se em três distintas categorias: fuga de capitais, contágio e “isolamento”. Caso o capital investido na Argentina saísse de lá em direção ao Brasil, veríamos uma flutuação inversa nos prêmios de risco das duas economias. Esta hipótese, quando confrontados os dados, mostra-se improvável.

Outra possibilidade, de contágio, poderia advir de dois canais. Por um lado, os investidores poderiam se manter indiferentes ou confiantes em relação ao Brasil mas, em face às perdas no país vizinho, poderiam se ver forçados a retirar seus investimentos brasileiros, para cobrir as perdas e ajustar sua liquidez. No entanto, é comum que haja uma queda na confiança em relação à um vizinho da Argentina, igualmente às margens do sistema monetário internacional, principalmente quando este país passava por transformações nem sempre positivas aos olhos do mercado internacional. Neste caso, o prêmio de risco de ambos os países se mostraria correlacionado positivamente

A terceira e última possibilidade é de que o caso argentino não desempenhasse nenhum papel importante para a economia brasileira, situação onde teríamos uma ortogonalidade entre os prêmios de risco argentinos e brasileiros.

A figura 4, reproduzida a partir do trabalho de Abreu (2006), mostra os spreads em relação aos consols britânicos dos títulos argentinos, brasileiros e chilenos no período. Verifica-se que as hipóteses de contágio ficam bastante prejudicadas, pois o movimento dos títulos brasileiros se assemelha mais ao chileno do que ao argentino. Não se verifica uma correlação altamente positiva entre os spreads.

Fonte: Abreu (2006)

Triner(2010) indica haver indícios de contágio ao analisar os prêmios de risco, encontrando uma correlação positiva entre os dados para o Brasil e Argentina, no período. Entretanto, o fato talvez mais importante aqui seja destacar haver diferenciação entre os dois países. É esperado que, dadas as circunstâncias econômicas, o papel desempenhado pelos dois países no mercado internacional e o nível de informação que os investidores na City londrina dispunham destes dois mercados; a correlação entre os papéis brasileiros e argentinos fosse muito mais elevada. O fato a ser destacado é o indício de uma maior discriminação entre os países às margens do sistema. Definitivamente, fica evidenciado que a déficit informacional entre os investidores em Londres dos acontecimentos além-mar, teria diminuído desde o episódio de Poyais.

#### **4.2 – O papel do setor externo**

Na literatura em geral, poucas vezes o setor externo foi apontado como um canal pelo qual o “crash” do “Encilhamento” se deu. Tanto Fishlow (1989) quanto Cardoso e Dornbusch (1989) conferem um papel menor para os fluxos de capitais internacionais do “débâcle”. Fishlow afirma, ao comparar a situação brasileira com a argentina, que “No caso do Brasil, os fluxos de capitais não tiveram a mesma importância crítica em provocar o “default” (...) o fator externo central foi o acentuado declínio no preço do café, que deixou o balanço de pagamentos cada vez mais precário ao longo da década de 1890”<sup>xli</sup>. A hipótese aqui aventada, então, seria de que a balança comercial teria sido mais importante do que a conta capital, para a deterioração do balanço de pagamentos.

Franco (1987) tem uma tese diferente. O autor, ao observar que os fatores monetários domésticos (tabela A1) não são uma explicação convincente para a intensidade e “timing” do “crack”, aponta que a súbita reversão na conta capital, que leva a uma rápida deterioração do balanço de pagamentos e da taxa de câmbio, seria a explicação mais plausível. Nesse sentido, observando os mesmos argumentos, aqui também aceita-se esta idéia. O valor das exportações de café não se alterou significativamente no entre 1890-1893 (tabela 14). A deterioração aconteceu a partir de 1895.

<b>Tabela 13 : Exportações - café em grão - Libra esterlina (mil) (1880-1890)</b>	
Ano	Valor
1890	17,850.00
1891	17,561.00
1892	22,028.00
1893	21,712.00
1894	20,884.00
1895	22,385.00
1896	19,663.00
1897	16,506.00
1898	13,830.00
1899	14,459.00
1900	18,889.00

Fonte: Ipeadata, diversos autores.

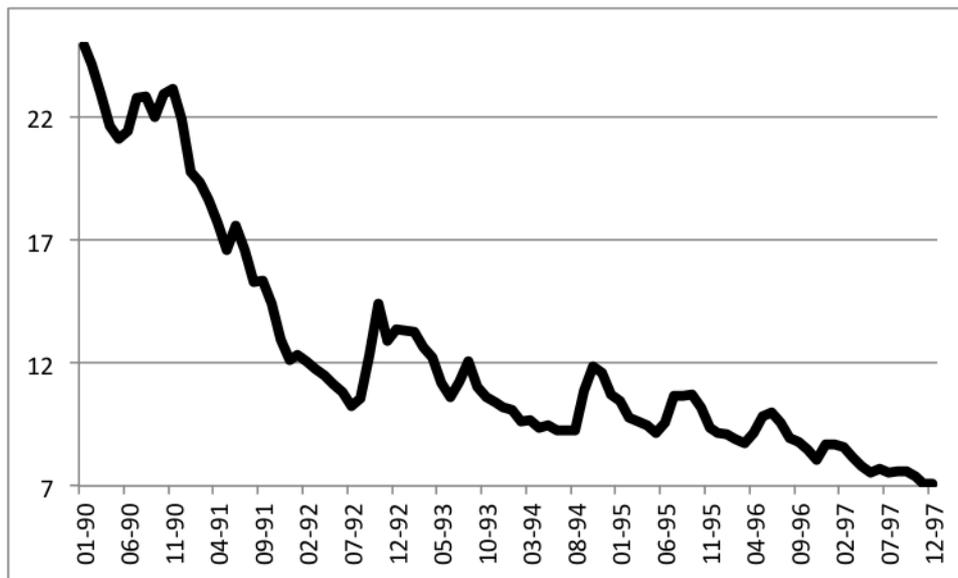
Entretanto, a análise do Balanço de Pagamentos (tabela 15) mostra uma reversão na conta de capitais que dificilmente pode ser minimizada. O efeito sobre a taxa de câmbio desse movimento de capitais seria o verdadeiro responsável pelas consequências desastrosas sobre um governo que detinha receitas em moeda nacional e obrigações em moeda estrangeira (figura 5). O “default” que viria a acontecer nos primeiros anos da República brasileira fora fruto de seus próprios erros, mas houve um papel decisivo para os mercados internacionais no episódio.

<b>Tabela 14 - Estimativa do Balanço de Pagamentos do Brasil 1880-1888 (milhares de libras)</b>							
Anos	Exportações	Importações	Balança Comercial	Saldo de Serviços	Transações Correntes	Conta Capital	Saldo Global
1889	28552	24002	4550	-5276	-726	9205	8479
1890	26382	24019	2363	-6816	-3753	273	-3480

1891	27136	25565	1571	-7610	-6039	39	-6000
1892	30854	26302	4552	-6755	-2203	-1466	-3669
1893	32007	26215	5792	-7601	-1809	2794	985
1894	30491	27145	3346	-7335	-3989	363	-3626
1895	32586	29212	3374	-7121	-3747	6370	2623
1896	28333	27880	453	-7731	-7278	7275	-3
1897	25883	22990	2893	-8170	-5277	5254	-23

Fonte: Ver tabela 5

**Figura 5 : Cotações mensais da Libra esterlina em relação à moeda nacional  
1890-1897 (pence/mil réis)**



Fonte: *Anuário Estatístico* (Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística 1970)

## 5 – Conclusão

O conturbado período entre 1888 e 1893 na economia brasileira possui uma quantidade tão vasta de aspectos a serem estudados que uma das principais dificuldades é focar-se em apenas um deles. Este trabalho teve por objetivo dar uma visão ampla aos diversos aspectos daquele período, e não apenas focar-se nas reformas monetárias.

Monografias que lidam com questões históricas enfrentam três principais dificuldades. A primeira, a reunião de dados que, em trabalhos desta natureza, apesar de constituir um empecilho para a sua elaboração, permite a revisão e, talvez, a correção de trabalhos anteriores, quando adaptamos à mesma análise os dados mais recentes.

A segunda, é constituída pela confrontação dos relatos de contemporâneos com a análises posteriores aos fatos. É fato conhecido que (excluído deste cômputo o revisionismo por interesses) a análise da história é dinâmica e mutável, e todo trabalho que dela trata acaba por evidenciar não apenas aspectos do tempo estudado, mas do tempo presente. A série de regulamentações e decretos que viria a gerar a crise do “Encilhamento” constitui importante lição para os tempos presentes, principalmente ao evidenciar que as intenções iniciais de uma peça legal ou regulatória nem sempre se traduzem da maneira esperada, ao confrontarem-se com a realidade dos mercados e da economia

A terceira e última dificuldade em realizar estudos históricos é a avaliação e dissociação entre os discursos e as ações. O teor ideológico em um discurso “metalista”, como aqueles proferidos por Ministros da Fazenda no final do império, acaba por contaminar a busca pelo real pensamento e avaliação dos agentes. Os pronunciamentos dos diversos gabinetes, em quase a totalidade de ocasiões, diferia de sua prática. Mas isto não desqualifica estas declarações, que acabam por contextualizar, senão a atitude efetiva, a atitude ideal, aos olhos da sociedade da época.

Em suma, da análise que aqui fizemos sobre as reformas monetárias e a conseqüente crise na nascente República brasileira, conclui-se que é essencial para o desenvolvimento de um país a estabilidade de suas instituições e de todo o seu arcabouço econômico e jurídico. A sucedânea de transformações e mudanças de regra na sociedade brasileira à época trouxe uma instabilidade prejudicial à economia. As intenções positivas da quase totalidade das reformas empreendidas, sejam políticas ou monetárias, não as eximiram do efeito secundário que uma série de quebras estruturais traz à um mercado.

## ANEXO

**TABELA A1 – Composição da Moeda Manual**

Ano	Trimestre	Milhares de contos de Réis			
		Papel Moeda Emitido	Caixa do Banco do Brasil	Caixa dos Bancos Comerciais	Papel-Moeda em Poder do Público
1880	1º	215.7	9.9	9.7	196.1
	2º	215.4	9	11.1	195.3
	3º	215.2	13.1	11.9	190.2

	4°	214.9	10.4	11.4	193.1
1881	1°	214.6	7.5	11.5	195.6
	2°	212.3	5.5	10.3	196.5
	3°	212.3	13.3	13.2	185.8
	4°	212.3	5.2	11.1	196
1882	1°	212.2	4.1	9	199.1
	2°	212.2	4.9	11.6	195.7
	3°	212.2	6.7	11.6	193.9
	4°	212.2	7.1	11.8	193.3
1883	1°	212.2	3.2	8.2	200.8
	2°	211	7	9.9	194.1
	3°	210.9	7.1	9.4	194.4
	4°	210.9	6.6	9.1	195.2
1884	1°	210.9	4.2	7.8	198.9
	2°	209.5	6.2	8.8	194.5
	3°	209.3	6.7	9.7	192.9
	4°	209.2	7.5	14	187.7
1885	1°	209	9	10.6	189.4
	2°	209.6	5.7	10.9	193
	3°	211.3	5.5	13	192.8
	4°	213.1	5.7	12	195.4
1886	1°	214.8	3.4	10.5	200.9
	2°	210	12.1	15.4	182.5
	3°	206.4	7.8	12.2	186.4
	4°	205	5.1	13.2	186.7
1887	1°	203.6	2.2	11.7	189.7
	2°	203.4	4.7	13.8	184.9
	3°	204.6	4	13.5	187.1
	4°	205.7	3.6	13.2	188.9
1888	1°	206.8	3.7	15.3	187.8
	2°	204.5	7.5	15	182
	3°	203.8	10.5	20.2	173.1
	4°	203	6.5	17.7	178.8
1889	1°	202	8.5	21.1	172.4
	2°	202.9	9.6	24.8	168.5
	3°	206.1	5.3	25.7	175.1
	4°	206.8	13.4	75.6	117.8
1890	1°	234.3	10.3	96.2	127.8
	2°	244.4	10	79.6	154.8
	3°	259.4	6.4	75.6	177.4
	4°	298.5	7.9	112.4	178.2
1891	1°	419.8	17.5	133.1	269.2
	2°	452.9	19.8	138.5	294.6
	3°	486.4	52.2	146.1	288.1
	4°	511.5	28	143.4	340.1
1892	1°	519.6	17.7	127.8	374.1

	2º	535.9	23.7	135.1	377.1
	3º	544	16.5	117.1	410.4
	4º	561.2	20.3	119.3	423.6
1893	1º	561.2	29.4	108.3	423.5
	2º	561.2	18.7	107.3	435.2
	3º	568.5	16.7	124	427.8
	4º	631.9	17.7	130.9	483.3
1894	1º	653.2	20.8	114.4	518
	2º	672.3	21.5	136.5	514.3
	3º	692	25.7	182.2	484.1
	4º	712.4	35.3	201.8	475.3
1895	1º	704.9	41.2	175.9	487.8
	2º	693.1	48	170.2	474.9
	3º	685.6	38.4	175.5	471.7
	4º	678.1	38.7	149.7	489.7
1896	1º	686.6	35.5	128.6	522.5
	2º	695.2	37.9	165.2	492.1
	3º	708.3	33.3	173.4	501.6
	4º	712.4	25.9	165.4	521.1
1897	1º	723	33.6	214.2	475.2
	2º	733.7	25.9	245.4	462.4
	3º	744.3	24.1	225.8	494.4
	4º	755	28.9	202.6	523.5
1898	1º	772.8	19.9	171	581.9
	2º	780	22.1	211.3	546.6
	3º	780	25.4	200.6	554
	4º	780	32.7	186.3	561

**Tabela A2 - Composição da moeda escrituraria**

Ano	Trimestre	Depósitos a vista		Depósitos a Prazo	
		Banco do Brasil	Outros Bancos Comerciais	Banco do Brasil	Outros bancos Comerciais
1880	1º	29	29.6	30.5	18.7
	2º	34.7	30.3	32	26.8

	3°	36.5	32.2	31.4	24.1
	4°	30	31.4	27.8	28.2
1881	1°	33.2	37.4	31.9	22.6
	2°	29.5	36.1	35.1	29.4
	3°	34.6	41.4	38	24.2
	4°	22.9	37.7	37.4	27.3
1882	1°	22.5	37.8	41.2	26.5
	2°	20	38.9	42.6	27.9
	3°	26.6	38.9	48.6	35.3
	4°	22.9	36.5	48	34.2
1883	1°	19.4	36.8	43.7	32
	2°	17.8	35.6	42.3	33.2
	3°	17.3	37	46.8	27.1
	4°	13.7	33.3	47	31.3
1884	1°	9.8	29.6	41.9	30.9
	2°	20.6	36	41.1	36.6
	3°	28.3	39.1	46.2	44.3
	4°	24.3	41.4	45.8	41.4
1885	1°	22.1	43.3	42.6	42.3
	2°	22.4	51	42	44.1
	3°	28.5	44.3	41.6	50.4
	4°	22.2	44.1	40.1	47.9
1886	1°	23.5	46.3	40.5	52.2
	2°	23.1	41.8	39.7	57.1
	3°	16.5	45.5	38.4	55
	4°	13.7	43.9	33.9	44.5
1887	1°	14.2	46.2	36	45
	2°	14.6	40.5	34.6	46.3
	3°	14.5	40.6	35	46.3
	4°	13.3	43.4	31.9	39.8
1888	1°	19.7	47.2	31.9	47.5
	2°	21.6	50.6	30.7	47.8
	3°	28.4	55.3	28.8	50.2
	4°	19.4	64.2	26.8	49.2
1889	1°	21.3	55.4	25.5	50.9
	2°	18.6	56.5	26.7	58.1
	3°	21.2	75.6	26.7	61.4
	4°	24.2	88.4	24.7	68.1
1890	1°	31.7	119.3	24.7	66.3
	2°	33.3	139.3	30.7	103.7
	3°	39.2	240	31.3	124
	4°	61.9	275.4	28.1	145.8
1891	1°	70.3	325.7	30.1	188.7
	2°	72.3	361.9	37.1	171.4
	3°	110.1	389.4	48.5	156.4
	4°	103.3	463.2	56.7	176.4

1892	1º	82.9	442.2	60.5	148.7
	2º	87.6	270.1	54.7	140.4
	3º	81.2	258.5	50.6	128.2
	4º	75.3	217.3	46.2	114.7
1893	1º	80.6	197.5	45.6	137
	2º	79.7	182.7	45.7	125
	3º	62.7	182.8	38.8	108.8
	4º	57.1	194.5	32.3	124.1
1894	1º	67.3	182	33.2	125.7
	2º	83.1	196.4	34.6	152
	3º	75.6	239.6	37	155.3
	4º	78.9	224.9	35.9	183.5
1895	1º	66.6	206.3	38.2	137.5
	2º	81.7	236.9	45.1	138.3
	3º	96.2	243.6	45.8	151.9
	4º	77	230.6	39.3	137
1896	1º	71.8	204.3	49.1	154.7
	2º	86.3	229.3	38.2	165.3
	3º	64.8	228.7	36.4	142.9
	4º	71.7	197.2	33.8	142.7
1897	1º	113.5	276.9	33.3	139.9
	2º	94	287.4	32.9	186.2
	3º	88	248	31.8	158.7
	4º	93.2	309.1	29.9	138.6
1898	1º	71.4	263.6	28.7	164.8
	2º	77.7	284.3	27.9	159.1
	3º	78.7	288.6	29.4	175.6
	4º	86.6	256.4	29.1	154.3

## Bibliografia

Abreu, Marcelo de Paiva. *Brazil as a Debtor 1824-1931*. Vol. 59. 4 vols. Economic History Review, 2006.

Abreu, Marcelo de Paiva, and Luiz Aranha C. do Lago. *A economia brasileira no Império, 1822-1889*. Texto para discussão 584, Departamento de Economia da Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro, 2010.

Aguiar, Pinto. *Rui e a Economia Brasileira*. Casa de Rui Barbosa, 1973.

- Buescu, Mircea. *300 anos de inflação*. Rio de Janeiro: APEC, 1973.
- Bouças, Valentim. *História da Dívida Externa*. Rio de Janeiro: Edições Financeira, 1950.
- Calógeras, J. P. *A Política Monetária do Brasil*. São Paulo: Editora Nacional, 1960.
- Cano, Wilson. *Raízes da Concentração Industrial no Estado de São Paulo*. 1981.
- Carvalho, Ney de O. *Encilhamento: anatomia de uma bolha brasileira*. Bovespa, 2004.
- Catão, Luis A. V. *A new wholesale price index for Brazil during the period 1870-1913*. Edited by EPGE-FGV. Vol. 46. 4 vols. Rio de Janeiro: Revista Brasileira de Economia, 1992.
- Contador, Claudio, and Claudio Haddad. *Produto real, moeda e preços: a experiência brasileira no período 1861-1970*. Vol. 36. 143 vols. Rio de Janeiro: Revista Brasileira de Economia, 1975.
- Commercio, Jornal do. *Retrospectiva Commercial do Jornal do Comércio*. Rio de Janeiro, 1887.
- Eichengreen, Barry. *Globalizing Capital: A History of the International Monetary System*. 2008.
- Eichengreen, Barry, and Peter Temin. *Fetters of Gold and Paper*. 2010.
- Dawson, Frank G. *A primeira crise da dívida Latino-Americana: A city de Londres e a bolha especulativa de 1822-25*. 1998.
- Furtado, Celso. *Formação Econômica do Brasil*. Edited by Companhia das Letras. 2007.
- Fishlow, Albert. "Conditionality and Willingness to Pay: Some Parallels from the 1890s," in *The International Debt Crisis in Historical Perspective*, ed. Barry Eichengreen and Peter H. Lindert. Cambridge: MIT Press, 1989.
- Franco, Gustavo H. B. *Reforma Monetária e Instabilidade Durante a Transição Republicana*. Rio de Janeiro: PUC-Rio, 1987.
- Fritsch, Winston. *External Constraints on Economic Policy in Brazil, 1889-1930*, . Pittsburgh: University of Pittsburgh Press, 1988.
- Goldsmith, Raymonf W. *Brasil 1850-1984: Desenvolvimento Financeiro Sob um século de Inflação*. Rio de Janeiro: Bamerindus, 1986.
- Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística, IBGE. *Anuário Estatístico : Séries Estatísticas Retrospectivas*. IBGE, 1970.
- Kindleberger, Charles Poor. *Manias, Panics and Crashes*. Wiley Investment Classics, 2005.

Levy, Maria Barbara. *História da Bolsa de Valores do Rio de Janeiro*. Rio de Janeiro: IBMEC, 1977.

Lima, Heitor Ferreira. *Rui barbosa e o Encilhamento*. Desenvolvimento e Conjuntura, 1964.

Sinclair, David. *The Land that Never Was: Sir Gregor MacGregor and the Most Audacious Fraud in History*. Cambridge: Da Capo Press, 2004.

Taunay, Alfredo de Escagnolle. *O Encilhamento: Cenas contemporâneas da Bôlsa do Rio de Janeiro em 1890, 1891 e 1892*. Rio de Janeiro: Melhoramentos, 1971.

The Economist. *12 de Julho*. Londres, 1890.

—. *14 de Novembro*. Londres, 1891.

Triner, Gail D. *International Capital and the Brazilian Encilhamento, 1889-1892: An Early Example of Contagion among Emerging Capital Markets?*. Rutgers University, 2001.

Williamson, Jeffrey. *Real Wages, Factor Price, and Globalization in Latin America before 1940*. Vol. 17. *Revista de Historia Economica*, 1999.

- i Entretanto, há farto material para um estudo de microeconomia, particularmente sobre a estrutura peculiar dos contratos da época.
- ii Entre os trabalhos mais proeminentes: (Franco 1987) destaca a importância da conta capital como fator causal para o “crash”, enquanto (Fishlow 1989), desconsidera esta hipótese.
- iii Como a famigerada Poyais, nação fictícia inventada pelo escocês Gregor McGregor em 1820, que conseguiu emitir títulos e arrecadar fundos alegando ser seu governante. O episódio geralmente é apresentado para evidenciar o total desconhecimento dos investidores sobre os países da América Latina. O episódio é contado em Dawson (1998), cuja introdução é feita pelo orientador desta monografia.
- iv Para tal, a referência principal é (Abreu 2006)
- v Kindleberger
- vi J.P. Calógeras (1960), p. 161
- vii RCJC, 1887, p12
- viii RCJC, 1886, p10
- ix RCJC, 1887, p.12
- x Furtado (1974)
- xi Goldsmith(1986), p. 3
- xii Franco(1987), p. 24
- xiii Eichengreen (2008)
- xiv Ver, por exemplo, tabela 8, p 32, em Franco(1987)
- xv A tabela é retirada de Franco(1987), p.38. No entanto, os valores relativos à Conta de Capital do Balanço de Pagamentos do Brasil (Tabela A.4 , p.48) na coluna “Empréstimos – Governo Federal” foram corrigidos para os anos de 1888, 1889, 1893 e 1895, levando-se em conta o tipo, em conformidade com V. Bouças (1950)
- xvi Franco(1897)
- xvii RCJC, 1887, p 12
- xviii Idem, ibidem
- xix Relatório do Ministério da Fazenda, 1886, p 17
- xx Franco(1987), p 54
- xxi Idem, ibidem
- xxii Franco(1987) cita Schumpeter (1964), que estabelece como condição “*si ne qua non*” para a estabilidade monetária nesse tipo de sistema, a conversibilidade metálica.
- xxiii Idem, p. 58

- xxiv Idem, p. 58-61
- xxv Ver tabela 2
- xxvi Relatório do Ministério da Fazenda, 1890, p. 29
- xxvii Observe, por exemplo, a Figura 1
- xxviii Franco(1987), p. 67-69
- xxix Idem, p. 70
- xxx Cano(1981), p. 24
- xxxi Franco (1987), p 90
- xxxii Carvalho (2004)
- xxxiii Reproduzido em Franco (1987)
- xxxiv Abreu e Lago (2010), p 38 (Abreu and Lago, A economia brasileira no Império, 1822-1889 2010)
- xxxv Reproduzido em (Levy 1977)
- xxxvi Item 5º do artigo 4º do decreto 165. Reproduzido em Franco(1987)
- xxxvii Levy (1977)
- xxxviii Lima(1964)
- xxxix Aguiar (1973), p. 118
- xl Como o famigerado romance de Taunay
- xli Fishlow (1989), p 97