

Sessão Ordinária  
Área 2  
Sub-área 2.1

## **O Papel dos Capitais Especulativos Internacionais Durante o “Renascimento” Econômico (1906-1914)**

Luiz M. Niemeyer N.- PUC-SP  
[lniemeyer@uol.com.br](mailto:lniemeyer@uol.com.br)

### **Resumo**

O objetivo deste artigo é verificar em que proporção o influxo de capital internacional no Brasil foi de curto prazo (especulativo) no período de 1906 a 1914. Nossa hipótese é que o fluxo de capital especulativo de curto prazo teve uma participação significativa no financiamento do Hiato de Recursos Externos no período. Além disso, observamos que episódios especulativos ocorridos na tentativa de estabilização de 1906 a 1914 têm similaridades com eventos especulativos recentes na economia brasileira, como por exemplo, o Plano Real. Nossa apreciação foi realizada através de uma análise a respeito do comportamento do sistema financeiro internacional no período e da interação da economia brasileira com este sistema com ênfase na presença dos créditos especulativos de curto prazo.

**Palavras-Chave:** América Latina e o mercado de capitais internacional no início do Século XX; Créditos internacionais especulativos; economia brasileira no início do século XX; valorização do café

### **Abstract**

The objective of this article is to check the degree to which capital inflow into Brazil was short-term (speculative) during the period between 1906 and 1914. Our hypothesis is that in this period speculative short-term capital flow had a substantial share in the financing of the Foreign Exchange Gap. Furthermore, we found similarities involving speculative episodes, in the period under study and the Real Plan (1994 -1998). Our analysis was based on research about the role of the international capital markets during the period and its interface with the Brazilian economy.

**Key Words:** Latin and the capital markets in the early Twenty Century; short-term (speculative credits; Brazilian economy in the beginning of the XX Century; coffee valorization.

**Classificação JEL:** N26, F34, F4, O 16 e O 54

## Introdução

Financiamentos internacionais e transferência de recursos fornecem o suporte essencial para os fluxos de comércio, investimento e tecnologia entre países. Entretanto, a história mostra que os sistemas financeiros e monetários internacionais raramente geraram as condições necessárias para um crescimento estável, constante e justo na produção de todos os países. A distribuição desigual do poderio econômico e político entre as nações reflete-se nos sistemas financeiros, que deixam os mais fracos na pior situação.

O objetivo deste artigo é verificar em que proporção o influxo de capital internacional no Brasil foi de curto prazo (especulativo) no período de 1906 a 1914. Nossa intenção é ver em que proporção recursos de curto prazo financiaram o Hiato de Recursos Externos (HRE) durante este período.

Nossa hipótese é que em períodos que terminaram em crise de dívida, como o que iremos estudar, o fluxo de capital especulativo de curto prazo teve uma participação significativa no financiamento do HRE. Além disso iremos verificar em que medida nossas conclusões sobre o período em questão nos auxiliam na compreensão de eventos recentes na economia brasileira, como por exemplo, o Plano Real.

O período analisado neste artigo corresponde à chamada Primeira Globalização (Milberg, 1997, p. 305). Dado que estamos vivendo a Segunda, as conclusões desta pesquisa podem nos auxiliar a compreender questões atuais envolvendo a nossa economia.

Correntemente na imprensa têm merecido grande destaque, a compreensão da história econômica da República Velha e seus episódios especulativos e de suas similaridades com eventos ocorridos recentemente na economia brasileira (Nassif, 2007).

Considerando a análise da crise da dívida de 1982 como um marco (*bench mark*) tendo em vista que desde essa crise a economia brasileira interrompeu a significativa trajetória de crescimento desde os anos 30 até o princípio de 1982 nos reportamos a um dos trabalhos clássicos sobre este período. Nogueira Batista (1983) afirma que a política de financiar o país com uma quantidade massiva de créditos internacionais de curto prazo estavam entre uma das causas importantes que levaram a crise da dívida de 1982.

Suzigan e Villela (1973:332), reportam que durante o período de 1890 a 1931, o Brasil recebeu novos empréstimos montando a £ 343,4 milhões pagou £365,4 milhões e aumentou seu débito externo em £245,9 milhões<sup>1</sup>. Eichengreen (1991, p. 151) informa que os investidores em títulos de governos demandavam um prêmio de risco de aproximadamente 2 por cento sobre o retorno dos *consols* do tesouro britânico. No caso dos quatro principais governos da América Latina, esse prêmio mais do que compensou a inadimplência: retornos realizados na América Latina excederam em pelo menos um terço o retorno dos *consols* no mesmo período.

Na seção I deste artigo, realizamos uma análise sobre o comportamento do sistema financeiro internacional com relação à América Latina com ênfase nos créditos de curto prazo (especulativos). Na seção II, verificamos como estes créditos de curto prazo interagiram na economia brasileira. Na última seção apresentamos nossas conclusões.

## **II. Mercados internacionais de capital: O apogeu da influencia financeira européia e o poder sobre os Estados Latinos Americanos (1906-1914).**

Para nos auxiliar nessa comparação iremos fazer uma revisão o comportamento do mercado internacional de capitais durante o período em análise para que se possamos avaliar o comportamento dos créditos de curto prazo.

**Tabela 1**

**Movimento liquido de capital 1905-1914. Principais países credores (\*)**  
(Milhões de dólares) Exportação de Capitais (sinal negativo)

<b>Ano</b>	<b>Reino Unido.</b>	<b>França</b>	<b>EUA</b>	<b>Total</b>
1905	-396,0	-312,8	-83,0	<b>-791.8</b>
1906	-571,0	-345,6	+68,0	<b>-848.6</b>
1907	-748,9	-235,5	+71,0	<b>-913.4</b>
1908	-715,8	-287,7	- 46,0	<b>-1049.5</b>
1909	-659,0	-281,9	+59,0	<b>-881.9</b>
1910	-813,0	-353,3	+255,0	<b>-911.3</b>
1911	-956,9	-198,8	+48	<b>-1107.7</b>
1912	-957,9	-258,7	+23,0	<b>-1193.6</b>
1913	-1090,0	-215,3	+87,0	<b>-1218.3</b>
1914			-522,0	<b>-522</b>

**Fonte:** North (1962: 36). (\*) Dados sobre a Alemanha, um grande exportador até 1914, não foram encontrados.

<sup>1</sup> Para Oliveira (1977, p. 16), a produção de café, responsável, por uma importante parcela da dívida, tinha a sua realização quase que totalmente externa.

Para Eichengreen (1992), a estabilidade do padrão ouro de pré-guerra era resultado de dois fatores muito diferentes: credibilidade e cooperação. Credibilidade era a confiança investida pelo público no comprometimento do governo a uma política. A credibilidade do padrão ouro derivava da prioridade dada pelos governos à manutenção do equilíbrio da balança de pagamentos pelo menos nos países centrais (Grã-Bretanha, França e Alemanha). A cooperação está associada à cooperação entre bancos centrais, ou seja, de um time de banqueiros centrais cooperando sob a liderança do Banco da Inglaterra em nome da comunidade empresarial mundial.

O mais importante fator de ajuste nesse sistema de finanças internacionais altamente integrado de pré-guerra eram os movimentos de crédito, de longo e curto prazo. Para Brown (Brown 1940, p. 777), o ouro desempenhou um papel secundário como fator de equilíbrio no comércio internacional, entretanto, sua importância residia no seu papel de fator inspirador de confiança e limitador da expansão de crédito bancário ao redor do mundo.

Lindert (1969, p. 57) acrescenta que o ajuste das taxas cambiais e do fluxo de ouro dos principais centros estava baseado na manipulação de fluxos de curto prazo de capital totalizando US\$ 2413 milhões, O Reino Unido participando com mais de 50%<sup>2</sup>. Como Bloomfield (1973) mostrou, o ajuste internacional era relativamente fácil, já que a política de desconto do centro britânico poderia exercer uma forte e imediata influência nos fluxos internacionais de capital. Bastava uma tendência de alta na Inglaterra e o ouro seria atraído em direção ao centro.

### **Fluxos de capital de curto prazo**

Vários autores reconheceram que, antes da Primeira Guerra Mundial, os movimentos de capital de curto prazo estavam predominantemente envolvidos com o financiamento do comércio internacional, ao passo que, na era pós-guerra, eles eram mais especulativos (James, 1992, p.596; Nações Unidas, 1949, p. 2; Bloomfield, 1963, p. 48; Lewis, 1938, p. 144; Thorp, 1984, p.4; North, 1962, p. 16; Brown, 1940, p. 782).

---

<sup>2</sup> Não existem estimativas confiáveis para o total de créditos de curto prazo no período de pré-guerra. Bloomfield (1963, p. 71) reportou valores para países individuais: Grã-Bretanha tinha ativos de US\$ 1715 milhões, enquanto a Alemanha tinha US\$240 milhões e os EUA, US\$ 450 milhões em dívidas (passivos). O volume total de capital privado de curto prazo montava a US\$2.9 bilhões. (Bloomfield, 1963, p. 34).

Entretanto, movimentos "anormais" (definidos na próxima seção) de créditos de curto prazo, associados a fugas de capital e especulação desestabilizante não estavam totalmente ausentes antes disso, sendo especialmente relevantes na América Latina.

Bloomfield (1963, p.83) definiu amplamente movimentos “anormais” de capital como movimentos associados:

1. com uma especulação monetária desestabilizante;
- 2) com medo, da parte dos donos do capital, sejam estrangeiros ou nativos, de perdas no futuro.

Nisso eles contrastam com os movimentos “normais” de capital que são atraídos a um país. Nurkse (1944, p. 80) salientou o caráter errático, massivo, imprevisível e improdutivo desse tipo de fluxo. Em todos os casos sua transferência pode ser facilitada por :

- (1) empréstimos de longo prazo;
- (2) empréstimos de curto prazo;
- 3) depreciação das reservas de ouro e de moeda estrangeira do país.

Kindleberger observa que o termo "capital anormal" é geralmente aplicado para os casos de fugas de capital. “... aquele que sai de um país onde a taxa de juros é mais alta do que no país para o qual o capital é trazido”.(Kindleberger,1965,p.155). Ele é considerado anormal porque se move devido a considerações “não econômicas” já que são atraídos por taxa de juros “menores”.

Seguindo Bloomfield (1963,p. 83), “hot money” · é um sinônimo para movimentos "anormais" de capital e começou a ser usado para explicar os movimentos anormais de capital dos anos 20. Por outro lado, “fluxos anormais de capital” é a expressão mais usada para explicar os movimentos desestabilizante e especulativos de capital de curto prazo anteriores à Primeira Guerra Mundial.

Movimentos anormais de capital de curto prazo, associados com fuga de capital e especulação desestabilizante, não estiveram completamente ausentes antes da Primeira Guerra Mundial: “A redução no equilíbrio monetário seguindo o” American panic “de 1907 foi aparentemente mundial ” (Lindert 1969:26). O mesmo pode ser dito a respeito da crise do Marrocos de 1911 e da Guerra dos Bálcãs de 1911-1912. Apesar dessas ocorrências, embora tais movimentos não tenham apresentado a mesma magnitude dos

movimentos do “hot money” do pós-Primeira Guerra, eles eram relevantes, especialmente na América Latina. Bloomfield (1969, p. 80) afirma que, nos países latino-americanos, a especulação desestabilizante da moeda muitas vezes desempenhou um papel importante, aumentando o grau de flutuação de moeda. Essa é uma boa explicação para a história monetária instável dos países latino americanos antes de 1914 <sup>3</sup>

### **América Latina e os mercados de capital**

Marischal (1987, p. 171) reporta que por volta de 1914, o débito do governo latino-americano atingiu mais de US\$ 2 bilhões. A metade dessa quantia havia sido contraída no decorrer do século XIX; a outra metade foi contraída durante o *boom* de empréstimos de 1904-14. Durante a Primeira Guerra Mundial, a América Latina, uma importadora de capital líquido desde a metade do século XIX, tornou-se uma exportadora de capital líquido por alguns anos, usando parte de seu superávit comercial para repatriar uma parte da dívida.

Eichengreen e Fladreau (1997, p.126) reportando-se a Triffin<sup>4</sup>, argumentam que o sistema operava para beneficiar a Europa e não a periferia. Para eles, o padrão cíclico do movimento do capital internacional teve impacto muito diferente sobre países que o exportavam e os que o importavam. Nos países centrais, reduzir tal exportação poderia aliviar as pressões de reservas resultantes de um desenvolvimento desfavorável em outras transações de balança de pagamento.

Por seu turno, países que tomavam emprestado, estavam sujeitos às oscilações dos mercados de capital que tendiam a florescer nos tempos de *boom* e a secar nos anos difíceis. Um corte nos empréstimos, acompanhado de uma diminuição das importações é uma receita para o desastre. A taxa de câmbio dessas nações “periféricas”, sobretudo nas latino-americanas, flutuavam muito e se desvalorizavam largamente. Essas flutuações nos termos de troca era o preço que se pagava por essa dependência.

---

<sup>3</sup> De uma maneira geral, o autor reconhece que o fluxo de capitais privados de curto prazo teve um importante papel em amarrar os países com relação a desequilíbrios temporários e dessa forma contornavam o efeito desses desequilíbrios sobre as reservas oficiais.

<sup>4</sup> Tal análise pode ser encontrada em Triffin (1979, p. 343).

Quando o fluxo de empréstimos feitos pela Inglaterra era maior que seu o seu superávit de conta corrente um novo ator surgia no cenário econômico, o Banco da Inglaterra, com a sua taxa de desconto. Se a taxa do banco era elevada para corrigir uma propensão ao déficit, seu efeito imediato era nos movimentos de capital de curto prazo e no ouro internacional (Ford, 1965, p.80). Lindert (1969, p. 78), observa que essa política ajudava a minimizar os problemas monetários dos países “centrais”, passando o fardo do ajuste de curto prazo para os da “periferia”, já que os fundos se moviam do menor centro financeiro para o maior enquanto as taxas de juros subiam em todo lugar.

Finalmente, Lindert (ibidem, p. 28) realça outro ponto relevante que irá nos auxiliar quando analisarmos especificamente a posição brasileira: reserva em ouro estável e segura proveria um excelente chamariz (*window dressing*) já que transmitia confiança e facilitava o gerenciamento de volumes cambiais expressivos. Para esse autor, o grau de reservas em moeda estrangeira determinado, sobretudo pela dependência do crédito do centro financeiro; os tomadores eram freqüentemente solicitados a manter depositada uma certa quantia de seu empréstimo em Londres.

Baseado nos dados acima chegamos a algumas premissas em relação ao comportamento dos fluxos de curto prazo no Brasil durante esse período:

O padrão quase- ouro, estabelecido no Brasil em 1906 através da Caixa de Conversão(CC), que financiou e apoiou a industria cafeeira- facilitou o caminho para o influxo de capital. A manutenção de um nível relevante de reservas em ouro funcionava como um *window dressing*, para atrair grandes fluxos de capital. Quando o Banco da Inglaterra subia a sua taxa de juros, seu efeito imediato se fazia sentir nos movimentos de capital de curto prazo e, depois, no ouro internacional. No Brasil, por exemplo, o crédito comercial se tornou escasso já que esse tipo de capital se dirigiu à Inglaterra, obrigando o país a usar suas reservas em ouro para conseguir honrar suas obrigações internacionais. Além disso, Lewis (1938, p. 149) realça que “a acumulação de capital de curto prazo num país era acompanhada por um grande influxo de ouro, e, muito provavelmente, sua saída era marcada por um refluxo do metal”. Associado a esses influxos, temos a presença do capital de curto prazo "anormal" e a conseqüente fuga de capital. Portanto, a adoção do padrão ouro tornou possível uma enorme saída de capita (Furtado,1963, p. 229).

### III. Valorização do Café e os "Funding Loans"- Tentativas de Padrão Ouro - 1906-1914

Before 1930 economic policy in Brazil can be said to have relied basically on coffee "valorization" and stabilization of the exchange rate.... While valorization ensured the maintenance of high international coffee prices, exchange stabilization prevented any decrease in the coffee growers' mil reis income originating from a revaluation of the mil reis against sterling.

...The considerable financial outlays required for the operation of such scheme were generally provided by international financial market. The service of this loans was financed by the collection of a gold export tax which was supposed to be mainly borne by consumers due to the low price elasticity of demand for coffee. (Abreu 1973: 2)

#### Controle artificial dos preços do café.

Dois aspectos principais precisam ser mencionados para que se entenda a situação da indústria brasileira do café nos primeiros anos do século XX quando a idéia do controle artificial do seu preço internacional amadureceu:

Primeiramente, Rowe chama nossa atenção para a enorme variação na safra cafeeira brasileira:

...a produção da árvore de café é grandemente influenciada pelo clima. Uma combinação de condições climáticas especialmente favoráveis produz uma safra enorme. Essa safra gigante exaure a árvore e é sempre seguida de uma safra pequena, e são necessárias uma ou duas colheitas para que a árvore volte a produzir normalmente. Mais cedo ou mais tarde o clima torna-se extremamente favorável novamente e temos uma outra safra gigante, iniciando-se assim um outro ciclo (Rowe 1932, p. 6).

Segundo Delfim Netto (1979, p. 20) seguindo a fundação da República em 1889 a desorganização do sistema financeiro local associado com um déficit orçamentário gerou, num período bem curto, ou seja, em 1890, uma espiral inflacionária. Essa crise inflacionária é conhecida na história econômica brasileira como "encilhamento".

Prosseguindo sua análise o autor afirma que, devido à inflação, a taxa de câmbio depreciou mais rapidamente que o preço internacional do café, gerando um aumento no seu preço interno. Isso levou a produção brasileira a crescer de 6 milhões de sacas, entre 1892-1896, para mais de 9.3 milhões na safra e 1896/1898. Deve-se notar que a árvore de café no Brasil não apresenta uma colheita apreciável até o seu quarto ou quinto ano. Quando todos cafeeiros plantados nesse período se tornaram produtivos, a produção atingiu uma média de 12.7 milhões de sacas entre as safras de 1900/01 e 1903/04 (ibidem,p.22).



A esclarecedora observação de Rowe (1936, p. 7) apresenta outras características da cultura de café no período em estudo. Primeiramente, o excesso de uma safra grande não poderia ser usado para consumo a qualquer preço e deveria ser destruído ou guardado como estoque até que uma safra subnormal aparecesse. Em segundo lugar, antes de 1906, quem administrava o estoque superavitário de café eram os comerciantes internacionais e os especuladores.

Durante os primeiros cinco anos do século, o preço internacional do café caiu quase 100% em comparação ao preço de 1892-1895. Durante os anos 1905 e 1906, o mil-réis brasileiro valorizou quase 25% o que reduziu o lucro dos plantadores de café. É importante mencionar que a estrutura econômica e política era tal que a desvalorização da moeda (relativamente ao ouro) deslocava uma dada distribuição de rendimentos em favor do interesse dos fazendeiros e dos interesses dos exportadores, contra os interesses dos assalariados e dos principais importadores como, por exemplo, as estradas de ferro.

Por volta de 1904, o consumo mundial de café era de aproximadamente 16 milhões de sacas<sup>5</sup>, significando que a safra de 1903/1904 representava 3/4 desse consumo. Entretanto, a previsão para a safra de 1906/1907 era de uma produção gigante de 20 milhões de sacas. O Brasil era responsável por mais de 75% da produção mundial; conseqüentemente, no final de 1905, a idéia de uma intervenção em seu preço internacional - uma valorização- tornou-se o principal debate econômico no país. Depois de varias propostas, a *valorização* tomou a forma de compra de café no mercado mundial, que seria então estocado até que os preços subissem e ele pudesse ser comercializado com lucro. Entre 1905 e 1910, aproximadamente 8.5 milhões de sacas foram removidas do mercado. É relevante mencionar que durante dez anos, a partir de 1906, a plantação de novas arvores no Brasil foi proibida.

**...A valorização era essencialmente simples; um empréstimo estrangeiro  
era obtido para comprar café dos agricultores e estocá-lo; em ano de má  
colheita o suprimento seria liberado para o mercado internacional; e por outro  
lado, todo o café exportado seria taxado a uma tarifa suficientemente alta para  
pagar o empréstimo externo. (Love, 1980, p. 45).**

---

<sup>5</sup> O café era acondicionado em sacas de 60 quilos (aproximadamente 132 libras).

<sup>6</sup> De 1906 até pelo menos 1965, nós vemos uma correlação entre a existência de créditos externos e exportação de café.

A idéia da *valorização* era para defender os produtores brasileiros de café dos efeitos da especulação comercial em período de excesso de oferta no mercado. Estes avaliaram que seria necessário um empréstimo de £12 a £15 milhões de libras<sup>7</sup> para comprar o excesso da produção de café (equivalente a 8 ou 9 milhões de sacas). De acordo com Delfim Neto(1979, p.43) o Brasil aprendeu, após a experiência de quase meio século, que quando um equilíbrio relativo fosse atingido entre oferta e a demanda o preço internacional do café tendia a subir. É também é relevante mencionar que a demanda de café no mercado internacional era inelástica no curto prazo.

Observe-se que, na história econômica brasileira a *valorização* é confundida às vezes com as proposições apresentadas num acordo assinado pelos três maiores estados produtores (São Paulo, Rio de Janeiro e Minas Gerais em 25 de fevereiro de 1906 que ficou conhecido como Convênio de Taubaté- eventualmente usado como seu sinônimo).

**(...) A valorização, foi trabalho do Estado de São Paulo em cooperação com comerciantes internacionais de café, e banqueiros privados de países consumidores. O governo federal e os estado do Rio de Janeiro e Minas Gerais participaram do esquema limitadamente e com serias reservas.. (Holoway, 1975, p. 48).**

Durante esse período(1906-1930) a *valorização* do café implicava preços monopolísticos, e o Brasil foi severamente censurado principalmente pelo governo norte-americano, com base no Sherman Act. Desde a Primeira Guerra Mundial, parou-se de usar o termo valorização nos seus vários<sup>8</sup> esquemas de controle artificial dos preços do produto. O termo valorização foi substituído pela expressão “defesa do café”.

O complicado esquema de valorização para defender a economia cafeeira funcionou relativamente bem até os anos 30. Furtado(1963, p. 224) mostra que os produtores de café foram bem-sucedidos em transferir para a sociedade inteira o

---

<sup>7</sup> Até 1909, a discussão ocorria entre os que estavam a favor da garantia do governo federal nesse empréstimo e os que se posicionavam contra essa medida. Os primeiros venceram a discussão, quando uma garantia foi providenciada em um empréstimo de 15 milhões de libras, em dezembro de 1908.

<sup>8</sup> A segunda “defesa do café” (sem um *currency board*) foi adotada durante a Primeira Guerra Mundial e durou de 1917 a 1920. A terceira (também sem um *currency board*) durou de 1921 a 1924 enquanto a quarta, (com *currency board*) durou de 1926 a 1930.

fardo das altas e baixas do ciclo do café. Caracterizou essas transferências como a “socialização das perdas”. Mantendo a taxa de câmbio abaixo da média, o resto da sociedade subsidiava os exportadores. Por exemplo, quando o preço do café caía nos mercados internacionais, o ganho em mil-réis dos exportadores caía menos graças à desvalorização da moeda; além disso, o custo dos produtores de café subia mais lentamente.

### **A estabilização da taxa de cambio**

O influxo de crédito internacional, juntamente com as melhores condições de comércio, tendia a valorizar a taxa de câmbio (Delfim Netto, 1979, p. 48). Isso poderia prejudicar o aumento da receita interna dos produtores relacionada a essa valorização—portanto, a idéia de uma estabilização da taxa de câmbio, mediante um *currency board*, era mais do que bem-vinda. Dado que, a estabilização da taxa de câmbio era uma aspiração nacional, a valorização do café (ou defesa) tinha uma "ideologia" para justificar sua implementação.

Desde a fundação da República em 1889, a escola “ortodoxa” simpatizava com uma valorização da taxa de cambio, já que para eles governar era "construir (importar) estradas de ferro". Em qualquer debate econômico daquela época a escola “ortodoxa”<sup>9</sup> pregava o retorno de uma taxa de câmbio de 27d per 1\$000(mil-réis)<sup>10</sup>. Os defensores da valorização queriam uma taxa de câmbio de 12d per 1\$000.

As notas da Caixa de Conversão (CC), inaugurada no início de 1907, eram conversíveis em ouro, a uma taxa cambial de 15d por 1\$000, acima da taxa de mercado da época, de 16d per 1\$000. O sistema criado era dual: as exportações eram pagas com notas conversíveis da CC pela taxa de conversão estipulada por essa caixa, enquanto a taxa de importação era regulada pelo Banco do Brasil. Desde 1895, o Banco do Brasil desempenhava o papel de regulador do mercado de moeda estrangeira, já que o governo federal era o principal comprador de moeda estrangeira. Mantinha a taxa de câmbio de 1/32 a 1/16 cima da taxa da CC (Suzigan, 1971, p. 98).

---

<sup>9</sup> Neuhaus (1975, p. 28) reporta que o debate econômico a respeito da CC envolvia dois grupos: um grupo favorecia a deflação e a valorização cambial de forma que se restaurasse a paridade de 1846 (27 pences por mil-réis); o outro grupo favorecia uma expansão monetária e uma taxa de câmbio mais realista de 15 pences por mil-réis.

<sup>10</sup> Uma libra dividia-se em doze pences (abrevia-se como d).

No período em questão, a estabilização da taxa de câmbio beneficiou os produtores de café, especialmente do estado de São Paulo, bem como os banqueiros internacionais. A Caixa de Conversão (cf. Pelaez 1971a, 1971b, e Pelaez e Suzigan 1976) foi projetada para absorver qualquer oscilação indesejável no valor do mil-réis, e, através dessa medida, igualar o rendimento do setor cafeeiro no que se refere à moeda nacional. No que diz respeito à estabilização, o Brasil estava seguindo a lógica do “concurso de beleza” (no sentido keynesiano). O país estava imitando o exemplo argentino iniciado em 1900.

A CC de 1906-1913 foi financiada com fluxos especulativos de capital de curto prazo e estava sujeita às oscilações das economias centrais, especialmente ao aumento da taxa de juros nos principais países. Isto é, a estabilização da taxa de câmbio, uma idéia muito popular na nação naquela época, era financiada em grande parte por fundos de curto prazo; ao primeiro sinal de falta de instabilidade, esse “fluxo anormal” deixava o país e então o Brasil tinha de enfrentar uma crise de enormes proporções<sup>11</sup>. Levando em consideração o contexto histórico, o Plano Real dos anos 90 seguiu um padrão semelhante a esta tentativa de estabilização que acabamos de descrever.

### **Brasil 1906-1914 - O “Renascimento”<sup>12</sup> econômico e o crédito especulativo de curto prazo**

Durante a primeira valorização iniciada em 1906, os fundos para financiar a aquisição do excedente da produção de café foram obtidos, em grande parte, com credores estrangeiros. A ocorrência de um abundante fluxo de capital privado e a chegada de empréstimos para financiar o café deram ao Brasil uma situação de câmbio favorável, induzindo o governo à adoção do padrão ouro.

Como já foi dito, o estado de São Paulo e o governo federal, a partir de 1906, sustentaram os preços do café mantendo estoques de regulação. A Caixa de Conversão (CC), como também já mencionada, foi criada em 1907 para absorver qualquer flutuação indesejada no valor do mil-réis e, portanto, *hedge*, renda do setor cafeeiro em moeda

---

<sup>11</sup> Calógeras (1960, p. 514) um crítico severo da valorização e da criação da CC, observa que esta funcionou por três ou quatro anos sem interrupção. Durante os primeiros anos do Século XIX, o Brasil adotou um regime de taxa de câmbio fixa, mas nesse período os fluxos especulativos de curto prazo não eram uma fonte importante de financiamento.

<sup>12</sup> Suzigan e Villela (1973).

nacional. De 1906 a 1914, o sistema financeiro brasileiro foi convertido ao padrão ouro<sup>13</sup> e a Caixa de Conversão (CC) estava pronto para comprar e vender ouro ou moedas estrangeiras a taxas de cambio fixas contra a moeda local, para evitar uma valorização perturbadora da taxa cambial.

A Caixa de Conversão (CC) funcionava da seguinte maneira: mantendo sua taxa de cambio acima da taxa do mercado livre,<sup>14</sup> seria possível atrair moeda estrangeira e ouro para o país, em troca de notas da CC<sup>15</sup>. Essas notas circulavam junto com as notas do tesouro, sendo conversíveis a ouro no Tesouro (Pires do Rio, 1946, p.179), e a papel moeda normal<sup>16</sup>. Era do interesse dos importadores comprar libras fora do CC, ou seja, no mercado, onde eram mais baratas; os exportadores, por sua vez, compravam mil-réis da CC, onde eles recebiam mais do que se eles vendessem suas libras no mercado aberto<sup>17</sup>. A CC tinha um limite operacional de 20 milhões de libras (aproximadamente US\$97 milhões ou 320 mil contos de réis), e, uma vez que esse limite fosse atingido a CC deveria suspender suas operações.

A propósito da presença dos fluxos de capital de curto prazo durante esse período histórico descrevemos abaixo os principais fatos envolvendo esse tipo de recurso:

**Tabela 2**

**Hiato Externo ou Cambial**

*(milhões de libras)*

Year	1906	1907	1908	1909	1910	1911	1912	1913	1914	1915
FE-GAP*	8453	-350	-9069	9801	-3310	-8011	-11070	-26303	-71926	9883

Fonte: Fritsch (1988, p. 189)

\* igual ao déficit/superávit em conta corrente

## 1906-1908

<sup>13</sup> Argentina e Brasil são freqüentemente citados na literatura com exemplo de países que adotaram o padrão ouro- em 1900 e em 1906, respectivamente. Todavia, eles não pareciam possuir as características totais do padrão ouro por que as agências do governo envolvidas (CC) só estavam aptas a comprar e vender somente *ouro* a uma taxa fixa e não operavam no mercado de câmbio (Bloomfield, 1963, p. 21).

<sup>14</sup> Obviamente, como observado por Villela e Suzigan (1973, p. 314), a diferença entre as duas taxas deveria supostamente ser bem pequena, de forma a evitar operações de arbitragem internacional.

<sup>15</sup> A conversão dessas notas em ouro era de 15d. por mil-réis (1\$000). (mil-réis, ou seja 1\$000 equivaliam a um "conto"). O mercado de câmbio manteve-se relativamente estável a 15d. de 1906 a 1913 (Pires do Rio 1946)

<sup>16</sup> A conversão dessas notas em ouro era de 15d por mil-réis (mil-réis, ou seja, 1\$000, equivalente a um "conto"). O mercado de câmbio manteve-se relativamente estável a 15d, no período de 1906 a 1913 (Pires do Rio, 1946).

<sup>17</sup> Obviamente que os produtores de café estavam interessados na estabilização da taxa de câmbio, mas as taxas "estáveis baixas".

Fritsch (1988, p. 20) reporta que uma vez que a valorização iniciou, um fluxo contínuo de recursos de curto prazo, "aceites" de bancos ingleses e norte-americanos para financiar os *warrants* dos importadores. No início a operação era gerenciada pelo estado de São Paulo, em associação com os principais importadores internacionais de café, que forneceram 2/3 dos recursos necessários.

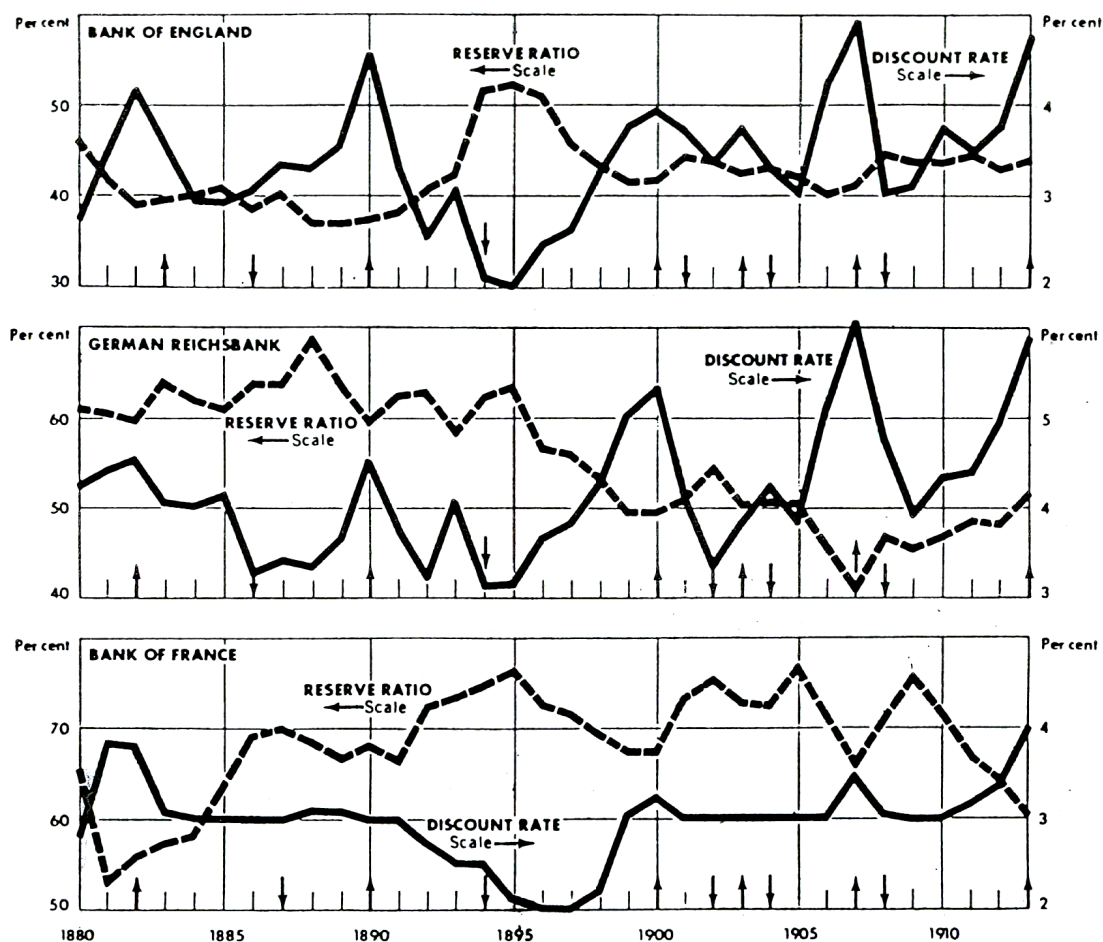
No começo de 1908, devido ao chamado *Rich Man's* da América do Norte (Kindleberger, 1986) havia uma política monetária restritiva na Europa, e o Banco da França estava resistente a redescontar os *warrants*. O estado de São Paulo adotou, então, um plano para consolidar esse débito de curto prazo tomando um empréstimo de 15 milhões de libras, subscrito em dezembro, para rolar os débitos da *valorização*. O apoio do governo federal para esse empréstimo foi anunciado em outubro de 1908. Por tanto, de início, a valorização foi financiada com recursos internacionais de curto prazo.

Consta que o tesouro brasileiro possuía, em março de 1907, um montante de 10 milhões de libras (US\$48.7 milhões) moeda internacional em Londres (Lindert, 1969, p. 14). Calógeras (1960, p. 478), por sua vez, reporta que de dezembro de 1906 a março de 1907, o influxo de ouro na CC (£5.5 milhões de libras) estava relacionado a fluxos especulativos, que se beneficiavam da diferença entre o custo do ouro e das taxas de conversão das notas emitidas nessa Caixa de Conversão.

O crédito comercial de curto prazo deixou o país devido a um aumento nas taxas de desconto por parte dos principais centros: Inglaterra, Alemanha e França (ver Fig.1 abaixo). Em 1908, conforme descrito por Love (1980, p. 194), o governo do Presidente Afonso Pena (1906-1909) teve de tomar um empréstimo de 4 milhões de libras com a Casa Rothschild, na tentativa de manter a taxa de conversão. A CC foi capaz de evitar a queda, mas à custa de empréstimos externos.

Fig. 1 TAXA DE DISCONTO DO BANCO CENTRAL E PROPORÇÃO DAS RESERVAS

Média anual de dados mensais



Nota: as flechas no final de cada painel indicam as sucessivas datas de reversão do ciclo de negócios em cada país

Fonte: Bloomfield (1978, p.31)

### 1909-1910

Fritsch (1988, p. 22) reporta que no último trimestre de 1909 a balança comercial apresentou um superávit anormalmente alto. O conseqüente influxo de divisas externas forçou a taxa de câmbio para cima. Os bancos internacionais envolvidos no

financiamento do comércio exterior brasileiro, importaram ouro em grande volume para financiar o crescimento de operações de financiamento de comércio exterior. Como consequência, o limite de emissão da CC alcançou 70%. Para Calógeras (Calógeras 1960, p. 478), o fluxo superior a 12 milhões de libras na CC entre setembro e outubro de 1909 estava relacionado à especulação envolvendo a diferença entre o custo de adquirir ouro e a taxa praticada na Caixa de Conversão.

Em abril de 1910, o novo Ministro das Finanças, um seguidor da "escola velha"<sup>18</sup> enviou ao Congresso uma proposta de revalorização da taxa de cambial. Fritsh acrescenta que o simples rumor de uma valorização da moeda foi um sinal suficiente para os *dealers* de câmbio; em consequência, o influxo de ouro na CC cresceu rapidamente, e, em 14 de maio, seu limite de 320 mil contos foi atingido (o teto £20 milhões de libra) e a CC foi fechada.

Em julho, o Ministro aumentou a taxa de câmbio acima da taxa praticada pela CC, a 18d, e manteve-se até 15 de novembro, quando um novo governo tomou posse.:” Até então, o apoio a taxa oficial super valorizada tinha custado as autoridades quase todos os créditos em moeda estrangeira do Banco do Brasil e cerca de 3/4 das reservas do Tesouro em Londres”(Fritsch, 1988, p.22).<sup>19</sup> É relevante mencionar que o Banco da Inglaterra subiu em 0.6% sua taxa de desconto vis-à-vis os dois últimos anos (Fig. 1).

## 1911-1914

Pelaez (1971a, p. 42) reporta que a idéia da “estabilização” relacionada à Caixa de Conversão era politicamente bem-vinda no país, porque a idéia de estabilidade da moeda era muito popular na nação. Alguns autores, tais como Calógeras(1960, p. 482) e Suzigan e Villela (1973, p.101), que ressaltaram o papel dos fluxos privados,<sup>20</sup> reforçam o fato de

---

<sup>18</sup> Neuhaus (1975, p. 28) reporta que o debate econômico a respeito da CC envolvia dois grupos. Um grupo favorecia a deflação e a valorização cambial de forma a restaurar a paridade de 1846 (27 pences por milréis). O outro grupo favorecia uma expansão monetária e uma taxa de câmbio mais realista de 15 pences por mil réis.

<sup>19</sup> Em 1910, o Tesouro brasileiro possuía 6,5 milhões (US\$ 31,6 milhões) em moedas estrangeiras, sobretudo em libras esterlinas (Lindert, 1969, p.14). É importante observar também, que o novo governo aumentou o limite da CC para 900 contos (60 milhões de libras).

<sup>20</sup> Souza Reis informa que, entre 1906 e 1912, novos influxos de capital somaram 143 milhões de libras, dos quais 104 milhões em dívidas do governo e 39 milhões em dívidas privadas. (apud Villela e Suzigan, 1973, p. 315).



que a "estabilização" foi financiada pelos influxos de fundos especulativos, tendo em vista tirar lucro do diferencial das taxas de câmbio.

Esse foi o caso em 1913, quando o Brasil experimentou seu primeiro déficit comercial no período em estudo (1715 mil libras). A crise não eclodiu no mercado de moeda estrangeira graças ao contínuo influxo de capital, aos empréstimos do governo (aproximadamente 20 milhões de libras), aos empréstimos privados e ao trabalho da CC, o que tornou possível uma operação de arbitragem que permitiu a entrada de mais capital no país. *Portanto, em diferentes períodos, a Caixa de Conversão foi financiada por créditos especulativos de curto prazo sujeitos ao impacto da taxa de desconto do Banco da Inglaterra.*

No segundo semestre de 1913, a entrada de capital cessou bruscamente. As matrizes dos bancos estrangeiros no Brasil instruíram suas filiais a cessar suas operações e remeter seus recursos para a Europa.(Neuhaus, 1975, p. 39). O serviço da dívida montava a 15 milhões de libras. Existia um risco de se deflagar uma corrida nas reservas da CC, em razão de um aumento na demanda de ouro, que já que havia se tornado mais escasso. Essa escassez era devida, parcialmente, ao aumento de 1%, *vis a vis* 1912, nas taxas de desconto dos principais centros.

Fritsch (1988, p. 29) acrescenta que a CC enfrentou uma enorme perda de reservas já que as notas com lastro em ouro caíram de seu recorde mais alto de todos os tempos, na pré-guerra, de 419000 contos (25,5 milhões de libras), <sup>21</sup> em fevereiro de 1913, para 107 mil contos(18,43 milhões de libras) <sup>22</sup> em agosto do mesmo ano. Nesse mesmo mês, o governo insistiu em preservar o padrão-ouro, e para esse propósito um empréstimo de curto prazo de 2 milhões de libras foi levantado em Londres. A idéia era manter a confiança dos depositantes na CC e preservar o "quase" padrão ouro. E essa atitude permaneceu a mesma até o início da guerra. A saída de ouro- ocorrida principalmente em notas da CC durante o segundo semestre de 1914- atingiu 8257 mil libras e, em 1915, montou a 5149 mil libras (Pires do Rio, 1946, p.182). Concluindo, aqui esta um caso em que *um aumento substancial na taxa de desconto* do Banco da

---

<sup>21</sup> As série quadrimestrais da notas emitidas pela CC, em mil-contos, podem ser obtidas em Fritsh (Fritsch, 1988, p. 204).

<sup>22</sup> Esse valor é confirmado por Lindert (1969, p. 9), que também informa que, no final de 1913, as reserva brasileiras da CC somavam US\$ 89,6 milhões (18,38 milhões de libras).

Inglaterra (Figura 1) promoveu *uma saída massiva de créditos de curto prazo* e ouro para os países centrais.

**Tabela 3- Fontes e Usos de Recursos Externos - 1906-1915** (em mil libras) média de 5 anos

	1906-1910	1911-1915
Exportação	55641	61539
Investimento(1)	20773	11732
<b>A. Usos</b>	<b>76414</b>	<b>73271</b>
Importação	38847	49849
Juros	6r118	6796
Frete e remessas	7181	8465
Amortizações	2390	4372
<b>B- Usos</b>	<b>54536</b>	<b>69482</b>
B-A	(21878)	(3789)
Novos empréstimos*	8019	7134
<b>Superávit /déficit cambial</b>	<b>29897</b>	<b>10923</b>

**Fonte:** Fritsch(1988, p. 1890 e Godsmith (1986, p. 114); (1) Abreu (1985, p.174). \

**\*dívida pública**

A tabela 3 deixa claro por que o país teve de assinar o segundo *funding loan*, ou seja, a renegociação da dívida (o primeiro foi assinado em 1898 tendo seu respectivo pagamento se iniciado em 1911). Desta segunda vez, o valor foi de 14502 mil libras (não considerado como empréstimo na tabela 3), assumido em 1914 e desembolsado em 1915. O Brasil enfrentava um aumento de 30% nas importações, um aumento e de 80% na amortização; enfrentava, acima de tudo, a interrupção dos empréstimos estrangeiros devido ao início da Primeira Guerra Mundial. É também relevante mencionar que parte do excedente de moeda estrangeira no período de 1906-1910 foi usada na construção de um bom nível de reservas para ser usado como *window dressing* (chamariz) para empréstimos externos.

## Conclusões

A assinatura dos "funding loan" de 1898 , um acordo com os credores, permitiu que o país participasse do *boom* dos empréstimos do período 1904-1914, através da Bolsa de Valores de Londres. Do mesmo modo, em abril de 1994, o Brasil concluiu um Acordo Brady, que permitiu o país a retornar com força total aos mercados internacionais de capital.

A presença de recursos especulativos de curto prazo na economia brasileira é constante. Eles estiveram presentes nos esquemas de financiamento da *valorização* do café, na caixa de estabilização do período de 1906-1914, e na crise da dívida externa que se seguiu.

A Caixas de Estabilização, de 1906-1913 , estabilizou a taxa de câmbio, dando apoio a industria cafeeira e facilitando, portanto, o caminho para os fluxos de capital ao país. Ela foi financiada com capital especulativos de curto prazo e estavam sujeitos as oscilações das economias centrais, especialmente aos aumentos das taxas de juros dos principais países. As ocorrências a seguir ilustram este fato:

O início, a valorização foi financiada com recursos internacionais de curto prazo. Mais adiante, entre pelo menos dezembro de 1906 a março de 1907, o influxo de ouro na CC (5.5 milhões de libras) estava relacionado a fluxos especulativos, que se beneficiavam da diferença entre o custo do ouro e das taxas de conversão das notas emitidas nessa Caixa de Conversão. Entre setembro e outubro de 1909 um fluxo superior a 12 milhões de libras na CC obedecia a este mesmo mecanismo especulativo. Em agosto de 1913, o governo insistiu em preservar o padrão-ouro, e para esse propósito um empréstimo de curto prazo de 2 milhões de libras foi levantado em Londres.

Levando em consideração o contexto histórico, o Plano Real dos anos 90 seguiu uma linha similar à tentativa as de estabilização do período de 1906 a 1914 descrita acima. Este Plano teve como grande financiador o fluxo de capital de curto prazo também sujeito às flutuações do mercado internacional de capitais..

As medidas adotadas pelo Brasil entre 1995 e 1997 de constituir um alto nível de reservas internacionais para "demonstrar" que a moeda é forte (*window dressing*) para atrair credito internacional tem similaridades com o período de 1906 -1914 quando as reservas em ouro foram usadas para atrair os fluxos de capital.

O Plano Real foi inspirado por tentativas semelhantes na Argentina (Plano Cavallo) e em outros países. A abertura da economia, que caracterizava tais planos, baseava-se nas políticas do chamado Consenso de Washington. Similarmente, a Caixa de Conversão de 1906 seguiu a Argentina. Isto é, alguns dos principais planos de estabilização no Brasil seguiram a lógica do conceito Keynesiano do "curso de beleza" dos mercados financeiros no seguinte sentido: "do que a opinião média espera o que a opinião média será" (Eatwell 1996, p.37). Eles foram implantados não pelo fato de que os executores da política econômica os considerassem fundamentais, mas porque, “acreditavam que todos no mercado acreditavam” que aquelas fossem medidas apropriadas a serem tomadas.

## **Bibliografia**

Abreu, M. P., "The Niemeyer Mission: an Episode of British Financial Imperialism in Brazil. Working Paper, General Series, n.10, Cambridge, Universidade de Cambridge, Centre of Latin American Studies.

Abreu, M. P., "A Divida Publica Externa do Brasil, 1824-1931." Estudos Economicos, XV, No 2, Maio/Agost 1984, pp.167-189.

Batista Jr, Paulo Nogueira,. Mito e Realidade na Divida Externa Brasileira. Sao Paulo: Editora Paz e Terra, 1983.

Bloomfield, A. I., "Short-Term Capital Movements Under the Pre-1914 Gold Standard," Essays in International Finance No 11, Priceton: International Finance Section, Dept of Economics, Princeton University, 1963.

Bloomfield, A. I., "Living with Floating Exchange Rates," Wharton Quartely, Março, 1973.

Bloomfield, A.I., Monetary Policy Under the International Gold Standard: 1880-1914. New York: Arno Press, 1978.

Brown, W. A., The International Gold Standard Reinterpreted 1914-1934, Vol.II, New York: National Bureau of Economic Research, 1940.

Calógeras, J. P., A Política Monetaria do Brasil. Sao Paulo: Companhia Editora Nacional, 1960.

Delfim Netto,A., O Problema do Café no Brasil, Rio de Janeiro: Ed. Fundacao Getulio Vargas, 1979.

Eichengreen, B., "Historical Research on International Lending and Debt." Journal of Economic Perspectives- V.5, no 2, Spring, 1991, pp. 149-169.

Eichengreen, B., Golden Fetters: the Golden Standard and the Great Depression, 1919-1939, New York; Oxford University Press, 1992.

Eichengreen B. and Flandreau, P. ,The Gold Standard in Theory and History,New York: Routledge, 1997.

Ford, A. G., " The Truth about Gold." Lloyds Bank Review, vol. LXXVII, July 1965, pp. 1-18.

Fritsch, W., External Constraints on Economic policy in Brazil, 1889-1930, Pittsburgh, Pa: University of Pittsburgh Press, 1988.

Furtado, C., Formacao Economica do Brasil, Brasilia: Editora Universidade de Brasila, 1963.

Goldsmith, R. W., Brasil 1850-1984: Desenvolvimento Financeiro sob um Seculo de Inflacao, Sao Paulo: Editora Harper & Row do Brasil, 1986.

Holloway, T. H., The Brazilian Coffe Valorization of 1906, Madison, Logmark Edtion, 1975.

James, H., "Financial flows across frontiers during the inter-war depression," Economic History Review, XLV, no. 3, 1992, pp. 594-613.

Kindleberger, C. P., International short-term capital movements. New York: A. M. Kellery, 1965a.

Kindleberger, C. P., "International Capital Movements and Foreign-Exchange Markets in Crisis: The 1930s and the 1980s." In Berend, I.T. and Borchart, K.(eds.), The Impact of the Depression of the 1930's and its Relevance for the Contemporary World,. Budapest: Academy Research Center of East-Central Europe, 1986.

Lewis, C., America's Stake in International Investments, Washington, D.C.: The Brookings Institutions, 1938.

Lindert, P.H., "Key Currencies and Gold, 1900-.1913," Essays in International Finance no 46, Princeton: International Finance Section, Department of Economics, Princeton University, 1969.

Love, J., "External financing and domestic Politics: The case of Sao Paulo, Brazil, 1889-1937." In Scott, R. E., Latin Ameirican Modernization Problems, Urbana: University of Illinois Press, 1973.

Love, J., Sao Paulo in the Brazilian Federation 1889-1937, Stanford: Stanford University Press, 1980.

Marischal, C., A Century of Debt Cruses in Latin America: from independence to the Great Depression, 1820-1930,. Princeton: Princeton University Press, 1989.

Milberg, W. , "Globalization and international competitveness". In Davidson, P. e Kregel, J. (eds), Improving the Global Economy, Aldersshort, Reino Unido: Edward Elgar, 1997.1

Nações Unidas (ONU), International Capital Movements During the Inter-War Period. Department of Economics Affairs. New York: United Nations, 1949.

Nassif, L., Os Cabeças de Planilha: como o pensamento econômico da era FHC repetiu os equívocos de Rui Barbosa, São Paulo: Ediouro, 2007.

Neuhaus, P., Historia Monetaria do Brasil 1900-45, Rio de Janeiro: IBMEC, 1975.

Niemeyer, L. M., Dívida externa brasileira nos anos 90 em uma perspectiva histórica, São Paulo: Educ-FAPESP.

North, D. C., "International Capital Movements in Historical Perspective." In Mikesell, R. F. (ed.), U.S. Private and government Abroad, Eugene, Oregon: University of Oregon Books, 1962.

Nurske, R., International Currency Experience: Lessons of the Inter-War Period, League of Nations Publications. Princeton: Princeton University Press, 1944.

Oliveira, Francisco C., A Economia da Dependencia Impefeita, Rio de Janeiro: Edicoes Graal, 1977.

Pelaez, C. M., "Análise Economica do Programa Brasileiro de Sustentação do Café-- 1906-1945: Teoria Política e Mediação." Revista Brasileira de Economia, XXV, no 4, October- Devcember, 1971a, pp. 5-211.

Pelaez, C. M., "As consequencias Economicas da Ortodoxia Monetária, Cambial e Fiscal no Brasil entre 1889-1945", Revista Brasileira de Economia, XXV, no3, July-September, 1971b, pp. 5-82.

Pelaez, C. M. and Suzigan W., Historia Monetaria do Brasil, Brasilia: Editora Universidade de Brasilia, 1976.

Pires do Rio, J., A Moeda Brasileira e Seu Perene Carcter Fiduciario. Rio de Janeiro: Livraria Jose Olympio Editora, 1946.

Rowe, J. W. F., " Brazilian Coffee", London and Cambridge Economic Service, Special Memeorandum no.35, Studies in the Artificial Control of Raw Materials no3, London, 1932.

Souza Reis, F. T., O padrao de cambio ouro como solucao do problema monetario brasileiro, Sao Paulo: Monteiro Lobato & Cia., 1923.

Suzigan, W., " Politica Cambial Brasileira", Revista Brasileira de Economia, XXV, no 3, July- September, 1971, pp. 93-112.

Suzigan, W., e Villela, A. V. Politica do governo e crescimento da economia brasileira, Rio de Janeiro: IPEA/INPES, 1973.

Thorp, R. (ed.). Latin America in the 1930s: the role of the periphery in world crisis. New York, St. Martins Press, 1984

Triffin, R. , “A evolução do sistema monetário internacional: reavaliação histórica e perspectivas futuras. In Savasini, A.A., Malan, P.S. e Baer, W. (org.). Economia Internacional, São Paulo: Série ANPEC de leituras de economia, edição Saraiva.