

Os Fazendeiros de Café e o Mercado Financeiro e de Capitais, 1871/88

PEDRO CARVALHO DE MELLO*

Introdução

Na segunda metade do século XIX, a produção e a exportação de café representavam a principal atividade econômica do Brasil. Os fazendeiros de café tornaram-se o segmento mais importante da elite empresarial do País, ganhando cada vez mais expressão econômica, social e mesmo política. No período compreendido entre 1871 e 188, ocorre também um dos mais expressivos momentos de nossa história financeira, caracterizando-se pela diversificação e fortaleci-

mento da intermediação — principalmente da nascente atividade bancária —, pela criação de novos instrumentos de crédito e capitalização e pelo desenvolvimento institucional do sistema financeiro⁽¹⁾.

O autor é professor conferencista do Mestrado de Transportes do Instituto Militar de Engenharia.

- * Agradeço os comentários dos professores Robert W. Slenes e Joseph E. Sweigart, bem como a colaboração de Elizabeth Figliano, Eduardo Peixoto da Silva e Solange Maria da Rocha Rodrigues. O trabalho contou com o suporte do Programa Nacional de Pesquisa Econômica do Instituto de Planejamento Econômico e Social — PNPE/IPEA.

(1) A pesquisadora Maria Bárbara Levy, ao estudar a história da Bolsa de Valores do Rio de Janeiro, afirma que: "No decorrer do século XIX, especialmente a partir da segunda metade, a predominância do capital comercial não se insere mais nos quadros mercantilistas de uma acumulação comercial da metrópole (...). Os elementos da estrutura financeira — ativos, mercados e instituições financeiras — se multiplicam e adquirem complexidade até então desconhecida (...) O aparecimento do sistema financeiro no século XIX representa um rompimento com as modalidades tradicionais de acumulação do capital, quando as relações de produção capitalista se tornam dominantes em escala mundial" LEVY, Maria Bárbara. **História da Bolsa de Valores do Rio de Janeiro**. Rio de Janeiro, IBMEC, 1977. p. 3. Sobre o mesmo tema, Tannuri diz que: "Os anos que separam 1890 do término da Guerra do Paraguai são fundamentais para o entendimento da cons-

...

Dando-se nessa época um desenvolvimento simultâneo da economia cafeeira e do sistema financeiro no País, não ficaram os fazendeiros de café alheios a esse fenômeno. Com efeito, a evidência histórica disponível mostra que pelo menos um segmento da classe dos fazendeiros de café fazia investimentos em ações e outros títulos⁽²⁾. Assim, encontramos entre os itens listados no in-

... tuição das distintas expressões monetária e financeira de duas economias que passam a coexistir no Brasil, no decorrer da década de 1880. Referimo-nos à Economia Mercantil-Escravista Cafeeira Nacional e à Economia Exportadora Capitalista. Aquela tem seu auge em fins do terceiro quartel do século passado e, a partir daí, entra em franco declínio. Ao mesmo tempo criam-se as condições para a emergência da Economia Exportadora Capitalista". TANNURI, Luiz Antonio. **O Encilhamento**. São Paulo, Editora Hucitec, 1981. p. 2.

- (2) Na província do Rio de Janeiro, a Estrada de Ferro D. Pedro II, que mais tarde se tornaria o tronco ferroviário mais importante do País, foi planejada por fazendeiros de café de Vassouras, que chegaram inclusive a contratar dois engenheiros da Inglaterra para elaborar o projeto (eles porém perderam a disputa no seu pedido de concessão). (TAUNAY, Affonso d'Escragnole. **História do Café no Brasil**. Rio de Janeiro, Dep. Nacional do Café, 1939-43. v. 4, p. 398). Uma outra ferrovia, a Companhia Estrada de Ferro de Cantagallo, foi organizada como uma sociedade anônima pelo azendeiro de café arão de Nova Friburgo em 1857 (TAUNAY, *op. cit.* acima, p. 410). Na rovincia de São Paulo, a Paulista Railway Co. e a Mogyana Railway Co. foram organizadas como sociedade anônimas em 1862 e 1872, respectivamente, com uma participação importante de fazendeiros de café. Segundo relatório do Cônsul-Geral da Inglaterra em 1882, sobre o comércio de café no rasil, "estas ferrovias pagam dividendos a uma taxa de 10% a 14% ao ano. Todas, com apenas uma exceção, são empresas locais, em muitos casos tendo fazendeiros como grandes acionistas, os quais reclamam dos baixos preços do café, mas não dos dividendos obtidos em suas ferrovias" (T. do A.). Citado em LOCK, C.G.W. **Cofee: its culture and commerce in all countries**. London, E.F.N. Spon, 1888. p. 176. Veja também NOGUEIRA DEMATOS, O., **Café e ferrovias**. São Paulo, Editora Alfa-Omega, 1974.

ventário de 1873 do Barão de Nova Friburgo — um dos grandes fazendeiros de café do País nessa época — uma relação de ações de bancos e companhias de seguro e de obrigações governamentais, avaliadas em 8.371 libras esterlinas⁽³⁾. De acordo com um participante do Congresso Agrícola de 1878, os fazendeiros da grande lavoura dividiam-se em três classes: "a capitalista, a remediada e a que sofre" a primeira das quais era formada por fazendeiros que também faziam aplicações financeiras⁽⁴⁾.

Após este breve histórico, cabe mencionar que este artigo tem por objetivo estimar as taxas de retorno que os fazendeiros de café poderiam obter, caso decidissem investir em aplicações financeiras existentes nos anos de 1871 a 1888. Não tencionamos estimar essa taxa de retorno em seu aspecto social, pois nosso propósito está voltado para as decisões marginais dos fazendeiros de café no tocante a investimentos, considerando-se devidamente as diferenças em risco e rentabilidade das diversas alternativas disponíveis.

1 Aplicações em Letras Comerciais, Depósitos, Apólices e Debêntures

Não existem estudos publicados que contenham séries sistemáticas de taxas de juros para o século XIX no Brasil. Podemos, todavia, baseados na informação obtida pelas pesquisas realizadas em relatórios governamentais, jornais, *London Stock Exchange Year Book* e outras fontes, estimar várias séries de taxas de retorno para diversas oportunidades de investimento, com os di-

(3) O Barão possuía 250 títulos da Província de 200\$000, 100 ações do Banco do Brasil e 10 ações da Companhia de Seguros Argo Fluminense, totalizando 77:000\$000. Em: INVENTÁRIO de Antonio Clemente Pinto, Barão de Nova Friburgo, 14 de junho de 1873. In: BRASIL. Arquivo Nacional, Rio de Janeiro. Seção de Inventários.

(4) CONGRESSO AGRÍCOLA, 1878. **Collecção do documentos**. Rio de Janeiro, Typ. Nacional, 1878. p. 134.

TABELA 1
RENDIMENTOS EM DEPÓSITOS, LETRAS, APÓLICES GOVERNAMENTAIS E
DEBÊNTURES DE FERROVIAS — 1870-88
(em percentagem)

Ano	Títulos Comerciais (Letras) (1)	Taxa de juros de depósitos à vista (2)	Títulos Governamentais (Apólices)		Debêntures de Ferrovias	
			Juros (3)	Juros e ganhos de capital (4)	Juros (5)	Juros e ganhos de Capital (6)
1870	—	4,7	—	—	—	—
1871	—	5,1	—	—	—	—
1872	—	4,3	—	—	—	—
1873	—	5,3	—	—	—	—
1874	—	5,3	5,8	5,8	—	—
1875	—	4,9	5,8	5,4	—	—
1876	7,3	5,2	5,8	5,3	—	—
1877	8,0	—	5,8	4,1	—	—
1878	6,2	3,0	5,7	8,7	—	—
1879	6,4	4,4	5,7	4,8	—	—
1880	7,4	—	5,8	4,7	—	—
1881	5,9	—	5,6	9,1	—	—
1882	7,4	—	5,5	5,8	7,3	7,3
1883	8,3	—	5,5	7,7	7,6	7,3
1884	8,3	—	5,6	6,2	7,9	5,4
1885	7,3	—	5,6	7,6	8,0	9,2
1886	7,7	—	6,0	0,9	—	—
1887	9,9	—	5,3	1,0	—	—
1888	8,8	—	5,3	4,7	—	—

Notas e Fontes: (1) **Taxa média anual de juros em títulos comerciais de primeira linha do Rio de Janeiro:** basicamente para capital de giro, financiado pela emissão de letras (títulos de curto prazo, até um ano). As taxas anuais são a média aritmética das médias simples dos dados mensais máximos e mínimos, publicados no **Retrospecto Commercial do Jornal do Commercio**, números anuais, 1876/88. Para deflacionar estes e os demais valores necessários para a elaboração da tabela, utilizamos o Índice de Preços de Buescu, em: BUESCU, M. 300 anos de inflação. Rio de Janeiro, APEC, 1973. p. 223;

(2) **Taxas de juros de depósitos à vista dos bancos comerciais do Brasil:** a coluna (2) foi elaborada com base na informação contida nos balanços dos bancos comerciais apresentada em: **MINISTÉRIO DA FAZENDA. Relatórios, 1869-81;** números anuais. Os bancos, localizados em diversas províncias do Brasil, eram: Banco do Brasil; English do Rio de Janeiro; Rural e Hypothecario; Commercial do Rio de Janeiro; Campos; da Bahia; Caixa Reserva e Mercantil da Bahia; Caixa Econômica da Bahia; Caixa Commercial Alagoas; do Maranhão; do Rio Grande do Sul; Sociedade Commercial da Bahia; Commercial do Maranhão; Commercial do Pará; Companhia União dos Lavradores; Sociedade Industrial e Mercantil; Hypothecario e Commercial do Maranhão;

(3) **Títulos governamentais, juros reais;**

(4) **Títulos governamentais, soma dos juros reais e ganhos de capital (taxas):** com base na média anual aritmética dos valores máximos e mínimos das "Apólices de 6% e valor nominal de 1:000\$000" (1874/86) e das "Apólices de 5% e valor nominal de 1:000\$000" (1886/88), em: **Jornal do Commercio. Retrospecto Commercial.** Rio de Janeiro, 1880.

(5) **Taxas de juros médias anuais em debêntures de ferrovias (taxa real de juros; e**

(6) **Taxas de retorno médias anuais em debêntures de ferrovias (soma das taxas reais de juros e ganhos de capital):** baseadas nas informações sobre valores nominais, de mercado e outras informações sobre debêntures de ferrovias, apresentadas em: **Jornal do Commercio. Retrospecto Commercial.** Rio de Janeiro, 1881/85. As empresas são as seguintes: Macahé-Campos; Sorocabana; Leopoldina; Mogyana; Santo Antônio de Pádua; Santa Izabel do Rio Preto; Oeste de Minas; Carris Urbano; Príncipe do Grão-Pará; Carris de Nichtheroy.

ferentes graus de risco envolvidos. Isto pode resultar em uma aproximação ou sugerir a ordem de grandeza das possíveis taxas de retorno.

Apresentamos, na tabela 1, a seguir, os rendimentos proporcionados por diversos ativos financeiros, para o período 1870/88, que podem ser indicativos das taxas de retorno obteníveis nas oportunidades de investimento existentes para os fazendeiros, caracterizadas por riscos relativamente pequenos e maior liquidez.

A coluna (1) mostra a taxa de juros anual média, em termos reais, de títulos comerciais de curto prazo até um ano (Letras) e outras obrigações na praça do Rio de Janeiro, no período 1876/88. O Rio de Janeiro naquele tempo era a cidade mais desenvolvida, com o maior porto exportador de café do País e funcionava como o principal mercado monetário e de capitais. As taxas anuais médias não flutuavam muito, e a tendência central situava-se nitidamente na faixa de 7% a 8%⁽⁵⁾.

Os bancos comerciais remuneravam, com taxas de juros, os depósitos à vista. Talvez esta fosse a menor taxa de retorno que poderia ser obtida ao se investir (ou depositar) seu dinheiro. Em média, as taxas de juros dos depósitos à vista, em termos reais, variavam na faixa de 4,5% a 5% (veja coluna (2) da tabela 1).

As apólices governamentais também pertenciam ao grupo das oportunidades de investimento existentes, apresentando um pequeno risco em termos relativos. Para estimar a taxa anual de retorno nesses títulos governamentais, bem como em outras obrigações, debêntures, apólices e ações, será usado o seguinte método: suponha-se que um fazendeiro de café fizesse um investimento este ano, comprando uma obrigação ou uma ação. Deste modo, daqui a um ano

(5) A distribuição é levemente assimétrica para a direita; a média é 7,61%, a mediana 7,40% e a moda entre 7,26% e 7,40%.

terá obtido uma remuneração em juros ou dividendos, mais uma taxa de ganhos ou perdas de capital, e pode-se ter ambas medidas em termos reais e em taxas. Para tal avaliação, o preço mensal de um determinado título ou ação foi obtido como a medida entre os extremos de preços mais altos e mais baixos — observáveis no mês de referência. Os preços anuais são uma média aritmética simples desses preços mensais. A taxa nominal de juros ou dividendos ao fim do período, multiplicada pelo valor nominal da obrigação ou ação e deflacionada por um, mais a variação no índice de preços, resulta nos juros ou dividendos totais anuais da obrigação ou ação em termos reais. Este dado, dividido pelo preço anual médio do mercado, mostra a taxa real de juros ou dividendos no ano em análise. A taxa de ganho de capital para determinado ano é calculada dividindo-se a diferença entre o preço em termos reais de obrigação ou ação no ano seguinte (isto é, no fim do período anual) pelo preço desta ação ou obrigação no corrente ano (começo do período). A taxa anual de retorno, portanto, é a soma da taxa de juros ou dividendos reais com a taxa dos ganhos de capital em termos reais⁽⁶⁾.

(6) Em símbolos,

$$r_t = \frac{D_{t+1} N}{P_t (1 + \Delta I)} + \frac{P_{t+1} - P_t}{P_t (1 + \Delta I)}$$

onde

- r_t = taxa de retorno no ano T.
- D_{t+1} = taxa nominal de dividendos ou juros ao fim do período anual.
- N = valor nominal da ação ou obrigação.
- P_t = preço médio de mercado de ação ou obrigação no começo do período anual.
- P_{t+1} = preço médio de mercado de ação ou obrigação no fim do período anual.
- ΔI = variação anual do índice de preços (de t para t+1).

As estimativas sobre a taxa real de retorno em obrigações do governo também são apresentadas na tabela 1. A coluna (3) mostra apenas a taxa real de juros, e a coluna (4), a soma da taxa real de juros com a taxa real de ganhos de capital⁽⁷⁾.

Quando considerado apenas o componente da taxa real de juros, observa-se a ocorrência de pequenas flutuações de ano para ano, e o valor central situa-se claramente entre 5% e 6%. Quando considerada a soma de juros e ganhos de capital, entretanto, a taxa real assim obtida mostra amplas flutuações de ano para ano, a distribuição sendo assimétrica para a direita. A tendência central varia entre 4,5% e 6%⁽⁸⁾.

As debêntures emitidas de estradas de ferro e carris de ferro, algumas com cláusulas preferenciais, também eram transacionadas no mercado de capitais do Rio de Janeiro. Há informações apenas para um pequeno período (1882-85), mas mesmo assim pode-se observar que, tanto para a taxa de juros reais (coluna (5)), quanto para a soma das taxas de juros e ganhos de capital em termos reais (coluna (6)), a tendência central está na faixa de 7% a 8%.

2. Investimentos em Ações Negociadas na Bolsa de Valores do Rio de Janeiro

Um outro indicador de aplicações financeiras disponíveis para os fazendeiros de café é representado pela taxa de retorno que prevalecia para o capital investido em

(7) Para o período 1874/86, os dados referem-se aos preços máximo e mínimo mensais das apólices de 6% e valor nominal 1:000\$000; para 1886/88; usamos os valores máximo e mínimo mensais das apólices de 5% e valor nominal de 1:000\$000. Esses dados estão publicados nos números anuais do JORNAL DO COMMERÇIO, *Retrospecto Comercial*, Rio de Janeiro, 1874/88.

(8) A média é 5,44%, a mediana 4,76% e a moda entre 4,5% e 5,5%.

transportes, manufaturas, seguro, bancos e outras atividades econômicas, caracterizadas por prazos mais longos e riscos relativamente maiores do que as oportunidades de investimento representadas na tabela 1.

Embora no século XIX a atividade econômica por excelência fosse a agricultura, já nas décadas de 70 e 80 uma gama importante de atividades manufatureiras e de serviços emergira no País. Um levantamento feito pelo governo, em 1866, revelou a existência de 43.585 estabelecimentos comerciais e industriais no Brasil⁽⁹⁾. Uma pesquisa adicional, realizada naquele mesmo ano, dentre 20.930 estabelecimentos comerciais e industriais concluiu que 17.503 eram firmas limitadas e 3.427 (ou 10,4%) eram firmas com capital societário⁽¹⁰⁾.

No ano seguinte, 1867, realizou-se um levantamento sobre o número de companhias nacionais e estrangeiras que funcionavam no Império, relacionando o capital social, o número de ações emitidas e o valor de cada ação⁽¹¹⁾. Existiam 69 empresas nessa situação, com o capital nominal total de 108 mil contos de réis ou 10 milhões de libras esterlinas⁽¹²⁾.

(9) A Lei n.º 556, de 25 de junho de 1850, apresentou as normas básicas de funcionamento das sociedades anônimas. O crescimento dessas sociedades foi rápido. Em 1854/55 esse total foi de 39 597, e em 1866, de 43.585, havendo, portanto, um aumento de 3.988 estabelecimentos numa década. O levantamento foi efetuado pela Comissão de Estatística do Ministério da Agricultura, Comércio e Obras Públicas, com data de 21 de abril de 1866, e publicado em: BRASIL. Ministério da Agricultura. *Relatório*. Rio de Janeiro, 1866.

(10) BRASIL. Ministério da Agricultura. *Relatório*. Rio de Janeiro, 1867. Anexo I, v. I.

(11) Publicado em: RELAÇÃO das companhias nacionais e estrangeiras que funcionavam no Império. In: BRASIL. Ministério da Agricultura. *Relatório*. Rio de Janeiro, 1867. Anexo I, v. I.

(12) O capital total era de 108.003:217\$000. Para conversão em libras esterlinas (10.097.533), usamos a taxa de câmbio de 10\$696 por libra esterlina, publicada em:

TABELA 2
NÚMERO E CAPITAL SOCIAL DAS COMPANHIAS NACIONAIS E ESTRANGEIRAS
FUNCIONANDO NO IMPÉRIO EM 1867, SEGUNDO RAMOS DE ATIVIDADE

Atividade Econômica	Número	Capital Total (em milhares de contos de réis)
Navegação Marítima e Fluvial	17	16.570
Transporte Terrestre	8	50.012
Seguros	21	18.200
Exploração de Mercado	3	780
Reboque de Navios	2	300
Abastecimento d'Água	4	2.187
Cortume de Couros	1	200
Iluminação da Cidade	5	7.561
Fiação e Tecelagem de Algodão	1	250
Esgoto e Limpeza de Casas	1	7.555
Mineração de Ouro	5	4.388
Fabrico de Velas, Óleos e Sabões	1	500
Total	69	108.503

Fonte: Relação das Companhias Nacionais e Estrangeiras que funcionam no Império. In: BRASIL. Ministério da Agricultura. **Relatório**. Rio de Janeiro, 1867. Anexo 2.

Estas empresas, tal como podemos verificar pela tabela 2, pertenciam aos gêneros de transporte terrestre, seguros, navegação, iluminação pública, mineração, abastecimento de água etc. Destas, 20 eram de capital estrangeiro, com um capital médio por empresa de 303.459 libras esterlinas, e 49 eram de capital nacional, com um capital médio por empresa de 83.165 libras esterlinas.

Em fins do Império, a legislação comercial brasileira estava se consolidando, tendo como modelo a estrutura jurídica que disciplinava a economia de países mais adiantados, em especial a França, Inglaterra e Estados Unidos. Em 4 de novembro de 1882 foi instituída a Lei n.º 3.150, que determinou as bases jurídicas para a constituição das sociedades comerciais por ações. Semanas após, mediante o Decreto n.º 8.821, de 30 de dezembro de 1882, foi estabelecida a regulamentação das sociedades anônimas.

Em 1887, o governo publicou um outro levantamento com uma relação das socieda-

des anônimas organizadas depois da Lei n.º 3.150/1882, funcionando em fins de 1886⁽¹³⁾. Já nessa época, tendo-se passado vinte anos do levantamento anterior, o número de empresas nessa situação era de 135, com um capital total de 270 mil contos de réis, equivalente a 25 milhões de libras esterlinas⁽¹⁴⁾. Em relação ao levantamento de 1867, observa-se também uma maior diversificação, como se pode verificar pela tabela 3, a qual mostra a relação das empresas em 1887.

Selecionando as sociedades anônimas que operavam em diversos gêneros de atividade no Brasil (bancos, ferrovias, bondes, navegação, seguro, estradas, praças, iluminação

(13) Publicado em: **RELAÇÃO** das sociedades anônimas, organizadas depois da Lei n.º 3.150 de 4 de Novembro de 1882, que achavam-se funcionando legalmente até 31 de Dezembro do anno passado. In: BRASIL. Ministério da Agricultura. **Relatório**. Rio de Janeiro, 1887.

(14) O capital total era de 269.929:200\$000 ou £25.230.462, tomando-se a taxa de câmbio de 10\$696 por libra esterlina, publicada em: INSTITUTO BRASILEIRO DE GEOGRAFIA E ESTATÍSTICA, Rio de Janeiro, *op. cit.* nota 12.

... INSTITUTO BRASILEIRO DE GEOGRAFIA E ESTATÍSTICA. Anuário estatístico do Brasil, 1939/40. Rio de Janeiro, IBGE, 1941. p. 1353.

TABELA 3
NÚMERO E CAPITAL SOCIAL DAS SOCIEDADES ANÔNIMAS EM FUNCIONAMENTO
EM 31/12/1886, SEGUNDO RAMOS DE ATIVIDADE

Atividade Econômica	Número	Capital Total (em milhares de contos de réis)
Estradas de Ferro	14	51.356
Bancos e Caixas Bancárias	13	87.400
Seguros (Marítimos e Terrestres)	13	32.500
Carris de Ferro	13	25.600
Fiação e Tecelagem	15	12.310
Navegação	5	11.300
Mineração	6	6.900
Engenhos Centrais de Açúcar	9	6.300
Cargas e Descargas	2	6.000
Imigração e Colonização	5	5.000
Abastecimento d'Água	2	3.700
Eletricidade e Telefones	4	3.350
Fabricação Industrial	6	2.878
Construção e Edificação	6	2.675
Carruagens de Aluguel	1	800
Divertimentos	4	254
Artefatos Cerâmicos e Metálicos	4	338
Fabricação de Dinamite	1	180
Socorros Mútuos	2	105
Lavanderia a Vapor	1	100
Coudelaria	1	45
Pastoril Agrícola	1	8.000
Companhia Comissária	1	1.000
Comércio e Lavoura	1	800
Exploração de Mercado	1	500
Jardim Zoológico	1	263
Comércio de Loterias	1	200
Empresa Educadora	1	50
Locação e Consumo	1	25
	135	269.929

Fonte: RESUMO da Relação das Sociedades Anonymas, organizadas depois da Lei n.º 3.150 de 4 de novembro de 1882, que achavam-se funcionando até 31 de dezembro do anno passado.
In: BRASIL. Ministério da Agricultura. Relatório. Rio de Janeiro, 1887.

a gás e outras) e cujas ações eram ativamente transacionadas no mercado acionário, pode-se estimar as taxas anuais de retorno. Desta forma, tem-se uma idéia da rentabilidade obtida em bens de capital, com as características de longo prazo e relativamente um alto risco.

Havia um ativo mercado secundário de debêntures e ações de diversas empresas, as quais eram negociadas na Bolsa de Valores

do Rio de Janeiro. O *Retrospecto Commercial do Jornal do Commercio* publicou, durante vários anos, o capital e o número, o valor nominal e o valor de mercado de ações e títulos e a taxa nominal de dividendos. Tais dados, obtidos de uma amostra de 65 empresas, com um total de 176 mil contos de réis de capital ou 17 milhões de libras esterlinas, foram utilizados para derivar as taxas médias de rentabilidade em investimentos realizados nessas atividades, de acordo com

TABELA 4

TAXAS MÉDIAS ANUAIS DE RENTABILIDADE^(a) OBTIDAS EM AÇÕES TRANSACIONADAS NO RIO DE JANEIRO, SEGUNDO DIVERSAS ATIVIDADES ECONÔMICAS, NOS ANOS DE 1877, 1878 E 1882 (em percentagem)

Atividade Econômica	Capital Realizado em 1878 (em contos de réis)	1877	1878	1882
Bancos ^(b)	72.132	16,98	15,46	6,47
Ferrovias ^(c)	24.676	-3,46	10,32	-4,25
Bondes ^(d)	11.200	8,43	11,78	10,19
Navegação ^(e)	7.432	35,84	30,25	12,48
Seguros ^(f)	25.800	16,18	25,36	29,94
Estradas particulares ^(g)	1.980	10,65	13,34	2,95
Praças de mercado ^(h)	1.000	2,64	-1,30	0,26
Iluminação a gás ⁽ⁱ⁾	8.100	20,02	-20,12	-5,20
Outros ^(j)	23.601	-3,61	27,56	-1,72
	175.921			
Média Simples das Taxas		11,52	12,52	5,12
Média Ponderada (pelo Capital) das Taxas		11,47	16,45	6,45

Notas: (a) Soma da taxa real de dividendos e da taxa de ganhos de capital em termos reais. As taxas obtidas para cada atividade econômica são uma média ponderada pelo estoque de capital de cada uma das empresas incluídas na categoria.

(b) Bancos: do Brazil; Rural e Hypothecario; Commercial do Rio de Janeiro; English of Rio de Janeiro; Industrial e Mercantil; Mercantil de Santos; Predial; do Commercio.

(c) Ferrovias: Petrópolis; Macahé a Campos; Paulista; Sorocabana; Leopoldina; Nitheroyense; Campos a São Sebastião; São Paulo a Rio de Janeiro; União Valenciana.

(d) Bondes: São Christovão; Jardim Botânico; São Paulo, Pernambuco; Pelotas; São Luiz do Maranhão; Porto Alegre; Villa Izabel; Locomotora e Carris Urbanos.

(e) Navegação: Navegação Brasileira; Espírito Santo e Campos; União Nitheroyense; Ferry; Paulista; Fluvial do Espírito Santo.

(f) Seguros: Fidelidade; Argos Fluminense; Garantia; Nova Permanente; Nova Regeneração; Confiança; Integridade; Popular Fluminense.

(g) Estradas Particulares: União e Indústria; Magé a Sapucaia.

(h) Praças de Mercado: da Glória; da Harmonia; do Mercado Nitheroyense.

(i) Iluminação a Gás: do Rio de Janeiro; de Nitheroy; de Campos.

(j) Outros: Transportes Marítimos de Salvamento; Bonds Marítimos; Docas de Dom Pedro II; Brazil Industrial; União Industrial; Florestal Paranaense; Melhoramentos de Santos; Carruagens Fluminense; Commercio e Lavoura; Architectonica; Petropolitana; Economia Auxiliar; Pastoril, Agrícola e Industrial; Material para Construção, Industrial Fluminense.

Fontes: A taxa nominal de dividendos, capital, valor nominal e valor de mercado das ações foram extraídas de Jornal do Commercio, *Retrospecto Commercial do Jornal do Commercio*, 1874/88. Veja para o índice de preços. BUESCU, M. 300 anos de inflação. Rio de Janeiro, APEC, 1973. p. 223.

as ações negociadas na Bolsa de Valores do Rio de Janeiro em 1877, 1878 e 1882⁽¹⁵⁾.

As taxas de retorno calculadas para cada uma das nove atividades econômicas apresentadas na tabela 4 são uma média ponderada, sendo os pesos o volume de capital de cada empresa. Tanto a média simples quanto a ponderada, para o total das empresas, mostram flutuações, com os valores centrais situando-se na faixa de 11% a 12% neste período.

Embora os dados apresentados na tabela 4 refiram-se a apenas três anos, indicam que as taxas de retorno nessas atividades flutuaram bastante durante esse período. Isto se devia, em parte, ao pequeno e ainda incipiente mercado de capitais do País. Mais importante, contudo, essas flutuações sugerem que algumas destas atividades econômicas, tais como ferrovias e manufaturas, representaram um grande risco para investimentos⁽¹⁶⁾.

3. Ações de Empresas Brasileiras ou Operando no Brasil Negociadas na Bolsa de Londres

As taxas de retorno de investimento em ações de empresas apresentadas na tabela 4 abrangem apenas os anos de 1877, 1878 e 1882. Uma cobertura completa para o período pode ser obtida pelo uso das informações contidas no *London Stock Exchange Year*

(15) Em 1878 o total de capital dessas empresas era 175.921:000\$000 e £16.813.628, usando-se a taxa de câmbio de 10\$463, por libra esterlina.

(16) A amostra apresentada na tabela 4 é viesada em favor das empresas estabelecidas há mais tempo o que indica portanto as que tiveram sucesso. Não inclui algumas empresas que tiveram suas ações negociadas na Bolsa de Valores do Rio de Janeiro, que nunca ultrapassaram o período inicial de construção ou funcionamento, ou que então faliram após alguns poucos anos.

Book⁽¹⁷⁾. Foram selecionadas apenas as empresas que operavam unicamente no Brasil, ainda que algumas tivessem seu domicílio legal na Inglaterra. Em relação ao contexto deste artigo, entretanto, não é de relevância a localização do domicílio legal da empresa, já que os títulos (ações, debêntures, obrigações) emitidos em Londres podiam e eram transacionados no Brasil, além de, em alguns casos, serem cotados simultaneamente na Bolsa de Valores do Rio de Janeiro e na de Londres⁽¹⁸⁾.

Essas empresas, bastante expressivas no cenário econômico do País, na segunda metade do século XIX, representaram o início da modernização brasileira numa série de atividades econômicas, podendo-se concordar com Manchester e Graham que, em muitos sentidos, os britânicos foram proeminentes durante este período, particularmente como uma fonte de investimento estrangeiro no Brasil⁽¹⁹⁾.

(17) LONDON STOCK EXCHANGE. *The stock exchange year-book*; 1881, 1887 e 1890.

(18) O *Retrospecto Commercial do Jornal do Commercio* apresentava regularmente os dividendos e os preços das ações de várias empresas com domicílio legal em Londres e operando unicamente no Brasil, com os valores indicados em libras esterlinas — uma indicação de que havia acionistas possuindo-as e transacionando-as no Brasil. Estes títulos também eram transacionados na Bolsa de Valores do Rio de Janeiro, e, em geral, eram cotados tanto em moeda britânica quanto em brasileira.

(19) A Grã-Bretanha foi uma fonte abundante de investimento estrangeiro no Brasil durante este período. Para uma avaliação da importância britânica no Brasil, veja MANCHESTER, Allan K. *British preeminence in Brazil, its rise and decline*. Chapel Hill, Univ. of North Carolina Press, 1933; e GRAHAM, Richard. *Britain and the onset of modernization in Brazil, 1850/1914*. Cambridge, Univ. Press, 1968. Sobre investimentos britânicos no Brasil, veja ICE JR., Orva Lee. *British direct investments in Brazil up to 1901*. Chicago, Univ. of Chicago 1948 (tese) e ST. ANGEL, F. *British investment in Brazilian railroads 1880-1913*. Chicago, Univ. of Chicago, 1948 (tese).

TABELA 5

INVESTIMENTOS INGLESES EM SOCIEDADES ANÔNIMAS NO BRASIL ATÉ 1888
(NÚMERO E CAPITAL SEGUNDO AS ATIVIDADES ECONÔMICAS)^(a)

Atividade Econômica	Número	Capital em milhares de libras esterlinas de 1888 ^(b)
Ferrovias	21	30.047
Navegação e Portos	17	3.398 ^(c)
Gás, Drenagem d'Água e Bondes	20	4.804 ^(c)
Telégrafo	3	2.805
Bancos	3	3.446
Mineração	7	988
Diversas	9	1.103 ^(c)
	80	46.591

Notas e Fontes: (a) Esta lista foi adaptada de: London Stock Exchange. *The stock exchange year-book: 1881, 1887 e 1890*; *Railways of South America, I — Empire of Brazil. The South American Journal and River Plate Mail*, 11 de julho de 1885, p. 341; PESSOA Jr., Cyro D.R. *Estudo descritivo das estradas de ferro do Brasil*. Rio de Janeiro, Imprensa Nacional, 1883. Apêndice; WILEMAN, I. P. *Brazilian year book, II*. Rio de Janeiro, The Offices of the Brazilian Year Book, 1909; MULHALL, Michel G. *The English in South America*. Buenos Ayres, Standard Office, 1878. p. 531.

(b) MITCHELL, B.R. & DEANE, P. Sauerbeck Statist price index. In: *Abstract of British Historical Statistics*. Cambridge, Cambridge at the Univ. Press, 1932. p. 474-75.

(c) Os dados sobre o estoque de capital para algumas empresas incluídas nessas atividades não se encontravam disponíveis, portanto o total assinalado não abrange o volume total de capital desta categoria.

A tabela 5 apresenta o número e o capital de sociedades anônimas britânicas que operavam no Brasil até 1888, a maioria tendo seu domicílio legal em Londres (ferrovias, navegação e portos, gás, drenagem d'água e bondes, telégrafos, bancos, mineração, diversos, usinas de açúcar, fiação, moinho de trigo etc.).

As informações sobre o capital realizado, até 1888, não estão disponíveis para todas as empresas. As cifras sobre o capital em libras esterlinas correntes foram deflacionadas pelo Índice de Preços de Sauerbeck-Statist⁽²⁰⁾, a fim de obtermos os resultados em libras esterlinas com os valores do ano de 1888.

(20) O índice de preço de Sauerbeck-Statist é apresentado em: MITCHELL, B.R. & DEANE, P. *Abstract of British historical statistics*. Cambridge, Univ. Press, 1962, p. 474-75.

Este estoque total de capital de investimentos britânicos no Brasil até 1888 — aproximadamente 47 milhões de libras esterlinas — é bastante expressivo e revela a importância dos negócios ingleses no Brasil, durante este período⁽²¹⁾. Para ilustrar esta afirmação, calculou-se, a partir do *Brazilian Year Book de 1908*, o capital total de todas as sociedades anônimas brasileiras (excluindo ferrovias) com operações legais no Bra-

(21) A maior parte dos investimentos britânicos no Brasil, entretanto, não era em investimentos diretos, mas em títulos e obrigações do governo. Segundo Ice, em 1900, o total de investimentos britânicos no Brasil aproximava-se de 160 milhões de libras esterlinas e, deste montante, 98 milhões de libras esterlinas eram em títulos e obrigações do governo, 39 milhões em empresas ferroviárias e cerca do mesmo montante em empresas diversas. ICE JR., Orva Lee, *op. cit.* nota 19.

sil criadas antes de 1888, mas ainda existentes em 1908. O total de capital inicial em mil-réis das 54 empresas, convertido em libras esterlinas e deflacionado pelo Índice de Preços de Sauerberck-Statist, representa aproximadamente 13 milhões de libras esterlinas⁽²²⁾. Acrescentou-se a esta cifra o capital total de 37 ferrovias brasileiras operando e tendo seu domicílio legal no Brasil — o que foi obtido com base nas informações de *South American Journal* e do *Relatório* de Pessoa sobre ferrovias no Brasil⁽²³⁾. Além disso, o capital realizado em mil-réis, se aplicado o mesmo tipo de cálculo utilizado anteriormente, mostra um total de quase 26 milhões de libras esterlinas⁽²⁴⁾.

Agregando esses resultados, tem-se um total de 39.059.939 em libras esterlinas de 1888 do capital investido em sociedades anônimas brasileiras (como já definidas). Embora esta cifra subestime um pouco o estoque de capital, a estimativa encontrada de 39 milhões de libras esterlinas de estoque de capital brasileiro em sociedades anônimas, em comparação com o equivalente capital britânico de 47 milhões de libras esterlinas, mostra a importância deste último no cenário de investimentos no Brasil.

Com as informações contidas no *London Stock Exchange Year Book* é possível construir séries de taxas anuais de retorno (soma de dividendos e taxas de ganhos de capital) para ferrovias, transportes e obras públicas, bancos e companhias de gás. Assim, foram obtidas cifras do preço médio de mercado das ações para apenas

três períodos⁽²⁵⁾. Uma vez que houve um período de deflação de preços na Grã-Bretanha, entre 1870 e 1888, as taxas são apresentadas em seus valores reais⁽²⁶⁾.

As taxas de retorno são apresentadas na tabela 6. Como na tabela 4, o procedimento amostral utilizado selecionou as empresas mais estáveis e, portanto, as mais bem-sucedidas. Conseqüentemente, havia um viés, na direção de superestimativa, dessas taxas de retorno⁽²⁷⁾.

Houve grandes flutuações nas taxas médias ponderadas⁽²⁸⁾ para cada uma das quatro atividades econômicas durante o período, mas a tendência central não variou muito entre elas, situando-se entre 9% e 10% para ferrovias, 8% e 9% para transportes e obras públicas, 11% e 12% para bancos e 10% e 11% para companhias de gás. Apresentamos também, como padrão de comparação, as taxas anuais de retorno (média de 12% no período) da São Paulo Railway Company, segundo Graham, "the most profitable British railway enterprise anywhere in Latin America"⁽²⁹⁾

(22) Na realidade, 13.001.331 de libras esterlinas de 1888.

(23) RAILWAYS of South America, I — Empire of Brazil, *South American Journal and Review*. Plate Mail, July 11, 1885, p. 341: PESSOA JR., Cyro D.R. *Estudo descritivo das estradas de ferro do Brasil*. Rio de Janeiro, Imp. Nacional, 1886. Apêndice.

(24) Na realidade, 25.968.608 de libras esterlinas de 1888.

(25) Para aquelas empresas criadas antes de 1880, o valor de mercado das ações quando emitidas, em 1880 a 1890; para aquelas criadas depois de 1880, apenas o valor das ações quando emitidas e o valor em 1890. Portanto, os preços anuais de mercado foram obtidos por interpolação linear.

(26) as cifras nominais de preços e dividendos de ações foram convertidas em valores reais pelo índice de preço Sauerbeck-Statist.

(27) Das 80 empresas incluídas na tabela 5, selecionamos sociedades anônimas com um capital total de £14.766.300.

(28) Ponderada pelo estoque de capital de cada firma dentro das atividades econômicas.

(29) "O mais lucrativo empreendimento ferroviário britânico de toda a América Latina" (T. do A.). GRAHAM, R., *op. cit.* nota 19, p. 60-65 e 66. Esta série de retorno foi estimada baseada no Apêndice B do livro de Graham, que contém o registro financeiro da empresa.

TABELA 6
TAXAS ANUAIS MÉDIAS DE RETORNO^(a) EM AÇÕES DE DIVERSOS INVESTIMENTOS INGLESES,
TRANSACIONADAS NA BOLSA DE VALORES DE LONDRES
(LONDON STOCK EXCHANGE MARKET), 1870/88

Ano	São Paulo Railway	Ferrovias	Transportes de Obras Públicas	Bancos	Gás	Média Ponderada ^(b)
1870	9,96	7,10	—	—	6,72	7,06
1871	4,52	3,04	—	—	5,87	3,34
1872	4,11	4,55	—	5,36	8,79	5,03
1873	23,96	18,61	—	12,35	13,00	17,58
1874	18,98	14,63	12,91	13,93	14,10	14,33
1875	11,16	11,14	9,28	11,04	11,96	10,99
1876	15,31	12,02	9,33	11,29	12,47	11,69
1877	16,97	13,12	10,43	11,84	13,61	12,76
1878	14,60	10,76	5,66	8,76	10,20	9,98
1879	12,27	8,86	3,71	7,43	9,10	8,18
1880	12,58	6,99	4,71	10,88	8,26	7,10
1881	13,27	9,05	9,15	14,63	12,86	9,77
1882	6,29	8,06	10,43	15,93	13,26	9,31
1883	14,38	11,10	12,45	16,93	12,78	11,80
1884	10,42	10,77	12,44	17,40	12,71	11,58
1885	14,24	10,09	7,51	14,96	10,06	10,12
1886	10,66	7,31	4,86	12,18	7,08	7,33
1887	4,90	4,01	5,74	9,02	5,89	4,71
1888	10,43	5,24	5,93	7,73	6,20	5,56

Notas: (a) Soma da taxa real de dividendos e da taxa de ganhos de capital em termos reais (média ponderada pelo capital dentro de cada uma das categorias de investimentos ingleses).

(b) Não inclui separadamente a São Paulo Railway uma vez que esta taxa de retorno já está incluída na média para todas as ferrovias.

Fontes: Para a taxa nominal de dividendos, capital, valor nominal e valor de mercado das ações, utilizamos o London Stock Exchange. *The stock exchange year book*, 1881 e 1890; para o índice de preços, usamos o Sauerbeck-Statist, publicado em MITCHELL, B.R. & DEANE, *Abstract of British historical statistic*. Cambridge, Cambridge at Univ. Press, 1962. p. 474-75; as taxas de retorno da São Paulo Railway foram calculadas do valor nominal da ação, taxa nominal de dividendo e preços de mercado do Financial Record of the São Paulo Railway Company L.T.D., pesquisados e publicados por GRAHAM, Richard. *Britain and the onset of modernization in Brazil; 1850-1914*. Cambridge, Cambridge Univ. Press 1968. p. 326-29.

Lista das empresas incluídas na tabela:

Ferrovias: Bahia and São Francisco; Brazilian Imperial Central Bahia; Conde D'Eu; Great Western of Brazil; Imperial Brazilian Natal and Nova Cruz; Minas and Rio; Porto Alegre and New Hamburg; Recife and San Francisco; San Paulo; San Paulo and Rio de Janeiro.

Transportes e obras públicas: Rio de Janeiro City Improvement; Brazilian Street Railway Amazon Steam Navigation.

Bancos: English of Rio de Janeiro; London & Brazilian.

Gás: Bahia; Nictheroy; Pará, Rio de Janeiro, São Paulo.

Total de capital em ações (em libras esterlinas): Ferrovias (10.790.000); Transportes e Obras Públicas (1.705.000); Bancos (1.000.000) e Companhias de Gás (1.270.000).

Em relação ao total de investimentos britânicos apresentado na tabela 6, obteve-se uma taxa de retorno média ponderada pela utilização do estoque total de capital de cada atividade econômica como o coeficiente de ponderação⁽³⁰⁾. A tendência central dessa taxa agregada no período situa-se entre 9% e 10%, embora a distribuição seja assimétrica para a esquerda⁽³¹⁾

Em resumo, os resultados apresentados nas tabelas 1, 4 e 6 demonstram que as taxas de retorno estimadas para oportunidades de investimento de curto prazo, e com um risco relativamente bem pequeno, tais como depósitos à vista em bancos comerciais e aplicações em títulos governamentais, variavam entre 4% e 6%. As taxas obtidas na aplicação em títulos privados, como debêntures e letras comerciais, variavam de 7% a 9%. Para os investimentos de longo prazo e com um risco relativamente alto, tais como aplicações em sociedades anônimas (e numa amostra que privilegiou aquelas de maior sucesso), as taxas de retorno variavam entre 9% e 11%, ou mesmo alcançavam 12%.

4. Taxas de Juros em Empréstimos aos Fazendeiros de Café

Finalmente, foi considerado relevante estimar ainda qual o custo de capital enfrentado pelos fazendeiros de café, quando tomavam recursos no mercado financeiro. É comum, ao estudar as manifestações dos fazendeiros de café durante este período, encontrar testemunhos que confirmavam a informação de que tinham de pagar taxas de juros muito elevadas. Parte dessas reclamações — algumas vezes os fazendeiros alegavam ter até de pagar taxas de 18% por empréstimos de longo prazo — pode ser

explicada pela facilidade de confundir taxas de juros com a soma das parcelas de amortização do principal com os juros propriamente ditos⁽³²⁾.

Havia, entretanto, razões fundamentadas para tais reclamações. Durante o período de 1850-70, que se caracterizava não só por mercados monetários e de capitais muito imperfeitos e por meios de comunicação e transportes bastante rudimentares, mas também por surtos periódicos de altas de preços e por crises financeiras (como as de 1858 e 1864 no Rio de Janeiro), juntamente com um incipiente sistema bancário (com pouca expressão, por exemplo, de instituições hipotecárias), as taxas de juros cobradas aos fazendeiros eram sujeitas a grandes flutuações. De acordo com Laerne, nessa época, a maioria dos fazendeiros de café só podia utilizar seus próprios recursos para investimento nas suas fazendas, por falta de alternativas adequadas de financiamento⁽³³⁾.

Havia inclusive alguns meses atípicos em que, por um acúmulo de circunstâncias, essas taxas realmente eram superiores a 12%. Em média, todavia, segundo Ferreira Soares — provavelmente o especialista mais qualificado em assuntos estatísticos e econômicos da época — a taxa de juros de mercado (nos anos de 1860) situava-se em torno de 10%, em alguns casos com a adição de 2% como compensação de risco e do custo de transações⁽³⁴⁾. A mesma afir-

(30) Ferrovias (£10.790.000); transportes e obras públicas (£1.705.500); bancos (£1.000.000) e companhias de gás (£1.270.800).

(31) A média aritmética é, 9,38%, a mediana 9,79% e a moda entre 9% e 11%.

(32) PROPOSTA do Banco do Brasil. In: BRASIL. Ministério da Fazenda. Relatório. Rio de Janeiro, 1872. p. 22-23. Este duplo significado da palavra juros, utilizado na época, causa inclusive grande confusão entre estudiosos modernos, quando tentam interpretar as reclamações dos fazendeiros de café sobre as altas taxas de juros.

(33) LAERNE, C.G. van Delden. *Brazil and Java: report on coffee culture in American, Asia and Africa*. London, W.H. Alden & Co. 1885.

(34) SOARES, S. Ferreira. *Elementos de estatística compreendendo a theoria da sciencia e a sua applicação commercial do Brasil*. Rio de Janeiro, Typ. Nacional, 1865, t. 2, p. 41.

mação havia sido feita anteriormente por Lacerda Werneck. Segundo esse autor, a taxa de juros de empréstimos cobrada aos fazendeiros de café era composta de duas partes: uma era o aluguel do capital e a outra, o elemento de risco⁽³⁵⁾. Ainda de acordo com Werneck, a taxa de juros média, segundo sua definição, era de 12%, e as taxas de 15% a 18% alegadas por alguns observadores não eram representativas da média do mercado⁽³⁶⁾.

Como assinala Sweigart, durante os ciclos de prosperidade e recessão na economia cafeeira, o Comissário de Café permaneceu como a principal fonte de crédito agrícola. O envolvimento financeiro decorreu naturalmente de suas funções de negociação, e o Comissário assumiu o papel de canalizar o crédito das economias geradas no País e no exterior para os fazendeiros⁽³⁷⁾. Segundo o autor, "estes, na expectativa das vendas futuras da colheita, contraíam elevados montantes de débito de curto prazo junto aos Comissários. À medida que estendiam regularmente o prazo de seus créditos, os Comissários passavam a demandar garantias hipotecárias com base nas propriedades e promessas de futuros negócios dos fazendeiros de café. Quando os preços do café subiram, no início da década de 70, expandiram-se finalmente as opções de crédito para os fazendeiros de café, e os Comissários prazerosamente dividiram seu risco com os esperados Bancos Hipotecários. Os bancos, juntamente com os Comissários de Café, desempenharam o papel de intermediação entre as poupanças privadas e a produção

de café. Em vistas dos riscos envolvidos na atividade de Bancos Hipotecários, estes cresceram devagar, de modo que os Comissários de Café continuaram a ser o elo fundamental entre a produção e o financiamento"⁽³⁸⁾.

Nas décadas de 70 e 80, a taxa média de juros oferecida aos fazendeiros de café havia baixado e oscilava entre 8% e 10%. A tabela 7 apresenta a média anual da taxa de juros, em termos reais, cobrada para empréstimo pelos bancos comerciais dos principais centros financeiros do País, no período 1870-82. O período das décadas de 70 e de 80 foi caracterizado por uma inflação moderada para os outros anos. O período também apresentou um rápido desenvolvimento dos meios de transporte e comunicação, do setor bancário etc., mas sérias imperfeições persistiram nos incipientes mercados financeiros. Existiam diferenças regionais nas taxas de empréstimo em termos reais, pois nas províncias do nordeste do País eram cobrados, sistematicamente, um ou dois pontos percentuais a mais do que nas províncias do sul. A média para o País, entretanto, demonstrava pouca variação para o período, e a tendência central era próxima a 9%⁽³⁹⁾.

Muitas foram as causas desta melhoria nos sistemas bancário e financeiro durante as décadas de 70 e 80⁽⁴⁰⁾. Em primeiro

(35) WERNECK, L.P. de Lacerda. *Estudos sobre o crédito rural e hypothecário, seguidos de leis, estatutos e outros documentos*. Rio de Janeiro, B. L. Garnier, 1857, p. 6.

(36) *Idem*, *Ibidem*, p. 56.

(37) SWEIGART, Joseph E. *Financing and Marketing Brazilian Export Agriculture: the coffee factors of Rio de Janeiro, 1850-1888*. Tese de Doutorado apresentada à Universidade de Texas em Austin, dezembro de 1980.

(38) *Idem*, *Ibidem*, p. 109.

(39) A distribuição é levemente assimétrica para a esquerda. A média é 8,91%, a mediana 9,00% e a moda 9,02%.

(40) O debate entre os fazendeiros de café, no Congresso Agrícola de 1878, é um exemplo bastante ilustrativo de como analisavam o custo de financiamento e de como percebiam as mudanças ocorridas nos mercados monetários e de capitais. Em particular, com o mesmo exemplo, observa-se que estes mesmos fazendeiros tinham consciência do sentido e do ritmo de aperfeiçoamento desses mercados em relação à década de 1860, e ainda do papel crescente do governo no fornecimento do

TABELA 7
 BANCOS COMERCIAIS DO BRASIL^(a): TAXAS MÉDIAS DE JUROS COBRADOS
 EM EMPRÉSTIMOS, EM TERMOS REAIS, 1870/82

Ano	Taxa de Juros em Termos Reais de Empréstimos	Índice de Preços ^(b) (1870 = 100)
1870	9,0	100,0
1871	9,9	99,9
1872	9,3	99,8
1873	8,6	99,8
1874	9,0	99,7
1875	9,0	99,6
1876	9,4	100,9
1877	—	102,2
1878	8,5	103,5
1879	8,6	104,9
1880	—	106,3
1881	8,4	170,9
1882	8,4	109,5
1883	—	111,1
1884	—	108,5
1885	—	106,7
1886	—	104,4
1887	—	102,3

Notas e Fontes: (a) Elaborado com base na informação contida nos balanços dos bancos comerciais apresentados nos Relatórios Anuais do Ministério da Fazenda (1869/1883). Os bancos, localizados em diversas províncias do Brasil, eram os seguintes: Bancos do Brasil; English do Rio de Janeiro; Rural e Hypothecario; Commercial do Rio de Janeiro; Campos; da Bahia; Caixa Reserva e Mercantil da Bahia; Caixa Econômica da Bahia; Caixa Commercial Alagoas; do Maranhão; do Rio Grande do Sul; Sociedade Comercio da Bahia; Commercial do Maranhão; Commercial do Pará; Companhia União dos Lavradores; Sociedade Industrial e Mercantil; Hypothecario e Commercial do Maranhão.

(b) BUESCU, M. 300 anos de inflação. Rio de Janeiro, APEC, 1973. p. 223.

lugar, houve um progresso geral nas condições econômicas, em particular nos meios de transportes e de comunicação. Em segundo lugar, cresceu o papel do governo, através do Banco do Brasil, de conceder empréstimos agrícolas de longo prazo sob condições muito favoráveis. A partir de 1867, a

... crédito rural de longo prazo, que poderia ser utilizado em seu favor. Além disso, o mencionado Congresso mostra como as diferenças relativas entre os fazendeiros, em termos de poder político, situação econômica e localização geográfica, poderiam afetar suas respectivas posições de tomadores de empréstimos. Veja CONGRESSO AGRÍCOLA, 1878, *op. cit.* nota 4, p. 52, 134, 149, 155, 169, 170, 172, 175, 180 e 189.

administração do Banco do Brasil passou a considerar pedidos para conversão de hipotecas de fazendeiros e seus agentes comerciais no Rio de Janeiro. O grande impulso em relação a este fato foi dado pela Lei n.º 2.400, de 18 de setembro de 1873, que proporcionou maiores recursos e aprimorou as práticas de empréstimos hipotecários do Banco do Brasil⁽⁴¹⁾. A taxa de juros foi fixada em 6% ao ano, e a amortização em um máximo de 5% anuais. A tabela 8 apresenta para cada ano o total de empréstimos rurais, número de hipotecas e o número de fa-

(41) BRASIL. Ministério da Agricultura. Relatório. Rio de Janeiro, 1876. p. 18.

TABELA 8
BANCO DO BRASIL, EMPRÉSTIMOS RURAIS, REGIÃO CAFEIEIRA, 1872/73 A 1883/84

Período	Número de Hipotecas	Número de Fazenda	Número de Escravos	Valor dos Empréstimos (em contos de réis)
1872/73	46	51	2.540	2.060
1873/74	46	129	6.236	6.987
1874/75	115	195	8.156	8.579
1875/76	177	59	2.270	2.592
1876/77	53	40	1.704	1.882
1877/78	40	72	3.096	3.908
1878/79	72	78	3.432	4.578
1879/80	75	75	2.694	3.678
1880/81	75	49	2.693	3.481
1881/82	42	44	2.061	2.342
1882/83	47	50	1.770	2.518
1883/84	25	29	1.029	1.374

Fonte: Relatório do Banco do Brasil, 1872 a 1884.

TABELA 9
CONDIÇÕES DOS EMPRÉSTIMOS GARANTIDOS POR HIPOTECA ÀS FAZENDAS DE CAFÉ, REGISTRADAS EM VASSOURAS, RIO DE JANEIRO, 1873/74

Credores	Distribuição dos Empréstimos (em percentagem)	Condições Médias dos Empréstimos	
		Taxa de Juros	Amortizações (número de anos)
Credores Tradicionais			
Comissários de Café	20,1	10,7	2,8
Fazendeiros e outros indivíduos da região	35,3	10,7	3,2
Comerciantes locais	5,6	11,4	2,2
Subtotal	61,0	10,8	3,0
Bancos Hipotecários			
Banco do Brasil	33,7	6,5	12,8
Outros*	5,3	9,5	15,3
Subtotal	39,0	6,9	13,1
Total das 235 Hipotecas (4.441 contos de réis)	100,0	9,3	6,9

Nota: * Banco Predial, Cia. União dos Lavradores e Banco de Crédito Real do Brasil.

Fonte: SWEIGART, J., op. cit. nota 37, p. 147.

zendas beneficiadas. A principal garantia era dada pelo número de escravos das fazendas. Até 30 de junho de 1888 o Banco do Brasil já havia concedido empréstimos hipotecários para 1.350 fazendas, todas situadas na região de café, totalizando 76.263:213\$000⁽⁴²⁾. Além disso, ampliou-se o número de bancos hipotecários nesse período, e seguiu o processo de eliminação progressiva dos Comissários de Café como emprestadores de dinheiro e intermediários entre fazendeiros e instituições de moeda e crédito⁽⁴³⁾.

Finalmente, cabe salientar que, apesar do crescente papel desempenhado pelos Bancos Hipotecários, os fazendeiros e comerciantes do interior do País ainda atuavam na intermediação financeira de maneira informal, ofertando substanciais volumes de capital. A importância dessas fontes tradicionais de capital pode ser analisada através de tabela organizada por Sweigart, com base no município de Vassouras durante os anos de 1873/74.

Como pode ser observado na tabela 9, os fazendeiros de café obtinham cerca de 40% de suas necessidades de capital das fontes locais. A maior parte desses emprestadores eram outros fazendeiros ou então comerciantes da cidade. Os empréstimos tinham por garantia hipotecas das propriedades rurais, o prazo era em geral de 2 a 4 anos e a taxa de juros oscilava entre 10% e 12%⁽⁴⁴⁾.

(42) BRASIL. Ministério da Fazenda. **Relatório**. Rio de Janeiro, 1889, p. 7.

(43) SWEIGART, *op. cit.* nota 37. FERREIRA, Marieta de Moraes. **A crise dos Comissários de Café do Rio de Janeiro**. Dissertação de Mestrado apresentada à Universidade Federal Fluminense em 1977.

(44) SWEIGART, *op. cit.* nota 37, p. 146.

Considerações Finais

As décadas de 70 e 80 do século XIX foram muito importantes, pois, naquele período, expressivas modificações se processaram no cenário econômico, social e político do País. A intenção deste artigo foi apresentar uma visão geral das taxas de retorno que os fazendeiros de café poderiam obter simplesmente utilizando seu capital (ao invés de utilizarem simultaneamente seu capital e sua capacidade empresarial) em outras atividades que não fazendas de café. Examinando minuciosamente a gama de opções existentes no mercado financeiro e de capitais, com características distintas de rentabilidade, risco e liquidez, estimou-se que a taxa alternativa de retorno para o período compreendido entre 1871 e 1888 situava-se na faixa de 8% a 12%, com um valor central de 10%. Foram examinadas também as taxas de juros cobradas aos fazendeiros e as condições típicas de empréstimos rurais no período em consideração, chamando a atenção para a intermediação financeira informal.

Em resumo, pode-se concluir que o nível da taxa de juros era alto no período, em comparação com os países mais desenvolvidos de então, mas não muito, tendo em vista o pequeno volume de poupanças e a tendência altista dos preços, nessa época caracterizada por uma quase completa ilusão monetária por parte de emprestadores e tomadores. A evolução dessas taxas ao longo do período mostra a existência de pequenas flutuações, refletindo os padrões de comportamento característicos de então, baseados no costume e na tradição.