

Brasil, 1824-1957: bom ou mau pagador?<sup>1</sup>

Marcelo de Paiva Abreu<sup>2</sup>

A história da dívida externa brasileira caracteriza-se pela ocorrência de dois longos ciclos de endividamento, seguidos, nos dois casos, de moratórias, renegociações temporárias e acordos permanentes. O primeiro ciclo longo de endividamento externo foi iniciado pelos empréstimos que se seguiram à independência e à indenização portuguesa, a partir de 1824, e culminou com a moratória, seguida de *Funding Loan*, em 1931. O Brasil, após variados regimes transitórios e suspensão temporária de pagamentos do serviço da dívida pública externa, nas décadas de 1930 e 1940, negociou um acordo permanente com os seus credores em 1943. Os pagamentos aí previstos se estenderam até o início dos anos oitenta, mas tornaram-se bem reduzidos a partir de meados da década de 1950. O segundo ciclo de endividamento iniciou-se após o sucesso inicial da estabilização em meados da década de 1960 e a reativação dos mercados financeiros internacionais baseados no *boom* do mercado de euro-moedas, culminando com os tropeços do início dos anos oitenta, em especial após a moratória mexicana. O longo período de renegociações terminou, apenas em 1994, em um novo acordo permanente que prevê pagamentos no prazo máximo de trinta anos.

Os mais de cem anos que marcaram o primeiro período de endividamento externo do Brasil foram caracterizados pela ocorrência de sucessivas crises de balanço de pagamentos e eventuais episódios de renegociação de pagamentos contratualmente acordados. A grande turbulência do período inicial da história do Brasil independente foi

---

<sup>1</sup> Este artigo apresenta resultados preliminares de projeto de pesquisa sobre a história financeira do Brasil desenvolvido com o apoio do CNPq, Conselho Britânico, Instituto Rio Branco (Rio Branco Chair, Columbia University) e do Centre for Brazilian Studies, St Antony's College, Oxford. Agradecimentos são devidos a Melanie Aspey e funcionários do The Rothschild Archive; Leslie Bethell; John Booker e Ann Morgan, do arquivo do Lloyds Bank; Renato Flôres; Eduardo M.M. Loyo; Márcio Nakane; Elizabeth Ogborn e funcionários da Archive Section do Bank of England; funcionários do Public Record Office, Kew; Guilherme Ribenboim e Ruy M. Ribeiro e, por assistência à pesquisa, em ordem cronológica, a Fernando Telles, Tatiana Lozinsky, Luiz Gustavo Cherman, Lívia Xavier de Mello, Renata Kreuzig Pinheiro Bastos e, muito especialmente, a Leandro Siqueira Carvalho. Versão de 24.7.2001.

<sup>2</sup> Do Departamento de Economia da PUC-Rio.

normalizada na década de 1840, com a estabilização política que se seguiu à maioria de D. Pedro II e a recuperação da capacidade fiscal do Estado, com a eliminação das restrições ao nível máximo das tarifas de importação imposto pelo governo britânico nas negociações após a independência.<sup>3</sup> Seguiu-se um longo período de estabilidade e gradativo endividamento externo, só interrompido temporariamente no início da república. Na tabela 1 são apresentados dados sobre os saldos em circulação entre 1825 e 1955 relativos ao endividamento externo brasileiro até 1931. Os empréstimos estaduais e municipais correspondiam em 1895 a cerca de 4% do total, em 1930, esta proporção havia aumentado para cerca de 30% do endividamento externo total.

A razão dívida-exportações que havia crescido rapidamente até 1830, atingindo 1,68 caiu quase que continuamente até a década de 1880 alcançando 57%. A partir daí, o crescimento foi rápido, especialmente antes da virada do século: em 1910 e 1920 estava em torno de 2,0. O máximo de 4,0 é atingido em 1930, com a significativa queda das exportações durante a grande depressão, reduzindo-se lentamente a partir de então (ver Tabela 2). O serviço como proporção das exportações evolui similarmente, embora tenha quase que quadruplicado entre 1900 e 1910, alcançando cerca de 16%. Isto deveu-se ao impacto do primeiro *Funding Loan*. Em 1930, alcançou quase 30%. Como proporção da receita, a evolução do crescimento foi semelhante à da razão dívida-exportações, sendo alcançado um valor da ordem de 26% em 1930, incluindo receitas dos três níveis de governo.

O Brasil foi melhor pagador do que todos os demais países latino-americanos: foi a única economia latino-americana a não suspender o serviço de sua dívida externa, desde o lançamento do primeiro empréstimo externo, em 1824, até o começo da vigência do primeiro *funding loan* (empréstimo de consolidação), em 1898.<sup>4</sup> A partir do fim da

---

<sup>3</sup> A história das relações anglo-brasileiras conflita claramente com a tese de que o governo britânico absteve-se de usar o seu poder de barganha para extrair concessões comerciais de países em desenvolvimento, como sugerido por Platt (1968), *passim*. O fato de que tais concessões tenham sido estendidas a outros países apenas tornou mais agudo o problema fiscal enfrentado pelo frágil governo brasileiro no período 1822-1845. O impacto sobre indústrias domésticas competitivas com importações foi de importância limitada frente às dificuldades enfrentadas na busca de fontes alternativas de recursos.

<sup>4</sup> Ver Dawson (1990), pp. 173, 181, 193, 211-2. Para a história da dívida brasileira referida ao quadro latino-americano de endividamento externo ver Marichal (1989). Para dados sobre os empréstimos brasileiros ver Carreira (1889), para a dívida imperial, e Brasil (1955), para a dívida republicana.

década de 1890, entretanto, seguiram-se, com regularidade, crises de balanço de pagamentos e negociações de *funding loans*. Estes sucessivos empréstimos de consolidação, em 1898, 1914 e 1931, permitiram o alívio imediato do serviço da dívida externa, a solução de crises de liquidez e a retomada do endividamento externo no médio prazo nos dois primeiros episódios. O último *funding loan* foi, entretanto, o primeiro passo de uma longa seqüência de negociações de que resultou o acordo permanente da dívida externa de 1943. Por longo tempo os mercados financeiros privados permaneceriam fechados para o Brasil.

Na década de 1930 o serviço da dívida externa foi retomado em 1934, através do chamado esquema Aranha, com vigência prevista para 4 anos. Antes que se completasse este prazo, o golpe de 1937 serviu de pretexto para o único episódio de *default* completo por parte do governo central brasileiro antes de 1987. Novo acordo temporário passou a vigor em 1940, batizado esquema Souza Costa, e, finalmente, em 1943, um acordo permanente equacionou o pagamento do serviço da dívida externa contraída até 1931.

Tabela 1

Saldos em circulação de empréstimos públicos externos brasileiros lançados antes de 1931, em milhões das respectivas moedas, 1825-1955

	Libras	Francos	Dólares	Florins	Total em libras
1825	4,1	0	0	0	4,1
1840	5,6	0	0	0	5,6
1865	13,0	0	0	0	13,0
1875	20,4	0	0	0	20,4
1885	23,2	0	0	0	23,2
1895	37,5	1,5	0	0	39,0
1900	42,4	1,5	0	0	43,9
1905	83,3	5,0	0	0	88,3
1913	129,1	902**	0	0	166,0
1920	135,2	900**	0	0	172,1
1930	163,0	1850***	371,2	0	254,4
1940	152,6	748,8**	334,7	6,5	241,0
1950	51,9	1708****	154,3	6,4	114,4
1955	28,4	411*****	99,2	3,6	64,7

Fontes: ver Abreu (1985), Abreu (1994), Brasil (1945) e **Anuário Estatístico do Brasil** 1952 e 1956.

\* Saldos em 31.12.

\*\* Re-estimativa provisória. Empréstimos em francos em 1920 considerados constantes desde 1913.

\*\*\* Reavaliação para levar em conta a conversão francesa de 1928 e a sentença de Haia contra o Brasil. Ver Abreu (1994).

\*\*\*\* 1951.

\*\*\*\*\* 1956.

Tabela 2  
Dívida externa, 1830-1940\*

Ano	Dívida externa em contos de réis **	Exportações FOB em contos de réis	Razão dívida-exportações	Serviço da dívida externa em contos de réis***	Razão serviço-exportações	Receita****	Razão serviço-receita total
1830	59013	35135	1,68	3289	0,0936	16779	0,1960
1840/1841	40995	57727	0,71	2087	0,0361	16311	0,1280
1850/1851	38181	67788	0,56	3547	0,0523	32697	0,1084
1860/1861	52281	123171	0,42	5151	0,0418	50052	0,1029
1870/1871	130660	168000	0,78	11044	0,0657	95885	0,1152
1880/1881	130995	230963	0,57	19696	0,0854	128364	0,1534
1890	328431	280665	1,17	16077	0,0573	195253	0,0823
1900	1471359	850339	1,73	37128	0,0436	307915	0,1206
1910	1929746	939413	2,05	149867	0,1595	882189	0,1699
1920	3506408	1752411	2,00	231155	0,1319	1548168	0,1493
1930	11753476	2907354	4,04	857432	0,2949	3276171	0,2617
1940	16288024	4960538	3,28	205401	0,0414	4664813	0,0440

Fonte: dados básicos de **Brasil em números 1960**.

\*Até 1930, valor nominal dos títulos resgatados. Depois de 1930 valor de mercado.

\*\*Fim do ano calendário.

\*\*\*Ano calendário.

\*\*\*\*Federal até 1900. União, estados e municípios a partir de 1910. A razão serviço da dívida-receita da União em 1910 era de 28,56%. A dívida externa até 1880 era exclusivamente federal.

Neste artigo trata-se de analisar estes momentos cruciais da história financeira do Brasil, com objetivo de caracterizar as singularidades de cada um destes arranjos, que configuram marcos importantes na história do primeiro ciclo de endividamento externo brasileiro. Pela primeira vez são utilizados documentos originários dos arquivos do Banco da Inglaterra e de N. M. Rothschild & Sons Limited relativos aos *funding loans*.<sup>5</sup> Além disto, trata-se de avaliar objetivamente o desempenho do Brasil como pagador. Nas três seções que se seguem analisa-se sucessivamente os três *funding loans*, de 1898, 1914 e 1931. Na quarta seção são tratados sinteticamente os quatro eventos relativos à década de 1930.<sup>6</sup> Na quinta seção são consideradas criticamente as contribuições na literatura especializada que objetivaram avaliar o desempenho de países devedores. A seção 6 inclui novos resultados de avaliação do Brasil como devedor para toda a história de seu

<sup>5</sup> Em dois momentos, o primeiro em meados da década de 1970 e o segundo em meados da década de 1980, o autor consultou a documentação brasileira referente ao assunto, especialmente para o período posterior a 1930, depositada no Ministério da Fazenda e no Arquivo Histórico do Itamaraty, no Rio de Janeiro.

<sup>6</sup> Já analisados com detalhe em Abreu (1975) e (1988).

primeiro ciclo de endividamento que se inicia em 1824. São calculadas taxas de retorno para todos os empréstimos federais brasileiros, tanto para toda a vida do empréstimo, quanto em bases anuais. Os resultados são comparados a aplicações financeiras contrafactuais em títulos públicos dos países credores. São utilizadas metodologias alternativas de avaliação, tentando-se levar em conta *trade offs* entre rentabilidade e risco das aplicações em títulos federais brasileiros lançados entre 1824 e 1927 em libras e dólares norte-americanos. Na seção final são apresentadas as conclusões.

### 1. 1898: o primeiro *Funding Loan*

A economia brasileira enfrentou dificuldades crônicas de balanço de pagamentos na década de 1890, depois que se esgotou o boom do Encilhamento. Caiu o saldo da balança comercial, aumentou o serviço da dívida, diminuiu a entrada de novos empréstimos. O resultado foi uma vertiginosa queda da taxa de câmbio de um nível por volta de 27 *pence* por mil réis em 1889 para 7 *pence* em 1898.<sup>7</sup> A crise financeira do Brasil havia estimulado a busca de soluções que atenuassem a crise cambial. Antes que vingasse a iniciativa de refinar a dívida externa, a possibilidade de arrendamento da Estrada de Ferro Central do Brasil havia sido reiteradamente suscitada por N. M. Rothschild & Sons Limited, enfrentando, entretanto, a resistência do governo brasileiro, pois as ofertas recebidas foram consideradas insatisfatórias.<sup>8</sup> Diplomatas britânicos esperavam a suspensão de pagamentos relativos ao serviço da dívida desde o início de 1898.<sup>9</sup> Em fevereiro de 1898, N. M. Rothschild & Sons Limited foram visitados pelo delegado do Tesouro em Londres e sondados quanto à sua reação no caso de suspensão temporária dos fundos de amortização da dívida externa brasileira.<sup>10</sup>

---

<sup>7</sup> Ver, sobre a crise dos 1890, Franco(1990), Fritsch(1980) e Fishlow(1972).

<sup>8</sup> Ver série de telegramas de N.M. Rothschild & Sons Limited (NMR) a Bernardino de Campos, Ministro da Fazenda, no segundo semestre de 1898, Rothschild Archive, London (RAL) XI/65/10A e Ministério da Fazenda, Relatório, 1901, no qual Murtinho assinala que a proposta, de fato, nunca mereceu ser tomada em consideração.

<sup>9</sup> Review of the Financial Situation, Phipps para Lord Salisbury no. 6, 1.2.1898: “o Brasil ainda conseguiu manter os pagamentos relativos a juros e amortização do sua dívida externa. Não se sabe bem se por sentimento de dever, ou vaidade, ou apenas por mera falta de resolução”, Public Record Office (PRO), Foreign Office (FO) 128/235.

<sup>10</sup> NMR para Bernardino de Campos, carta, 18.2.1898, RAL XI/142/6.

O Manifesto Eleitoral de Campos Salles já enfatizava a prioridade no saneamento financeiro da República: “A restauração das finanças é a obra ingente que se impõe às preocupações patrióticas do governo da República. Não há, portanto, lugar para os vastos programas de administração, que, aliás, se incompatibilizam radicalmente com a situação do Tesouro, tal como ela se desenha. Considero por isso um dever de lealdade não abrir esperanças, nem contrahir compromissos de outra ordem. Muito terá feito pela República o governo que não fizer outra coisa senão cuidar das suas finanças”.<sup>11</sup> Campos Salles foi alertado por Prudente de Moraes quanto à situação crítica das finanças federais. Em meio à sua viagem à Europa, em seguida à vitória eleitoral, em Paris, foi informado que Tootal, gerente do London & River Plate Bank em Paris, havia feito em nome dos credores, no Rio de Janeiro, proposta relativa a um *funding loan*.

A inspiração argentina do *funding loan* é clara. No início da década de 1890, a Argentina havia sofrido a crise Barings<sup>12</sup>, enfrentando enormes dificuldades de balanço de pagamentos e foi obrigada a renegociar o pagamento do serviço da dívida externa. Negociou com seus banqueiros, no início de 1891, um *funding loan* de 15 milhões, à taxa de juros de 6%, com a finalidade de refinar integralmente os pagamentos de juros e garantias ferroviárias, por três anos, entre 1891 e 1893. Havia o compromisso de receber cupons vencidos nas alfândegas e de que o governo central não assumiria compromissos financeiros adicionais por três anos. O governo assumiu, ainda, o compromisso de cancelar pelo menos 15 milhões de pesos-ouro por ano sempre que o ágio do ouro superasse 50%. O arranjo do *funding* argentino não foi, entretanto, mantido, sendo substituído pelo Arreglo Romero. O novo acordo incluía a redução efetiva do pagamento de juros e a suspensão de amortização. Por cinco anos, a partir de 1893, seriam realizados pagamentos da ordem de 71% dos juros contratuais que só voltariam a ser integralmente pagos após 1898. As amortizações seriam retomadas em 1901. As garantias ferroviárias foram consolidadas através de empréstimos de rescisão de garantias em 1896 e 1898. Entre 1896 e 1899 o governo central trocou a dívida das províncias por dívida federal

---

<sup>11</sup> Guanabara (1902), p. 50.

<sup>12</sup> A quebra da casa Barings decorreu, em grande medida, do envolvimento direto dos banqueiros em empresa exploradora dos serviços de água e esgoto de Buenos Aires, a Buenos Ayres Waterworks and Drainage Co. Ltd., e não de seu envolvimento com títulos da Argentina. Ver Ferns (1992).

com um desconto sobre o valor de face da ordem de 25%.<sup>13</sup>

A proposta do *funding* brasileiro havia sido discutida na reunião do *board* do London & River Plate Bank, em Londres, quando se decidiu enviar Tootal ao Rio, para sugerir “algumas medidas temporárias que, embora não em detrimento dos interesses dos detentores das dívidas externas brasileiras, pudessem aliviar as pressões sobre o câmbio, dar tempo à recuperação e gradualmente melhorar a cotação dos títulos [brasileiros]”. Ao submeter a proposta relativa ao Ministro da Fazenda do Brasil, Tootal foi instruído a sugerir que o mesmo entrasse em contacto com os seus banqueiros em Londres, N. M. Rothschild & Sons Limited, aos quais o *Chairman* já havia comunicado o teor da proposta.<sup>14</sup>

Segundo Guanabara (1902), a proposta inicial de Tootal solicitava como garantia de um empréstimo de 10 milhões, a receita de todas as alfândegas da República, a Estrada de Ferro Central do Brasil e o serviço de abastecimento d’água da Capital Federal. Obrigava à retirada de circulação, ao cambio de 12 pence/mil réis, do papel moeda equivalente, e, ainda, que esta soma fosse recolhida a determinados bancos estrangeiros e incinerada publicamente.<sup>15</sup> Campos Salles visitou os escritórios de N. M. Rothschild & Sons Limited durante a sua viagem pós-eleitoral à Europa. Desta reunião participou o *chairman* do London & River Plate Bank, Duffield.<sup>16</sup> Teriam sido as ponderações de Campos Salles que possibilitaram a retirada da Central e do serviço de águas da lista inicial de garantias. Campos Salles teria, ainda, contraproposto 24 pence/mil réis como a taxa de cambio a ser levada em conta para determinação dos montantes para recolhimento do meio circulante, chegando-se a um acordo final quanto a um valor intermediário, de 18 pence/milréis, da taxa de cambio para cálculo dos montantes para recolhimento.<sup>17</sup>

---

<sup>13</sup> Williams (1971), pp. 126-8. A taxa cambial era de 5 pesos-ouro/(. Apenas pouco mais de 50% do valor inicial foi lançado. Curiosamente, este empréstimo ficou conhecido como empréstimo Morgan, em vista do forte envolvimento de J.P. Morgan & Co. no lançamento dos títulos. Marichal (1989), capítulo 6.

<sup>14</sup> Confidentially ... imparted the intentions of the Board”, diz a ata, London & River Plate Bank Archive, Board Minutes, 5.4.1898, F2/16/1, Lloyds Archives, Londres.

<sup>15</sup> Ver Guanabara (1902).

<sup>16</sup> Monteiro (1928), p. 60.

<sup>17</sup> Guanabara (1902), pp. 66-7.

A emissão dos títulos do *Funding Loan*, respeitado o limite de £10 milhões, abarcaria o serviço de juros dos empréstimos externos federais, bem como do empréstimo interno em ouro de 1879, e todas as garantias ferroviárias.<sup>18</sup> A taxa de juros do novo empréstimo era de 5%, sendo lançados £8,6 milhões. A garantia do empréstimo era a arrecadação das alfândegas do Rio de Janeiro e, subsidiariamente, as de outros portos brasileiros. Previa-se a suspensão das amortizações de todos os empréstimos incluídos no *funding* por treze anos e durante três anos seriam lançados, a 100%, títulos do novo empréstimo à medida que maturassem juros de empréstimos e prazos de pagamentos de garantias ferroviárias. O serviço do próprio *funding* se restringiria a juros até 1911, quando seria iniciada a amortização por 50 anos.

À medida que fossem lançados os títulos do novo empréstimo seria recolhido meio circulante equivalente, convertido à taxa cambial de 18 *pence*/mil réis, e incinerado em um dos bancos estrangeiros credenciados - London and River Plate Bank, London and Brazilian Bank e Brasilianische Bank für Deutschland - a partir de 1.1.99 para títulos emitidos de 1.7.98 a 31.12.98 e depois *pari passu*. Legislação completar aprovada em meados de 1899 criou dois fundos necessários à execução do programa e aboliu a faculdade emissora do governo. O fundo de resgate do papel moeda era constituído por receitas em papel do arrendamento de ferrovias federais, pela cobrança da dívida ativa, por rendas eventuais do Tesouro em papel e por saldos orçamentários. Foi criado ainda um fundo de garantia do papel moeda depositado em Londres, em N. M. Rothschild & Sons Limited, que seria alimentado por 5% ouro sobre direitos de importação, pelo saldo de taxas em ouro, pelo arrendamento em ouro de ferrovias federais e por rendas eventuais em ouro.<sup>19</sup> Houve forte resistência por parte das companhias ferroviárias à extensão às garantias ferroviárias das condições aplicáveis a empréstimos. Essas resistências, dobradas por N.M. Rothschild & Sons Limited por insistência do governo brasileiro,

---

<sup>18</sup> As seguintes ferrovias foram incluídas: The Alagoas Railways Co. (duas linhas), The Great Western of Brazil, The Conde d'Eu Railway, The Central Bahia, The Brazil Great Southern, The D. Theresa Christina, The Southern Brazilian Rio Grande do Sul, Companhia Mogyana, The Minas and Rio, The Natal and Nova Cruz, Compagnie Générale des Chemins de Fer Brésiliens (duas linhas), Compagnie des Chemins de Fer Sud-Ouest Brésilien (duas linhas), The Bahia and S. Francisco (duas linhas), The Recife and S. Francisco e os Chemins de Fer S. Paulo et Rio Grande. As garantias ferroviárias seriam resgatadas em uma grande negociação em 1901, ver Ribeiro (1993).

<sup>19</sup> Ver Calógeras (1960), pp. 332-3.

decorriam do reconhecimento de que a medida afetaria a rentabilidade de seus investimentos.

A casa N. M. Rothschild & Sons Limited solicitou de Campos Salles sua garantia de que aprovava o “plano” pois, “embora lamentassem profundamente uma suspensão de pagamentos em espécie” haviam recomendado a sua aceitação por parte dos credores brasileiros. Segundo os banqueiros do Brasil a carta dar-lhes-ia a “coragem” necessária para fazer esta gestão junto aos credores, podendo demonstrar que nada haviam negligenciado na salvaguarda de seus interesses.<sup>20</sup> Campos Salles ofereceu esta garantia solicitada em termos que seriam duramente criticados pela oposição: “posso assegurar-vos que ... o governo brasileiro terá grande empenho [“la plus particulière sollicitude”] para dar [ao acordo] plena e inteira execução em todos os seus termos.”<sup>21</sup> O Visconde de Ouro Preto condenou taxativamente os termos em que foi negociado o *Funding Loan*, especialmente a obrigação de transferência de depósitos para incineração por bancos estrangeiros e o compromisso de não lançar empréstimo pelo prazo de duração do *Funding Loan*. Considerou a carta compromisso de Campos Salles, além de escrita “em francês de má qualidade”, vazada em tais termos que “no tempo do Império seria devolvida, como imprópria para ficar arquivada oficialmente”.<sup>22</sup> O *Funding Loan*, por outro lado, sofreu fortes críticas de uma parte da imprensa financeira londrina que classificou-o como “arranjo confiscatório”<sup>23</sup>, mas nada que se pudesse comparar às críticas que se acumulariam no Brasil contra Murinho e as conseqüências de seu programa de estabilização sobre o nível de atividade e o sistema financeiro, em especial o impacto da significativa apreciação cambial ocorrida.<sup>24</sup>

---

<sup>20</sup> NMR para Campos Salles, carta, 2.6.1898, RAL, XI/111/28. A carta de Rothschild e a resposta de Campos Salles são reproduzidas em Guanabara (1902), pp. 69-73 e no prospecto do *Funding Loan*.

<sup>21</sup> Campos Salles para NMR, carta, 6.6.1898, Londres, RAL XI/111/128.

<sup>22</sup> Ouro Preto (1899), pp. 73 e 141-3.

<sup>23</sup> *Financial News*, 22.6.98.

<sup>24</sup> O clássico anti-Murinho é Souto (1902).

Tabela 3  
Saldos em circulação de *funding loans* em libras e dólares, em milhões,  
1898-1945

	<i>Funding Loan</i> 1898 libras	<i>Funding Loan</i> 1914 libras	<i>Funding Loan</i> 1931 libras 20 anos	<i>Funding Loan</i> 1931 libras 40 anos	<i>Funding Loan</i> 1931 dólares 20 anos
1898	1,4	0	0	0	0
1899	4,3	0	0	0	0
1900	7,2	0	0	0	0
1901	8,6	0	0	0	0
1913	8,5	0	0	0	0
1914	8,4	0	0	0	0
1915	8,4	6,2	0	0	0
1916	8,3	10,0	0	0	0
1917	8,2	13,1	0	0	0
1918	8,2	13,2	0	0	0
1919	8,1	13,8	0	0	0
1920	8,0	14,5	0	0	0
1930	6,9	14,2	0	0	0
1931	6,8	14,0	n.d.	n.d.	n.d.
1932	6,5	13,9	n.d.	n.d.	n.d.
1933	6,3	13,7	1,9	6,6	21,8
1934	6,2	13,6	2,6	7,9	29,5
1943	5,0	12,3	1,8	6,6	18,6
1944	4,7	11,2	1,5	5,1	16,4
1945	4,4	10,7	1,4	6,8	15,5

Fonte: Brasil (1955).

Foram enfrentados problemas na execução do acordo, inclusive com os bancos encarregados da incineração de papel-moeda que só o fizeram depois de interferência de N.M. Rothschild & Sons Limited, instados por Murtinho.<sup>25</sup> A crise financeira que se seguiu à implementação do programa de estabilização decorreu da forte contração monetária, agravada pelas dificuldades do Banco da República, vítima de sua aposta na alta na apreciação cambial, seguindo o comportamento especulativo do London & River Plate Bank. A crise bancária rapidamente alastrou-se, atingindo outros bancos brasileiros, e o governo terminou por assumir o controle do Banco da República, passo inicial do processo que levaria à sua reconstrução como um novo Banco do Brasil, em 1905.<sup>26</sup>

<sup>25</sup> O telegrama de Murtinho é muito duro: “Bancos opõem-se incineração papel moeda. Acordo faculta incineração quando cambio baixo. Congresso determinou incineração. Peço ordeneis bancos cumprir contrato.”, Murtinho para NMR, telegrama, 7.3.98, RAL, XI/8/2.

<sup>26</sup> Ver Denis (1911), pp. 155-7, Calógeras (1960), pp. 346-350, Josling (1963), pp. 144-6 e Fritsch (1988), pp. 7-8.

## 2. 1914: O segundo *Funding Loan*

Entre 1900 e 1905, dobrou o saldo em circulação dos empréstimos externos tomados pelo Brasil. Entre 1905 e 1913, no idade de ouro da República Velha, este saldo dobrou novamente, sendo que os empréstimos franceses, muitos deles de qualidade muito duvidosa, aumentaram rapidamente sua participação no saldo total para cerca de 20% (ver tabela 1).<sup>27</sup> Entretanto, a partir de 1912, o Brasil enfrentou uma sucessão de eventos que transformaram radicalmente a posição do seu balanço de pagamentos. O serviço da dívida havia sido retomado a partir de 1909. As exportações de café reduziram-se com a queda de preços decorrente da venda de estoques nos Estados Unidos, determinada pela justiça norte-americana em decisão baseada no Sherman Act. As exportações de borracha caíram rapidamente, em vista do impacto da entrada no mercado mundial da borracha plantada asiática. Tornou-se difícil o lançamento de empréstimos brasileiros com a deterioração política na Europa, especialmente nos Bálcãs.

Uma missão financeira enviada ao Brasil por N.M. Rothschild & Sons Limited no segundo semestre de 1913 voltou bastante mal impressionada e disposta a recomendar que qualquer ajuda financeira fosse acompanhada de condicionalidades severas.<sup>28</sup> Em março de 1914, uma conferência de banqueiros liderada por N.M. Rothschild & Sons Limited, incluindo os principais bancos franceses, bem como Speyer e Schroeder, decidiu ser impossível tomar posição sobre um empréstimo ao Brasil sem informações adicionais.<sup>29</sup> Estas informações foram encaminhadas por José Carlos Rodrigues, enviado especial brasileiro a Londres.<sup>30</sup> A proposta inicial para um empréstimo ao Brasil foi feita,

---

<sup>27</sup> O clima de euforia financeira da década de ouro no Brasil foi observado com uma ponta de inveja por concorrentes na captação, tais como os agentes financeiros do Império Russo na praça parisiense: “O Banque de Paris et des Pays-Bas, [...] ganhou no fim do ano enormes somas com as emissões brasileiras e ... recebeu mais de 10% de comissões”, Effront para Kokovtzev, telegrama, 16/29.12.1908, in Raffalovitch (1931), pp. 212-3. Ver Abreu (1994).

<sup>28</sup> Ver Fritsch (1988), p. 30.

<sup>29</sup> NMR para Rivadavia Correa (Ministro da Fazenda), telegrama, 30.3.14, RAL XI/8/5 1914.

<sup>30</sup> Rodrigues havia sido o negociador principal do controvertido empréstimo de rescisão de garantias ferroviárias de 1901.

no início de junho, por N.M. Rothschild & Sons Limited em nome de um numeroso sindicato de banqueiros, que incluía, entre outros, bancos franceses (Société Générale, Paribas), bancos alemães (Deutsche, Disconto e Bleichroeder), bem como Warburg, Speyer e Schroeders.<sup>31</sup> De acordo com a proposta inicial dos banqueiros o novo empréstimo pagaria juros de 5,5% e teria valor nominal de £ 20 milhões, com fundo de amortização de 2% por 24 anos. O preço de lançamento seria em torno de 94%, o sindicato ganharia 5% e o imposto do selo devido na Grã-Bretanha seria pago pelo tomador. Cupões de juros devidos e bônus sorteados seriam aceitos como pagamento nas alfândegas. Poderia haver uma antecipação de £ 2,3 milhões, pagos com os fundos levantados pelo novo empréstimo, mas se ocorresse algo inesperado esta antecipação teria que ser paga em 90 dias. A lista de condições limitando a aplicação do resultado do empréstimo era longa: £ 1,4 milhão seria reservado para pagar a dívida de curto prazo que maturaria em agosto; £ 35 milhões, por imposição francesa, para pagamentos que se alegava serem devidos à conta da Brazil Railway, bem como, £1,5 milhão para pagamentos relativos ao porto de Pernambuco; £1,2 milhão, por imposição alemã, para pagamentos relativos à Estrada de Ferro de Santa Catharina. Estes pleitos somavam £7,6 milhões, mais de 40% do valor líquido do empréstimo. Condicionalidades adicionais incluíam compromissos quanto à venda do Lloyd Brasileiro e aprovação de legislação que permitisse o arrendamento da Central do Brasil.

As seis semanas seguintes foram tomadas por intensas negociações entre o sindicato de bancos, ampliado para incluir outros bancos como Kuhn & Loeb, de Nova Iorque, e Morgan, Grenfell, e o governo brasileiro.<sup>32</sup> A casa N. M. Rothschild & Sons Limited atuou como interlocutora do Ministro da Fazenda do Brasil. Enquanto isto, não se pode dizer que os agentes diplomáticos britânicos estivessem tratando de contribuir para que fosse contornada a crise financeira no Brasil.<sup>33</sup> Em meados de junho, Rivadavia Correa, o

---

<sup>31</sup> NMR para Correa, telegrama, 12.6.14, RAL, XI/111/61.

<sup>32</sup> NMR para Correa, telegrama, 18.6.14, RAL, XI/111/61.

<sup>33</sup> Como ilustram os comentários de Arnold Robertson para Sir Edward Grey no. 39, 30.6.1914, South and Central America Confidential Print, Foreign Office, 32788 no. 1, 20.7.1914, PRO: “os melhores métodos de estimular o natural deste país a um arremedo de ação são, ou colocá-lo em posição publicamente ridícula, ou encher o seu bolso.”

Ministro da Fazenda, manifestava que não poderia aceitar a proposta do sindicato, considerada muito dura, especialmente no que dizia respeito à aceitação de cupões e bônus como pagamento de imposto de importação.<sup>34</sup> O governo brasileiro, além disto, desejava, como era natural, reduzir a taxa de juros, aumentar o valor do empréstimo e reduzir o desconto no lançamento. Também repudiava a maior parte das pretensões francesas e alemãs quanto a somas que seriam devidas a firmas originárias desses países.

A resistência dos banqueiros à melhoria das condições propostas mencionava explicitamente que o “irresponsável nível de gastos”<sup>35</sup> no passado recente havia afetado o crédito brasileiro. N.M. Rothschild & Sons Limited argumentava que a uma taxa de juros inferior a 5,5% os banqueiros dos Estados Unidos e da Europa continental se retirariam, o que inviabilizaria o lançamento. Embora os banqueiros tivessem afinal concordado com redução dos juros para 5%, e da comissão para 4,5%, as dificuldades relativas às pretensões francesas e, especialmente, às alemãs, quanto a pagamentos de somas que se alegava eram devidas a seus cidadãos<sup>36</sup>, não puderam ser contornadas, a despeito da insistência de N.M. Rothschild & Sons Limited de que sua remoção seria essencial para a cooperação dos bancos franceses e alemães e, indiretamente, também dos bancos norte-americanos, que se retirariam caso os europeus continentais decidissem fazê-lo.<sup>37</sup> Isto inviabilizaria o empréstimo. Afinal ocorreu o que temiam os banqueiros alemães e norte-americanos, desde o início das negociações.<sup>38</sup> O agravamento da situação internacional tornou inviável a continuação das negociações que foram suspensas em 27 de junho, apenas um dia antes que a Áustria-Hungria declarasse guerra à Sérvia, e rapidamente se generalizasse a guerra na Europa.<sup>39</sup>

No início de setembro, o Brasil, em seguida à suspensão de pagamentos relativos ao

---

<sup>34</sup> Correa para NMR, telegrama, 16.6.14, RAL, XI/11/3.

<sup>35</sup> NMR para Correa, telegrama, 18.6.14, RAL, XI/111/61.

<sup>36</sup> NMR para Correa, 18.6.14, telegrama, RAL XI/111/61, Correa para NMR, 25.6.14, NMR para Correa, 2.7.14, Correa para NMR e NMR para Correa, 6.7.14, NMR para Correa, 9.7.14, telegramas, RAL XI/111/29.

<sup>37</sup> NMR para Correa, 9.7.14, NMR para Correa, 22.7.1914, NMR para Correa, 16.7.14, Correa para NMR, 20.7.14, Correa para NMR, 22.7.14, NMR para Correa, 23.7.14, telegramas, RAL XI/111/29.

<sup>38</sup> NMR para Correa, telegrama, 18.6.14, RAL XI/111/61.

<sup>39</sup> NMR para Correa, telegrama 27.7.14, RAL XI/8/5.

serviço da dívida externa devidos a partir de 1.8.1914, comunicou a N.M. Rothschild & Sons Limited que estava estudando as condições para oferecer um empréstimo de consolidação aos credores externos do governo federal.<sup>40</sup> O segundo *Funding Loan* teria um capital nominal máximo de £ 15 milhões, emitido ao par, 63 anos de prazo de amortização com início de resgate em 1927, taxa de juros de 5%, e seria garantido pela receita da alfândega do Rio de Janeiro e, subsidiariamente, de todas as outras alfândegas da república. Seriam suspensas as amortizações de todos os empréstimos federais denominados em libras ou francos franceses até 1.8.1927<sup>41</sup> e os juros destes empréstimos que vencessem entre 1.8.14 e 31.7.17. Ficava vedada, também por três anos, a emissão e a garantia de novos empréstimos externos, ou de empréstimos internos com juros pagáveis no exterior.

Autores diversos como Cavalcanti (1923), citado de forma bombástica por Barroso (1934), chamaram a atenção para o que consideraram absurda concessão relativa aos detentores de títulos do empréstimo de rescisão das garantias ferroviárias de 1901. É difícil concordar com este juízo, com base no exame dos fatos. O contrato do referido empréstimo previa três tipos de amortização: a regular, de 0,5% ao ano; a diferença entre a soma despendida no passado com as garantias ferroviárias e a soma correspondente ao serviço de juros e amortização do novo empréstimo; e a renda decorrente do arrendamento das estradas de ferro encampadas. Pelas condições gerais do *Funding Loan*, o primeiro tipo de amortização foi suspenso, mas, pela cláusula 5a. do *Funding Loan*, o governo comprometia-se a mandar emitir títulos do *funding* equivalentes à soma das amortizações não regulares previstas no contrato de 1901. O resultado da venda destes títulos no mercado seria aplicado na compra de títulos do empréstimo de rescisão das garantias ferroviárias de 1901. Estas amortizações extraordinárias não foram feitas entre 1914 e 1919. Mas, em janeiro de 1919, N. M. Rothschild & Sons Limited, com base em representação de advogados londrinos, sugeriu ao governo brasileiro que o assunto fosse

---

<sup>40</sup> Correa para NMR, 7.9.14, telegrama, transcrito em Brasil (1955), p. 254.

<sup>41</sup> Ver Cavalcanti (1923), pp. 59-69. Os seguintes empréstimos em libras estavam incluídos: 1883, 1888, 1889, 1895, 1908, 1910, 1911 e 1913 (governo federal), o empréstimo de rescisão de garantias ferroviárias de 1901, Lloyd Brasileiro 1913, Lloyd Brasileiro 1910 e Viação Cearense 1911. Os empréstimos em francos incluídos foram os emitidos em 1908-09, 1909, 1910 e 1911.

examinado. Em meados de 1919 o Ministro da Fazenda concordou com a emissão adicional de até £ 1.316.640 de títulos do *funding loan* de 1914 com os fins indicados na cláusula 5a., respeitados os limites de emissão fixados anteriormente (ver tabela 3).<sup>42</sup>

### 3. 1931: O Terceiro *Funding Loan*

A partir de 1925, com a recuperação de economia e o novo *boom* no mercado internacional de capitais houve, novamente, um rápido aumento do endividamento externo público brasileiro, embora menos significativo do que o ocorrido no início do século, antes de 1913. A peculiaridade da nova onda de endividamento foi a participação dos empréstimos em dólares, que corresponderam na década a 75% das entradas de recursos externos relativos a empréstimos no Brasil (ver tabela 1). A partir de meados de 1928, as entradas de capital que haviam sido muito substanciais desde 1925, reduziram-se significativamente, dando início a uma violenta crise de balanço de pagamentos, depois agravada pela queda dos preços de café, em virtude do colapso do esquema de valorização, que dependia de financiamento externo (ver tabela 2).

Depois da vitória eleitoral de maio de 1930, o candidato oficial vitorioso, Júlio Prestes, realizou a tradicional visita à Europa. O Presidente Washington Luís havia contactado N.M. Rothschild & Sons Limited em Londres, sugerindo que fosse discutida a reorganização do Banco do Brasil na direção de sua consolidação como banco central. Em Londres, Júlio Prestes revelou muito mais conhecimento sobre finanças do que se esperava, mas N.M. Rothschild & Sons Limited evitaram todas as perguntas detalhadas e sugeriram que se consultasse um especialista financeiro. À menção do nome de Edwin Kammerer, conhecido perito financeiro norte-americano que prestou serviços a praticamente todos os países da costa ocidental da América do Sul nos anos vinte, a reação de N.M. Rothschild & Sons Limited foi no sentido de sugerir que a vantagem de um perito inglês seria que ele não se aproveitaria da ocasião para defender quaisquer

---

<sup>42</sup> Ver Cavalcanti (1923), p. 63-4. Foram resgatados £ 1.639.320 de títulos do empréstimo de rescisão.

interesses nacionais ou particulares.<sup>43</sup>

Montagu Norman, o governador do Banco da Inglaterra, tendo como objetivo “conduzir o Banco do Brasil para uma rota de virtuosa independência”, acreditava que o envio de um perito britânico seria importante para “assegurar a ortodoxia do banco central e tentar melhorar as perspectivas dos detentores de títulos.”<sup>44</sup> Concordou em solicitar a Sir Otto Niemeyer que visitasse o Brasil desde que o convite fosse “redigido de tal maneira que implicasse na aceitação de quaisquer sugestões que fossem apresentadas”.<sup>45</sup> Niemeyer, na verdade, além de recomendar políticas econômico-financeiras ao governo brasileiro, também esteve envolvido na negociação de questões cuja solução beneficiaria interesses britânicos específicos.<sup>46</sup> Além disto, teve importância crucial nos entendimentos que conduziram ao terceiro empréstimo de consolidação, bem como, em 1933, na definição da estrutura do novo acordo brasileiro relativo à dívida externa que seria conhecido como Esquema Aranha.

Niemeyer, desde o início de 1931, criticou a idéia de que a saída para a crise cambial devesse incluir um terceiro funding loan: alegava que “o homem que afunda três vezes em geral se afoga”, fazendo referência aos dois empréstimos de consolidação anteriores. Sublinhava o tamanho da operação necessária, em contraste com a limitada operação de 1898, sugeria que a taxa de juros praticável estaria além dos 7%, e insistia que o Brasil necessitava de capital estrangeiro, e que no caso de um funding loan o País estar-se-ia afastando do mercado internacional por um período longo, talvez dez anos. Defendia, como alternativa, um programa de austeridade fiscal e monetária que perseguisse o equilíbrio orçamentário e o fim da emissão monetária, além da constituição de um banco

---

<sup>43</sup> Nota de uma conversa com o Sr Anthony Rothschild (sobre a entrevista com Júlio Prestes), por H.A. Siepmann, 7.8.30, Arquivos do Bank of England (BOE), OV103/1.

<sup>44</sup> 7.1.31, Montagu Norman para Leon Fraser (Bank for International Settlements), BOE, OV103/69

<sup>45</sup> Oliveira para Norman, no. 20/1931, 8.1.31, BOE, OV 103/69, para o convite formal a Niemeyer. O governo brasileiro mencionou que concordava em princípio com a reconstrução do Banco do Brasil como um banco central ortodoxo e independente, com a reforma monetária e estabilização imediata do câmbio, a manutenção de equilíbrio orçamentário e a publicação periódica de dados sobre a execução orçamentária e limitações ao endividamento do governo central, estados e Banco do Brasil. Nenhuma destas condições teve relevância no futuro.

<sup>46</sup> Ver Abreu (1974) para as atividades da missão relacionadas à constituição de um banco central.

central emissor, para que se viabilizasse a volta do Brasil ao *gold exchange standard*.<sup>47</sup>

Com o agravamento da crise na Europa e o ataque à libra esterlina até mesmo Niemeyer convenceu-se de que não havia alternativa ao *funding*.<sup>48</sup> Em 21 de setembro a Grã-Bretanha abandonou o padrão ouro. Até o início de outubro foram discutidas as bases do novo *funding loan* para o Brasil. A posição inicial dos banqueiros pretendia preservar pagamentos integrais de juros dos empréstimos de consolidação de 1898 e 1914, 40% dos pagamentos devidos em relação a empréstimos garantidos e 20% em relação a empréstimos não garantidos.<sup>49</sup> Niemeyer considerava o prazo de um ano para o *funding* mais do que suficiente. Quando Whitaker comunicou-lhe o que pretendia o Brasil - três anos, manutenção dos juros de 5% de 1898 e 1914 e diferenciação no prazo dos novos títulos, de acordo com as suas garantias - a sua reação foi vigorosa: sinto-me “incapaz de defender em público tal *default* por atacado e terei de dizer o que penso...”. Estava “convencido de que [o futuro do Brasil] pode[ria] ser salvaguardado pela sabedoria e perdido pelo pânico” e recomendava que Whitaker “não esmorecesse”.<sup>50</sup>

Niemeyer objetava especialmente ao prazo de três anos e à proposta de constituir um fundo de amortização em moeda nacional à taxa de 6 d/milréis e não à taxa cambial vigente de 4d/mil réis, o que obviamente reduziria de forma significativa os depósitos.<sup>51</sup> Quanto às preocupações brasileiras relativas ao pagamento de um empréstimo a N.M. Rothschild & Sons Limited de £ 6,5 milhões enfatizava, aparentemente sem consulta prévia aos banqueiros, a importância do *funding* e que seria “mais fácil negociar com banqueiros do que com detentores de títulos”.<sup>52</sup> Whitaker ainda apresentou aos seus colegas de ministério proposta de redução do prazo para dois anos e da taxa cambial de

<sup>47</sup> Anexo à carta de Niemeyer para Whitaker (Ministro da Fazenda), Rio de Janeiro, 13.3.31, BOE, OV9/294.

<sup>48</sup> Niemeyer justificou sua mudança de opinião em vista de a “desorganização mundial ser maior do que a que havia previsto e, portanto, a possibilidade de um empréstimo mais remota do que havia antecipado”, Niemeyer para Lynch, telegrama, 25.8.31, BOE, OV103/40.

<sup>49</sup> Powell para Niemeyer, telegrama no. 9, 16.9.31, BOE, OV103/40.

<sup>50</sup> Niemeyer para Whitaker, telegrama, 29.9.31, BOE, OV103/40.

<sup>51</sup> Funding Proposals (por Niemeyer?), memo, 12.10.31, BOE, OV103/1, e Niemeyer para Whitaker, telegrama, 12.10.31, OV103/40.

<sup>52</sup> Niemeyer para Whitaker, telegrama, 1.10.31, BOE, OV103/40.

referência para 4d/mil réis, mas foi derrotado.<sup>53</sup> N.M. Rothschild & Sons Limited finalmente decidiram que permitiriam o governo brasileiro mencionar que o *funding loan* havia sido adotado após consulta com seus banqueiros desde que houvesse referência à possibilidade de revisão da decisão no fim do primeiro ou do segundo ano.<sup>54</sup>

O *funding* foi lançado em duas séries, ambas com taxa de juros de 5%, que previam resgate em 20 e 40 anos, dependendo da garantia de cada empréstimo cujos juros estavam sendo refinanciados. Para os empréstimos em dólares foram lançados apenas títulos de 20 anos. O total do lançamento estava limitado a cerca de £ 18 milhões para refinar os juros dos empréstimos federais que vencessem a partir de outubro de 1931 por três anos (ver tabela 3). O serviço dos *fundings* anteriores seria mantido inalterado. O acordo incluía a provisão de que recursos correspondentes a pagamentos não realizados em moeda estrangeira relativos a juros e amortizações, convertidos à taxa de 6 *pence* por mil réis, seriam depositados no Banco do Brasil e destinados a amortizações extraordinárias da dívida externa, ou, “enquanto não for possível adquirir as cambiais”, a compras de títulos públicos.<sup>55</sup>

#### 4. Os anos 1930 e 1940<sup>56</sup>

##### 4.1 O Esquema “Aranha”, 1933-1937

Em 1934 um acordo temporário relativo à dívida externa, conhecido como esquema “Aranha”, foi negociado tentando conciliar interesses de credores, que desejavam receber algo que não fosse mais papel como serviço da dívida brasileira, e devedores, que estavam interessados na redução das obrigações contratuais. Os termos do acordo foram inicialmente propostos por Sir Otto Niemeyer na sua volta, em 1933, de uma viagem à Argentina na qual propôs a criação do Banco Central. O acordo incluía todos os

---

<sup>53</sup> Lynch para NMR, telegrama, 10.10.31, BOE, OV103/40.

<sup>54</sup> NMR para Lynch, telegrama, 12.10.31, e Niemeyer para Whitaker, telegrama, 5.10.31, BOE, OV103/40

<sup>55</sup> Ver decreto 21113, 2.3.32.

<sup>56</sup> Ver Abreu (1975) e Abreu (1988) para um tratamento detalhado das negociações relativas à dívida externa brasileira após 1931.

empréstimos brasileiros, e não apenas os federais, e , e seus termos baseavam-se no reconhecimento de que a “capacidade de pagamento” do Brasil era incompatível com o pagamento integral do serviço e de que as reduções de juros e amortizações deveriam refletir as diferenças entre garantias associadas a cada empréstimo. Quanto melhor a garantia original de cada empréstimo, maior a proporção dos juros e amortizações contratuais a serem efetivamente pagas. Foram definidas oito categorias de empréstimos: os *funding loans* na categoria 1, em um extremo, os empréstimos municipais e estaduais em *default* na categoria 8. Os empréstimos da categoria 1 receberiam 100% da amortização, os da categoria 2, 50%, e os demais 0%. Os pagamentos de juros seriam integrais para as duas primeiras categorias declinando gradualmente até zero para a categoria 8. Os juros contratualmente devidos seriam quitados pelos pagamentos parciais previstos no esquema.<sup>57</sup>

Aranha, tentando evitar críticas ao acordo, enfatizou que o Brasil pagaria nos próximos anos apenas £ 6 milhões em quatro anos ao invés de £ 90,7 milhões contratuais, acumulando, portanto “ganhos” de £ 57,1 milhões em quatro anos. Estas afirmações, repetidas sem qualificações por diversos autores, não têm fundamento pois é claro que Aranha estava considerando como alívio definitivo, tanto a redução de juros, quanto, incorretamente, a redução de amortização, já que nada foi deliberado sobre o principal dos empréstimos<sup>58</sup>. De qualquer forma os pagamentos de serviço contratual, que seriam da ordem de £ 24 milhões foram reduzidos para entre £7,3 e 9 milhões nos quatro anos do acordo.

Os comentários da imprensa britânica foram comedidos, reconhecendo o maior poder de barganha dos EUA no Brasil. Niemeyer considerou a proposta a melhor possível, dadas as circunstâncias. O *Foreign Office* resistiu a todas as pressões para intervir na defesa dos interesses britânicos pois o secretário, John Simon, optou por mirar-se no exemplo do século XIX: “meu predecessor, Lord Palmerston , que não é geralmente

<sup>57</sup> Ver decreto 23829, 5.2.1934. Ver memorando de Clark, 24.11.33, 832.51/874, National Archives (NA): Record Group (RG) 59, que é um relatório detalhado das negociações do ponto de vista norte-americano.

<sup>58</sup> Ministério da Fazenda, Exposição de Motivos, no. 56, 3.2.34. Repetido em Brasil. Ministério da Fazenda , Finanças do Brasil, vols. X e XIX; Lemos (1946) e Villela e Suzigan (1975), p. 190.

considerado tímido na defesa dos interesses britânicos, estabeleceu a doutrina de que se os investidores decidirem comprar títulos de um país estrangeiro que rendam uma alta taxa de juros, em detrimento de títulos britânicos que rendem taxas de juros menores, não podem alegar que o governo britânico seja obrigado a intervir em seu favor em caso de *default*". Só em casos de discriminação dos interesses britânicos o Foreign Office estaria disposto a intervir.<sup>59</sup>

#### 4.2 *Default*, 1937-1939

Depois do golpe de novembro de 1937, o governo brasileiro anunciou a suspensão do serviço de todos os empréstimos externos por três anos. Vargas argumentou que o Brasil havia sido forçado a suspender pagamentos por ser impossível, ao mesmo tempo, pagar o serviço e as importações essenciais ao reequipamento do sistema ferroviário e das forças armadas. A alternativa de um novo *funding* era considerada inaceitável, em vista de implicar aumento da dívida nominal, já considerada incompatível com a "capacidade de pagamento" do país.<sup>60</sup>

*The Economist* considerou o "default brasileiro entre os mais cínicos de que se lembra o mercado londrino". O governo britânico gostaria de aplicar um *clearing* mas o balanço de pagamentos não era compatível com tal iniciativa, sendo favorável ao Reino Unido. A reação americana, em contraste, foi suave, provavelmente ajudada pelos planos dos EUA quanto ao papel crucial do Brasil na política de Boa Vizinhança.<sup>61</sup> As negociações que se iniciaram em setembro de 1939 para retomada do pagamento do serviço da dívida resultaram do desejo de assegurar o *goodwill* norte-americano após uma missão de Aranha aos EUA no início do ano.

---

<sup>59</sup> *The Times*, 10.2.34 e *The Economist*, 17.2.34; Law para Sargent, 16.2.34, A1620/147/6; minuta de Broad, 16.2.34, A1503/147/6; Niemeyer para Waley, 1.3.34, A1768/147/6; minuta, Simon para Leather, 2.3.34, A1440/147/6.

<sup>60</sup> Vargas (1938-45), vol. 5, pp. 26-8, discurso de 10.11.37.

<sup>61</sup> *The Economist*, 13.11.37; Waley para Holman, 29.12.37, A9412/3505/6; Hull para Gaffery, Tel. 80, 16.11.37, FRUS 1937, pp. 353-4 e Blum (1959), p. 493.

#### 4.2. O esquema Sousa Costa

Ficou, entretanto, claro que o governo brasileiro teria que esperar para ver qual seria o impacto da guerra sobre as exportações antes de assumir qualquer compromisso com pagamentos da dívida. Em janeiro de 1940, Costa propôs aos representantes dos credores pagar temporariamente 50% do previsto no esquema Aranha. Os norte-americanos conseguiram melhorar sua posição convencendo os brasileiros a tomar como base para o novo esquema somente o último ano do plano de Aranha, que previa pagamentos mais generosos para os empréstimos de classificação inferior. Durante os quatro anos de duração do acordo, os pagamentos totais aumentariam de £ 4 milhões no primeiro ano para £ 4,3 milhões no último, totalizando ao longo dos quatro anos £ 600.000 a mais do que a proposta brasileira.<sup>62</sup> A aceitação pelo negociador britânico dessa proposta norte-americana, que envolvia pagamentos relativamente menores para os títulos em libras de qualidade superior, que haviam sido protegidos com sucesso no passado, foi facilitada por um compromisso brasileiro de gastar pelo menos £ 1,6 milhão no resgate de títulos britânicos a preços de mercado. A posição dos representantes locais britânicos, que tendia a reconhecer as dificuldades brasileiras, contrastava com as diatribes de Niemeyer, que ainda se permitia embarcar em uma peroração típica: "estou certo de que o Brasil não pode esperar escapar ... sem reconhecer mais adequadamente suas obrigações. Se não o fizer, será meramente deixado de lado em repulsa como um trapaceiro fraudulento."<sup>63</sup> Getúlio Vargas havia adotado uma postura de resistência ao acordo sendo requeridos os esforços de persuasão combinados de Sousa Costa e Aranha para convencê-lo a assinar.<sup>64</sup>

---

<sup>62</sup> Ver decreto-lei 2085, 8.3.40.

<sup>63</sup> Niemeyer a Phillimore, 8.2.40, CFB 241/15. Estas observações podem ser contrastadas com o discurso do chanceler do erário britânico, Hugh Dalton, à Câmara de Comércio Brasileira em 6 de maio de 1947 a respeito do problema das libras bloqueadas devidas pelo Reino Unido aos seus fornecedores da guerra (o saldo brasileiro em libras era então de 65 milhões): "a vasta acumulação de débitos pelo Reino Unido representa um sacrifício irreal, injusto e insuportável. Se o Lend-Lease e o Mutual Aid tivessem sido aplicados entre todos os membros da grande aliança como foram entre os Estados Unidos e a Comunidade Britânica, de longe a maior parte desses débitos jamais teriam pesado contra nós. Mais cedo ou mais tarde, essa massa terá que ser substancialmente reduzida. O Reino Unido é forte, mas um sinal de sua força tem que ser a recusa a assumir compromissos fantásticos que estão além de sua força e além de todos os limites do bom senso e do *fair play*"; Keesing's Contemporary Archives 1947, 3 a 10 de maio, p. 8587.

<sup>64</sup> Memorando de Phillimore, 4.4.40, A2967/43/6.

### 4.3 O acordo permanente de 1943

Sousa Costa percebeu no início de 1943 que, depois da guerra, as exportações brasileiras teriam problemas para se ajustar à competição em um mercado mundial normalizado, e que haveria pressões intensas sobre as reservas cambiais existentes para a importação de bens de capital essenciais, pelos quais havia uma forte demanda reprimida. Resolveu apressar as negociações relativas à dívida externa.<sup>65</sup>

Após longas negociações, chegou-se a um acordo permanente que ofereceria aos detentores de títulos duas opções. Deixava de haver classificação de empréstimos por categorias, o que era uma forma de disfarçar o dano causado aos empréstimos em libras. A opção A envolveria pagamentos anuais de £7,7 milhões (dos quais £5,2 milhões) se todos os detentores de títulos a escolhessem. A opção B, também se escolhida por todos, envolveria pagamentos anuais de £8,4 milhões (dos quais £4,9 milhões) sobre os novos títulos federais de 3,75%, bem como pagamentos imediatos de £22,9 milhões pelo resgate de títulos com valor de face de £79 milhões ao preço médio de 29%. Os antigos empréstimos da categoria 8 seriam resgatados a 12% do valor do principal em circulação, e o grosso dos atrasados de juros - os da moratória de 1937-40 - seriam liquidados a 25% das taxas do acordo de 1940 (ou seja, na "melhor" das hipóteses a 12,5% da taxa de juros contratual).<sup>66</sup> As condições do acordo implicaram em redução de 50% do valor da dívida em circulação da ordem de £ 220 milhões.

O acordo significava um abandono do princípio de que empréstimos com melhores garantias (os britânicos) deviam ter prioridade no caso de uma moratória parcial. Que o acordo não era favorável aos britânicos fica evidente pela comparação entre os comunicados da Corporation of Foreign Bondholders britânica e do Departamento de Estado à imprensa. A CFB deixou claro que "a alocação do dinheiro disponível entre os vários títulos revelou diferenças marcantes de pontos de vista não só entre os

---

<sup>65</sup> Telegramas 93 e 94, Rio a Londres, A1383 e A1397/473/6. Ver Costa a Vargas, 6.2.43, FGV:GV, sugerindo que negociações fossem abertas para conter tentativas dos credores de solicitar o serviço integral da dívida diante da posição das reservas brasileiras.

<sup>66</sup> Ver Decreto-Lei 6019, de 23.11.1943.

representantes dos credores e o governo brasileiro mas também entre britânicos e norte-americanos", e que "não podiam fingir estar satisfeitos com a resultante diferenciação entre os vários títulos". O Departamento de Estado declarou que "a proposta é uma manifestação do firme desejo do Brasil de cumprir suas obrigações externas dentro dos limites de sua capacidade. Este governo está extremamente gratificado com a obtenção de um acordo de natureza tão abrangente e definitiva entre as autoridades brasileiras e os detentores de títulos britânicos e norte-americanos".<sup>67</sup> Funcionários do Foreign Office, ainda que não estivessem particularmente infelizes com o resultado das negociações, fizeram duras críticas à atitude do CFB de mantê-las em segredo, alijando os norte-americanos por tanto tempo, e culpavam Niemeyer, que pensava ter "alguma posição especial no Brasil como o *G.O.M.* [*Grand Old Man*] das finanças".<sup>68</sup> Recusavam-se assim a dar o devido crédito à influência de Niemeyer, razão importante para os sucessos obtidos em 1931 e 1934.

Phillimore atribuíu o comportamento dos norte-americanos durante as negociações à sua tendência de "encarar o Brasil como seu próprio quintal" e à sua inclinação a "aborrecer-se quando qualquer outro vem brincar nele sem ser convidado". Na opinião de Phillimore, a reação desfavorável do mercado londrino ao acordo era inconsistente com a cotação dos títulos brasileiros na Bolsa de Valores, e o mercado se conscientizara de que "há também um fator político e que a disposição do Brasil de pagar não está em tão boas condições quanto sua capacidade de pagar".<sup>69</sup>

*The Economist* reagiu muito desfavoravelmente ao acordo, considerando os pagamentos baixos demais diante da capacidade de pagamento do Brasil, e que se devia dar prioridade aos empréstimos com garantias específicas em relação aos que tinham apenas garantias genéricas: "ter ofendido o Brasil pedindo mais teria contrariado a política de Boa Vizinhança [...], para colocar o problema em termos simples, o detentor britânico de

---

<sup>67</sup> Comunicado do CFB, 26.11.43, A10774/473/6, e telegrama 5376, Washington a Londres, 28.11.43, A10846/473/6.

<sup>68</sup> Sir Edward Peacock, do Barings, chegou a falar do "comportamento idiota" de Sir Otto. Minutas de Mather Jackson, 27.11.43 e 31.12.43, A10714/473/6 e AS 77/77/6.

<sup>69</sup> Phillimore a Elliot Butler, 8.12.43, A16/16/6.

títulos brasileiros foi sacrificado ao Panamericanismo".<sup>70</sup> Phillimore, o negociador britânico, razoavelmente, discordou dessas críticas, alertando que era inútil insistir que o Brasil deveria ter que pagar mais quando no passado pagou apenas £2,6 milhões líquidas ao ano (média 1901-41) e suas demais obrigações financeiras eram estimadas entre £5 e 20 milhões anuais. Além disso, o serviço teórico da dívida externa brasileira muitas vezes citado na imprensa incluía alguns empréstimos que nenhum banqueiro responsável jamais deveria ter feito. Phillimore argumentava ainda que os empréstimos norte-americanos, que contratualmente deveriam receber 41% dos juros totais e 46% das amortizações, obteriam muito menos que isso em qualquer das opções oferecidas aos credores. O *status* superior dos empréstimos garantidos havia, portanto, sido preservado. Evitava contudo mencionar que esse *status* superior havia sido menos respeitado em 1943 do que em acordos anteriores. Acrescentava que o Brasil não estava oferecendo o acordo graças a algum sentimento irresistível de obrigação moral, mas sim por razões estritamente materiais: porque sua situação econômica não era próspera, alguns dos membros mais conservadores do governo reconheciam que seu futuro dependia muito de sua capacidade de atrair capitais estrangeiros. Se o acordo não produzisse o efeito desejado de restaurar seu crédito abalado, o Brasil "bem que pode decidir que esses tão necessários milhões são um preço alto demais para uma publicidade tão dúbia".<sup>71</sup>

##### 5. O Brasil como devedor: avaliações existentes

As avaliações de desempenho de devedores soberanos existentes na literatura são incompletas ou adotam critérios que podem ser criticados sob vários aspectos. Abreu (1988) calculou a taxa interna de retorno nominal de longo prazo para todos os empréstimos brasileiros em 6,6% ao ano, em comparação a 3,4% da aplicação contrafactual em *consols* britânicos. Mas os dados então disponíveis sobre pagamentos

---

<sup>70</sup> *The Economist*, 25.12.43.

<sup>71</sup> Acrescentou como *post scriptum*: "Estou pensando em mandar-lhes uma série de instantâneos, para publicação na imprensa, de amostras da população do Rio brincando carnaval. Posso garantir que qualquer portador de títulos que os visse escolheria o plano B, e escolheria rápido; e ao invés de suspirar por aqueles míticos (23 milhões anuais que nunca recebeu de fato, ficaria, como eu, maravilhado com a magnitude do que lhe é oferecido agora", Phillimore a Powell, 26.2.44, PRO:FO 128/425(7).

agregados antes de 1932 consideravam todas as amortizações como realizadas ao par o que implicava superestimação da taxa brasileira. Abreu (1985) incluiu o cômputo preliminar de taxas de retorno específicas para alguns dos principais empréstimos federais, mas também ali fazia-se a suposição de amortização ao par e subestimou-se o retorno dos empréstimos lançados na década de 1920 tanto em Londres quanto em Wall Street. Estes cálculos foram retomados para empréstimos selecionados por Ribeiro (1993) e Ribenboim (1993).

Algumas contribuições, como as de Eichengreen e Portes (1989) e Jorgensen e Sachs (1989), concentraram a atenção nas taxas internas de retorno de empréstimos em dólares lançados na década de 1920. Como a década de 1920 é a década imediatamente anterior à “grande depressão”, não seria, de fato, surpreendente que as taxas internas de retorno dos empréstimos externos sejam menores do que as típicas dos empréstimos britânicos lançados no século XIX<sup>72</sup> e do que as correspondentes às condições contratuais. De qualquer forma, análises relativas a empréstimos lançados na década de 20 têm implicações bastante restritas, não permitindo conclusões sobre o comportamento do Brasil como devedor durante o primeiro ciclo de endividamento.

Eichengreen e Portes (1989) enfatizaram a importância da diferença entre a “taxa de retorno contratual” (*ex ante*) e as taxas internas de retorno que efetivamente se verificaram *ex post* como principal elemento de avaliação de desempenho dos devedores. O uso da “taxa de retorno contratual” como indicação de retorno esperado pelos investidores não parece totalmente justificável para todos os empréstimos federais brasileiros. Para a grande maioria dos empréstimos britânicos pré-1914, os esquemas de amortização previstos estabeleciam amortização por compra no mercado abaixo do par e por sorteio quando acima do par. Dos quatro empréstimos federais em dólar contraídos pelo governo federal brasileiro na década de 1920, dois previam amortizações anuais a preços de mercado e os outros dois estabeleciam condições de serviço fixas em termos nominais. Usar em todos os casos o conceito de “taxa de retorno contratual” é

---

<sup>72</sup> Embora, algo surpreendentemente, sejam maiores do que as características dos empréstimos em libras lançados no início do século XX.

equivalente a considerar que os credores, após comprar os títulos do Brasil com desconto, em certos casos muito substancial, tivessem a expectativa de que os títulos brasileiros imediatamente seriam cotados ao par e lá permaneceriam pelo resto da vida do empréstimo. A taxa interna de retorno contratual calculada é um limite superior da taxa interna de retorno que resultaria das condições contratuais e da cotação do empréstimo ao par nas datas de amortização. Ao adotar esta metodologia, seria mais razoável, quando as condições de amortização não são fixadas nominalmente, definir cenários alternativos quanto às expectativas dos investidores a respeito da evolução futura das cotações de títulos brasileiros.<sup>73</sup>

Mesmo quando as condições de amortização eram fixas em termos nominais, a metodologia utilizada por Eichengreen e Portes (1989), com avaliação do desempenho baseada na diferença entre taxa interna de retorno efetiva e taxa de retorno contratual, penaliza os tomadores com pior *rating*: não parece razoável esperar que, com os empréstimos sendo lançados com desconto, as expectativas dos tomadores não levassem em conta a maior probabilidade de as condições contratuais não serem honradas no caso destes empréstimos do que no caso das aplicações de menor risco em títulos emitidos por governos de países de maior nível de desenvolvimento.

Jorgensen e Sachs (1989) adotam metodologia bastante diversa, pois calculam *debt relief* com base no valor presente de recebimentos e pagamentos realizados descontados com base na taxa de juros de longo prazo para títulos do governo dos EUA. Lindert e Morton (1989) baseiam a sua análise na comparação entre taxas internas de retorno *ex post* e taxas internas de retorno dos contrafactuais relevantes no Reino Unido e nos Estados Unidos, isto é, de aplicações em títulos públicos. Mas a divisão por períodos 1850-1914, 1915-1945 e pós-1945 é excessivamente geral, se o objetivo é avaliar a evolução do desempenho brasileiro no pagamento da sua dívida externa. Além disto, a sua análise

---

<sup>73</sup> Além disto, diversos empréstimos lançados em Wall Street faziam menção a US *gold coin*, o que suscitaria problemas quanto à definição de um “retorno contratual” de certa forma aparentados aos que foram objeto da França com diversos de seus credores na década de 1920. Ver *Cour Permanente de Justice Internationale* (1929) sobre os empréstimos sérvios e brasileiros lançados na França. Ver, também, Borchard (1951), pp. 138-9, especialmente sobre *Perry v. United States* em 1935.

tem início em 1850, não levando em conta mais de um quarto de século de história financeira da América Latina no qual o Brasil foi o único devedor que não suspendeu os pagamentos de sua dívida externa. As taxas internas de retorno calculadas para diversos países da América Latina certamente seriam significativamente afetadas por esta correção do método original.

Mas a simples comparação de taxas internas de retorno *ex ante* ou *ex post* não é suficiente para explicar o comportamento dos investidores nos países centrais quanto à distribuição dos seus investimentos entre títulos externos e títulos sem risco domésticos. As decisões certamente levavam em conta taxas de retorno (calculadas em bases anuais e não para toda a vida do empréstimo), mas, também, a sua volatilidade, havendo a expectativa de um *trade off* entre taxas de retorno e sua variância.

Esta breve descrição da literatura sugere a direção de um esforço de avaliação do desempenho do Brasil como devedor. A avaliação deve distinguir o desempenho de empréstimos por data de lançamento, além de basear-se em cálculos de prazo muito longo. É necessário reconstruir a série de amortizações de empréstimos com base em uma série de cotações dos títulos da dívida externa desde 1824. Os resultados obtidos devem ser comparados aos contrafactuais relevantes. Há escopo para a análise específica da relação entre retorno e volatilidade ao longo da história do endividamento brasileiro e sua comparação com os contrafactuais. É disto que trata a seção seguinte.

## 6. O Brasil como devedor: novas evidências

Para elaborar novos cálculos relacionados ao retorno de empréstimos externos brasileiros tratou-se inicialmente de montar um banco de dados completo que incluísse condições de lançamento, montantes em circulação e cotações de títulos federais brasileiros em libras esterlinas e em dólares entre 1824 e 1955. Os dados referentes a condições contratuais e em montantes em circulação têm em geral origem em *Finanças do Brasil. Dívida externa 1824-1945*, Volume XIX e *Anuário Estatístico do Brasil*, diversos anos. Para as condições contratuais dos empréstimos em dólares usou-se, também, *The Fitch Bond*

*Book*, diversos anos. Para cotações dos empréstimos em libras foram utilizados principalmente *The Times*, até a década de 1860, e depois *The London and River Plate Mail*, sucedido pelo *South American Journal*. Para os empréstimos em dólares foram usadas as cotações de *Fitch Bond Book* (média de máxima e mínima) até 1926 e, depois de 1926, *New York Stock Exchange Monthly and Yearly Record* (último dia do ano), diversos anos. Em certos casos, o banco de dados de cotações utilizou informações de *Stock Exchanges Ten-Year Record* (Van Oss e Mathieson).

A concentração do interesse nos empréstimos federais deveu-se ao fato de sua história ser muito mais longa, dado que os primeiros empréstimos públicos externos não-federais datam da década de 1880, e, também à melhor qualidade dos dados disponíveis. Os atribulados empréstimos federais em francos, por seu lado, foram objeto de análise em Abreu (1994).

Na tabela 4, estão registradas as taxas internas de retorno dos empréstimos brasileiros federais denominados em libras e dólares lançados entre 1824 e 1927. Estas taxas podem ser contrastadas às taxas de retorno contrafactuais, isto é, às taxas de retorno que seriam obtidas em aplicações alternativas em títulos da dívida pública britânica e norte-americana, conforme o caso, calculadas com base nos dados apresentados em Mitchell e Deane (1971), *Banking and Insurance* 8 e em *Historial Statistics of the United States* (Series X 474). Levou-se em conta no cálculo das taxas de retorno o lançamento de títulos dos *Funding* de tal forma que seu impacto fosse equivalente ao lançamento de títulos durante a sua vigência (de três anos nos três casos) corrigindo os valores pelas cotações dos próprios *fundings*. Considerou-se sempre a entrada de recursos em benefício do governo federal, líquida de deságio. Considerou-se como simplificação que os pagamentos finais foram realizados de uma vez em 1957 à cotação vigente, dada a significativa redução dos montantes em circulação.

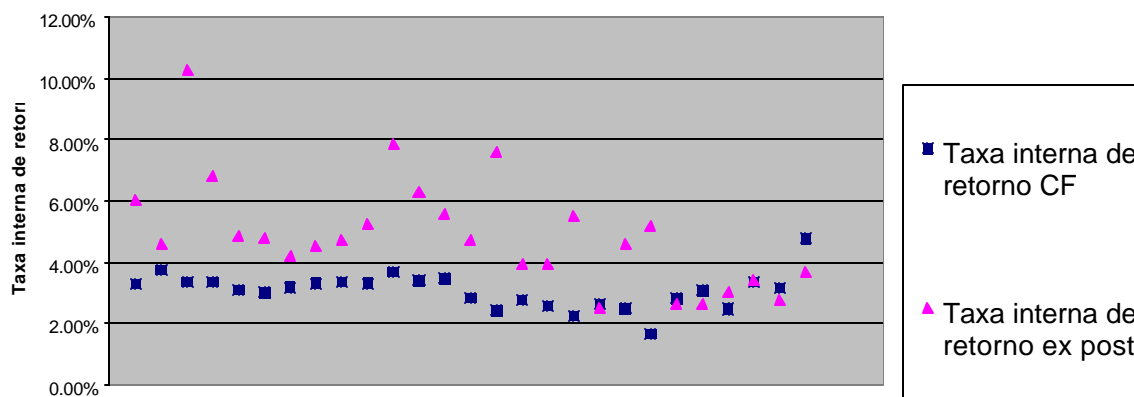
As taxas internas de retorno *ex post* dos empréstimos em libras durante o século XIX mantiveram-se acima das contrafactuais sendo, no caso de alguns empréstimos, o triplo (1829) ou o dobro (1865) dos níveis contrafactuais (ver gráfico 1 para os empréstimos em

libras). No final do século, os valores *ex post* e contrafactuais começam a aproximar-se. Entre os empréstimos de 1901 e 1913 (1910) as taxas *ex post* são inferiores às contrafactuais em alguns casos. Para os empréstimos em libras de 1913 e 1927, a taxa do contrafactual é maior do que a dos títulos brasileiros, com a diferença alcançando magnitude máxima de 1,1% em 1927. Para os empréstimos em dólares, todos lançados na

Tabela 4  
Brasil: taxas internas de retorno de empréstimos  
federais em libras e dólares, 1824-1927

Data	Taxa interna de retorno <i>ex post</i>	Taxa interna de retorno contrafactual
Libras		
1824	6,05%	3,30%
1825	4,57%	3,77%
1829	10,29%	3,36%
1839	6,83%	3,36%
1843	4,87%	3,10%
1852	4,77%	3,00%
1858	4,21%	3,19%
1859	4,55%	3,32%
1860	4,72%	3,36%
1863	5,28%	3,32%
1865	7,85%	3,70%
1871	6,32%	3,40%
1875	5,60%	3,47%
1883	4,75%	2,85%
1886	7,59%	2,42%
1888	3,91%	2,79%
1889	3,92%	2,57%
1895	5,52%	2,25%
1901	2,51%	2,65%
1903	4,63%	2,48%
1908	5,19%	1,67%
1910	2,66%	2,80%
1911	2,63%	3,08%
1911/12	3,04%	2,47%
1913 (1910)	3,43%	3,36%
1913	2,77%	3,18%
1927	3,67%	4,77%
Dólares		
1921	5,72%	3,83%
1922	4,31%	3,31%
1926	3,60%	2,75%
1927	3,43%	2,48%

**Gráfico 1: Taxa interna de retorno dos títulos brasileiros e dos contrafactuais por empréstimo em libras esterlinas**



década de 1920, as taxas internas de retorno *ex post* são moderadamente superiores às contrafactuais. A taxa interna de retorno para todos os empréstimos em libras, lançados entre 1824 e 1927, é de 5,6%, comparada a um contrafactual de 3,3%. Para os empréstimos em dólares as taxas para o agregado são 4,3% e 3,1%, respectivamente

Na tabela 5, para assegurar que as informações sejam completas, estão registradas as taxas internas de retorno e contrafactuais dos *Funding Loan* em libras e dólares. Verifica-se que as taxas internas de retorno dos *Funding* de 1931, 20 anos, foram extremamente altas quando comparadas aos *Funding* precedentes, reflexo de seu tratamento preferencial nos diversos esquemas de renegociação da dívida externa nos anos trinta e quarenta. A simples comparação de taxas internas de retorno, entretanto, como já dito, é insuficiente como método de avaliação de rentabilidades comparadas. É razoável supor que os compradores de títulos brasileiros estivessem dispostos a comprá-los porque o maior risco envolvido no endividamento brasileiro, medido pela volatilidade das taxas de retorno **anuais**, seria compensado pela sua maior rentabilidade quando comparada a títulos sem risco da dívida pública britânica. As taxas de retorno anuais são calculadas supondo-se que o investidor compra os títulos no início do ano e vende no final, recebendo além disto os juros relevantes. A volatilidade das taxas anuais é medida pelo

Tabela 5  
 Brasil: taxas internas de retorno de  
*Funding loans*, 1898-1931

Data	Taxa interna de retorno <i>ex post</i>	Taxa interna de retorno contrafactual
Libras		
1898	4,88%	2,12%
1914	3,95%	3,92%
1931 20 anos	6,58%	2,76%
1931 40 anos	3,95%	3,27%
Dólares		
1931	5,46%	3,25%

seu desvio padrão. Os dados relevantes quanto às taxas médias anuais para a vida dos empréstimos (média geométrica das taxas de retorno anuais, MTRA) e volatilidade *ex post* e contrafactuais estão incluídos na tabela 6, apresentada em seguida. As taxas de retorno anuais médias dos empréstimos em libras foram significativamente superiores às contrafactuais: mais do dobro no início do século XIX, chegando a alcançar mais do triplo no século XX. A volatilidade das taxas de retorno dos empréstimos brasileiros, que era muito substancial nos anos iniciais do século XIX, quando o desvio padrão das taxas de retorno alcançou o triplo do contrafactual, reduziu-se nas décadas de 1860 e 1870, com o desvio padrão caindo a um quarto dos valores iniciais (mas, ainda assim, mantendo-se o dobro do contrafactual). No século XX, o desvio padrão das taxas de retorno anuais dos empréstimos brasileiros aumentou muito mais rapidamente do que o das contrafactuais até alcançar 5 ou mesmo 6 vezes os níveis contrafactuais. Para os empréstimos em dólares, todos pós-1921, as taxas de retorno anuais dos títulos brasileiros são da ordem de 3 vezes as contrafactuais, enquanto os desvios padrão são 8-10 vezes maiores.

Tabela 6  
 Brasil: taxas de retorno anuais médias e desvios padrão de taxas de retorno anuais, ex post e contrafactuais, por empréstimo federal em libras e dólares, 1824-1927

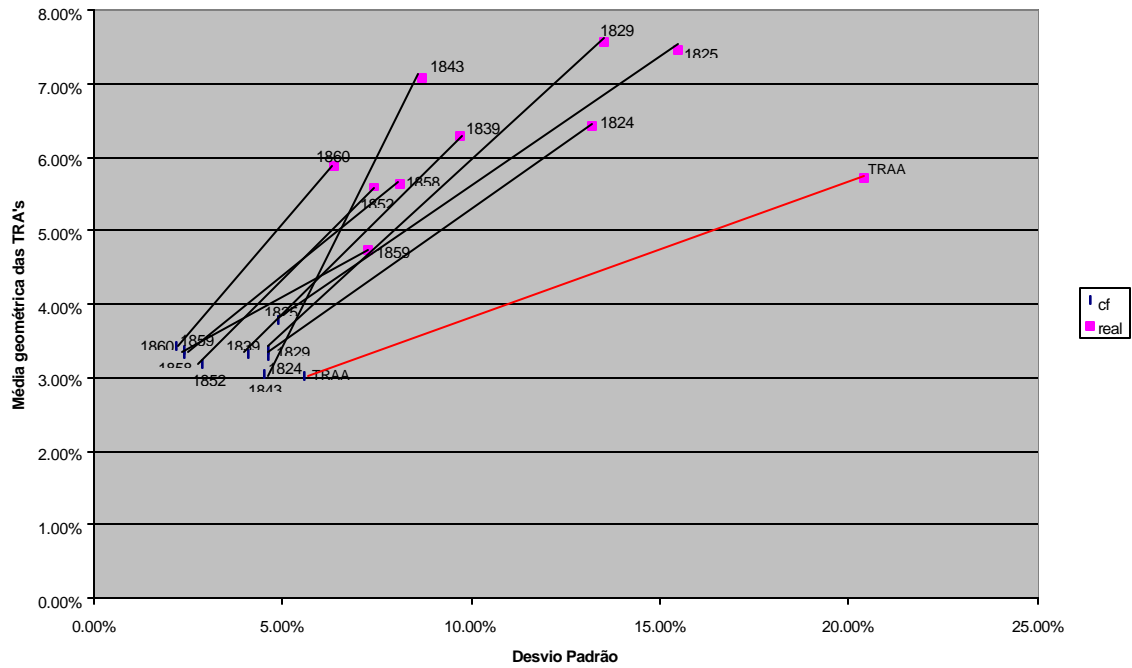
Data	Taxa de retorno anual média contrafactual	Taxa de retorno anual média <i>ex post</i>	Desvio padrão das taxas de retorno anuais contrafactual	Desvio padrão das taxas de retorno anuais <i>ex post</i>
Libras				
1824	3,31%	6,43%	4,61%	13,21%
1825	3,78%	7,46%	4,89%	15,47%
1829	3,39%	7,58%	4,63%	13,53%
1839	3,34%	6,30%	4,09%	9,73%
1843	3,05%	7,09%	4,52%	8,70%
1852	3,20%	5,60%	2,89%	7,43%
1858	3,34%	5,65%	2,38%	8,11%
1859	3,38%	4,73%	2,39%	7,28%
1860	3,42%	5,89%	2,18%	6,38%
1863	3,32%	5,76%	2,05%	6,10%
1865	3,57%	6,69%	1,92%	3,60%
1871	3,34%	5,57%	1,65%	3,35%
1875	3,38%	5,48%	1,89%	3,36%
1883	2,87%	6,56%	6,55%	30,28%
1886	2,32%	6,11%	1,18%	2,38%
1888	2,66%	6,15%	6,89%	30,28%
1889	2,69%	6,10%	6,93%	29,94%
1895	2,55%	6,39%	7,22%	29,95%
1901	3,00%	6,66%	7,46%	40,72%
1903	2,87%	5,68%	7,58%	27,93%
1908	2,31%	5,32%	6,91%	15,49%
1910	3,09%	6,24%	8,04%	15,49%
1911	3,54%	7,13%	8,14%	39,31%
1911/12	3,54%	7,51%	8,14%	47,01%
1913(1910)	3,72%	4,83%	8,31%	48,17%
1913	3,30%	7,19%	8,28%	35,93%
1927	3,85%	6,21%	8,22%	34,30%
Dólares				
1921	3,34%	8,25%	4,67%	37,81%
1922	3,04%	8,51%	4,35%	37,63%
1926	2,67%	8,34%	4,47%	37,63%
1927	2,49%	8,27%	4,44%	38,47%

É relevante, para a avaliação do desempenho dos títulos brasileiros, que se leve em conta rentabilidade e volatilidade, comparando, para cada empréstimo e para toda a vida, os pontos definidos pelos pares de valores relativos a rentabilidade e desvio-padrão para

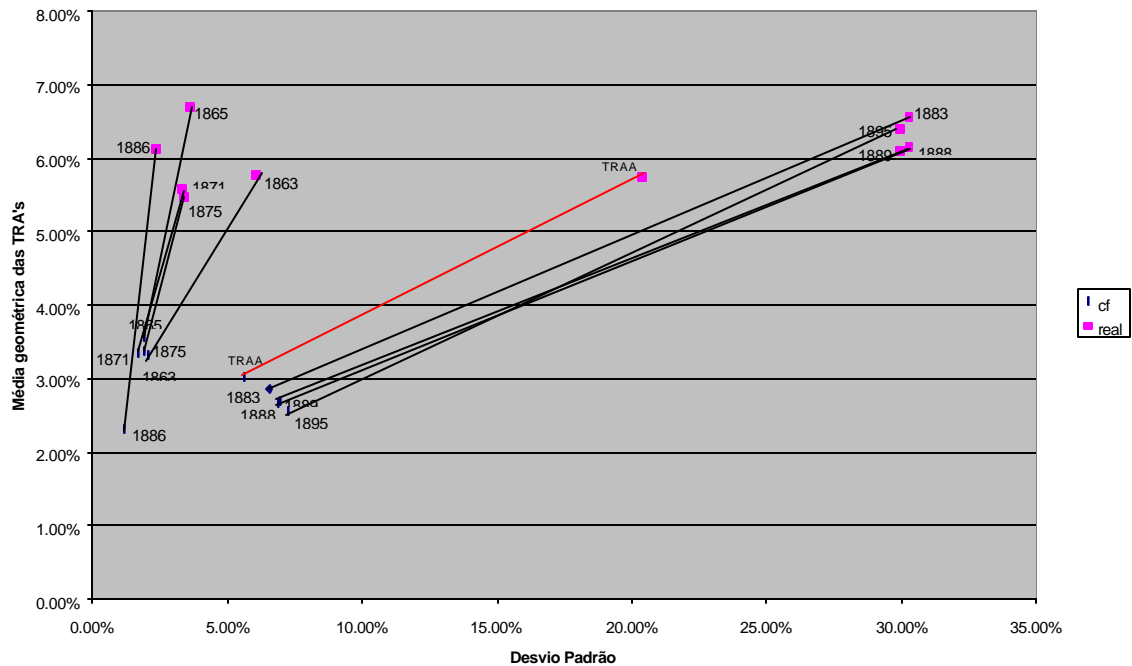
empréstimos brasileiros e seus contrafactuais. Se o ponto referente ao empréstimo brasileiro estiver sempre no primeiro quadrante, definido tomando como origem a aplicação contrafactual, deter títulos brasileiros fazia sentido do ponto de vista de um investidor avesso ao risco, mas menos avesso ao risco do que o investidor que escolheria um *consol* com menor volatilidade e menor taxa de retorno. A maior volatilidade das taxas de retorno anuais dos empréstimos brasileiros foi sempre compensada por maior retorno embora com comportamento diferenciado no tempo quanto à aversão ao risco. Nos gráficos 2a, 2b e 2c, estão registradas as MTRAs e desvios padrão dos títulos brasileiros lançados no período 1824-1927 e seus contrafactuais. É possível visualizar a relação esperada entre maior MTRA e maior volatilidade para todos os empréstimos. Em princípio, os investidores em títulos brasileiros demonstraram estar dispostos a aceitar maior volatilidade (maior desvio padrão das taxas anuais de retorno) em troca de maior retorno *ex post*, embora deva ser registrado que médias e variâncias para cada empréstimo referem-se a diferentes períodos de vida de cada empréstimo.

É interessante comparar a taxa de retorno de longo prazo (média geométrica das taxas de retorno anuais calculadas para o agregado relativo a todos os empréstimos ativos em cada ano) dos empréstimos brasileiros lançados em libras com a taxa de retorno do *consol* britânico, assim como suas variâncias. Foram incluídas informações para o período 1824-1927. A taxa de retorno de longo prazo dos títulos brasileiros foi de 5,73% e a variância de 4,16%. A taxa de retorno do contrafactual britânico foi de 3,02% e a variância de 0,31%. A divergência entre a taxa de retorno de longo prazo para um *portfolio* composto somente de títulos brasileiros, e a taxa para o *portfolio* composto de *consols* britânicos indica que o *equity risk premium puzzle* não se revela um problema muito agudo neste caso, não sendo necessário que o agente fosse muito avesso ao risco para optar pelo *portfolio risk-free*. A mesma observação se aplica às divergências entre taxas relativas aos subperíodos correspondentes a 1824-1889 e pós-1889.

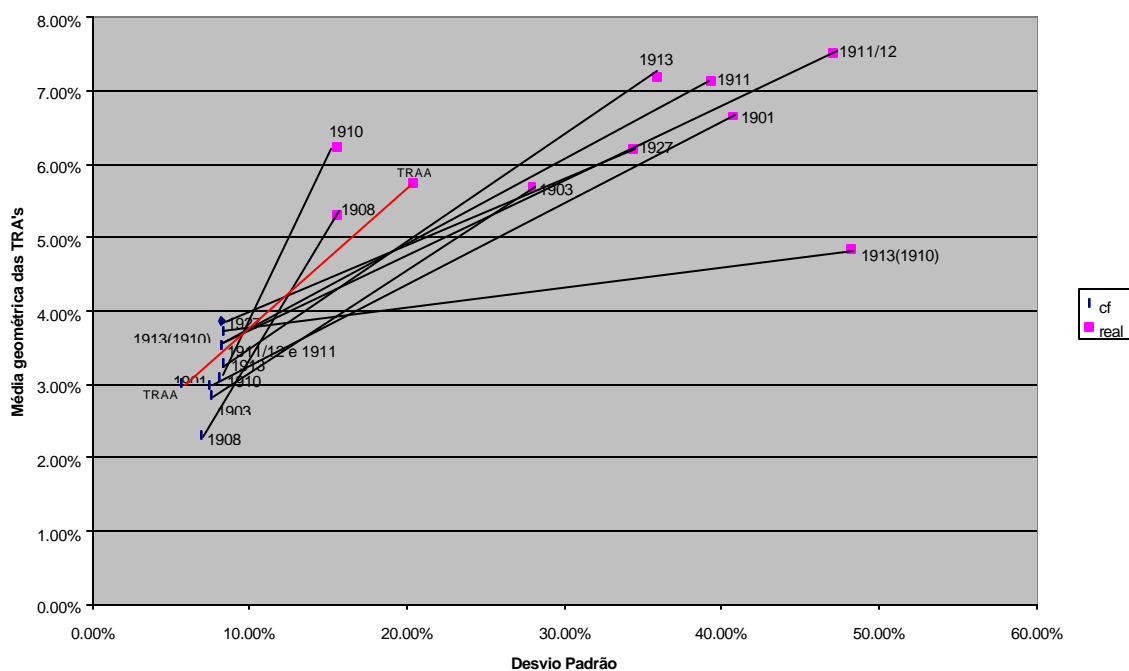
**Gráfico 2a: Taxas de retorno anuais médias e desvios padrão dos títulos brasileiros e contrafactuais por empréstimo lançado no período 1824-1860**



**Gráfico 2b: Taxas de retorno anuais médias e desvios padrão dos títulos brasileiros e contrafactuais por empréstimo lançado no período 1863-1895**



**Gráfico 2c: Taxas de retorno anuais médias e desvios padrão dos títulos brasileiros e contrafactuais por empréstimo lançado no período 1901-1927**



## 7. Conclusões

Na avaliação de Eichengreen e Portes (1989) o Brasil tem um dos piores desempenhos entre os devedores selecionados: a diferença entre taxas de retorno ex ante e ex post para todos os empréstimos em dólares seria de 8,24% superada apenas entre 27 países pela Bolívia (9,78%), enquanto a experiência como devedores dos governos da Argentina, do Peru e do Chile teria sido muito menos lesiva aos credores com diferenças de 1,17%, 3,16% e 4,71%.<sup>74</sup> Cálculos alternativos adotando a metodologia utilizada por Eichengreen e Portes (1989) sugerem que estas diferenças para o Brasil no caso dos quatro empréstimos federais seriam de fato entre 3% e 4,5%.

<sup>74</sup> Uma comparação perfunctória das condições das renegociações das dívidas externas brasileira e chilena nas décadas de 1930 e 1940 indica que as condições oferecidas pelo Brasil foram mais favoráveis do que as oferecidas pelo Chile em todos os aspectos. Ver Jorgensen e Sachs (1989), Urzúa (1945) e Echevarri (1944) citados em Abreu (1990). Frente a estes fatos a avaliação de Eichengreen e Sachs (1989) parece ter conduzido a resultados que distorcem a ordenação de devedores classificados de acordo com o tratamento concedido a seus credores.

A adoção de metodologia baseada na comparação de taxas internas de retorno *ex post* com suas contrafactuais gera resultados bastante mais favoráveis ao Brasil (ou pelo menos ao seu governo federal) como devedor, especialmente no caso dos empréstimos britânicos. Se for adotada uma perspectiva de prazo mais longo quanto à avaliação do Brasil como devedor, que não se limite aos empréstimos em dólares lançados na década de 1920, as avaliações agregadas indicam a taxa de retorno de todos os empréstimos em libras, lançados entre 1824 e 1927, é de 5,6%, comparada a um contrafactual de 3,3%. A taxa de retorno dos empréstimos denominados em dólar, todos lançados na década de 1920, é 4,3%, comparada a uma taxa contrafactual de 3,1% .

Uma visão alternativa de longo prazo quanto ao desempenho do Brasil como devedor é obtida através do cálculo das taxas de retorno dos empréstimos lançados em cada década desde a de 1820 até a de 1920 (ver tabela 7). Verifica-se que o desempenho dos empréstimos brasileiros em libras foi sistematicamente superior ao dos contrafactuais até a primeira década do século XX, posição revertida nas décadas de 1910 e 1920. Para os empréstimos em dólares a taxa *ex post* para o agregado de empréstimos lançados na década de 1920 foi superior à contrafactual.

Tabela 7

Brasil: taxas de retorno efetivas e contrafactuais de empréstimos em libras e dólares de acordo com a década de lançamento, 1820-1920

	Taxas de retorno efetivas		Taxas de retorno contrafactuais	
	Libras	Dólares	Libras	Dólares
1820	5,95%	Não houve	3,46%	Não houve
1830	6,83%	Não houve	3,36%	Não houve
1840	4,87%	Não houve	3,10%	Não houve
1850	4,52%	Não houve	3,14%	Não houve
1860	6,57%	Não houve	3,45%	Não houve
1870	5,94%	Não houve	3,43%	Não houve
1880	4,20%	Não houve	2,73%	Não houve
1890	5,52%	Não houve	2,25%	Não houve
1900	3,38%	Não houve	2,40%	Não houve
1910	2,75%	Não houve	3,09%	Não houve
1920	3,67%	4,27%	4,77%	3,12

Por outro lado, avaliações que levem em conta taxa de retorno e volatilidade mostram que

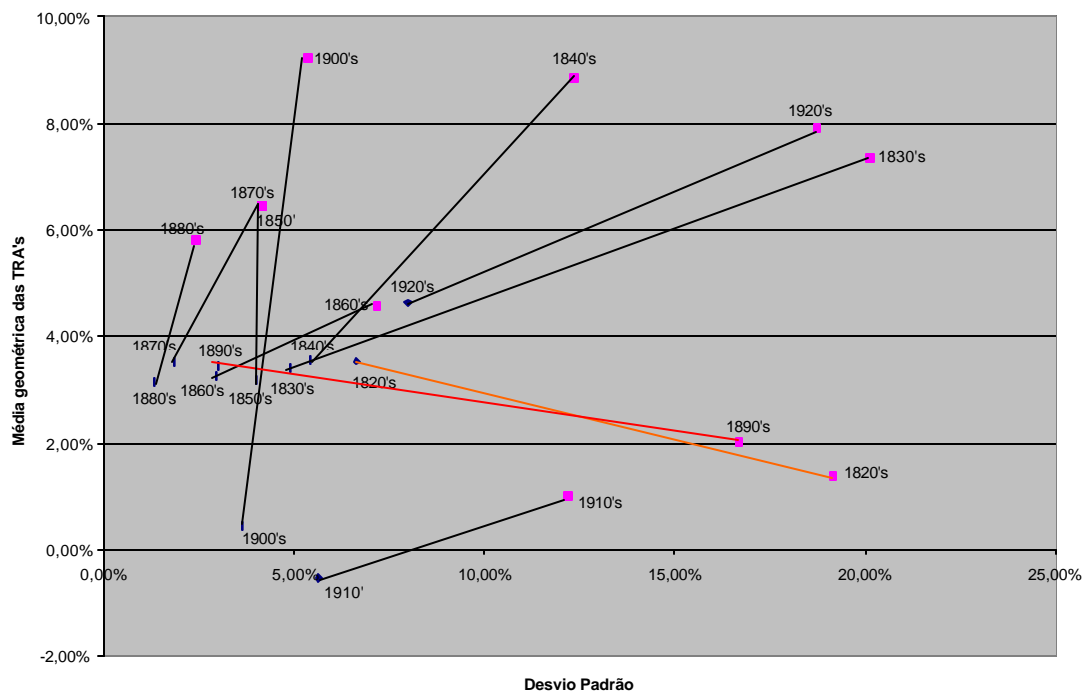
as aplicações em títulos brasileiros caracterizaram-se por taxas de retorno e volatilidade superiores às contrafactuais. É possível calcular as médias geométricas, para cada década, das taxas de retorno anuais calculadas para o agregado relativo a todos os empréstimos ativos em cada ano (ver tabela 8 e gráfico 3). Apenas para as décadas de 1820 e 1890 as taxas de retorno do contrafactual são maiores do que as dos títulos brasileiros contrariando as expectativas quanto à relação entre retorno e volatilidade. Na década de 1820, entretanto, só se dispões de dados para um período de 5 anos e houve um colapso do mercado londrino quando estourou a *bubble* latino-americana em 1825-26. cotação em 1825 e principalmente em 1826. A década de 1890 foi marcada pelo choque relacionado à transição republicana, que culminou em 1898 no *Funding Loan*, acarretando significativa queda na taxa de retorno dos empréstimos brasileiros na década combinada com grande volatilidade.

Tabela 8

Brasil: taxas de retorno anuais médias e desvios padrão *ex post* e contrafactuais por década

Década	Taxa de retorno média para década contrafactual	Taxa de retorno média para década <i>ex post</i>	Desvio padrão das taxas de retorno para década contrafactual	Desvio padrão das taxas de retorno para década <i>ex post</i>
Libras				
1820	3,54%	1,39%	6,65%	19,15%
1830	3,41%	7,35%	4,88%	20,12%
1840	3,58%	8,84%	5,40%	12,34%
1850	3,17%	6,45%	3,99%	4,15%
1860	3,26%	4,59%	2,95%	7,18%
1870	3,51%	6,46%	1,83%	4,13%
1880	3,14%	5,80%	1,32%	2,44%
1890	3,44%	2,00%	2,99%	16,69%
1900	0,45%	9,22%	3,61%	5,35%
1910	-0,54%	1,00%	5,65%	12,21%
1920	4,63%	7,90%	7,99%	18,74%

**Gráfico 3: Taxas de retorno anuais médias e desvios padrão dos títulos brasileiros e contrafactuais por década**



Qualquer generalização quanto ao desempenho do Brasil como devedor externo baseada apenas na experiência de décadas específicas parece temerária. Com base na análise do desempenho dos empréstimos federais brasileiros lançados desde 1824 até 1931 o Brasil parece ter sido melhor pagador da sua dívida externa do que sugerem análises anteriores.

## Referências

### Arquivos

Arquivo Histórico do Itamaraty, Rio de Janeiro.  
 Bank of England, Londres.  
 Lloyds Bank, Londres.  
 Ministério da Fazenda, Rio de Janeiro.  
 National Archives, Washington D.C.  
 Public Record Office, Londres.  
 Rothschild Archive, Londres.

### Artigos e livros

Abreu, M. de P. , 'A missão Niemeyer', *Revista de Administração de Empresas*, São Paulo, 14 (4), 1974.

- Abreu, M. de P., 'A dívida pública externa do Brasil, 1931-1943', *Pesquisa e Planejamento Econômico*, 5 (1), 1975.
- Abreu, M. de P., 'A dívida pública externa do Brasil, 1824-1931', *Estudos Econômicos*, 15 (2), 1985.
- Abreu, M. de P., 'On the memory of bankers: Brazilian foreign debt, 1824-1943', *Political Economy*, 4 (1), 1988.
- Abreu, M. de P., 'The Rewards of Good Behaviour: Foreign Debt and Economic Growth in South América, 1929-1945', *Texto para Discussão* 240, Departamento de Economia, PUC/RJ, 1990.
- Abreu, M. de P., 'A dívida pública externa brasileira em francos franceses, 1888-1956', *Revista de Economia Política*, 14 (4), 1994
- Barroso, Gustavo, *Brasil. Colônia de banqueiros (História dos empréstimos de 1824 a 1934)*, segunda edição, Rio de Janeiro, 1934.
- Borchardt, Edwin, *State Insolvency and Foreign Bondholders. Volume I General Principles*, Yale University Press, New Haven, 1951.
- Brasil. Ministério da Fazenda. Secretaria do Conselho Técnico de Economia e Finanças, Finanças do Brasil. *Dívida externa 1824-1945*, Volume XIX, Rio de Janeiro, 1955.
- Brasil. Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística, *O Brasil em números 1960*, Rio de Janeiro, [1961].
- Brasil. Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística, *Anuário Estatístico*, diversos anos.
- Calógeras, J.P., *A política monetária do Brasil*, São Paulo, Companhia Editora Nacional, 1960 [tradução de *La politique monétaire du Brésil*, Rio de Janeiro, Imprensa Nacional, 1910
- Carreira, L. de C., *História financeira e orçamentária do Império do Brasil*, dois tomos, Senado Federal e Fundação Casa de Rui Barbosa, Brasília e Rio de Janeiro, 1980.
- Cavalcanti, Jacob, *Histórico da dívida externa federal*, Rio de Janeiro, Imprensa Nacional, 1923
- Cour Permanente de Justice Internationale, Série A, Nos. 20/21, *Affaire concernant le paiement de divers emprunts serbes émis en France. Affaire relative au paiement, en or, des emprunts fédéraux brésiliens émis en France*, Leyden, A.W. Sijthoff, 1929.
- Dawson, F. G., *The First Latin American Debt Crisis. The City of London and the 1822-*

*25 Loan Bubble*, Yale University Press, New Haven e Londres, 1990.

Denis, P., *Brazil*, terceira impressão, Fisher Unwin, Londres, 1919 [primeira edição, Colin, Paris, 1909].

Echevarri, J.C., *Nuestra Deuda Externa. Suspensión y reanudación de sus servicios*, Memoria de Prueba para optar al grado de Licenciado en la Facultad de Ciências Jurídicas y Sociales de la Universidad de Chile, Santiago, 1944.

Eichengreen, B. e R. Portes, 'After the deluge: default, negotiation, and readjustment during the interwar years' in B. Eichengreen and Peter H. Lindert (orgs.), *The International Debt in Historical Perspective*, The MIT Press, Cambridge (Mass.), 1989.

Ferns, H.S., 'The Baring Crisis Revisited', *Journal of Latin American Studies*, 24 (2), Maio de 1992.

Fishlow, A., 'Origins and Consequences of Import Substitution in Brazil' in L.E. Di Marco (ed.), *International Economics and Development. Essays in Honor of Raul Prebisch*, Nova Iorque, 1972, pp. 311-327.

*The Fitch Bond Book 1923 [to 1927]*, New York, The Fitch Publishing Company, New York.

Franco, G.B., 'A primeira década republicana' in M. de P. Abreu (org.), *A ordem do progresso. Cem anos de política econômica republicana, 1889-1989*, Rio de Janeiro, 1990.

Fritsch, W., 'Aspectos da Política Econômica no Brasil, 1906-1914' in P. Neuhaus (org.), *Economia brasileira: uma visão histórica*, Rio de Janeiro, 1980.

Fritsch, W., *External Constraints in Economic Policy in Brazil 1889-1930*, Macmillan, Londres, 1988.

Guanabara, A., *A presidência Campos Salles. Política e finanças. 1898-1902*, Laemmert, Rio de Janeiro, 1902.

Jorgensen, E. e J. Sachs, 'Default and renegotiation of Latin American foreign bonds in the interwar period' in Barry Eichengreen and Peter H. Lindert (orgs.), *The International Debt in Historical Perspective*, The MIT Press, Cambridge (Mass.), 1989.

Joslin, D., *A Century of Banking in Latin América to Commemorate the Centenary in 1962 of The Bank of London & South América*, Londres, Oxford University Press, Londres, 1963.

Lemos, Claudionor de Souza, *Dívida externa. Análise, legislação e documentos*

*elucidativos*, Imprensa Nacional, Rio de Janeiro, 1945.

Lindert, P. e P. J. Morton, 'How sovereign debt has worked' in J. Sachs (org.), *Developing Country Debt*, NBER, The University of Chicago Press, Chicago, 1989.

Marichal, C., *A Century of Debt Crises in Latin America. From Independence to the Great Depression, 1820-1930*, Princeton, Princeton University Press, 1989.

Mathieson, *Stock Exchanges, Ten-Year Record*, Londres, diversos anos.

Mitchell, B.R. and P. Deane, *Abstract of British Historical Statistics*, Cambridge at the University Press, 1971.

Monteiro, T., *O Presidente Campos Salles na Europa. Uma introdução e cinco retratos*, Briguiet, Rio de Janeiro, 1928.

New York Stock Exchange, *Monthly and Yearly Record*, New York, diversos anos.

Platt, D.C.M., *Finance, Trade, and Politics in British Foreign Policy 1815-1914*, Clarendon Press, Oxford, 1968.

Preto, Visconde de Ouro, 'Finanças' in *A década republicana*, volume I, Typographia do Brazil, Rio de Janeiro, 1899.

Raffalovitch, A., *L' abominable venalité de la presse ... d'après les documents des archives russes (1897-1917)*, Librairie du Travail, Paris, 1931.

Ribeiro, R.M., 'As garantias ferroviárias no Brasil: uma análise dos Rescission Bonds e do resgate das estradas de ferro', monografia de final de curso, Departamento de Economia, PUC, Rio de Janeiro, 1993.

Ribenboim, G., 'Uma análise da Rentabilidade dos Empréstimos Externos ao Governo Central do Brasil (1865-1931)', monografia de final de curso, Departamento de Economia, PUC, Rio de Janeiro, 1993.

Souto, Vieira, *O ultimo relatório da Fazenda. Collecção de artigos publicados no "Correio da Manhã" em Novembro e Dezembro de 1901*, Rio de Janeiro, Malafaia, 1902.

United States. Department of Commerce. Bureau of the Census, *Historical Statistics of the United States. Colonial Times to 1970*, GPO, Washington D.C., 1975.

Urzúa, A. Ferrada, *Historia Comentada de la Deuda Externa de Chile 1810-1945*, Memoria de Prueba, Imprenta Casa Hogar San Pancrácio, Santiago, 1945.

Van Oss, *Stock Exchange Values...*, Londres, diversos anos.

Vargas, Getúlio, *A nova política do Brasil*, 11 volumes, Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, José Olympio, 1938-1945.

Villela, Annibal Villanova e Wilson Suzigan, *Política do governo e crescimento da economia brasileira. 1889-1945*, segunda edição, Rio de Janeiro, IPEA/INPES.

Williams, John H., *Argentine International Trade under Inconvertible Paper Money 1880-1900*, AMS Press, Nova Iorque, 1971 (reimpressão da primeira edição de 1920, Cambridge (Mass.), Harvard University Press).