

OS *FUNDING LOANS* BRASILEIROS — 1898-1931*

Marcelo de Paiva Abreu

Professor do Departamento de Economia da PUC-Rio

No primeiro período de endividamento externo contínuo do Brasil, entre 1824 e 1931, foi necessário redefinir, em três momentos, as condições de pagamento do serviço da dívida: em 1898, no auge da crise da primeira década republicana; em 1914, com a eclosão da Primeira Guerra Mundial; e em 1931, durante a grande depressão. Nesses três momentos foram negociados grandes empréstimos de consolidação (*funding loans*) com os credores. Este artigo, fundamentado em documentos primários inéditos, trata da história dessas negociações e, também, avalia o desempenho desses três grandes empréstimos externos, comparados a cenários contrafactuais definidos por aplicações contrafactuais “sem risco” em títulos públicos britânicos e norte-americanos com base em diferentes metodologias. Os títulos brasileiros em geral tiveram maiores taxas de retorno e muito maior volatilidade do que as aplicações contrafactuais.

1 INTRODUÇÃO

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 de endividamento externo começou com os empréstimos que se seguiram à independência e à indenização portuguesa, a partir de 1824, e culminou com a moratória, seguida do terceiro *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 1980, mas se tornaram 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 com base no *boom* do mercado de euromoedas, culminando com os tropeços do início dos anos 1980, em especial após a moratória mexicana. O longo período de renegociações só terminou em 1994, em um novo acordo permanente que prevê pagamentos no prazo máximo de 30 anos.

Os mais de 100 anos que marcaram o primeiro período de endividamento externo do Brasil foram caracterizados pela ocorrência de sucessivas crises de

* O autor agradece a Melanie Aspey e funcionários do The Rothschild Archive; Leslie Bethell; John Booker e Ann Morgan, do arquivo do Lloyds Bank; Renato Flôres Jr.; 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, Livia Xavier de Mello, Renata Kreuzig Pinheiro Bastos e, muito especialmente, a Leandro Siqueira Carvalho. A pesquisa contou com o apoio do CNPq, do Conselho Britânico, do Instituto Rio Branco (Rio Branco Chair, Columbia University) e do Centre for Brazilian Studies, St. Antony's College, Oxford.

balanço de pagamentos e episódios periódicos de renegociação de pagamentos contratualmente acertados. A grande turbulência do período inicial da história do Brasil independente foi 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.¹ Seguiu-se um longo período de estabilidade e gradativo endividamento externo, só interrompido, temporariamente, no início da República. Na Tabela 1, são apresentados dados relativos ao endividamento externo brasileiro até 1931. Até 1900, praticamente todos os empréstimos brasileiros foram lançados em Londres. Em 1914, os empréstimos em libras esterlinas ainda representavam cerca de 85% do total, com o resíduo correspondendo a empréstimos franceses. Wall Street tornou-se, nos anos 1920, o mercado financeiro mais importante para o Brasil e, no fim da década, os empréstimos em dólares representavam cerca de 30% do estoque da dívida. Os empréstimos estaduais e municipais correspondiam, em 1895, a cerca de 8% do total. Em 1930, essa proporção havia aumentado para mais de 40% do endividamento externo total (inclusive os empréstimos destinados à valorização do café nos anos 1920).

A razão dívida-exportações, que havia crescido rapidamente até 1830, atingindo 1,68, caiu significativamente até 1860, quando alcançou 0,42 (ver Tabela 2). A partir daí, o crescimento foi rápido, especialmente antes da virada do século: em 1900 era de 1,73 e permaneceu em torno de 2,0 até 1920. O máximo de 4,0 foi atingido em 1930, com a significativa queda das exportações durante a grande depressão, reduzindo-se lentamente a partir de então. O serviço como proporção das exportações evoluiu similarmente, embora tenha quase quadruplicado entre 1900 e 1910, alcançando cerca de 16%. Isso ocorreu devido ao impacto do primeiro *funding loan*. Em 1930, havia alcançado quase 30%. A evolução da dívida como proporção da receita foi semelhante à da razão dívida-exportações, sendo alcançado um valor de 26% em 1930, incluindo receitas dos três níveis de governo.

O Brasil foi o melhor pagador dentre todos os 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*, em 1898.² A partir do fim da década de

1. 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*. Com a extensão das concessões brasileiras a outros países tornou-se ainda 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 diante das dificuldades enfrentadas na busca de fontes alternativas de recursos.

2. Para mais detalhes, ver Dawson (1990, p. 173, 181, 193, 211 e 212). Para a história da dívida brasileira mencionada no quadro latino-americano de endividamento externo, ver Marichal (1989). Para dados sobre os empréstimos brasileiros, ver Carreira (1880), para a dívida imperial, e Brasil (1955), para a dívida republicana.

TABELA 1
SALDOS EM CIRCULAÇÃO DE EMPRÉSTIMOS PÚBLICOS EXTERNOS BRASILEIROS LANÇADOS ANTES DE 1931 — 1825-1955
 [em £ milhões]

	Libras			Dólares			Outras moedas ^a			Total
	Federais	Estaduais, municipais e café	Total	Federais	Estaduais, municipais e café	Total	Federais	Estaduais, municipais e café	Total	
1825	5,1	0,0	5,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	5,1
1830	5,3	0,0	5,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	5,3
1840	5,6	0,0	5,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	5,6
1860	7,7	0,0	7,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	7,7
1865	14,7	0,0	14,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	14,7
1875	19,5	0,0	19,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	19,5
1885	17,8	0,0	17,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	17,8
1895	35,7	1,8	37,5	0,0	0,0	0,0	0,0	1,5	1,5	39,0
1900	41,0	1,8	42,8	0,0	0,0	0,0	0,0	1,5	1,5	44,3
1914	90,6	38,5	129,1	0,0	0,0	0,0	11,9	9,7	21,6	150,7
1930	101,7	61,3	163,0	30,1	46,4	76,5	9,9	2,2	12,1	251,6
1940	102,4	50,3	152,6	41,5	41,7	83,3	2,5	1,9	4,4	240,3
1950	28,4	23,5	51,9	31,5	23,6	55,1	0,0	0,0	0,0	107,0
1955	12,6	15,9	28,4	20,6	14,8	35,4	0,0	0,0	0,0	63,8

Fontes: Abreu (1985), Brasil (1955) e *Anuário Estatístico do Brasil* de 1957.

^a As estimativas de estoque das dívidas em outras moedas que não a libra e o dólar, predominantemente francos franceses, são extremamente precárias, devido à instabilidade dos critérios de indexação da dívida e pagamentos de atrasados. Os dados foram zerados para 1950 e 1955, embora existisse algum estoque residual, seguramente desprezível diante dos estoques em libras e dólares. Deve ser lembrado, também, que a paridade da libra esterlina ante o dólar foi quebrada três vezes entre 1931 e 1955. Em 1930, a paridade era de US\$ 4,86/£; em 1940, de US\$ 4,02/£ e, em 1950, de US\$ 2,80/£.

1890, entretanto, seguiram-se, com regularidade, crises de balanço de pagamentos e negociações de *funding loans*. Esses 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 *funding loan* de 1931 foi, entretanto, o primeiro passo de uma longa seqüência de negociações que culminaram no acordo permanente da dívida externa de 1943. Depois de 1931, os mercados financeiros internacionais privados permaneceriam fechados para o Brasil por 35 anos.

TABELA 2
INDICADORES DA DÍVIDA EXTERNA — 1830-1940

Ano	Razão dívida-exportações	Razão serviço-exportações ^a	Razão serviço-receita total ^b
1830	1,68	0,0936	0,1960
1840/1841 ^c	0,71	0,0361	0,1280
1850/1851 ^c	0,56	0,0523	0,1084
1860/1861 ^c	0,42	0,0418	0,1029
1870/1871 ^c	0,78	0,0657	0,1152
1880/1881 ^c	0,57	0,0854	0,1534
1890	1,17	0,0573	0,0823
1900	1,73	0,0436	0,1206
1910	2,05	0,1595	0,1699
1920	2,00	0,1319	0,1493
1930	4,04	0,2949	0,2617
1940	3,28	0,0414	0,0440

Fonte: *Brasil em números 1960*.

^a Até 1930, valor nominal dos títulos resgatados. Depois de 1930, valor de mercado.

^b Receita 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.

^c Exportações relativas ao ano fiscal. Dívida e serviço relativos ao ano calendário.

Na década de 1930, o serviço da dívida externa foi retomado em 1934, através do chamado esquema Aranha, com vigência prevista para quatro anos. Antes que se completasse esse 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 vigorar em 1940, batizado de esquema Souza Costa, e, finalmente, em 1943, um acordo permanente equacionou o pagamento do serviço da dívida externa contraída até 1931.

Neste artigo são analisadas as negociações referentes aos três *funding loans*, momentos cruciais da história financeira do Brasil até o final da República Velha, com o objetivo de caracterizar as singularidades de cada um desses arranjos, que configuraram marcos importantes da 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*.³ A casa N. M. Rothschild & Sons de Londres foi o mais prestigioso dos *merchant banks* londrinos durante todo o século XIX e o primeiro terço do século XX. Durante 50 anos, a partir de 1858, teve o monopólio do lançamento dos títulos do governo central brasileiro na *City of London*. Nas Seções 2, 3 e 4 são analisados os *funding loans* de 1898, 1914 e 1931. Na Seção 5, são tratados sinteticamente os desenvolvimentos nas décadas de 1930 e 1940.⁴ Na Seção 6, conclusiva, é avaliado o desempenho desses três grandes empréstimos externos comparados a cenários contrafactuais definidos por aplicações “sem risco” em títulos públicos britânicos e norte-americanos e considerado o papel dos *funding loans* na história do endividamento externo brasileiro.

2 1898: O PRIMEIRO FUNDING LOAN

A economia brasileira enfrentou dificuldades de balanço de pagamentos na década de 1890, depois que se esgotou o *boom* do Encilhamento. O montante da dívida externa havia aumentado substancialmente no final do Império, tornando a economia vulnerável a choques externos. Caiu o saldo da balança comercial e diminuiu a entrada de novos empréstimos. O resultado foi uma vertiginosa queda da taxa de câmbio de um nível em torno de 27 *pence* por mil-réis em 1889 para 7 *pence* em 1898.⁵ 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.⁶ Diplomatas britânicos esperavam a suspensão de pagamentos relativos ao serviço da dívida desde o início de 1898.⁷ Em fevereiro de 1898, N. M. Rothschild & Sons Limited foram visitados pelo delegado do Tesouro em Londres e sondados quanto à sua reação no

3. Anteriormente, para elaborar os seus artigos incluídos na bibliografia, o autor consultou documentos no Public Record Office, na Corporation of Foreign Bondholders e no Lloyds Bank, em Londres, os documentos oficiais norte-americanos no National Archives, em Washington, e os documentos brasileiros no Arquivo Histórico do Itamarati, nos arquivos do Ministério da Fazenda e no CPDOC/FGV, no Rio de Janeiro.

4. Já analisados com detalhes em Abreu (1975 e 1988).

5. Para mais detalhes sobre a crise dos anos 1890, ver Franco (1990), Fritsch (1980) e Fishlow (1972).

6. Ver a 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 levada em consideração.

7. Review of the Financial Situation, Phipps (ministro britânico no Brasil) para Lord Salisbury (ministro do exterior britânico) nº 6, 1.2.1898: “o Brasil ainda conseguiu manter os pagamentos relativos a juros e amortização da 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.

caso de suspensão temporária dos fundos de amortização da dívida externa brasileira.⁸

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 contrair compromissos de outra ordem. Muito terá feito pela República o governo que não fizer outra coisa senão cuidar das suas finanças” [Guanabara (1902, p. 50)]. 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,⁹ 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 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 por meio 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 com um desconto sobre o valor de face da ordem de 25%.¹⁰

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

8. NMR para Bernardino de Campos, carta, 18.2.1898, RAL XII/142/6.

9. 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. [ver Ferns (1992)].

10. Williams (1971, p. 126-128). A taxa cambial era de 5 pesos-ouro/£. Apenas pouco mais de 50% do valor inicial foram lançados [ver Marichal (1989, Cap. 6)].

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 contato com os seus banqueiros em Londres, N. M. Rothschild & Sons Limited, aos quais o *chairman* já havia comunicado o teor da proposta.¹¹

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 de água da capital federal. Obrigava a retirada de circulação, ao câmbio de 12 pence por mil-réis, do papel-moeda equivalente e, ainda, que essa soma fosse recolhida a determinados bancos estrangeiros e incinerada publicamente [Guanabara (1902)]. Campos Salles visitou os escritórios de N. M. Rothschild & Sons Limited durante a sua viagem pós-eleitoral à Europa. Dessa reunião participou o *chairman* do London & River Plate Bank, Duffield [Monteiro (1928, p. 60)]. 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 por mil-réis como a taxa de câmbio 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 por mil-réis [ver Guanabara (1902, p. 66-67)].

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.¹² A taxa de juros do novo empréstimo era de 5%, sendo lançados £ 8,6 milhões.¹³ 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 13 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 ferrovía-

11. “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.

12. 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)].

13. Ver a Tabela 3 para os saldos em circulação deste e de outros *funding loans* entre 1898 e 1945.

TABELA 3
SALDOS EM CIRCULAÇÃO DE FUNDING LOAN EM LIBRAS E DÓLARES — 1898-1945
 [em milhões]

Ano	<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	0,0	0,0
1899	4,3	0,0	0,0	0,0	0,0
1900	7,2	0,0	0,0	0,0	0,0
1901	8,6	0,0	0,0	0,0	0,0
1913	8,5	0,0	0,0	0,0	0,0
1914	8,4	0,0	0,0	0,0	0,0
1915	8,4	6,2	0,0	0,0	0,0
1916	8,3	10,0	0,0	0,0	0,0
1917	8,2	13,1	0,0	0,0	0,0
1918	8,2	13,2	0,0	0,0	0,0
1919	8,1	13,8	0,0	0,0	0,0
1920	8,0	14,5	0,0	0,0	0,0
1930	6,9	14,2	0,0	0,0	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).

n.d. = não-disponível.

rias. 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* por 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 1º de janeiro de 1899 para títulos emitidos de 1º de julho a 31 de dezembro de 1898 e depois, *pari passu*. Legislação complementar 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 taxa de 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 [ver Calógeras (1960, p. 332-333)]. Houve forte resistência, por parte das companhias ferroviárias, à extensão das garantias ferroviárias de condições aplicáveis a empréstimos. Essas resistências, dobradas por N. M. Rothschild & Sons Limited por insistência do governo brasileiro, eram decorrentes 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 essa gestão junto aos credores, podendo demonstrar que nada haviam negligenciado na salvaguarda de seus interesses.¹⁴ Campos Salles ofereceu a 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.”¹⁵ O Visconde de Ouro Preto, último presidente do Conselho de Ministros imperial, condenou taxativamente os termos da negociação do *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” [Preto (1899, p. 73 e 141-143)]. O *funding loan*, por outro lado, sofreu fortes críticas de uma parte da imprensa financeira londrina que o classificou como “arranjo confiscatório”,¹⁶ mas nada que se pudesse comparar às críticas que se acumulariam no Brasil contra Murtinho e as

14. 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, p. 69-73) e no prospecto do *funding loan*.

15. Campos Salles para NMR, carta, 6.6.1898, Londres, RAL XI/111/128.

16. *Financial News*, 22.6.98.

conseqüências de seu programa de estabilização sobre o nível de atividade e o sistema financeiro, em especial o impacto da significativa apreciação cambial ocorrida.¹⁷

Houve problemas na execução do acordo, até mesmo com os bancos encarregados da incineração de papel-moeda, que só o fizeram depois da interferência de N. M. Rothschild & Sons Limited, provocada por Murtinho.¹⁸ 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 [ver Denis (1919, p. 155-157), Calógeras (1960, p. 346-350), Joslin (1963, p. 144-146) e Fritsch (1988, p. 7-8)].

3 1914: O SEGUNDO *FUNDING LOAN*

Entre 1900 e 1905, concomitantemente à apreciação cambial, dobrou o saldo em circulação dos empréstimos externos tomados pelo Brasil. Entre 1905 e 1913, na idade de ouro da República Velha, esse saldo dobrou novamente, e os empréstimos franceses, muitos deles de qualidade duvidosa, aumentaram rapidamente sua participação no saldo total para cerca de 20% (ver Tabela 1).¹⁹

A “janela de oportunidade” que se abriu no mercado financeiro internacional permitiu um significativo aumento da dívida externa, tornando a economia brasileira, a exemplo de outras economias em desenvolvimento, extremamente vulnerável a qualquer perturbação que afetasse fluxos de capital e exportações. 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 com base 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.

17. O clássico anti-Murtinho é Souto (1902).

18. Murtinho para NMR, telegrama, 7.3.98, RAL, XI/8/2.

19. 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”, Efront para Kokovtzev, telegrama, 16/29.12.1908, em Raffalovitch (1931, p. 212-213) [ver Abreu (1994)].

Uma missão financeira enviada ao Brasil por N. M. Rothschild & Sons Limited no segundo semestre de 1913 voltou muito mal impressionada e disposta a recomendar que qualquer ajuda financeira fosse acompanhada de condicionalidades severas [ver Fritsch (1988, p. 30)]. 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.²⁰ Essas informações foram encaminhadas por José Carlos Rodrigues, enviado especial brasileiro a Londres.²¹ A proposta inicial para um empréstimo ao Brasil foi feita, 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.²² 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. Cupons 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 essa antecipação teria de ser paga em 90 dias. A lista de condições limitando a aplicação do resultado do empréstimo era longa: £ 1,4 milhão seriam reservados para pagar a dívida de curto prazo que maturaria em agosto; £ 3,5 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. Esses pleitos somavam £ 7,6 milhões, mais de 40% do valor líquido do empréstimo. Condicionalidades adicionais incluiriam 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.²³ A casa N. M. Rothschild & Sons Limited atuou como interlocutora do ministro da Fazenda do Brasil, Rivadavia Correa. Enquanto isso, não se pode dizer que os agentes di-

20. NMR para Rivadavia Correa (ministro da Fazenda), telegrama, 30.3.14, RAL XI/8/5 1914.

21. Rodrigues havia sido o negociador principal do controvertido empréstimo de rescisão de garantias ferroviárias de 1901.

22. NMR para Correa, telegrama, 12.6.14, RAL, XI/111/61.

23. NMR para Correa, telegrama, 18.6.14, RAL, XI/111/61.

plomáticos britânicos estivessem tratando de contribuir para que fosse contornada a crise financeira no Brasil.²⁴ Em meados de junho, Rivadavia Correa manifestava que não poderia aceitar a proposta do sindicato, considerada muito dura, especialmente no que dizia respeito à aceitação de cupons e bônus como pagamento de imposto de importação.²⁵ O governo brasileiro, além disso, 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”²⁶ no passado recente havia afetado o crédito brasileiro. A casa 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 a 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 cidadãos²⁷ 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.²⁸ Isso inviabilizaria o empréstimo. Afinal, ocorreu o que temiam os banqueiros alemães e norte-americanos, desde o início das negociações.²⁹ 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.³⁰

No início de setembro, o Brasil, em seguida à suspensão de pagamentos relativos ao serviço da dívida externa devidos a partir de 1º de agosto de 1914,

24. Como ilustram os comentários de Arnold Robertson (encarregado de negócios britânico no Brasil) para Sir Edward Grey (ministro do exterior britânico) n° 39, 30.6.1914, South and Central America Confidential Print, Foreign Office, 32788 n° 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.”

25. Correa para NMR, telegrama, 16.6.14, RAL, XI/11/3.

26. NMR para Correa, telegrama, 18.6.14, RAL, XI/111/61.

27. 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.

28. 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.

29. NMR para Correa, telegrama, 18.6.14, RAL XI/111/61.

30. NMR para Correa, telegrama, 27.7.14, RAL XI/8/5.

comunicou à N. M. Rothschild & Sons Limited que estava estudando as condições para oferecer um empréstimo de consolidação aos credores externos do governo federal.³¹ 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 1º de agosto de 1927³² e os juros desses empréstimos que vencessem entre 1º de agosto de 1914 e 31 de julho de 1917 seriam refinanciados pelos novos títulos. Ficavam vedadas, 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 consideravam absurda concessão relativa aos detentores de títulos do empréstimo de rescisão das garantias ferroviárias de 1901. É difícil concordar com esse juízo, com base no exame dos fatos. O contrato do referido empréstimo previa três tipos de amortização: a regular, de 0,5% a.a.; 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, 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 desses títulos no mercado seria aplicado na compra de títulos do empréstimo de rescisão das garantias ferroviárias de 1901. Essas 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 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).³³

31. Correia para NMR, 7.9.14, telegrama, transcrito em Brasil (1955, p. 254).

32. Ver Cavalcanti (1923, p. 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 1908-1909, 1909, 1910 e 1911.

33. Ver Cavalcanti (1923, p. 63-64). Foram resgatados £ 1.639.320 de títulos do empréstimo de rescisão.

4 1931: O TERCEIRO *FUNDING LOAN*

A partir de 1925, com a recuperação da 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. Também no caso dessa outra “janela de oportunidade”, o endividamento externo excessivo não foi uma característica exclusiva do Brasil e afetou outras economias em desenvolvimento.³⁴ 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) e da queda da demanda mundial.

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 contatado 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 em N. M. Rothschild & Sons Limited foram evitadas todas as perguntas detalhadas e sugerido 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 1920, a reação de N. M. Rothschild & Sons Limited foi sugerir um perito inglês com a alegação de que ele não se aproveitaria da ocasião para defender quaisquer interesses nacionais ou particulares...³⁵

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.”³⁶ Concordeu em solicitar a Sir Otto Niemeyer, alto funcionário do Bank of England e conhecido *money doctor* britânico, que visitasse o Brasil, desde que o

34. Para uma análise comparativa dos devedores sul-americanos, ver Abreu (1999). Para uma comparação mais ampla, embora com problemas na amostragem que afetam os cálculos referentes ao Brasil, ver Eichengreen e Portes (1989).

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

36. Montagu Norman para Leon Fraser (Bank for International Settlements), 7.1.31, BOE, OV103/69.

convite fosse “redigido de tal maneira que implicasse a aceitação de quaisquer sugestões que fossem apresentadas”.³⁷ 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.³⁸ Além disso, teve importância crucial nos entendimentos que conduziram ao terceiro *funding loan*, bem como, em 1933, na definição da estrutura do novo acordo brasileiro relativo à dívida externa que seria conhecido como esquema Aranha, em referência a Osvaldo Aranha, ministro da Fazenda entre 1931 e 1934.

Niemeyer, desde o início de 1931, criticou a idéia de que a saída para a crise cambial deveria incluir um terceiro *funding loan*: alegava que “o homem que afunda três vezes em geral se afoga”, referência aos dois empréstimos 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 estaria se 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 central emissor, para que se viabilizasse a volta do Brasil ao *gold exchange standard*.³⁹

Mas, 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*.⁴⁰ 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.⁴¹ 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

37. 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 dessas condições teve relevância no futuro.

38. Para as atividades da missão relacionadas à constituição de um banco central, ver Abreu (1974).

39. Anexo à carta de Niemeyer para Whitaker (ministro da Fazenda), Rio de Janeiro, 13.3.31, BOE, OV9/294.

40. 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.

41. Powell (Bank of England) para Niemeyer, telegrama nº 9, 16.9.31, BOE, OV103/40.

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”.⁴²

Niemeyer fazia objeção especialmente ao prazo de três anos e à proposta de constituir um fundo de amortização em moeda nacional à taxa de 6d/mil-réis e não à taxa cambial vigente de 4d/mil-réis, o que, obviamente, reduziria de forma significativa os depósitos.⁴³ Quanto às preocupações brasileiras relativas ao pagamento de um empréstimo à 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”.⁴⁴ Whitaker ainda apresentou aos seus colegas de ministério proposta de redução do prazo para dois anos e da taxa cambial de referência para 4d/mil-réis, mas foi derrotado.⁴⁵ A casa N. M. Rothschild & Sons Limited finalmente decidiu que permitiria ao 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.⁴⁶

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 vencersem 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 recursos correspondentes a pagamentos não-realizados em moeda estrangeira relativos a juros e amortizações, convertidos à taxa de 6 *pence* por mil-réis, que 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.⁴⁷

42. Niemeyer para Whitaker, telegrama, 29.9.31, BOE, OV103/40.

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

44. Niemeyer para Whitaker, telegrama, 1.10.31, BOE, OV103/40.

45. Lynch (representante de NMR no Brasil) para NMR, telegrama, 10.10.31, BOE, OV103/40.

46. NMR para Lynch, telegrama, 12.10.31, e Niemeyer para Whitaker, telegrama, 5.10.31, BOE, OV103/40.

47. Ver Decreto 21.113, de 2.3.32.

5 OS ANOS 1930 E 1940⁴⁸

Após os três anos de vigência do terceiro *funding loan* foi concluído, em 1934, um acordo temporário relativo à dívida externa, conhecido como esquema Aranha, tentando conciliar interesses de credores, que desejavam receber algo que não fosse apenas mais papel como serviço da dívida brasileira, e de devedores, que estavam interessados na redução das obrigações contratuais. Os termos do acordo foram inicialmente propostos por Sir Otto Niemeyer. O acordo incluía todos os empréstimos brasileiros, e não apenas os federais, e seus termos tinham como base o 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 pagos. 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.⁴⁹

Aranha, tentando evitar críticas ao acordo, enfatizou que o Brasil pagaria nos próximos anos apenas £ 6 milhões em quatro anos em vez de £ 90,7 milhões contratuais, acumulando, portanto, “ganhos” de £ 57,1 milhões em quatro anos. Tais 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.⁵⁰ De qualquer forma, os pagamentos de serviço contratual, que seriam da ordem de £ 24 milhões anuais foram reduzidos para entre £ 7,3 milhões e £ 9 milhões nos quatro anos previstos para o acordo.

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

48. Para um tratamento detalhado das negociações relativas à dívida externa brasileira após 1931, ver Abreu (1975 e 1988).

49. Ver Decreto 23.829, de 5.2.1934.

50. Ministério da Fazenda, Exposição de Motivos, nº 56, 3.2.34. Repetido em Brasil. Ministério da Fazenda, Finanças do Brasil, v. X e XIX; Lemos (1946) e Villela e Suzigan (1975, p. 190).

reequipamento do sistema ferroviário e das forças armadas. A alternativa de um novo *funding* era considerada inaceitável, porque implicava aumento da dívida nominal, já considerada incompatível com a “capacidade de pagamento” do país.⁵¹

Somente em setembro de 1939 foram iniciadas negociações para retomar o pagamento do serviço da dívida, em seguida a compromisso assumido por Aranha, em visita aos Estados Unidos, no início do ano. Ficou, entretanto, claro que o governo brasileiro teria de 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, Sousa Costa, ministro da Fazenda, 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 mil a mais do que a proposta brasileira.⁵²

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.”⁵³ 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.⁵⁴

51. Vargas (1938-1945), v. 5, p. 26-28, discurso de 10.11.37.

52. Ver Decreto-Lei 2.085, de 8.3.40.

53. Niemeyer a Phillimore (negociador britânico no Brasil), 8.2.40, Corporation of Foreign Bondholders, Londres (CFB), CFB 241/15. Essas 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 teria 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. 8.587.

54. Memorando de Phillimore, 4.4.40 Public Record Office (PRO), Foreign Office (FO), FO 371, A2967/43/6.

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 antecipar as negociações relativas à dívida externa, previstas para 1944.⁵⁵

Após longas negociações, chegou-se a um acordo permanente, que oferecia 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 de juros) 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 de juros) 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 1937-1940 — seria liquidado a 25% das taxas do acordo de 1940 (ou seja, no máximo a 12,5% da taxa de juros contratual).⁵⁶ As condições do acordo implicaram redução da ordem de 50% do valor da dívida nominal 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 (CFB) 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 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. Esse 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”.⁵⁷ Funcionários do Foreign

55. Telegramas 93 e 94, Rio a Londres, PRO: FO 371, A1383 e A1397/473/6. Ver Costa (ministro da Fazenda) a Vargas, 6.2.43, CPDOC, Vargas Foundation: Getúlio Vargas Archives, sugerindo que negociações fossem abertas para conter tentativas dos credores no futuro de solicitar o serviço integral da dívida diante da posição das reservas brasileiras.

56. Ver Decreto-Lei 6.019, de 23.11.1943.

57. Comunicado do CFB, 26.11.43, PRO: FO 371, A10774/473/6, e telegrama 5376, Washington a Londres, 28.11.43, PRO: FO 371, A10846/473/6.

Office, ainda que não estivessem particularmente infelizes com o resultado das negociações, fizeram duras críticas à atitude da CFB por ter mantido negociações iniciais secretas com o Brasil, 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”.⁵⁸ Recusavam-se assim a dar o devido crédito à influência de Niemeyer, razão importante para os sucessos obtidos em 1931 e 1934.

Phillimore atribuía 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”.⁵⁹

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 títulos brasileiros foi sacrificado ao Panamericanismo”.⁶⁰ Phillimore, o negociador britânico, razoavelmente, discordou dessas críticas, alertando que era inútil insistir que o Brasil deveria ter de pagar mais quando no passado pagou apenas £ 2,6 milhões líquidos ao ano (média 1901-1941) e suas demais obrigações financeiras eram estimadas entre £ 5 milhões 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 do que isso em qualquer das opções oferecidas aos credores. O *status* superior dos empréstimos garantidos havia, portanto, sido preservado. Ele 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 questões estrita-

58. 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, PRO: FO 371, A10714/473/6 e AS 77/77/6.

59. Phillimore a Elliot Butler, 8.12.43, PRO: FO 371, A16/16/6.

60. *The Economist*, 25.12.43.

mente 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”.⁶¹

6 O DESEMPENHO DOS *FUNDING LOANS*

Em Abreu (1999) foram calculadas, para cada um dos empréstimos federais brasileiros denominados em libras e em dólares lançados entre 1824 e 1931, e ainda para o conjunto desses empréstimos, as taxas de retorno para toda a vida dos empréstimos. Foram calculadas também as taxas de retorno contrafactuais que resultariam caso os investidores decidissem comprar títulos públicos sem risco de longo prazo no Reino Unido e nos Estados Unidos, em vez de títulos brasileiros.⁶² As taxas de retorno dos títulos brasileiros oscilaram entre 2,51% e 10,29% a.a., enquanto as taxas de retorno contrafactuais variaram entre 1,67% e 3,77%. Há uma clara tendência à convergência entre as duas séries, com a diferença entre as taxas de retorno dos empréstimos brasileiros e dos contrafactuais caindo no decorrer do século XIX. Para empréstimos lançados a partir da primeira década do século XX, as taxas de retorno dos empréstimos brasileiros são freqüentemente inferiores às contrafactuais. Isso resulta da progressiva deterioração do desempenho do Brasil como pagador: quanto mais tarde é lançado o empréstimo, mais afetado é por essa deterioração. A taxa interna de retorno para todos os empréstimos federais em libras, lançados entre 1824 e 1927, excluindo os *funding loans*, foi de 5,6%, comparada a um contrafactual de 3,3%. Para os empréstimos em dólares, lançados na década de 1920, essas taxas de retorno foram 4,3% e 3,1%, respectivamente.

Na Tabela 4, estão registradas as taxas internas de retorno *ex post* e contrafactuais dos três *funding loans* em libras e dólares. Verifica-se que as taxas internas de retorno *ex post* dos *fundings* são marginalmente inferiores às dos contrafactuais no caso dos *fundings* de 1914 e 1931 40 anos, e significativamente maiores para os *fundings* de 1898 e 1931 20 anos. São modestamente superiores às características de outros empréstimos brasileiros lançados em períodos semelhantes, reflexo do tratamento privilegiado que receberam esses empréstimos nos

61. 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).

62. Essa metodologia é a adotada por Lindert e Morton (1989) e por Jorgensen e Sachs (1989), indiretamente. Para as razões de se preferir esta metodologia à adotada por Eichengreen e Portes (1989), ver Abreu (1999).

TABELA 4

BRASIL: TAXAS INTERNAS DE RETORNO DE FUNDING LOANS— 1898-1931

[em %]

	Taxa interna de retorno contrafactual	Taxa interna de retorno <i>ex post</i>
Libras		
1898	2,12	4,81
1914	3,92	3,63
1931 20 anos	2,76	5,65
1931 40 anos	3,27	3,04
Dólares		
1931 20 anos	3,09	5,46

sucessivos reajustes durante os anos 1930 e 1940. A evolução declinante das taxas de retorno dos *fundings* brasileiros em relação às de seus contrafactuais é semelhante à característica dos demais empréstimos brasileiros, por terem sido lançados relativamente tarde no quadro da história do primeiro ciclo do endividamento externo brasileiro. As grandes exceções são as *tranches* em dólares e libras do *funding* de 1931, 20 anos, cujas taxas de retorno são significativamente superiores às dos respectivos contrafactuais.

Como assinalado em Abreu (1999), entretanto, a simples comparação de taxas internas de retorno 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 ou norte-americana. As taxas de retorno anuais são calculadas supondo-se que o investidor compra os títulos no início de cada ano e vende no final de cada ano, recebendo, além disso, os juros relevantes. A volatilidade das taxas anuais é medida pelo seu desvio-padrão. Os dados relevantes quanto às taxas médias anuais para toda a vida dos *funding loans* (média geométrica das taxas de retorno anuais) e à volatilidade *ex post*, e, também, os dados para os contrafactuais relevantes, estão incluídos na Tabela 5.

A relação entre taxas de retorno e risco para todos os *fundings*, medida pelo desvio-padrão das taxas de retorno anuais, é bem comportada, tal como havia sido determinado para os demais empréstimos brasileiros [ver Abreu (1999)]. Isto é, empréstimos brasileiros envolvem maior risco do que aplicações contrafactuais sem risco e também maiores taxas de retorno médias anuais. As

TABELA 5
BRASIL: TAXAS DE RETORNO ANUAIS MÉDIAS E DESVIOS-PADRÃO DE TAXAS DE RETORNO ANUAIS, EX POST E CONTRAFCTUAIS, FUNDING LOANSEM LIBRAS E DÓLARES — 1898-1931
 [em %]

	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				
1898	2,70	6,20	7,36	22,94
1914	4,06	8,50	8,20	28,60
1931 20 anos	2,35	9,40	7,91	40,67
1931 40 anos	2,96	13,82	7,96	10,51
Dólares				
1931 20 anos	2,62	9,87	7,91	40,72

médias das taxas de retorno anuais dos *fundings* tendem também a ser levemente superiores às de outros empréstimos lançados no mesmo período.

Embora, para todos os efeitos práticos, os *funding loans* após 1934 possam ser tratados como os outros empréstimos externos brasileiros, isto não deve ofuscar o seu recorrente papel crucial a partir do final da década de 1890. Incompatibilidades flagrantes entre a capacidade de pagamento do serviço da dívida externa e a capacidade de gerar divisas levaram, em 1898 e 1914, à fórmula de refinanciamento automático dos juros por um período relativamente curto (três anos) e protelação das amortizações por um período bastante longo (13 anos). A mesma fórmula foi de novo aplicada em 1931 com o refinanciamento dos pagamentos de juros, mas o elemento de diferenciação foi a limitação da suspensão das amortizações a apenas três anos. A decisão crucial foi em 1934, quando se optou pelo alívio parcial dos pagamentos de juros combinado à retomada de modestos níveis de amortização dos empréstimos melhor garantidos. O diagnóstico de que a dívida de países como o Brasil seria impagável, a menos de substancial redução dos montantes nominais, começou a generalizar-se mesmo entre os credores. Niemeyer mostrou boa intuição com a sua teoria do afogamento de quem mergulha três vezes, mas subestimou enormemente a importância da desorganização dos mercados financeiros internacionais, a duração da interrupção dos fluxos de capital para economias como a brasileira e a proliferação de acordos permanentes relativos à dívida externa dos países em desenvolvimento envolvendo substancial revisão das condições contratuais. Os *funding loans* passaram a ser meros registros de soluções transitórias que haviam deixado de funcionar.

ABSTRACT

In three moments during the first period of continuous rise in the Brazilian foreign debt between 1824 and 1931 contractual loan conditions had to be renegotiated. In 1898, when the crisis of the first republican decade reached its climax. In 1914, when World War I broke up. In the peak of the great depression, in 1931. In these three moments Brazil negotiated funding loans with its creditors. This article, using original primary documents, considers the history of these negotiations and, using alternative methodologies, evaluates the performance of these loans having as counterfactuals riskless British and U.S. government consols and bonds. In general these three Brazilian loans had higher rates of return and much higher volatility of rates of return than those of counterfactuals.

APÊNDICE

Arquivos

Arquivo Histórico do Itamarati, Rio de Janeiro

Bank of England, Londres

Corporation of Foreign Bondholders, Londres

Fundação Getulio Vargas/CPDOC Rio de Janeiro

Lloyds Bank, Londres

Ministério da Fazenda, Rio de Janeiro

National Archives, Washington D.C.

Public Record Office, Londres

Rothschild Archive, Londres

BIBLIOGRAFIA

- ABREU, M. de P. A missão Niemeyer. *Revista de Administração de Empresas*, São Paulo, v. 14, n. 4, 1974.
- . A dívida pública externa do Brasil, 1931-1943. *Pesquisa e Planejamento Econômico*, Rio de Janeiro, v. 5, n. 1, 1975.
- . A dívida pública externa do Brasil, 1824-1931. *Estudos Econômicos*, v. 15, n. 2, 1985.
- . On the memory of bankers: Brazilian foreign debt, 1824-1943. *Political Economy*, v. 4, n. 1, 1988.
- . A dívida pública externa brasileira em francos franceses, 1888-1956. *Revista de Economia Política*, v.14, n. 4, 1994.
- . *Brasil, 1824-1957: bom ou mau pagador?* Rio de Janeiro, PUC/Departamento de Economia, 1999 (Texto para Discussão, 403).

- BARROSO, G. Brasil colônia de banqueiros, história dos empréstimos de 1824 a 1924. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 1934.
- BRASIL. *Dívida externa 1824-1945*, v. XIX. Rio de Janeiro: Ministério da Fazenda/Secretaria do Conselho Técnico de Economia e Finanças, Finanças do Brasil, 1955.
- . *O Brasil em números 1960*. Rio de Janeiro: Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE), 1961.
- . *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*, Imprensa Nacional, Rio de Janeiro, 1910].
- CARREIRA, L. de C. *História financeira e orçamentária do Império do Brasil*, dois tomos. Brasília e Rio de Janeiro: Senado Federal e Fundação Casa de Rui Barbosa, 1980.
- CAVALCANTI, J. *Histórico da dívida externa federal*. Rio de Janeiro: Imprensa Nacional, 1923.
- DAWSON, F. G. *The first Latin American debt crisis, The City of London and the 1822-25 loan bubble*. New Haven e Londres: Yale University Press, 1990.
- DENIS, P. *Brazil*. 3ª impressão. Londres: Fisher Unwin, 1919 [primeira edição, Colin, Paris, 1909].
- EICHENGREEN, B., PORTES, R. After the deluge: default, negotiation, and readjustment during the interwar years. In: EICHENGREEN, B., LINDERT, P. H. (orgs.). *The international debt in historical perspective*. Cambridge, Mass.: The MIT Press, 1989.
- FERNS, H. S. The Baring crisis revisited. *Journal of Latin American Studies*, v. 24, n. 2, maio 1992.
- FISHLOW, A. Origins and consequences of import substitution in Brazil. In: DI MARCO, L. E. (ed.). *International economics and development, essays in honor of Raul Prebisch*. New York: Academic Press, 1972.
- FRANCO, G. B. A primeira década republicana. In: ABREU, M. de P. (org.). *A ordem do progresso, cem anos de política econômica republicana, 1889-1989*. Rio de Janeiro: Campus, 1990.
- FRITSCH, W. Aspectos da política econômica no Brasil, 1906-1914. In: NEUHAUS, P. (org.). *Economia brasileira: uma visão histórica*. Rio de Janeiro, 1980.
- . *External constraints in economic policy in Brazil 1889-1930*. Londres: Macmillan, 1988.
- GUANABARA, A. *A presidência Campos Salles, política e finanças, 1898-1902*. Rio de Janeiro: Laemmert, 1902.
- JORGENSEN, E., SACHS, J. Default and renegotiation of Latin American foreign bonds in the interwar period. In: EICHENGREEN, B., LINDERT, P. H. (orgs.). *The international debt in historical perspective*. Cambridge, Mass.: The MIT Press, 1989.
- JOSLIN, D. *A century of banking in Latin America to commemorate the centenary in 1962 of The Bank of London & South América*. Londres: Oxford University Press, 1963.
- KEESING'S CONTEMPORARY ARCHIVES. Londres, 3 a 10 de maio, 1947.

- LEMOS, C. de S. *Dívida externa, análise, legislação e documentos elucidativos*. Rio de Janeiro: Imprensa Nacional, 1946.
- LINDERT, P., MORTON, P. J. How sovereign debt has worked. In: SACHS, J. (org.). *Developing country debt*. Chicago: NBER, The University of Chicago Press, 1989.
- MARICHAL, C. *A century of debt crises in Latin America, from independence to the great depression, 1820-1930*. Princeton: Princeton University Press, 1989.
- MONTEIRO, T. *O presidente Campos Salles na Europa, uma introdução e cinco retratos*. Rio de Janeiro: Briguier, 1928.
- PLATT, D. C. M. *Finance, trade, and politics in British foreign policy 1815-1914*. Oxford: Clarendon Press, 1968.
- PRETO, V. de O. *Finanças. A Década Republicana*, v. I. Rio de Janeiro: Typographia do Brazil, 1899.
- RAFFALOVITCH, A. *L'abominable venalité de la presse ... d'après les documents des archives russes (1897-1917)*. Paris: Librairie du Travail, 1931.
- RIBEIRO, R. M. *As garantias ferroviárias no Brasil: uma análise dos rescission bonds e do resgate das estradas de ferro*. Rio de Janeiro: PUC/Departamento de Economia, 1993 (Monografia de Final de Curso).
- SOUTO, V. *O último relatório da Fazenda*. Rio de Janeiro: Malafaia, 1902 (Collecção de artigos publicados no *Correio da Manhã* em novembro e dezembro de 1901).
- VARGAS, G. *A nova política do Brasil*, 11 v. Rio de Janeiro: José Olympio, 1938-1945.
- VILLELA, A. V., SUZIGAN, W. *Política do governo e crescimento da economia brasileira, 1889-1945*. 2ª ed. Rio de Janeiro: IPEA/INPES, 1975.
- WILLIAMS, J. H. *Argentine international trade under inconvertible paper money 1880-1900*. Nova Iorque: AMS Press, 1971 (reimpressão da primeira edição de 1920, Harvard University Press, Cambridge, Mass.).

(Originais recebidos em outubro de 2002. Revistos em dezembro de 2002.)