

# O Brasil como credor: a dívida britânica - 1940/52\*

MARCELO DE PAIVA ABREU\*\*

*Este artigo tem dois objetivos: recuperar a história da acumulação e dos usos de saldos bloqueados em libras esterlinas – tema que dominou as relações anglo-brasileiras nos anos 40 – e avaliar os custos líquidos para o Brasil ao conceder o que equivaleu a um significativo empréstimo de longo prazo involuntário ao Reino Unido. Embora o Brasil tenha recuperado seus saldos bloqueados, sofreu perdas consideráveis, dada sua remuneração quase insignificante e em vista dos preços de exportação britânicos terem aumentado consideravelmente no período. Se as expectativas brasileiras quanto ao preço futuro do algodão tivessem sido as mesmas de Keynes, estas perdas poderiam ter sido evitadas. O padrão que caracterizou a formulação e a implementação da política brasileira quanto ao tema foi bastante insatisfatório quando comparado ao nível alcançado nos anos 30 e início dos 40. Isto contrasta com a diplomacia econômica do Reino Unido, cuja credibilidade emergiu sem marcas substanciais apesar da redução do poder de compra dos saldos em libras esterlinas detidos pelos credores britânicos nos anos 40.*

## 1 - Introdução

Embora muito tenha sido escrito tanto a respeito da experiência do Brasil como país devedor no período pré-Segunda Guerra Mundial como sobre a ascensão e o declínio do modelo de crescimento via endividamento desde os anos 60, a experiência brasileira como país credor do Reino Unido na década de 40 e início dos anos 50 raramente é mencionada na literatura sobre a dívida externa.

Durante a Segunda Guerra Mundial, o Reino Unido foi capaz de mobilizar significativa contribuição financeira de outros países para o seu esforço de guerra. Os dispêndios em divisas foram financiados por exportações, pela venda de ativos no exterior, por doações da Comunidade Britânica e pela acumu-

---

\* A versão deste artigo em inglês foi publicada com o título *Brazil as a creditor: sterling balances, 1940-1952*, *Economic History Review*, v. XLIII, n. 3, ago. 1990. O autor agradece a Roberto Abdenur, Jorge Chami Batista, Sir Alec Cairncross, Dionísio Carneiro, Charles Feinstein, Giorgio Fodor, Gelson Fonseca, Jr., Donald Moggridge, L. Pressnell, Rosemary Thorp, Rogério Werneck, bem como a funcionários do Public Record Office, Banco do Brasil, Banco Central do Brasil, Banco da Inglaterra, Fundação Getúlio Vargas, Ministério das Relações Exteriores e Ministério da Fazenda, que facilitaram o acesso a fontes oficiais. Estas pessoas não concordam necessariamente com as opiniões aqui expressas. Os governos brasileiro e britânico, o IDRC e a Universidade de Cambridge tornaram possíveis as pesquisas no Reino Unido.

\*\* Professor do Departamento de Economia da Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro.

<sup>1</sup> O Brasil tornou-se credor britânico à medida que se acumularam saldos em Londres, mas permaneceu devedor líquido do Reino Unido se for levada em conta a dívida pública externa acumulada antes de 1931 que ainda estava em circulação na década de 40.

lação de considerável dívida externa. Parte desta acumulação estava associada à Lei do *Lend Lease* (Empréstimo e Arrendamento) e outra parte assumiu a forma de depósitos em Londres de supridores do mercado britânico fora da área da libra esterlina.<sup>2</sup> O tratamento destes saldos em libras tornou-se um dos maiores problemas nas negociações financeiras anglo-americanas no imediato pós-guerra. As condições que regulavam o acesso a estes saldos dependiam da generosidade da contribuição norte-americana para resolver a grave restrição do balanço de pagamentos enfrentada pelo Reino Unido. Os termos do empréstimo americano de 1946 deixavam claro que uma política britânica relativamente frouxa quanto ao uso dos saldos levaria a uma deterioração do padrão de vida no Reino Unido, pois as importações teriam que ser reduzidas. Isto foi agravado pela crise de conversibilidade da libra esterlina em 1947.

O Brasil acumulou saldos crescentes em libras até o início de 1947: em meados de 1945 os saldos brasileiros eram de cerca de £ 40 milhões, atingindo em 1947 o máximo de £ 68 milhões. Embora estes saldos fossem relativamente reduzidos se comparados ao total de £ 3.354 milhões em meados de 1945 ou aos de outros países, como da Índia (£ 1.116 milhões) ou da Argentina (£ 86 milhões), eram importantes para o Brasil, correspondendo a quase 50% das importações totais em 1945 e, no seu máximo em 1947, a cerca de 45% do total do endividamento externo brasileiro e a 70% da dívida em libras [Sayers (1956, p. 497) e *Banker* (maio 1950, p. 94)]. O Brasil incorreu em significativas perdas ao acumular saldos em libras, tanto em termos de custo de oportunidade dos recursos imobilizados – mesmo levando em conta os reajustes relativos à desvalorização da libra em 1949 – quanto ao usar parte importante destes saldos para comprar ativos britânicos no Brasil a preços, em alguns casos, excessivos.<sup>3</sup>

Este artigo tem dois objetivos principais: estabelecer a história da acumulação e dos usos dos saldos brasileiros bloqueados em libras – tema que dominou as relações econômicas anglo-brasileiras nos anos 40 – e tentar avaliar os custos totais incorridos pelo Brasil ao conceder considerável empréstimo de longo prazo do Reino Unido.

## 2 - A Segunda Guerra Mundial

No início de 1940, o governo britânico decidiu negociar um acordo de pagamentos com o Brasil, uma vez que o balanço bilateral de pagamentos entre os

---

<sup>2</sup> Ver Sayers (1956, p. 15-19, Caps. VIII, IX e XIV) para a acumulação de saldos em libras durante a guerra. Pressnell (1986) é a fonte principal para o início do período de pós-guerra.

<sup>3</sup> Os reajustes de 1949, bem como os preços de compra de ativos britânicos, serão considerados na Seção 4.

<sup>4</sup> Para uma versão preliminar de partes desta seção, ver Abreu (1977, Seção VII.4).

dois países tenderia a ser desfavorável devido às crescentes compras de algodão e carne. O ponto principal a ser levado em conta pelos britânicos nas suas relações financeiras com o Brasil era o de preservar recursos e, ao mesmo tempo, não prejudicar o programa de compras no Brasil. As autoridades brasileiras foram alertadas para o fato de que, sem um acordo bilateral de pagamentos, o Tesouro britânico teria dificuldades em autorizar importações provenientes do Brasil.<sup>5</sup>

O acordo estabelecia que todos os pagamentos entre o Império Britânico (excluído o Canadá) e o Brasil deveriam ser feitos em libras; o Banco do Brasil deveria fixar uma taxa de câmbio baseada em uma paridade fixa de US\$ 4,025/£; todos os pagamentos ao Brasil deveriam ser realizados em contas especiais (do Banco do Brasil no Banco da Inglaterra ou em seus correspondentes e de outros bancos em seus correspondentes); as libras depositadas nestas contas especiais só poderiam ser utilizadas para regularizar obrigações comerciais e financeiras na área da libra esterlina; o saldo da conta especial do Banco do Brasil no Banco da Inglaterra seria garantido em relação à eventual desvalorização da libra, tomando-se como referência o preço médio oficial do ouro em Londres (£ 8,43 por onça); o acordo permaneceria em vigor até seis meses depois de sua denúncia por uma das partes.<sup>6</sup>

Os brasileiros pressionaram, sem sucesso, para incluir o Canadá na área da libra esterlina, assim como para obter facilidades de crédito e compromissos britânicos relativos a seu programa de importações. O Foreign Office mostrou-se disposto a considerar, além do pagamento de juros, uma cláusula de garantia contra a desvalorização da libra aplicada ao saldo da conta, mesmo que isto implicasse a revisão de acordos bilaterais assinados com outros países.<sup>7</sup> As autoridades do Tesouro britânico ficaram horrorizadas: “não devemos permitir que o jumento coma ambas as cenouras, pois não havia necessidade de oferecer ao Brasil uma cláusula de garantia que implicasse colocar ouro à parte para assegurar seu cumprimento (*gold set aside clause*), pois os brasileiros haviam apenas mencionado uma simples cláusula de garantia cambial, sendo preferível pagar juros (mesmo que generosos) do que oferecer uma garantia cambial relacionada ao preço do ouro, e mais ainda do que qualquer garantia que resultasse em reserva de ouro metálico. Inexplicavelmente os brasileiros recuaram de uma posição que lhes garantiria tanto o pagamento de juros quanto uma garantia cam-

<sup>5</sup> Minuta de Owen, 19/1/40, P.R.O. Treasury Papers, series 160, file F16522/1 (citado em seguida como T160/F16522/1); Powell para Waley, 2/4/40, P.R.O. T160/F16522/2. Nota entregue pelo Presidente do Board of Trade ao Embaixador do Brasil, 5/4/40, P.R.O. T160/F16522/2.

<sup>6</sup> Cópia do acordo, 2/8/40, P.R.O. Foreign Office Papers, class 371, General Correspondence, Political, file A3837/118/6 (citado em seguida como F.O. 371/A3837/118/6).

<sup>7</sup> Nº 188, Londres para Rio, 31/5/40, Arquivo do Ministério das Relações Exteriores (citado em seguida como MRE); tel. 108, Londres para Rio, 13/6/40, P.R.O. A3346/118/6.

bial do tipo *gold set aside clause*, provocando comentários no Tesouro britânico de que 'aceitamos com o maior prazer a recusa brasileira de ter o ouro e os juros'.<sup>8</sup>

As autoridades brasileiras consideraram que o acordo havia favorecido ambos os países. O Ministro da Fazenda, Souza Costa, afirmou que os saldos em libras poderiam ser usados para pagar o serviço da dívida e que uma desvalorização de mais de 30% do mil-réis em relação à libra tornaria o serviço da dívida mais caro em moeda nacional, mas iria favorecer as exportações para o Reino Unido e poupar dólares necessários para pagar débitos em libras.<sup>9</sup> Era clara a interpretação brasileira do acordo como um compromisso britânico no sentido de manter a conta brasileira em libras com saldo positivo através de seu programa de compras, liberando os saldos brasileiros em dólar para outros usos. Por outro lado, não é possível detectar qualquer indício de intuição de que a acumulação de libras iria tornar-se um importante problema no futuro.

Embora a acumulação de saldos em contas especiais fosse bem recebida pelo Tesouro britânico, pensava-se, também, que não seria desejável permitir que esta acumulação se tornasse excessiva, pois poderia levar à relutância de outros países neutros em aceitar a libra. Argumentos de que o preço dos bens exportados pelo Reino Unido havia deixado de ser importante como fator explicativo do nível das exportações, dado que os fornecedores britânicos tinham de optar entre comprar bens britânicos ou manter saldos em libras, eram combatidos com base no reconhecimento de que seria interessante estimular as exportações para manter os saldos dentro de limites: "devemos fazer com que [nossos fornecedores neutros] fiquem com tantas libras quanto possível... mas devemos sempre adotar a pílula". Keynes considerava o poder de barganha britânico "quase infinitamente forte", uma vez que havia "a perspectiva de um hediondo excesso de oferta e colapso no mercado" de matérias-primas.<sup>10</sup> Este ponto de vista seria justificado no futuro próximo, mas o desconforto do Tesouro devido à acumulação

<sup>8</sup> Minuta de Playfair, 10/6/40, e Playfair para Powell, 15/6/40, P.R.O. T160/F16522/3. A observação de Waley a respeito dos uruguaios em situação similar é esclarecedora: "no futuro, não devemos oferecer manteiga da melhor qualidade, quando o cachorro aparentar estar satisfeito com margarina" (Waley para Niemeyer, 18/6/40, P.R.O. T160/F16707/2).

<sup>9</sup> Um dos objetivos do acordo era eliminar o mercado livre de libras, cuja taxa havia se aproximado de US\$ 3/£ [ver Sayers (1956, Seção 8iii, especialmente p. 244-245)]. A taxa de câmbio mil-réis/dólar era mantida fixa [Costa (1941, p. 109-110)]. A desvalorização do mil-réis mencionada por Souza Costa tomava por base a taxa de conversão da libra no mercado livre. O acordo de pagamentos, ao eliminar o mercado livre, resultava em um retorno à paridade mil-réis/libra em linha com a taxa de câmbio libra/dólar.

<sup>10</sup> Minutas, 12ª reunião, Inter-Departmental Committee on Central and South America, 27/6/40, e minuta não datada do Tesouro de uma carta para Kahn, P.R.O. T160/F16707/3; documento de Keynes intitulado Foreign Exchange Control and Payments Agreements, 29/4/40, P.R.O. F.O. 371/A3539/118/6. Em Bolton (1972), argumenta-se que a aceitação dos acordos de pagamentos deveu-se a "persuasões" políticas ou pessoais, subestimando-se o aumento do poder de barganha britânico.

de tais balanços cresceu rapidamente, assim que começaram as negociações sobre o futuro papel da libra como moeda de referência aceita internacionalmente.

Quando se reduziu a zero o saldo brasileiro em libras, não muito depois da assinatura do acordo, houve temor em Londres de que o Brasil iria suspender o pagamento do serviço da dívida. Cobia, portanto, tratar de encontrar formas de aumentar o saldo da conta brasileira. Esta escassez de libras na conta brasileira permaneceu como um problema até meados de 1941.<sup>11</sup> A permissão de transferências de terceiros países para a conta brasileira foi examinada, sem serem alcançados resultados imediatos. Os esforços concentraram-se na garantia de crescentes compras britânicas no Brasil, no adiantamento de pagamentos garantidos por compras futuras e no fortalecimento do controle das exportações para o Brasil.

As compras de algodão aumentaram além da quantidade necessária estritamente do ponto de vista de abastecimento. Isto era uma confirmação indireta do ponto de vista brasileiro – com o qual discordavam os britânicos – de que era obrigação britânica manter a conta brasileira em libras em posição credora.<sup>12</sup> Deste o início de 1941 as exportações britânicas para o Brasil foram sujeitas a controle, só relaxado no final de 1941. Os brasileiros afirmavam que, embora se dissesse que os problemas se deviam ao fato do Reino Unido estar vendendo muito para o Brasil, o argumento poderia ser invertido: era o Reino Unido que comprava muito pouco do Brasil.<sup>13</sup>

Em meados de 1941 os brasileiros haviam, no entender de Londres, se colocado “na feliz posição de ter recursos para gastar em outras coisas, isto é, o resgate da sua dívida, a compra de interesses britânicos no Brasil, etc.”, pois os saldos brasileiros aumentaram continuamente, de menos de £ 2 milhões no final de 1941 para quase £ 15 milhões no final de 1942 e £ 35 milhões no final de 1943. Acumulação maior foi impedida em 1944 e 1945 pelo acordo de dívida de 1943, o resgate da dívida e a liquidação de ativos em mãos de britânicos (ver a Tabela 1 para o nível de saldos em libras em bases trimestrais, no período

---

<sup>11</sup> Cobbold para Waley, 7/11/40: “tão logo se inverte a situação de pagamentos, que justificou a assinatura dos acordos, começam a surgir problemas; isto ocorreu em todos os países maiores da América do Sul, à exceção da Argentina” (P.R.O. T160/F16522/4). O argumento de Sayers (1956, p. 446), de que a escassez de libras no Brasil era conhecida antes da assinatura do acordo – a principal razão para assiná-lo sendo o desejo de eliminar o mercado livre de libras –, não parece ser confirmado pela evidência disponível.

<sup>12</sup> Minutas, 21ª reunião, Inter-Departmental Committee of Central and South America, 11/12/40, P.R.O. F.O. 371/A5228/18/51; tels. 343 e 370, Londres para Rio, 12 e 24/2/40, P.R.O. F.O. 371/A5026 e 5050/18/51; tel. 2 Saving, Londres para Rio, 9/5/41, P.R.O. F.O. 371/A3214/381/6; minutas, Waley e Keynes, 10 e 14/10/40, P.R.O. T160/f16522/4.

<sup>13</sup> Hargreaves e Gowing (1952, p. 60 e 146) e nº 174, Londres para Rio, 26/2/41, MRE, Halifax, para Johnstone, 16/12/40, Johnstone para Halifax, 23/12/40, Cadogan para Johnstone, 31/12/40, P.R.O. F.O. 371/A5170/118/6; minutas, 22ª reunião, Inter-Departmental Committee on South America, 17/12/40, P.R.O. F.O. 371/A5228/18/51.

1940/52, e a Tabela 2 para o balanço de pagamentos anual anglo-brasileiro, no período 1940/47).<sup>14</sup>

Dificuldades em manter o serviço da dívida externa durante os anos 30 levaram a acordos temporários, reduzindo os serviços em 1931, em 1934 e, após uma moratória em 1937, em 1940. Em 1943, as autoridades brasileiras, percebendo que a acumulação de reservas poderia enfraquecer o seu poder de barganha futuro, iniciaram negociações para a renovação do acordo de 1940.<sup>15</sup> No final de 1943 foi celebrado um acordo permanente relativo à dívida externa pública baseado no resgate parcial de títulos em circulação. Isto explica o grande valor de resgates em 1944 (ver Tabela 2), se comparados aos modestos resgates de títulos a preços de mercado antes de 1944. É provável que este acordo antecipado tenha sido relativamente menos favorável aos portadores de títulos do que o acordo que teria sido alcançado em 1944 [ver Abreu (1988) e Seção 4 adiante].

Algumas companhias britânicas foram encampadas no início da guerra: a Southern San Paolo Railway, a Sorocabana Railway e subsidiárias da Brazil Railways, como a Brazil Land and Cattle. Eram, em geral, pequenas empresas, particularmente mal geridas – se comparadas às grandes empresas britânicas no Brasil, como a Great Western, a Leopoldina e a San Paolo Railway –, que traziam marcas do que Keynes chamava de seu “passado nebuloso”.<sup>16</sup> Em vista da acumulação de saldos em libras, tornava-se natural o seu uso para compensar os acionistas de empresas de capital britânico que operavam no Brasil.

No início da guerra, as autoridades britânicas subestimaram o volume de compras no Brasil, em parte devido a desdobramentos inesperados na guerra – que afetaram tradicionais fontes de fornecimento – e em parte devido a decisões de compra não relacionadas às necessidades imediatas de abastecimentos ou à preempção de materiais estratégicos, tal como no caso da formação de um estoque estratégico de algodão.<sup>17</sup> O valor das importações provenientes do Brasil, embora não tenha atingido durante a guerra mais de 1,9% do total de importações do Reino Unido, aumentou mais rapidamente do que o total das importações britânicas e, inclusive, do que as importações de grandes fornecedores do Reino Unido, como a Argentina. Além disso, significativo déficit foi ge-

<sup>14</sup> Powell para Nosworthy, 14/11/41, P.R.O. T160/F16522/1; Phillimore para Powell, nº 119, 19/1/45, P.R.O. T160/F16522/16.

<sup>15</sup> Não há evidência que indique que os brasileiros estivessem, neste momento, especificamente preocupados com o nível de suas reservas em libras.

<sup>16</sup> Ver Mather – Jackson para Bowley, 21/2/41, T160/F16522/01/1.

<sup>17</sup> A constituição de uma reserva de algodão foi sugerida por Keynes com base na suposição – que provou ser correta – de que as pressões de demanda no pós-guerra resultariam em significativo aumento de preços [ver Abreu (1982, p. 44-45)].

TABELA 1  
Saldos brasileiros em libras – fim do trimestre, £ milhões, 1940/52

1940.4	0,3	1943.2	19,1	1945.4	37,8	1948.2	49,6	1950.4	16,2
1941.1	1,1	1943.3	29,1	1946.1	39,9	1948.3	39,2	1951.1	16,2
1941.2	1,1	1943.4	34,4	1946.2	48,0	1948.4	38,6	1951.2	16,1
1941.3	2,5	1944.1	22,4	1946.3	52,5	1949.1	36,9	1951.3	16,1
1941.4	1,6	1944.2	25,2	1946.4	59,7	1949.2	30,6	1951.4	5,8
1942.1	3,2	1944.3	34,1	1947.1	68,0	1949.3	31,1	1952.1	2,6
1942.2	6,9	1944.4	34,6	1947.2	60,0	1949.4	40,9	1952.2	2,6
1942.3	11,5	1945.1	34,8	1947.3	58,0	1950.1	40,9	1952.3	2,0
1942.4	14,4	1945.2	36,0	1947.4	54,1	1950.2	21,3	1952.4	1,0
1943.1	15,7	1945.3	35,4	1948.1	50,8	1950.3	17,1		

FONTE: Arquivos do Banco da Inglaterra, Territorial Division e Financial Statistics Division.  
OBS.: 1940.4 a 1947.1, contas especiais; 1947.2 a 1952.4, conta A.

rado no comércio entre a África do Sul e o Brasil (ver Tabela 2). A maciça exportação de tecidos de algodão de baixa qualidade para a África do Sul foi possível em vista do deslocamento dos fornecedores tradicionais durante a guerra.<sup>18</sup>

A partir de 1942, o objetivo britânico era de “a longo prazo... manter a América do Sul *sterling minded*”. Quanto mais saldos bloqueados se acumulassem, que não pudessem ser transformados em importações e parecessem ser “meros créditos em benefício do Brasil”, menos *sterling minded* seria o Brasil. A preocupação britânica era estimular gastos brasileiros em libras, evitando aumentar os saldos. Apesar disso, exceções a esta política eram frequentes, pois, além da acumulação de libras devido ao comércio bilateral, negociações triangulares em libras foram permitidas (ver Tabela 2).<sup>19</sup>

Um acordo com o Canadá foi o único desenvolvimento institucionalizado de comércio triangular que afetou os saldos em libras. As negociações triangulares mais importantes foram com a Espanha, em muitos casos acopladas à liquidação de ativos britânicos no Brasil. As preocupações britânicas quanto a estes acordos triangulares sempre estiveram relacionadas ao temor de que a acumulação dos balanços iria, de algum modo, interferir no programa britânico de importações, ao tornar a libra uma moeda menos aceitável. Estas preocupações não eram partilhadas por Phillimore, o representante financeiro britânico

<sup>18</sup> Ver Sayers (1956, p. 306/320), sobre a relutância sul-africana em colaborar financeiramente com o Reino Unido. A aceitação brasileira dos saldos em libras gerados pelas compras da África do Sul tornou menor a recalcitrância daquele país em relação à aceitação de libras.

<sup>19</sup> Waley para Mather-Jackson, 1/1/42, P.R.O. T160/F18151/018/4; anexo ao nº 316, Londres para Rio, 29/6/42, MRE.

TABELA 2  
*Balanço de pagamentos do Brasil com a área da libra esterlina – £ milhões, 1941/47*

	1941	1942	1943	1944	1945	1946	1947
1 – Pagamentos	14,1	21,6	35,3	40,2	23,6	38,9	43,9
. Importações e compras	11,4	16,5	21,2	29,3	13,2	18,2	27,6
. Outros pagamentos na área da libra esterlina	1,2	3,0	11,4	8,5	7,8	16,1	9,9
África do Sul	0,7	2,2	9,1	4,7	4,6	5,1	...
. Outros	1,5	2,1	2,7	2,4	2,6	4,6	6,4
2 – Receitas	12,0	15,6	13,4	18,7	19,3	25,0	31,2
. Exportações	3,7	3,8	3,6	2,4	3,7	9,2	15,2
. Invisíveis	6,0	7,2	6,8	10,6	11,2	11,8	9,8
Serviço da dívida	2,0	2,0	2,3	4,3	3,1	3,0	3,0
. Outros	2,3	4,6	3,0	5,7	4,4	4,0	5,2
3 – Superávit	-2,1	-6,0	-21,9	-21,5	-4,3	-13,9	-12,7
4 – Pagamentos compensatórios	2,1	6,0	21,9	21,5	4,3	13,9	12,7
. Variação das contas especiais	1,3	12,7	20,0	0,2	3,2	21,9	-60,0
. Variação das contas A	-	-	-	-	-	-	54,1
. Libras pagas ao Brasil por outros países	-0,9	-6,4	-0,6	-1,1	-1,4	-7,7	-8,0
. Contas transferíveis	-	-	-	-	-	-	4,5
. Saldos em US\$ da <i>Exchange Equalisation Account</i>	...	-2,0	-0,3	0,4	0,9	0,5	15,1
. Resgate de bônus	1,7	1,4	2,0	19,9	4,0	2,5	7,4
. Compensação por propriedade desapropriada	-	0,3	0,8	2,1	0,1	0,9	-0,5
. Recursos para pagamento da dívida na conta de agentes britânicos	-	-	-	-	-2,5	-4,2	0,1

FONTE: Banco da Inglaterra, *Dossiers*, nov. 1943, dez. 1944, set. 1945, jun. 1947, dez. 1947 e mar. 1948, P.R.O. T236/312, 314, 316, 1559, 1563 e 1564.

no Brasil, que insistia que os brasileiros estavam prontos para aceitar que “não havia diferença entre libras e dólares”. Embora admitisse que os brasileiros poderiam tornar-se recalcitrantes devido ao alto custo de oportunidade de manter estes saldos frente às taxas de juros internas, enfatizava a necessidade de encontrar-se uso alternativo para as libras do Brasil. Depois de se certificar que as exportações britânicas para o Brasil estavam sendo maximizadas, que os lucros das firmas britânicas estavam sendo remetidos sem demora e todos os créditos pendentes (relacionados à liquidação de ativos) estavam sendo transferidos, só

sobravam duas alternativas para o uso dos saldos: converter para títulos em mil-réis os títulos em libras das companhias de utilidade pública – uma alternativa arriscada devido à fragilidade do mercado financeiro no Brasil – ou promover crescentes resgates da dívida pública externa. Phillimore afirmava que “os brasileiros deveriam agora, é claro, fazer o gesto de espontaneamente oferecer maiores pagamentos aos portadores de títulos brasileiros, mas isto não seria compatível com o seu caráter, tanto mais se têm pouco interesse real em melhorar a avaliação do seu crédito, enquanto os tradicionais mercados financeiros permanecerem fechados e o Export-Import Bank [dos Estados Unidos] continuar a derramar dinheiro barato no seu colo”.<sup>20</sup>

A despreocupação brasileira com a acumulação de libras justificou esta política mais arrojada. A única evidência de preocupação brasileira quanto a este assunto, antes de 1947, refere-se à sugestão, não implementada, da embaixada brasileira em Londres de que seria interessante negociar a entrega futura de produtos britânicos, como o carvão, ao invés de manter saldos em libras. Os brasileiros estavam na “infeliz posição de terem que continuar mantendo os seus créditos em libras, pois não podiam fazer outra coisa com elas”. A reduzida importância de negociações triangulares na parte final da guerra se deveu mais a restrições da capacidade brasileira de ofertar – o algodão era o produto que mais interessava à Espanha, e o Reino Unido estava constituindo uma reserva desse produto – do que à relutância brasileira em acumular libras.<sup>21</sup>

Outras negociações menos importantes ocorreram durante 1942, aumentando os saldos em libras do Brasil, embora um possível acordo com a Argentina para transformar parte dos saldos brasileiros em pesos em saldos em libras tenha sido rejeitado por Souza Costa.<sup>22</sup> Estas negociações triangulares foram possíveis porque, apesar de haver “no papel pouca dúvida de que o Reino Unido poderia bloquear todas as transferências de outros países para o Brasil”, não se resistiu, em Londres, à tentação de aumentar os saldos em libras, dada a insensibilidade brasileira quanto ao seu aumento.

---

<sup>20</sup> Tel. 228, Londres para Rio, 10/3/42, P.R.O. T160/F16522/13; Phillimore para Powell, 11/3/42, P.R.O. T160/F16522/13. As opiniões de Phillimore podem ser contrastadas às de um importante funcionário do Tesouro britânico: “temos medo de que, em um dado momento, os brasileiros subitamente se conscientizem de que a posição está se tornando perigosa e apavorem-se” (Playfair para Ellis-Rees, 30/7/42, P.R.O. T160/F18535/01/1).

<sup>21</sup> Londres para Rio, nº 42, 19/1/43, MRE; Rowe-Dutton para Perowne, 18/7/45, P.R.O. F.O. 371/AS3515/51. Tels. 1161, 1336 e 3086 ARFAR, Londres para Madri, 17/10, 10/11 e 29/11/42, P.R.O. T160/F18535/01/2; tel. B196, Banco da Inglaterra (BI) para Phillimore, 4/3/43; P.R.O. T160/F18535/01/2, e Powell para Cohen, 9/3/43, P.R.O. T160/F16522/15. Sayers (1956, p. 447), entretanto, afirma que, nos estágios finais da guerra, as autoridades britânicas só concordaram em casos excepcionais com qualquer exceção à política de bilateralização de pagamentos, pois temiam o desenvolvimento de um mercado secundário de libras esterlinas parcialmente transferíveis.

<sup>22</sup> Esta conversão, entretanto, ocorreu depois da guerra. Em 1940/41 o Brasil assinou com a Argentina uma série de acordos comerciais que resultaram na acumulação de saldos em pesos.

Apesar da acumulação de saldos brasileiros em libras durante o período da guerra ter sido importante, do ponto de vista britânico isto “não causou muitas noites insones para os guardiães das finanças britânicas”, uma vez que sempre havia a “esponja dos velhos débitos brasileiros” ou ativos britânicos em relação aos quais o governo brasileiro tinha “apetite”.<sup>23</sup>

Em 1945 o Brasil fez uma concessão importante relativa aos saldos bloqueados, assim que ficou decidido em Londres alinhar a cláusula de reavaliação cambial incluída nos acordos de pagamentos fixada em £ 8,43/onça de ouro. À taxa de câmbio de US\$ 4,03/£ e ao preço de US\$ 35/onça de ouro, o preço do ouro em libras implícito nos acordos era de £ 8,68/onça de ouro, o que em princípio obrigaria o Reino Unido a realizar um reajuste de 3% nos saldos nominais em libras. Esperava-se, em Londres, que isto pudesse ser feito sem custos, dada a “natureza técnica” do processo, e que o Brasil pudesse desempenhar o papel de “madrinha que lideraria o rebanho latino-americano para o aprisco”. Souza Costa concordou, enfatizando que isto deveria ser tomado como demonstração do espírito de compromisso do Brasil, não devendo passar sem reconhecimento.<sup>24</sup>

### 3 - Do fim da guerra à crise da libra em 1947

Os saldos brasileiros em libras aumentaram substancialmente no imediato pós-guerra: de £ 36 milhões em meados de 1945 para £ 48 milhões em meados de 1946 e £ 68 milhões em março de 1947 (ver Tabela 1). Isto resultava do contínuo desequilíbrio no saldo de pagamentos anglo-brasileiro e das significativas transferências de saldos em libras de terceiros países. A despreocupação brasileira com a liquidez destes saldos continuou até o início de 1947, quando se tornou evidente que os britânicos não concordariam com seu uso irrestrito em compras de mercadorias e serviços no Reino Unido.

A visita a Londres do Ministro das Relações Exteriores brasileiro, Neves da Fontoura, em setembro de 1946, obteve poucos resultados, pois o Reino

<sup>23</sup> Sayers (1956, p. 447 e 460). Ver Fodor (1983) para a história inicial dos saldos em libras da Argentina.

<sup>24</sup> Minuta de Mather-Jackson, 22/1/45, P.R.O. F.O. 371/AS464/118/6; tel. 4 REMAC, Rio para Londres, 29/4/45, P.R.O. F.O. 371/AS607/118/6; tel. 11 REMAC, Rio para Londres, 18/3/45, e minuta de Mather-Jackson, P.R.O. F.O. 371/AS1626/118/6. Em 1943, quando consultado por Phillimore se a garantia contra a desvalorização da libra se aplicava a Letras do Tesouro britânico e a contas especiais fora do Banco da Inglaterra, este respondeu que, embora a resposta fosse afirmativa para o caso das Letras do Tesouro, com relação a contas em outros bancos “teria que considerar favoravelmente se o assunto fosse tratado pelos brasileiros... mas eles podem não fazê-lo e preferiríamos que você não o fizesse”. As “concessões” propostas por Phillimore provariam ser de vital importância em 1949. Tels. P216, Phillimore para BI e B220, BI para Phillimore, 18/5 e 24/5/42, P.R.O. F.O. 371/A1963/473/6.

Unido conseguiu evitar compromissos relacionados ao uso dos saldos bloqueados em libras para compras, no Reino Unido, de equipamentos necessários ao sistema de transportes e à indústria brasileira.<sup>25</sup>

Enquanto isso, o balanço de pagamentos brasileiro deteriorava-se rapidamente. Devido a dificuldades relacionadas à oferta de produtos importados durante a guerra, apesar da considerável sangria das reservas cambiais usadas para fins como o de resgate da dívida pública externa, as reservas brasileiras em 1945 eram de £ 170 milhões, aumentando em 1946 para £ 180 milhões, das quais £ 90 milhões em ouro metálico e £ 90 milhões em divisas. Destas últimas, apenas £ 20 milhões correspondiam a moedas conversíveis. Em vista do objetivo de conservar intactas as reservas em ouro e dado o persistente desequilíbrio no balanço de pagamentos com a área do dólar, tornou-se impossível manter as políticas liberais de 1946, e em meados de 1947 o Brasil teve que retornar ao uso de estritos controles cambiais.<sup>26</sup> A taxa de câmbio foi mantida superavaliada, e um sistema de licenciamento prévio de importações foi introduzido, tendo como critérios a essencialidade das importações e a disponibilidade de substitutos domésticos. A adoção de tal regime de comércio externo devia-se ao temor de que a desvalorização teria conseqüências inflacionárias e, também, de que o impacto sobre os preços internacionais do café seria desfavorável, dada a dominância brasileira no mercado mundial. A significativa alta nos preços do café após 1949 possibilitou a manutenção até 1952 desta política, que transferia renda dos exportadores ao setor industrial substitutivo de importações.

Depois da visita de Neves da Fontoura, começou a tomar forma a política britânica a respeito do futuro dos saldos brasileiros em libras: os saldos existentes deveriam ser inconvertíveis em dólares e seu uso para pagamentos em libras limitado a usos específicos, tais como o resgate da dívida pública externa. Inicialmente foram mencionadas liberações para pagamento de importações britânicas no total de £10 milhões em quatro anos. Por outro lado, as libras geradas pelo comércio bilateral corrente poderiam ser convertidas livremente e os saldos bloqueados renderiam a “magnífica” taxa de 0,5% ao ano.<sup>27</sup>

Apesar das preocupações do governo britânico<sup>28</sup> sobre a reação brasileira à proposta de liberar apenas £ 10 milhões em quatro anos, o Chanceler do Erário,

---

<sup>25</sup> Eggers para Rowe-Dutton, 26/9/46, Of. 16/14/1, e troca de cartas Bevin/Fontoura, 21/9/45, P.R.O. T160/235/598. Fontoura, surpreendentemente, telegrafou ao Presidente Dutra dizendo que acreditava firmemente que os saldos brasileiros estariam disponíveis para comprar material de transporte no Reino Unido e em outros países (MRE, tel., Londres para Rio, 18/9/46).

<sup>26</sup> Enquanto os termos de intercâmbio brasileiros melhoraram modestamente em 1945/46, mantiveram-se estáveis até 1979 e depois melhoraram significativamente, o volume das importações cresceu muito mais rapidamente do que o das exportações.

<sup>27</sup> Eggers para Rowe-Dutton, 26/9/46, Of. 16/14/1, e Niemeyer para Waley, 24/10/46, P.R.O. T236/598; minuta de acordo preparada pelo Banco da Inglaterra, P.R.O. F.O. 371/AS618/24/6.

<sup>28</sup> Waley foi muito explícito: “Será que conseguimos escapar [desta situação] oferecendo apenas £ 10 milhões?” (minuta para Rowe-Dutton, 26/10/46, P.R.O. T236/598).

Dalton, decidiu limitar a oferta a £ 6 milhões.<sup>29</sup> Os brasileiros, subitamente conscientes de sua falta de percepção quanto às possibilidades de utilização dos saldos bloqueados em libras, pleitearam o aumento das liberações para £ 12 milhões e que fosse possível liberar saldos para reequipamento e remessas das empresas fornecedoras de serviços de utilidade pública no Brasil.<sup>30</sup> O Foreign Office acreditava que as relações com o Brasil – “nosso aliado de luta, ... mascote e cabeça de ponte dos Estados Unidos na América Latina”<sup>31</sup> – iriam deteriorar-se, caso a proposta de liberação fosse excessivamente modesta. O Tesouro e o Banco da Inglaterra apoiavam Dalton: “espero que todos se mantenham firmes em suas posições contra o choro dos brasileiros. O ponto não é se nós gostamos ou devemos gostar mais deles do que dos argentinos ou dos indianos, mas o quanto podemos pagar, tanto no caso em pauta, como no precedente. Necessitamos ser bem francos e insensíveis quanto a este assunto”.<sup>32</sup>

Isto configurou importante mudança em relação ao passado, uma vez que todos os saldos anteriores podiam ser utilizados em qualquer pagamento no Reino Unido, enquanto que o novo acordo limitava a utilização dos saldos a fins específicos e criava a categoria de saldos conversíveis gerados pelo comércio corrente. Como resposta, o Brasil suspendeu a operação do mercado cambial em libras, ação denunciada pelos britânicos como contrária aos termos do acordo anglo-brasileiro de 1940, que estipulava o prazo de seis meses para sua denúncia. O embaixador britânico foi instruído a protestar junto ao governo brasileiro que o Reino Unido, embora “perfeitamente disposto a negociar, ... não estava preparado a fazê-lo sob chantagem, nem poderia submeter-se ao desrespeito unilateral do acordo de pagamentos”. A leitura dos documentos deixa claro que, na ausência de um recuo brasileiro, o governo do Reino Unido estaria disposto a proteger os interesses britânicos com medidas que incluiriam o congelamento dos saldos do Banco do Brasil em Londres. Raul Fernandes, Ministro das Relações Exteriores do Brasil, recusou-se a aceitar a interpretação de que o Brasil estivesse obrigado, pelo acordo de 1940, a adquirir libras ilimitadamente e lembrou aos britânicos que o país havia feito concessões importantes no passado e que agora estava sendo maltratado pelo Reino Unido. Em qual-

<sup>29</sup> Isto porque as liberações não deveriam ir além de 10% dos saldos em libras da Índia e do Egito. As liberações no caso argentino, entretanto, haviam se aproximado dos 20% dos saldos em circulação (Waley para Trend, 24/1/47, P.R.O. T236/599). Dalton tinha idéias muito definidas sobre o assunto: “devemos ser duros e difíceis com os nossos credores. Qual o sentido de exportar bens de capital para o Brasil apenas para reduzir uma dívida em papel? Certamente não iria além das £ 10 milhões e dificilmente além de £ 6 milhões” (26/1/47, P.R.O. T236/599).

<sup>30</sup> Minuta de encontro, escritório de Waley, 5/2/47, P.R.O. F.O. 371/AS668/24/6, e tel. 78, Rio para Londres, confidencial, 12/2/47, P.R.O. F.O. 371/AS1062/24/6.

<sup>31</sup> Minuta de Perowne, 28/2/47, P.R.O. F.O. 371/AS1407/24/6. No imediato pós-guerra, o Foreign Office estava particularmente preocupado com a reação dos países latino-americanos à política britânica, pois a sua participação nos votos das Nações Unidas era de cerca de 42%.

<sup>32</sup> Niemeyer para Waley, 21/2/47, P.R.O. T236/595.

quer caso, o Banco do Brasil voltou a adquirir libras em meados de abril de 1947, baseado em entendimentos que levaram a um acordo provisório com o Banco da Inglaterra. Os britânicos concordaram em considerar conversíveis os depósitos em libras nas contas brasileiras realizados após 1/4/47 e em permitir a redução dos saldos bloqueados de £ 65 milhões para £ 61,5 milhões, para cobrir as necessidades de libras enquanto as negociações prosseguissem.<sup>33</sup>

As dificuldades foram agravadas, nas palavras de Niemeyer, pela “completamente inesperada sugestão britânica” de que, a menos que os brasileiros unilateralmente abrissem mão de parte de seus saldos existentes, em reconhecimento ao fato de que o peso da guerra havia sido maior para o Reino Unido do que para os outros aliados, a liberação de £ 6 milhões não poderia ser efetuada. Isto equivalia a colocar uma “raposa no galinheiro” e provocou a recusa brasileira em considerar a proposta. Funcionários do Banco da Inglaterra e do Tesouro consideraram que o Reino Unido não estava “em terreno seguro [ao solicitar que o Brasil cancelasse parte dos seus saldos]”, pois “o Brasil havia sido, afinal, um beligerante ativo e os saldos brasileiros não haviam resultado de gastos militares, mas de compras essenciais pelas quais [o Reino Unido] não havia pago preços excessivos durante a guerra”. Eram de opinião que, uma vez que o Brasil havia aceito libras regularmente desde o final de 1946, em contraste com outros países da América do Sul, sob a impressão, após a troca de memorandos entre Bevin e Fontoura, de que poderiam usar as libras para compras no Reino Unido, a proposta deveria ser aumentada.<sup>34</sup> A pressão para cancelar parte dos saldos brasileiros culminou com o discurso de Dalton em 6 de maio de 1947, para a Câmara Brasileira de Comércio em Londres, afirmando que os credores britânicos deveriam diminuir suas reivindicações como uma contribuição para o objetivo comum de vencer a guerra.<sup>35</sup>

Apesar da pressão britânica – explicada pela necessidade de apresentar um exemplo de bom comportamento de credor antes de serem iniciadas as nego-

---

<sup>33</sup> Tel. 134, Londres para Rio, secreto, 8/3/47, P.R.O. F.O. 371/AS1469/24/6. Fernandes para Gainer, 18/3/47, G/DE/35/550. (60), P.R.O. F.O. 371/61199. Tel. 171, Londres para Rio, 12/4/47, P.R.O. F.O. 371/AS2246/24/6, e tel. 202, Londres para Rio, 1/5/47, P.R.O. F.O. AS2536/24/6.

<sup>34</sup> Niemeyer para Waley, 12/4/47, e minuta de Eggers, 19/4/46, P.R.O. T236/600; Waley para Machado (Banco do Brasil), 11/4/47, e Aragão para Waley, 17/4/47 [Ministério da Fazenda (1951, p. 289-290)].

<sup>35</sup> Ministério da Fazenda (1951, p. 289-290) e Dalton para Aragão, 7/5/47. As palavras de Dalton foram: “esta vasta acumulação de dívidas [por parte do Reino Unido] representa um peso irreal, injusto e insuportável... Cedo ou tarde esta carga deve ser reduzida substancialmente. O Reino Unido é forte, mas um sinal de sua força deve ser a recusa em assumir fantásticas obrigações, que vão além de suas forças e além de todos os limites do bom senso e do *fair play*” [Livingstone (1962, p. 26)]. O contraste deste discurso com manifestações britânicas a respeito das dificuldades ou relutância brasileira em pagar o serviço da dívida externa nos anos 30 é bastante instrutivo: *The Economist* advertia, em 12/2/38, que “o mercado londrino não perdoa *default* arbitrário”; a visão de Waley, importante funcionário do Tesouro, era ainda mais extremada: “naturalmente concordo que os brasileiros são *dirty dogs*, mas... não creio... que ajudaria aos detentores de títulos dizer-lhes isto” (Waley para Balfour, 2/8/38, P.R.O. F.O. 371/A6040/4176/6).

ciações mais importantes com a Índia e o Egito – o Brasil recusou-se a considerar a proposta, baseado no argumento de que a participação brasileira na guerra não havia sido menos importante do que a dos outros aliados.<sup>36</sup> Este incidente era uma manifestação específica de problema maior de política econômica externa do Reino Unido, com implicações bastante complexas.

O cancelamento dos saldos bloqueados em libras foi um ponto de grande controvérsia, durante e após a guerra, entre o Reino Unido e os Estados Unidos. Durante as negociações relativas ao grande empréstimo norte-americano ao Reino Unido, os americanos, “com a miopia dos ricos, ..., não podiam ver porque, uma vez que eles haviam concordado em liquidar todas as dívidas relativas ao *Lend Lease* dos seus aliados para com eles, países como a Índia ou o Egito não poderiam fazer o mesmo...”<sup>37</sup> A redução unilateral e radical dos saldos bloqueados havia sido apoiada por Churchill, especialmente nos casos da Índia e do Egito. A esta medida extrema se opuseram Keynes, o Tesouro, o Banco da Inglaterra e, ainda mais fortemente, o governo indiano e o Colonial Office [Pressnell (1986, p. 163-164, 218-219 e 297-298)]. Ao final, o governo britânico não mostrou entusiasmo com relação à linha norte-americana e conseguiu mudar a proposta inicial de Keynes de liberação, cancelamento e consolidação sem juros para liberação gradual em 50 anos de todos os saldos bloqueados em libras, na proporção aproximada de 1:4:8, para um compromisso mencionando “um acerto o mais cedo possível relativo aos saldos em libras”.<sup>38</sup> Isto se baseava em uma longa lista de argumentos: não cabia ao banqueiro solicitar moratória (Banco da Inglaterra), os saldos bloqueados em libras poderiam ser importantes para garantir mercados para produtos britânicos, caso se confirmasse a grande recessão antecipada para o período pós-guerra (Board of Trade), o Reino Unido não deveria correr o risco de provocar politicamente os principais detentores de libras (Foreign Office) e isto seria injusto dado o nível de desenvolvimento dos países detentores de libras (Colonial Office e India Office).<sup>39</sup>

<sup>36</sup> Eggers para Murray, 6/5/47, P.R.O. F.O. 371/AS2707/24/6. Aragão para Rowe-Dutton, 30/4/47, P.R.O. T236/601.

<sup>37</sup> Strange (1971, p. 273). Um importante funcionário britânico comentou que “era notável que [os americanos] estivessem nos pressionando [para sermos duros], pois se tivéssemos proposto tal coisa teríamos sido submersos por gritos de [denúncia do] ‘imperialismo britânico’” [Clarke (1982, p. 56)].

<sup>38</sup> Moggridge (1972, p. 1.035). Desde muito cedo durante a guerra, Keynes mostrou-se favorável a uma linha relativamente dura quanto aos saldos em libras. Quando Waley escreveu-lhe em 1943, mencionando que “a idéia de bloquear completamente todos os saldos em libras de estrangeiros dá-me frio na espinha”, Keynes respondeu que “este frio passou pela minha espinha há muito tempo, mas superrei-o” [Moggridge (1980, p. 307)]. Sobre os saldos indianos e egípcios, Keynes pensava que “a Índia já está lucrando indevidamente com a guerra” e lamentava que “ainda tivéssemos tratado os egípcios como se fossem parentes pobres que tivessem o direito de visitar seu tio rico quando se tratava de pagar alguma conta relevante” [ver Moggridge (1979, p. 336 e 318)].

<sup>39</sup> O Colonial Office foi o único departamento do governo britânico que, de forma consistente, defendeu o argumento de que não seria razoável reduzir os saldos em libras de colônias que eram países pobres, de que não havia base para alegações de lucros excessivos e de que a acumulação de saldos devia ser basicamente explicada por níveis reduzidos de consumo [Bullen e Pelly (1986), microfichas, 88i (b), UE 5348/1094/53, nota do Colonial Office, 5/11/45].

A radical condenação da relutância britânica em liquidar os saldos bloqueados, tal como desejado pelos americanos, é de difícil aceitação [Gardner (1969, p. 205)]. Por que as compras britânicas, no Egito ou na Índia, de bens e serviços para a defesa do Império Britânico deveriam, como argumentado, ser consideradas como itens de “aumento de endividamento particularmente difíceis de justificar”? É verdade que a inflação no período da guerra afetou os preços de bens e serviços adquiridos nestes mercados, mas também afetou desfavoravelmente os consumidores locais, especialmente quando a oferta de produtos importados – controlada pelas autoridades britânicas – era severamente restrita. Não é fácil, por exemplo, ver acontecimentos independentes como a acumulação de saldos bloqueados em libras pela Índia e a grande fome em Bengala em 1943 com três milhões de vítimas. Não surpreende que só tenha havido cancelamento voluntário dos saldos em libras por parte da Austrália e da Nova Zelândia [Hutchinson (1968, p.52), Sen (1977) e Pressnell (1986, p. 365-366)].

O cancelamento total dos saldos bloqueados em libras era apoiado em círculos acadêmicos. O uso dos créditos americanos e canadenses para resgatar em escala muito modesta os saldos bloqueados era considerado uma importante fonte de problemas para o Reino Unido: “realmente não era correto esbanjar o dinheiro das outras pessoas” [Harrod (1947, p. 51)]. Nos raros momentos em que se tornou claro que decidir o ritmo de pagamento adotado pelo Reino Unido para saldar sua dívida com os detentores de saldos bloqueados em libras [Political and Economic Planning (1947, p. 192)] tinha importantes implicações para o padrão de vida britânico em relação ao de seus devedores, os autores que eram favoráveis a um desbloqueamento vagaroso chegaram a mencionar a ameaça de um “autêntico [pacto de] Munique econômico”, “a insegurança enfrentada pelas rações de nossa própria gente”, ou então que não havia “qualquer necessidade imperativa de agir em maior escala nos próximos dois, três ou cinco anos” para elevar “os povos primitivos” – que tinham libras – a um “mais alto padrão de civilização” [Harrod (1947, p. 53, 56 e 178)]. Outros pontos de vista eram menos extremados, reconhecendo que as diferenças no padrão de vida deveriam ser levadas em conta, mas ainda sugeriam que o custo de ajustamento envolvido na preservação da estabilidade britânica deveria ser arcado pelos credores [ver, por exemplo, Robbins (1949, p. 25)]. Poucos autores chegaram às conclusões que se impunham: dado o tratamento relativamente desfavorável dos interesses do Reino Unido pelos americanos nas negociações do empréstimo anglo-americano e do *Lend Lease*, se houve a injustiça envolvida na distribuição dos encargos financeiros da guerra, isto ocorreu mais como resultado da inadequada contribuição dos Estados Unidos, em comparação às suas efetivas possibilidades de pagamento, do que das ações dos detentores de saldos bloqueados [Balogh (1952, p. 483)].

Devido à incerteza em relação a tantas questões de política econômica em

1947, não foi assinado qualquer acordo formal para substituir o acordo de 1940. Uma série de cartas definiu as bases que orientariam os pagamentos anglo-brasileiros.<sup>40</sup> O valor dos saldos anteriores a 31/3/47 foi estabelecido em £ 61,5 milhões, rendendo 0,5% ao ano. Saldos acumulados desde 1/4/47 estavam livremente disponíveis e seriam oportunamente conversíveis. Saldos no valor total de £ 6 milhões seriam desbloqueados em parcelas iguais anuais no prazo de quatro anos. Os saldos bloqueados poderiam ser utilizados no resgate da dívida externa, para pagar compensação por ativos britânicos encampados e na compra de prédios para a embaixada e a chancelaria brasileiras em Londres.

A redução dos saldos bloqueados em libras dependeu até 1949 essencialmente dos pagamentos relacionados à compra dos investimentos britânicos em empresas públicas e ferrovias (ver Tabela 3). Estas eram, com algumas exceções, das quais a mais importante era a San Paolo Railway, firmas que haviam enfrentado dificuldades no reajuste de suas tarifas e não haviam mantido a sua rentabilidade em libras, ajustando-se a esta situação através de cortes no investimento. Em consequência, houve uma brutal deterioração na qualidade dos serviços fornecidos e crescentes dificuldades nas relações entre as companhias e o governo. Embora os britânicos lamentassem ter que abrir mão da San Paolo Railway – “o nosso melhor ativo no Brasil... e longe de estar morto”<sup>41</sup> –, houve muita alegria em Londres com os preços negociados nos casos da Leopoldina Railway e da Great Western, uma vez que as propostas finais foram muito vantajosas para as companhias.<sup>42</sup> A principal razão para explicar este sobrepreço era que os brasileiros não tinham uso alternativo mais interessante para os saldos em libras, dado seu congelamento. Além disso, os negociadores britânicos usaram o incentivo propiciado pelas liberações extraordinárias dos saldos bloqueados acopladas a tais nacionalizações, para extrair melhores propostas dos brasileiros. Quando a crise cambial brasileira começou a tornar-se grave, após 1947, os negociadores brasileiros tendiam a concentrar os seus esforços na maximização do valor dos saldos bloqueados que seriam descongelados, relegando a uma posição secundária a minimização dos preços pagos pelos ativos britânicos. A maior seriedade dos negociadores britânicos e, também, a sua maior ha-

<sup>40</sup> Aragão para Dalton, 9/5/47; Dalton para Aragão, 20/5/47; Aragão para Dalton, 27/5/47; Machado para Caixa Principal do Banco da Inglaterra, 29/4/47; Rowe-Dutton para Machado, 27/5/47; Machado para Rowe-Dutton, 27/5/47; Machado para Cobbold, 31/5/47, P.R.O. T236/201.

<sup>41</sup> Niemeyer para Rowe-Dutton, 21/8/45, P.R.O. T236/596.

<sup>42</sup> A evidência é circunstancial, mas sólida. O apêndice B da minuta ao Ministro de Estado para Assuntos Econômicos (Brazil Trade Negotiations), 1950, P.R.O. F.O. 371/AB1151/262, considerava os preços obtidos na venda destas duas companhias como “muito vantajosos”. A Leopoldina esperava que a sua oferta inicial de £ 11,66 milhões fosse recusada como muito alta. O governo brasileiro não apenas se interessou, como aceitou £ 10 milhões como o preço final (minutas, Wardle-Smith, 23/7/48 e 28/2/49, P.R.O. F.O. 371/AS4240/14/6 e AS1217/1466/6). A avaliação direta da adequação destes preços acordados ao patrimônio líquido das empresas é difícil e complexa: os documentos relevantes não estão disponíveis e uma avaliação criteriosa depende de cenários distintos quanto a políticas governamentais futuras referentes ao nível das tarifas públicas.

TABELA 3  
*Varição dos saldos brasileiros em libras – £ milhões, 1947/52*

Trimestre	Varição	Uso dos saídos <sup>a</sup>
1947.2	- 8,0	Primeira liberação (1,5), eletrificação da San Paolo Railway (2,0), créditos do Banco do Brasil (0,7) e pagamentos da dívida (0,8)
1947.3	- 2,0	
1947.4	- 3,9	
1948.1	- 3,3	Compra da Empresa de Armazéns Frigoríficos, Indústrias Brasileiras de Papel e Southern Brazil Lumber and Colonization (2,0)
1948.2	- 1,2	
1948.3	- 10,4	Segunda liberação (1,5) e compra da San Paolo Railway (7,6)
1948.4	- 0,6	
1949.1	- 1,7	Resgate de empréstimo do café (1,4)
1949.2	- 6,3	Terceira liberação (1,5) e liberações especiais (3,5)
1949.3	+ 0,5	Possivelmente pagamento <i>ex gratia</i>
1949.4	+ 9,8	Pagamento devido à garantia referente à desvalorização da libra
1950.1	0,0	
1950.2	-19,6	Resgate da dívida
1950.3	- 4,2	
1950.4	- 0,9	
1951.1	0,0	
1951.2	- 0,1	
1951.3	0,0	
1951.4	-10,3	compra da Leopoldina Railway
1952.1	- 3,2	
1952.2	- 0,1	
1952.3	- 0,5	
1952.4	- 0,1	

FONTES: Tabela 2, Banco da Inglaterra e P.R.O. F.O. 371.

<sup>a</sup> Os seguintes usos não podem ser precisamente datados: compra da Great Western Railway (£ 3,7 milhões), compra da State of Bahia Railway (£ 0,6 milhão), compra do edifício da embaixada do Brasil em Londres (£ 0,3 milhão), pagamentos adicionais referentes à Leopoldina (£ 2,3 milhões), pagamentos adicionais referentes à San Paolo Railway (£ 1,0 milhão) e resgate da dívida externa em libras (£ 10,6 milhões). Resta ainda um resíduo não explicado de £ 6,5 milhões.

bilidade refletiram-se, de forma concreta, nos resultados das negociações (ver Seção 4, *passim*).

Os brasileiros ficaram insatisfeitos com o seu tratamento nas negociações na primeira metade de 1947. Este ressentimento<sup>43</sup> foi agravado quando a sus-

<sup>43</sup> Bevin reconheceu a existência de bases razoáveis para explicar este ressentimento brasileiro, “pois o Tesouro e o Board of Trade haviam tratado o Brasil de forma pouco razoável” (minuta, 10/2/48, P.R.O. F.O. 371/AS1055/51/6).

pensão da conversibilidade da libra cancelou muitas vantagens dos acordos de maio de 1947, como, por exemplo, no caso de saldos correntes em libras, que, embora preservassem o seu poder de compra em libras, não poderiam ser convertidos em dólares. Estas dificuldades foram ainda agravadas pelas sugestões britânicas de que o Brasil havia indevidamente convertido em dólares quase todo seu superávit corrente em libras.<sup>44</sup> Tem sido sugerido na literatura especializada que o Brasil, enfrentando uma terrível escassez de dólares, não havia respeitado “tanto o espírito, quanto a forma do acordo”, convertendo £ 5 milhões no primeiro semestre de 1947 e £ 7,5 milhões em julho e agosto.<sup>45</sup> Estas conversões de libras em dólares foram racionais e corretas, pois respeitavam os arranjos informais vigentes, ou referiam-se a libras não bloqueadas geradas em transações correntes [Cairncross (1985, p. 129)]. De qualquer forma, a conversão de saldos em libras foi um fator menor na desestabilização da tentativa de tornar a libra conversível, em comparação com os movimentos de capital ou com os *leads and lags*, isto é, a antecipação dos pagamentos em dólar e o atraso dos recebimentos em dólar.<sup>46</sup>

#### 4 - Descongelamento - 1947/52

Os arranjos informais de 1947 foram incorporados em um novo acordo comercial e de pagamentos anglo-brasileiros, assinado em maio de 1948, com a duração de quatro anos. O acordo foi negociado no Rio de Janeiro pela missão Wise e tratava de problemas relacionados a pagamentos correntes, saldos em libras bloqueados e relações comerciais, sendo complementado por cartas secretas.<sup>47</sup> Uma garantia de reavaliação cambial foi acertada, sendo aplicável a saldos correntes do Banco do Brasil (os saldos bloqueados já eram parcialmente garantidos). Esta garantia era válida por 12 meses, e qualquer saldo extra no final deste período continuaria a ser por ela coberto. Saldos bloqueados do Ban-

<sup>44</sup> Tel. 407, Londres para Rio, 18/8/47, P.R.O. T236/610. Funcionários britânicos, entretanto, consideraram os arranjos com Machado como “bastante razoáveis” (Eggers para Evelyn, 4/9/47, P.R.O. T236/610).

<sup>45</sup> Gardner (1969, p. 317) ou os comentários de Pressnell em Thirlwall (1976, p. 96): “esperava-se que os detentores de saldos em libras se comportassem como *gentlemen*; desafortunadamente eles não foram suficientemente cavalheirescos em 1947”.

<sup>46</sup> Ver Cairncross (1985, p. 80 e 156) e Cobbold para Eady, 13/10/47, em Clarke (1982, p. 181-184). Balogh (1949, p. XX) criticou os “economistas liberais, desacostumados de olhar além dos limites estreitos do seu estranho mundo imaginário”, que “orientaram seus ataques na direção das liberações dos saldos bloqueados em libras acumulados durante a guerra e atribuíram a crise cambial à sua extravagância”, deixando de levar em conta as exportações de capital e despesas militares, razões muito mais importantes para explicar as dificuldades de balanço de pagamentos.

<sup>47</sup> United Kingdom (1948). Butler para Fernandes, cartas nºs 1, 2, 3, 4 e 5, 21/5/48, e Wise para Machado, 21/5/48 (duas cartas), P.R.O. F.O. 371/AS4445/1114/6.

co do Brasil no Banco da Inglaterra em 31 de março de 1947, que ainda estivessem em contas especiais, continuariam a gozar de garantia referente à desvalorização. Ao concordar com esta redação, aparentemente inofensiva, os negociadores brasileiros perderam o direito de legalmente exigir compensação pelos efeitos de uma eventual desvalorização sobre a maior parte dos saldos em libras do Brasil. De fato, o acordo de pagamentos de 1940 havia garantido apenas os saldos do Banco do Brasil no Banco da Inglaterra. A despeito do fato de que, como reconhecido por Niemeyer, o Banco do Brasil podia livremente transferir fundos entre a sua conta no Banco da Inglaterra e contas em bancos comerciais britânicos, e uma vez que a distinção entre saldos garantidos e não garantidos devia “ser reconhecida como extremamente tênue”, era política britânica que as garantias não deveriam ir além dos termos explicitados em acordos existentes. Como os britânicos estavam perfeitamente conscientes, desde o início de 1947, de que uma interpretação rígida da cláusula de garantia significaria que apenas £ 17 milhões de um total de mais de £ 65 milhões dos saldos brasileiros estariam de fato garantidos, procederam então cuidadosamente, de forma a tornar explícita, no acordo de 1948, esta redução do compromisso britânico.<sup>48</sup> A liberação adicional de quase £ 4 milhões foi acertada, sendo permitidas liberações gradativas à base de 20% dos pagamentos relativos à compra de investimentos britânicos. O total de saldos bloqueados reservado para resgate da dívida foi limitado a £ 35 milhões, de forma a possibilitar a compra de empresas britânicas operando no Brasil.

Em 1949, as autoridades brasileiras enviaram Machado novamente a Londres para pressionar por liberações adicionais de £ 10 milhões. Foi acertada a antecipação de liberações acordadas em 1947 e novas liberações de £ 6,55 milhões, quando as principais reivindicações britânicas relativas à aquisição de firmas britânicas fossem resolvidas.<sup>49</sup>

Quando, em meados de 1949, tornou-se claro que a libra estava sob pressão, após notícias na imprensa britânica sobre desvalorização,<sup>50</sup> as autoridades brasileiras tornaram-se repentinamente conscientes de que os saldos correntes de £ 5,4 milhões estavam sem a proteção de uma garantia contra uma eventual desvalorização da libra frente ao dólar. As autoridades brasileiras permitiram que a cláusula de proteção contra a desvalorização da libra negocia-

<sup>48</sup> Niemeyer para Waley, 27/3/47, P.R.O. T236/605. Deve ser apontado, entretanto, que, em 1943, como já assinalado na Seção 3, o Banco do Reino Unido havia afirmado que, caso pressionado pelos brasileiros, estenderia explicitamente a cláusula de garantia contra a desvalorização ao valor das Letras do Tesouro britânico detidas pelo Brasil, bem como aos depósitos brasileiros em outros bancos que não o Banco da Inglaterra.

<sup>49</sup> Flett para Machado, 28/4/49, P.R.O. F.O. 371/AS2300/14610/6; Machado para Flett, 9/6/49, P.R.O. F.O. 371/AS3078/14610/6.

<sup>50</sup> *The Economist*, 28/8/49. Também houve um vazamento da informação dos norte-americanos para os brasileiros [ver Cairncross e Eichengreen (1983, p. 130)].

da em 1948 expirasse em maio de 1949, pois não havia posição credora de saldos correntes na época. A não renovação significava que, a partir de então, os saldos brasileiros em libras correntes ficavam totalmente desprotegidos. No início de setembro de 1949, às vésperas da desvalorização da libra, os brasileiros argumentaram que a revisão da lista comercial negociada no início de 1949 implicava implicitamente a renovação da garantia cambial.<sup>51</sup> As autoridades britânicas haviam considerado o problema em maio e, embora houvessem decidido que seria vantajoso descontinuar a garantia cambial, haviam deixado a decisão quanto a discutir ou não o assunto com as autoridades brasileiras para o embaixador britânico no Brasil, que havia decidido não fazê-lo.<sup>52</sup> A garantia que protegia os saldos bloqueados brasileiros, por outro lado, continuava em vigência, embora, como já explicado, do total de £ 31,5 milhões, £ 8,4 milhões depositados nos bancos comerciais e £ 6 milhões em Letras do Tesouro britânico em princípio não estivessem cobertos.<sup>53</sup>

Londres recusou-se inicialmente a aceitar qualquer concessão: “isto é... uma insolente chantagem dos brasileiros... com o objetivo de obter algumas libras de graça”. As autoridades brasileiras, depois de reclamarem que Argentina e Portugal haviam obtido garantia similar, mencionaram a possibilidade de denúncia brasileira da parte referente a pagamentos do acordo de 1948.<sup>54</sup> A desvalorização da libra confirmou os temores brasileiros: a “distração” das autoridades havia deixado desprotegidos tanto £ 5,4 milhões de saldos correntes quanto uma parte significativa dos saldos bloqueados. As autoridades brasileiras insistiram no seu pleito relativo a saldos correntes e se esforçaram para encobrir as perdas relativas aos saldos bloqueados.

Os britânicos argumentaram que os brasileiros haviam assinado um acordo internacional e estavam tentando chantagear o Reino Unido porque as condições resultaram ser-lhes desfavoráveis. Outros países com saldos não garantidos ainda maiores haviam aceito muito melhor a desvalorização da libra. O Brasil não podia pleitear tratamento igual ao da Argentina porque nada seria pago à Argentina e, além disso, havia um desequilíbrio estrutural no comércio anglo-brasileiro. Também argumentaram que a posição credora do Banco do Brasil em setembro – em contraste com a posição em maio – devia-se a liberações de saldos em libras bloqueados e não garantidos. Segundo Londres, o

<sup>51</sup> Tel. nº 3 REMAC, Rio para Londres, confidencial, 5/4/49, P.R.O. F.O. 371/AS3537/341/6.

<sup>52</sup> P.R.O. T236/2042, Powell para Somerville Smith, 12/4/49, P.R.O. T236/2042; tels. CAMER 4 e 5, Londres para Rio, 19/4 e 6/5/49, P.R.O. F.O. 371/AS2152/111/46. O assunto não parecia ser relevante naquele momento, pois excessivas vendas futuras haviam tornado negativa a posição líquida da conta brasileira em libras correntes. Além disso, não se levou em consideração o padrão sazonal do balanço de pagamentos anglo-brasileiro, dada a importância dos produtos agrícolas no programa britânico de importações. Tel. 4 CAMER, Londres para Rio, 20/4/49, P.R.O. F.O. 371/AS152/1114/6.

<sup>53</sup> Tel. 370, Londres para Rio, 23/9/49, P.R.O. F.O. 371/AS4639/1114/6.

<sup>54</sup> Tel. 4 REMAC, Rio para Londres, 12/9/49, P.R.O. F.O. 371/AS4544/1114/6.

Brasil “em nome da equidade não deveria esperar lucrar com a desvalorização, no caso de pagamentos em libras que já haviam sido acordados e que não variar[iam] devido à desvalorização”, pois de outra forma receberia um “lucro fortuito”.<sup>55</sup>

O embaixador britânico no Rio de Janeiro pressionou continuamente por alguma concessão, opondo-se à linha dura do Tesouro, que estava disposta apenas a oferecer soluções que livrassem os brasileiros de uma humilhação. Esta política baseava-se na idéia de que a eventual denúncia do acordo de pagamentos seria mais prejudicial ao Brasil do que ao Reino Unido. Esta avaliação era incorreta, pois o Reino Unido importava relativamente mais produtos essenciais do Brasil do que exportava para o Brasil.<sup>56</sup> A recusa britânica incluía não apenas a reavaliação dos saldos correntes, mas também a renovação da cláusula de garantia que havia expirado em maio.<sup>57</sup> Depois de muita pressão por parte do Board of Trade e do Foreign Office, o Reino Unido ofereceu modesta concessão, com base em avaliações do possível dano a interesses britânicos, no fato de que a caducidade da garantia não havia sido discutida na época oportuna com o Brasil, no possível custo associado a atraso adicional no pagamento de compensações e nas negociações comerciais.<sup>58</sup>

A resistência do Tesouro britânico tornou impossível uma recomendação unânime do Overseas Negotiations Committee. As autoridades brasileiras haviam confidenciado que concordariam com uma redução de £ 4 milhões dos saldos correntes, correspondentes às liberações extraordinárias negociadas por Machado (£ 2,5 milhões relativos à compra de ferrovias e £ 1,5 milhão antecipado de 1950). O reajuste deveria incidir sobre £ 1.407.000 e somar £ 617.460. Concordou-se com um pagamento *ex gratia* de £ 0,6 milhão ao Brasil, salvando a face das autoridades brasileiras.<sup>59</sup>

Ao invés de obter um reajuste total de £ 16 milhões, que seria automático caso as garantias referentes aos saldos correntes e bloqueados fossem válidas, o Brasil obteve £ 10,6 milhões (£ 10 milhões sobre saldos bloqueados e £ 0,6 mi-

---

<sup>55</sup> Tel. 359, 18/9/49, ultra-secreto, Londres para Rio, P.R.O. F.O. 371/AS4628/1114/6. Tel. 370, 23/9/47, ultra-secreto, Londres para Rio, P.R.O. F.O. 371/AS4639/1114/6.

<sup>56</sup> Minuta de King, 21/9/49, P.R.O. F.O. 371/AS4779/1114/6; tel. 315, Rio para Londres, 19/6/49, P.R.O. F.O. 371/AS4544/1114/6; Stacy para Flett, 26/9/49, P.R.O. F.O. 371/AS4952/1114/6.

<sup>57</sup> Em tom melancólico, um funcionário britânico registrou: “não antecipamos que a raiva brasileira com a sua própria incompetência seria tão grande que os convenceria de que agimos de má fé” (minuta de Cecil, 28/10/49, P.R.O. F.O. 371/AS5365/1114/6).

<sup>58</sup> Tel. 365, Rio para Londres, 26/10/49, P.R.O. F.O. 371/AS5380/1114/6. Uma nota do Board of Trade, Overseas Negotiations Committee (ON), (49) 373, secreto, P.R.O. CAB134/567, 9/11/49, foi explícita em relação às desvantagens de restringir o comércio com o Brasil a bens essenciais: “há sério perigo de que os prejuízos se generalizem, pois a pressão no sentido de cortar as nossas exportações de bens não essenciais é endêmica na América Latina”.

<sup>59</sup> Economic Policy Committee (49) 140, 22/11/49, P.R.O. CAB134/223. Aide mémoire, 21/11/49, P.R.O. F.O. 371/AS5881/1114/6.

lhão sobre saldos correntes). O registro das negociações publicado pelo governo brasileiro deturpou completamente os fatos: sugeria-se que o reajuste de £ 10 milhões tivesse sido sobre £ 10,5 milhões, e não sobre £ 23,1 milhões (aparentemente os £ 6 milhões em Letras foram também reajustados além dos £ 17,1 milhões depositados no Banco da Inglaterra), e não se informava que os saldos bloqueados ainda eram de cerca de £ 31,5 milhões. As negociações sobre o reajustamento dos saldos correntes foram descritas superficialmente, não sendo explicitados os valores em discussão [Ministério da Fazenda (1951, p. 304 e 333-336)].

No início de 1950, baseadas em informações da embaixada brasileira em Londres de que o Reino Unido repudiaria a metade de seus saldos bloqueados, as autoridades brasileiras decidiram chamar a resgate ao par empréstimos em libras relativos à dívida pública externa de £ 19,8 milhões. Os saldos bloqueados restantes foram vinculados a pagamentos relativos à Leopoldina, à Great Western, à State of Bahia South Western e às liberações adicionais já mencionadas.<sup>60</sup>

Não seria vantajoso para o Brasil aceitar que os saldos bloqueados fossem utilizados no resgate da dívida externa se existisse a possibilidade de uso alternativo, pois seria impossível para o Brasil endividar-se à taxa de juros então sendo paga aos detentores de títulos brasileiros. O governo foi criticado ao optar pelo resgate, pois pensava-se que os saldos pudessem ser ao menos parcialmente utilizados para pagar importações. Além disso, dado que os empréstimos foram resgatados ao par, a operação implicou custos adicionais da ordem de £ 3,5 milhões em relação às cotações de mercado (12/4/50).

O principal argumento utilizado pelo governo para justificar o resgate da dívida externa, além de evitar as perdas que se alegava iriam advir de um cancelamento parcial dos saldos bloqueados pelo Reino Unido, era de que a taxa de 3,1% ao ano paga sobre a dívida externa era muito superior à de 0,5% que estava sendo paga no caso dos saldos bloqueados. Dado que os britânicos nunca haviam levantado qualquer objeção ao uso dos saldos para resgatar a dívida, cabia ao governo brasileiro explicar por que havia tomado tanto tempo para decidir-se pelo resgate se as suas vantagens eram tão óbvias. O argumento do governo repousava preponderantemente na alegada ameaça de repúdio unilateral dos saldos, rumor para o qual não é possível encontrar explicações razoáveis nas fontes contemporâneas.<sup>61</sup> Sem a ameaça de repúdio teria sido possivelmente vantajoso esperar mais tempo e obter liberações adicionais de saldos bloqueados.

---

<sup>60</sup> Tel. 23, Londres para Rio, DE/Dpo/651.5 (60), MRE; Ministério da Fazenda (1951, p. 336 e 339-340); e tel. 122, Rio para Londres, 6/5/50, P.R.O. F.O. 371/AB1151/81.

<sup>61</sup> Seymour para Flett, 21/4/50, P.R.O. T238/198: "o governo brasileiro pensa que o governo britânico reduzirá de 50% os saldos bloqueados em libras. Não se sabe onde obtiveram esta informação. Não adotamos qualquer medida especial para contrariar esta opinião".

Com o atraso de alguns dos pagamentos referentes à encampação de ativos britânicos, o acordo de pagamentos de 1948 foi renovado por um ano em 1951 e 1952. Neste último ano até mesmo os saldos correntes em libras haviam desaparecido, à medida que o Brasil acumulava maciços déficits comerciais com os seus principais fornecedores.

## 5 - Os custos da dívida

Se comparado a alguns dos maiores detentores de saldos em libras, tais como a Argentina, o Brasil manteve saldos menores por mais tempo e com cobertura apenas parcial dos riscos de desvalorização da libra. O custo de oportunidade de manter tais saldos, em comparação com a alternativa de pagar o serviço da dívida pública externa britânica, foi de cerca de 1% ao ano entre 1941 e 1943 e de 3% ao ano entre 1944 e 1951, correspondente à diferença entre a taxa de juros paga sobre a dívida e recebida sobre os saldos bloqueados. O custo de manter os saldos bloqueados de acordo com este critério foi de £ 9,4 milhões (a preços de 1950) em 1941/50, dos quais £ 3,6 milhões até 1945 e £ 5,8 milhões entre 1945 e 1950.<sup>62</sup> Como em 1949 o Reino Unido pagou cerca de £ 10,9 milhões (a preços de 1950) pela desvalorização da libra, o custo de manter os saldos foi aproximadamente compensado por estes pagamentos.<sup>63</sup>

Se, ao invés de computar custos de oportunidade com base em diferenciais de taxas de juros, a avaliação do custo de mantê-los basear-se no valor das importações não realizadas, a preços de 1950 o custo total de não ser capaz de usar os saldos em libras bloqueadas para comprar bens no Reino Unido entre 1941 e 1950 foi da ordem de £ 38 milhões, consideravelmente acima da compensação de £ 10,9 milhões (a preços de 1950) paga pela desvalorização da libra.

Estas estimativas do custo de manter ociosos os saldos em libras devem ser comparadas com os benefícios de exportar para o Reino Unido. É bastante difícil avaliar se teria sido possível ao Brasil colocar as exportações eventualmente deslocadas do mercado britânico em outros mercados se o acordo bilateral de pagamentos não existisse e, mais ainda, quais teriam sido as perdas envolvidas neste desvio de comércio. Teria sido impensável não assinar durante a guerra um acordo de pagamentos com o Reino Unido, mesmo se os custos superassem

---

<sup>62</sup> Perdas anuais capitalizadas a 3% anualmente (até 1950). Deve-se notar que, se outra taxa de juros, tal como o rendimento de *consols*, tivesse sido utilizada ao invés da taxa média de juros relativa à dívida externa brasileira, o resultado não seria significativamente afetado.

<sup>63</sup> Isto leva em conta apenas os custos de postergação. Um exercício contrafactual que estimasse o custo de ser forçado a poupar para acumular saldos em libras seria extremamente complexo, pois dependeria da utilização alternativa de tais saldos, bem como de uma avaliação política da viabilidade de tais alternativas de utilização.

os benefícios. Entretanto, teria sido possível, em alguns casos, reduzir as exportações para o Reino Unido especialmente quando uma parte significativa destas exportações era de fato para a África do Sul (ver Tabela 3). Depois da guerra, a postura brasileira em relação ao Reino Unido certamente poderia ter sido mais dura, especialmente em 1946, quando o Brasil acumulou saldos adicionais no valor de £ 25 milhões, ao permitir que se estabelecesse um significativo déficit no balanço de pagamentos anglo-brasileiro.

Como seria possível ao Brasil evitar a acumulação de saldos bloqueados sem incorrer nos custos associados a uma queda do nível de atividade? *Ex post facto*, é possível responder a esta pergunta adotando-se uma política de acumulação de estoques de *commodities* que pudessem tornar-se escassas no pós-guerra, ao invés de vendê-las para serem estocadas pelos britânicos, como foi o caso, seguindo recomendação de Keynes, do algodão a partir de 1943. Se o Brasil houvesse estocado algodão, seu principal produto de exportação para o Reino Unido, ao invés de vendê-lo principalmente em troca de libras inconvertíveis, o benefício líquido seria da ordem de £ 70 milhões.<sup>64</sup>

## 6 - Conclusões

Embora o Brasil tenha recuperado seus saldos nominais em libras, sofreu perdas consideráveis ao manter saldos praticamente sem receber juros, durante um período caracterizado por significativo aumento dos preços de exportação britânicos. Mesmo que a linha mais radical de Dalton não tenha sido adotada, o Brasil, de fato, viu reduzido consideravelmente o valor real de seus créditos britânicos, a despeito de haver colaborado financeira e militarmente com o objetivo comum de vencer a guerra.

Uma vez que se acumularam os saldos em libras, o Brasil só poderia esperar um tratamento, *grosso modo*, em linha com o recebido pelos credores mais importantes. Evitar ao menos parte das perdas decorrentes da manutenção destes saldos dependia essencialmente da capacidade de reduzir as exportações para o Reino Unido, o que poderia ter sido feito pelo menos nos casos das vendas de algodão com o propósito de constituir estoques e de produtos para a África do Sul. Se as expectativas brasileiras com relação ao comportamento futuro dos preços do algodão tivessem sido as mesmas de Keynes, teria sido possível evitar uma parte importante das perdas relativas à acumulação de sal-

---

<sup>64</sup> Supondo uma taxa de juros de 6% ao ano e um custo de estocagem de £ 5/tonelada/ano (Offício 355, Dantas para Souza Costa, São Paulo, 10/10/45, SC 44.09.04, Arquivo Souza Costa, CPDOC/FGV). Estes cálculos não incluem a exportação de algodão para outros países em troca de libras esterlinas (operações triangulares) ou de tecidos de algodão para a África do Sul.

dos em libras. Outras perdas evitáveis, caso as exportações não tivessem sido restritas, referem-se aos erros quanto às cláusulas de reajuste dos saldos bloqueados e correntes, algo que só pode ser explicado por significativa deterioração dos padrões estabelecidos no passado quanto aos processos decisórios relevantes para a definição da política econômica externa brasileira. As autoridades brasileiras demonstraram enorme lentidão em perceber a gravidade das dificuldades enfrentadas pelo Reino Unido em 1945/46 e suas prováveis consequências para os países detentores de saldos em libras. No imediato pós-guerra, a posição dos negociadores brasileiros desviou-se muito mais significativamente da melhor linha de defesa dos objetivos nacionais do que havia sido o caso nos anos 30 ou no início da década de 40.

Foi, sem dúvida, um sucesso da diplomacia econômica britânica que a credibilidade do Reino Unido tenha emergido incólume depois da significativa redução do poder de compra dos saldos em libras, e que contrasta com a experiência de países como o Brasil, que se endividaram pesadamente no mercado financeiro internacional antes de 1931 e reduziram através de sucessivas negociações tanto o estoque da dívida em circulação quanto o seu serviço. Neste processo, estes países estabeleceram firmemente a sua reputação de não pagadores, a despeito das taxas de retorno de muitos de seus empréstimos no passado, bem como da taxa de retorno média secular sobre toda a dívida externa, serem muito superiores à taxa de retorno das perpetuidades do governo britânico. A história comparada de distintos episódios de endividamento define problemas estimulantes para a avaliação de analistas de risco em diferentes países.

### Abstract

*This article has two objectives: to establish the history of the accumulation and uses of Brazilian sterling balances – a theme which dominated Anglo-Brazilian relations in the 1940s – and evaluate the net costs for Brazil of what was equivalent to extending a sizable involuntary long term loan to the United Kingdom. Though Brazil recovered its blocked balances it suffered considerable losses as the relevant interest rate paid by Britain (as from 1947) was extremely low and British export prices increased very substantially. If Brazilian forecasts of future cotton prices had been similar to Keynes's a substantial part of these costs could have been avoided. The quality of Brazil's economic diplomacy in this episode was below the standards reached in the 1930s and early 1940s. This contrasts with British economic diplomacy as Britain's credibility remained unscathed in spite of the reduction in the purchasing power of sterling balances.*

### Bibliografia

ABREU, M. de P. *Brazil and the world economy, 1930-1945: aspects of Brazilian foreign economic policies and international economic relations under Vargas*. Cambridge: Cambridge University, 1977 (Tese de Doutorado).

- \_\_\_\_\_. John Maynard Keynes e as relações econômicas anglo-brasileiras durante a Segunda Guerra Mundial. *Revista Brasileira de Economia*, Rio de Janeiro, v. XXXVI, p. 35-50, 1982.
- \_\_\_\_\_. On the memory of bankers: Brazilian public foreign debt, 1824-1943. *Political Economy*, v. 4, p. 45-81, 1988.
- BALOGH, T. *The dollar crisis: causes and cure: a report to the Fabian Society*. Oxford, 1949.
- \_\_\_\_\_. The international aspect. In: WORSWICK, G. D., ADY, P. H. (eds.). *The British economy 1945-1950*. Oxford, 1952.
- BANCO DO BRASIL. *Relatório 1940*. Rio de Janeiro, 1941.
- BANK OF ENGLAND. *Quarterly Bulletin*. London, 1963.
- BOLTON, G. Where critics are as wrong as Keynes was. London, *Banker*, v. 122, p. 1.385-1.387, 1972.
- BULLEN, R., PELLY, M. E. (eds.), auxiliados por YASAMEE, H. J., BENNETT, G. *Documents on British policy overseas, series I, volume III, Britain and America: negotiation of the United States loan 3 August-7 December 1945*. London, 1986.
- CAIRNCROSS, A. *Years of recovery: British economic policy 1945-51*. London, 1985.
- CAIRNCROSS, A., EICHENGREEN, B. *Sterling in decline: the devaluations of 1931, 1949 and 1967*. Oxford, 1983.
- CLARKE, R. *Anglo-American economic collaboration in war and peace 1942-1949*. Ed. por A. Cairncross. Oxford, 1982.
- COSTA, A. de S. *Panorama financeiro e econômico da república*. Rio de Janeiro, 1941.
- FODOR, G. *The origin of Argentina's sterling balances: 1939-43*. Università degli Studi di Modena, Facoltà di Economia e Commercio, 1983 (Studi e ricerche dell'Instituto Economico, 17).
- GARDNER, R. N. *Sterling-dollar diplomacy: the origins and the prospects of our international economic order*. New York, 1969.

- HARGREAVES, E. L., GOWING, M. M. *Civil industry and trade*. London, 1952.
- HARROD, R. F. *Are these hardships necessary? (Mr. Harrod says no!)*. London, 1947.
- HUTCHINSON, W. *Economics and economic policy in Britain 1946-1966: some aspects of their interrelations*. London, 1968.
- LIVINGSTONE, J. M. *The problem of the blocked sterling balances and their disposal 1945-1957*. London University, 1962 (Tese de Doutoramento).
- MINISTÉRIO DA FAZENDA. *Relatório..., Exercício de 1949*. Rio de Janeiro, 1951.
- MOGGRIDGE, D. From war to peace – the sterling balances. *Banker*, v. 122, p. 1.032-1.035, 1972.
- MOGGRIDGE, D. (ed.). *The collected writings of John Maynard Keynes, volume XXIII: activities, 1940-1943: external war finance*. London, 1979.
- \_\_\_\_\_. *The collected writings of John Maynard Keynes, volume XXV: activities, 1940-1944: shaping the post-war world: the Clearing Union*. London, 1980.
- POLITICAL AND ECONOMIC PLANNING. *Britain and the world trade: a report*. London, 1947.
- PRESSNELL, L. S. *External economic policy since the war, volume I: the post-war financial settlement*. London, 1986.
- ROBBINS, L. The sterling problem. *Lloyds Bank Review*, New Series, n. 14, p. 1-31, 1949.
- SAYERS, R. S. *Financial policy 1939-1945*. London, 1956.
- SEN, A. Starvation and exchange entitlements: a general approach and its application to the great Bengal famine. *Camb. J. of Econ.*, v. 1, p. 33-60, 1977.
- STRANGE, S. *Sterling and British diplomacy: a political study of an international currency in decline*. London, 1971.

THIRLWALL, A. P. (ed.). *Keynes and international monetary relations: the second Keynes seminar held at the University of Kent at Canterbury 1974*. London, 1976.

UNITED KINGDOM. *Trade Series*, n. 33 (Cmnd. 7438), London, 1948.

*(Originais recebidos em maio de 1990. Revistos em julho de 1990.)*