

TEXTO PARA DISCUSSÃO

Nº 83

A Dívida Pública Externa
do Brasil, 1824-1931*

Marcelo de Paiva Abreu



PUC-Rio – Departamento de Economia
www.econ.puc-rio.br

Janeiro de 1985

*Versão preliminar. Não deve ser citada. O autor agradece os comentários de Ajax Bello Moreira, Eustáquio Reis e dos participantes do seminário de sexta feira do Departamento de Economia da PUC-Rio. Oportunamente os comentários mais substanciais destes últimos serão levados em conta em nova seção.

O objetivo principal deste artigo é analisar, de forma sintética, a importância do endividamento público em moeda estrangeira do governo brasileiro durante o período imperial e a República Velha. Existe uma notória lacuna na historiografia econômica quanto ao assunto: as contribuições existentes, tais como Carreira (1889), Cavalcanti (1923) ou Bouças (1955), são claramente inadequadas, mesmo em relação ao modesto objetivo de meramente descrever o que ocorreu entre o primeiro empréstimo imperial e o *funding loan* de 1931. Por outro lado, as obras clássicas internacionais sobre fluxos internacionais de capital tais como Jenks (1927) e Feis (1930), ou mesmo contribuições mais modernas como Edelstein (1982), são escritas do ponto de vista dos credores ou dos principais países devedores para os quais existem longas séries relativamente confiáveis referentes aos grandes agregados macroeconômicos.

Obviamente, em vista das limitações de tempo e espaço não será possível ir muito além da apresentação esquemática dos números referentes à dívida pública externa do governo brasileiro no período (condições de empréstimos, entradas anuais e serviço), da análise dos fatores determinantes do endividamento bem como da rentabilidade dos títulos brasileiros e da sugestão de linhas de pesquisa à raiz das lacunas identificadas.

Além desta introdução, o artigo é composto de seis seções. Na primeira seção são apresentados os dados globais referente ao estoque de capital estrangeiro no Brasil e especialmente à dívida pública externa do governo central no período. Na segunda seção, são considerados os fluxos de entrada de capitais e de serviço anual, procedendo-se a uma reconstrução rudimentar do balanço de pagamentos dentro das sérias limitações da base de dados. São consideradas, também, as características institucionais do mercado financeiro internacional bem como as condições de lançamento dos empréstimos do governo central, incluindo-se uma comparação com certos aspectos do atual mercado financeiro internacional. Na terceira seção examina-se em que medida as entradas de capital no Brasil são explicadas pelas variações cíclicas de atividade na economia internacional ou pelas condições domésticas. A quarta seção inclui uma análise das condições de solvência e iliquidez da economia brasileira em diferentes subperíodos do longo período 1824-1931. Na quinta seção contrasta-se o resultado agregado efetivo das aplicações financeiras em títulos da dívida pública externa do governo central com aplicações alternativas “sem risco” e calcula-se a taxa de retorno dos diferentes empréstimos do governo central em diversos subperíodos. A sexta e última seção sumaria as conclusões.

1. Capital estrangeiro no Brasil: estoque

Os dados existentes sobre a dívida pública externa em circulação (*portfolio* público) são, como seria de se esperar, bastante mais fidedignos de que a informação disponível sobre investimento direto

ou *portfolio* privado, não cabendo as dúvidas usuais sobre controle acionário efetivo de estrangeiros e divergências entre custo histórico e valor real de ativos que tornam tão frágeis as considerações de natureza quantitativa sobre investimentos diretos.

Deve-se examinar os dados disponíveis sobre capital estrangeiro no Brasil (ver tabela 1.1.), tendo como pano de fundo estas limitações. Os investimentos diretos estrangeiros no Brasil são praticamente insignificantes antes de 1840; a partir daí o estoque de capital expande-se a taxas anuais que, até 1914, flutuam *grosso modo* entre 4% e 16% para os períodos indicados. O crescimento é particularmente rápido em 1840-65, em 1865-75 e imediatamente antes da Primeira Guerra Mundial (embora neste último caso, como se comenta nas notas à tabela 1.1., seja possível que a precariedade dos dados afete esta taxa, as possíveis distorções dificilmente alterariam significativamente este quadro). Até a virada do século supõe-se que a quase totalidade do estoque correspondesse a capitais britânicos. Em 1905, entretanto, capitais europeus e norte-americanos correspondiam a cerca de 40% e 5% do estoque total, respectivamente, proporções que praticamente se mantêm em 1913 depois de um período de crescimento extremamente rápido. Depois de 1913 os estoques de capital britânico e, especialmente, europeu contraem-se, enquanto o estoque de capital norte-americano praticamente quadruplica. Apesar disso, as participações relativas no estoque total ainda correspondem em 1930 a cerca de 50% para capitais britânicos, 18% para capitais norte-americanos e 32% para capitais europeus.

Os dados relativos ao *portfolio* público são, sem dúvida, muito mais confiáveis. Até meados da década de 1890 a participação não-britânica é quase nula; o crescimento do saldo em circulação é bastante regular (taxas da ordem de 3,2-4,6%) até meados da década de 1870, reduzindo-se até meados da década de 1880 e recuperando-se nos dez anos seguintes. A partir de meados da década de 1890 cresce a participação de capitais europeus, embora ainda em 1913 sua participação no saldo total da dívida pública seja de apenas 16%. Entre 1895 e 1913 o saldo total em circulação cresce a taxas superiores às verificadas no período pré-1875 (em torno de 5-6% ao ano). A partir de 1913 esta taxa reduz-se principalmente, como se verá, em função da interrupção do fluxo de capitais associada à Primeira Guerra Mundial. Os Estados Unidos, notórios *latecomers* como exportadores de capitais, só se tornarão fonte importante de capital de empréstimo público no Brasil a partir de 1921: em 1930 a participação norte-americana no saldo em circulação será da ordem de 30%. Os capitais europeus, por sua vez, cairão de 16% do saldo em circulação em 1914 para 5% em 1930, fundamentalmente refletindo a desvalorização do franco francês.

Tabela 1.1

Brasil: Estoque de Capital Estrangeiro Nominal, 1825-1930*, em £10⁶

Ano	Investimento Direto ou Portfolio Privado				Portfolio Público				Total			
	Britânico*	Americano**	Outros***	Total	Britânico*	Americano ⁺	Outros ⁺⁺	Total	Britânico	Americano	Outros	Total
1825	-	-	-	-	4,1	-	-	4,1	4,1	-	-	4,1
1840	1,3	-	-	1,3	5,6	-	-	5,6	6,9	-	-	6,9
1865	7,2	-	-	7,2	13,0	-	-	13,0	20,2	-	-	20,2
1875	10,6	-	-	10,6	20,4	-	-	20,4	30,9	-	...	31,0
1885	24,4	-	...	24,4	23,2	-	-	23,2	47,6	-	...	47,6
1895	40,6	-	...	40,6	37,5	-	1,5	39,0	78,1	-	1,5	79,6
1905	41,1	4,0	30,0	75,1	83,3	-	5,0	88,3	124,4	4,0	35,0	163,4
1913	135,4	10,3 ⁺⁺⁺	110,4 ⁺⁺⁺	255,9	129,1	-	22,6 ⁺⁺⁺	151,7	264,3	10,3	133,0	407,6
1930	118,6	43,8	80,0	242,4	163,0	76,6	13,3	252,9	281,6	120,4	93,3	495,3

* Stone (1977), Bouças (1955) e Abreu (1974). A escolha algo arbitrária dos anos de referência decorre das limitações dos dados sobre investimento aberto.

** Lewis (1938) e Abreu (1974). A estimativa para 1905 é uma interpolação com base nas estimativas de Bacon e Speare *in* Lewis (1938).

*** Lenin (1968): pré-1875. Para o período pre-1900 não existem números confiáveis. Os números de Castro (1980) referem-se à autorização para funcionamento e conduzem em geral a superestimativas do estoque de capital. Dificilmente estes capitais seriam muito substanciais antes de 1900. Para 1902 dispõe-se de estimativa referente ao capital francês que não parece absurda, ao contrário das estimativas referentes a capitais alemães, Nações Unidas (1965). Para 1905 a indicação de £30 milhões é quase que uma adivinhação baseada nestes números precários. Ver Abreu (1974) para fontes relativas a estimativas para 1913.

+ Bouças (1955).

++ Finanças do Brasil, vol. III, Bouças (1942) e Bouças (1945).

+++ 1914.

Até meados da década de 1880 o endividamento público externo brasileiro realizou-se exclusivamente por intermédio do governo central (ver tabela 1.2). A partir do período final do Império ganham importância os empréstimos estaduais e municipais que em 1895 correspondem a cerca de 8% da dívida pública externa total, em 1905 a 21%, em 1913 a 32%. Em 1930 uma parcela importante do saldo em circulação – mais de 13% – corresponde aos chamados empréstimos do café, de responsabilidade dos órgãos encarregados da valorização cafeeira; os empréstimos de estados e municípios correspondem a 30% e os federais a 57% do saldo em circulação.

A participação dos empréstimos de estados e municípios é especialmente importante no caso dos empréstimos norte-americanos durante a década de 1920; no caso dos empréstimos britânicos esta participação oscilou entre 16 e 30%. Os primeiros empréstimos europeus – basicamente franceses – foram contraídos por estados e municípios, só após 1905 foram contraídos os primeiros empréstimos federais não britânicos: assim, a participação de empréstimos de estados e municípios na dívida total relativa a empréstimos europeus caiu de 100% em 1905 a 17% em 1930.

Já quanto aos empréstimos do café, como se sabe, em vista da legislação restritiva existente nos EUA o grosso do financiamento da valorização foi realizado através de emissões britânicas: em 1930 mais de 76% do total em circulação referente à valorização do café correspondia a empréstimos britânicos¹.

¹ No apêndice A podem ser encontradas tabelas que discriminam todos os empréstimos públicos brasileiros até 1931.

Tabela 1.2

Brasil: Dívida pública externa, saldo em circulação em 31.12, 1825-1930, em £10⁶

Ano	Federal				Estadual e Municipal				Café				Total			
	Britânico	Americano	Outros	Total	Britânico	Americano	Outros	Total	Britânico	Americano	Outros	Total	Britânico	Americano	Outros	Total
1825	4,1	-	-	4,1	-	-	-	-	-	-	-	-	4,1	-	-	4,1
1840	5,6	-	-	5,6	-	-	-	-	-	-	-	-	5,6	-	-	5,6
1865	13,0	-	-	13,0	-	-	-	-	-	-	-	-	13,0	-	-	13,0
1875	20,4	-	-	20,4	-	-	-	-	-	-	-	-	20,4	-	-	20,4
1885	23,2	-	-	23,2	-	-	-	-	-	-	-	-	23,2	-	-	23,2
1895	35,7	-	-	35,7	1,8	-	1,5	3,3	-	-	-	-	37,5	-	1,5	39,0
1905	70,0	-	-	70,0	13,3	-	5,0	18,3	-	-	-	-	83,3	-	5,0	88,3
1913	90,6	-	12,9	103,5	38,5	-	9,7	48,2	-	-	-	-	129,1	-	22,6	151,7
1930	101,7	30,1	10,2	142,0	35,5	39,3	2,2	77,0	25,8	7,2	0,9	33,9	163,0	76,6	13,3	259,9

Fonte: Bouças (1955) e Tabela 1.1. À exceção de 1895 as diferenças entre os dados implícitos em Stone (1977) e Bouças (1955) não são significativas. Em 1895, entretanto, não há qualquer justificativa para o dado implícito em Stone (1977) quanto a empréstimos estaduais e municipais. Os totais foram consequentemente corrigidos de acordo com Bouças (1942) e (1945).

2. Dívida pública externa: entradas efetivas e serviço

Entre as mais notáveis omissões dos livros clássicos sobre a dívida externa brasileira, já mencionados na introdução, deve ser mencionada a ausência de qualquer informação sistemática sobre os fluxos financeiros relevantes, exceto entradas efetivas de recursos. Informações sistemáticas sobre juros e amortizações pagas são praticamente inexistentes.

À falta de fontes mais sólidas optou-se por aceitar, ao menos temporariamente, as informações apresentadas em publicações do IBGE no final da década de 1950 que, somadas a informações oriundas do Banco Central do Brasil, são apresentadas na tabela 2.1. Note-se que as informações se referem exclusivamente à dívida “velha” brasileira, isto é, empréstimos públicos contraídos até 1931. Verificações preliminares para o início do período indicam discrepâncias entre o serviço pago e os pagamentos de juros, de acordo com as cláusulas contratuais, e de amortizações, de acordo com Bouças (1955).

Estas informações preliminares permitem, entretanto, em conjunto com os dados sobre estatísticas de comércio exterior, gerar estimativas grosseiras referentes ao balanço de pagamentos brasileiro (ver tabela 2.2.). Para isto são necessários alguns ajustes: as estatísticas de comércio exterior devem ser anualizadas no período 1833-87 (em vista de corresponderem ao ano fiscal que se iniciava em 19 de julho), devem ser convertidas em libras correntes para todo o período e os dados referentes à importação devem referir-se a valores FOB². Apesar de ser notório o comportamento sazonal de exportações e importações optou-se, à falta de informações adequadas, pela distribuição com peso igual para cada semestre, gerando-se novas séries anuais compatíveis com as estatísticas financeiras. As estatísticas de comércio exterior em libras ouro foram convertidas em libras papel utilizando-se London and Cambridge Economic Service (s.d.) e Morgan (1952). As importações FOB poderiam ser obtidas com base em estimativas do diferencial CIF-FOB oriundas de Woodruff (1966), p. 256, IBGE (1960), p. 93, e Gonçalves (1982), pp. 49-50. Entretanto, é notório que a capacidade de transporte de frota mercante brasileira pode ser considerada desprezível neste período. Assim sendo, o uso de dados CIF para a importação não exige ajustes baseados muitas vezes em informações incompletas e reflete um saldo do “balanço comercial” que inclui fretes e seguros pagos pelo Brasil. O resíduo, apelidado “investimento direto menos exportações de capital” corresponde a entradas e saídas de capital privado, a pagamentos à conta de dividendos, a remessas de imigrantes e outros itens menos importantes do balanço de pagamentos.

² O autor tem consciência da fragilidade das séries IBGE de comércio exterior entre outras razões pelas indicadas por Corrêa do Lago (1982). A inexistência de uma série corrigida suficientemente longa obriga à utilização das séries IBGE até que se disponha de uma série longa corrigida

Tabela 2.1
Dívida Pública Externa Brasileira; Entrada de Recursos e Serviço, 1824-1987, em milhões de libras*

Ano	Entradas Efetivas	Juros Pagos	Amortizações Pagas	Serviço	Anos	Entradas Efetivas	Juros Pagos	Amortizações Pagas	Serviço
1824	1.000	67	7	74	1906	9.161	4.148	658	4.806
1825	3.400	372	33	405	1907	5.366	4.690	2.060	6.750
1826	-	252	35	287	1908	21.263	8.235	3.397	11.632
1827	-	251	37	288	1909	3.801	6.851	2.214	9.065
1828	-	249	39	288	1910	15.505	6.415	3.625	10.040
1829	415	285	41	326	1911	8.697	6.899	5.976	12.866
1830	-	283	54	337	1912	3.669	6.882	4.858	11.740
1831	-	280	57	337	1913	19.132	7.529	6.913	14.442
1832	-	278	60	338	1914	18.702	7.449	1.948	9.397
1833	-	275	63	338	1915	3.530	4.945	2.617	7.562
1834	-	271	66	337	1916	1.058	5.380	1.435	6.815
1835	-	268	69	337	1917	-	6.442	3.078	9.520
1836	-	265	73	338	1918	346	346	8.190	13.403
1837	-	261	76	337	1919	1.844	7.578	3.275	10.853
1838	-	257	80	337	1920	-	7.890	2.088	9.978
1839	300	274	84	358	1921	18.294	7.360	1.303	8.663
1840	-	270	98	366	1922	16.234	8.017	1.707	9.724
1841	-	265	101	366	1923	-	8.986	1.935	10.924
1842	-	260	106	366	1924	-	8.411	1.759	10.170
1843	623	291	112	403	1925	2.999	8.284	1.783	10.067
1844	-	285	139	424	1926	25.789	9.491	1.774	11.265
1845	-	278	146	424	1927	23.973	10.295	2.890	13.185
1846	-	271	154	425	1928	23.507	12.264	4.510	16.774
1847	-	263	161	424	1929	2.501	13.082	5.560	18.642
1848	-	255	169	424	1930	18.000	13.359	5.132	19.491
1849	-	247	178	425	1931	18.359	11.908	8.548	20.456
1850	-	238	187	425	1932	-	5.244	7.536	12.780
1851	-	229	196	425	1933	-	3.111	1.993	5.104
1852	989	267	1.197	1.464	1934	-	4.519	2.399	6.918
1853	-	206	205	411	1935	-	5.849	1.760	7.609
1854	-	196	215	411	1936	-	5.918	1.807	7.725
1855	-	185	226	441	1937	-	6.498	1.845	8.343
1856	-	174	256	430	1938	-	-	-	8.343
1857	-	162	249	411	1939	-	-	-	-
1858	1.458	218	261	479	1940	-	2.537	519	3.056
1859	508	231	311	542	1941	-	3.039	844	3.533
1860	1.098	271	283	554	1942	-	3.014	882	3.896
1861	-	257	323	580	1943	-	2.993	807	3.800
1862	-	251	339	590	1944	-	7.000	11.347	18.347
1863	3.393	400	1.016	415	1945	-	4.750	5.833	10.583

Tabela 2.1 (continuação)
 Dívida Pública Externa Brasileira; Entrada de Recursos e Serviço, 1824-1987, em milhões de libras*

Ano	Entradas Efetivas	Juros Pagos	Amortizações Pagas	Serviço	Anos	Entradas Efetivas	Juros Pagos	Amortizações Pagas	Serviço
1864	-	348	217	565	1946	-	4.540	4.477	9.017
1865	5.153	686	227	913	1947	-	4.464	3.763	8.227
1866	-	676	365	1.041	1948	-	4.297	3.793	8.090
1867	-	658	382	1.040	1949	-	3.767	24.702	28.469
1868	-	641	400	1.041	1950	-	3.794	27.776	31.570
1869	-	622	416	1.038	1951	-	2.980	6.191	9.171
1870	-	603	438	1.041	1952	-	2.698	6.472	9.170
1871	3.079	755	459	1.214	1953	-	2.466	6.722	9.168
1872	-	734	603	1.227	1954	-	2.248	6.915	9.163
1873	-	715	632	1.347	1955	-	1.934	7.209	9.143
1874	-	685	667	1.352	1956	-	1.681	6.813	8.494
1875	5.116	909	694	1.603	1957	-	1.458	6.768	8.226
1876	-	876	997	1.873	1958	-	1.221	7.419	8.640
1877	-	832	1.045	1.877	1959	-	983	7.133	7.116
1878	-	777	1.106	1.883	1960	-	783	5.409	6.192
1879	-	724	1.146	1.860	1961	-	643	5.929	6.572
1880	-	669	1.214	1.983	1962	-	498	3.203	3.701
1881	-	611	1.262	1.873	1963	-	429	1.893	2.322
1882	-	550	1.323	1.873	1964	-	394	1.756	2.150
1883	4.000	693	1.282	1.975	1965	-	357	1.571	1.928
1884	-	630	1.337	1.967	1966	-	287	1.434	1.721
1885	-	565	1.401	1.966	1967	-	255	1.277	1.532
1886	6.109	818	1.467	2.285	1968	-	251	3.096	3.347
1887	-	747	1.600	2.347	1969	-	209	795	1.004
1888	6.728	811	1.677	2.488	1970	-	167	667	834
1889	19.837	911	8.028	8.939	1971	-	154	423	577
1890	-	1.305	208	1.513	1972	-	120	680	800
1891	-	1.294	318	1.612	1973	-	122	735	857
1892	-	1.279	399	1.678	1974	-	128	427	555
1893	3.307	1.448	403	1.851	1975	-	90	946	1.036
1894	-	1.430	558	1.988	1976	-	110	1.050	1.160
1895	6.325	1.405	554	1.959	1977	-	57	400	457
1896	1.000	1.902	615	2.517	1978	-	52	-	52
1897	1.960	1.874	1.742	3.616	1979	-	48	96	144
1898	8.614	1.053	1.574	2.627	1980	-	43	129	172
1899	-	359	1.196	1.555	1981	-	43	430	473
1900	-	444	707	1.151	1982	-	50	400	450
1901	17.620	1.297	217	1.514	1983	-	62	320	382
1902	-	2.331	227	2.558	1984	-	-	320	382
1903	7.860	2.829	420	3.249	1985	-	-	320	320
1904	1.735	2.967	465	3.432	1986	-	-	320	320
1905	5.854	3.168	657	3.825	1987	-	-	160	160

*Entradas, pagamentos de juros e de amortizações: 1824-1959, IBGE (1961), pp. 145-6; 1959-87, Banco Central do Brasil (várias datas). Há evidência que de certas amortizações tanto referentes a resgate contratual quanto por compra foram realizadas a valores diferentes do par. Assim sendo, o desembolso efetivo com o pagamento de amortizações é algo inferior ao valor nominal dos títulos resgatados. Não é possível, entretanto, que esta divergência afete substantivamente qualquer das conclusões deste artigo.

Os dados existentes sugerem o caráter marcadamente cíclico da entrada de capitais “públicos” no Brasil, assunto que será objeto de discussão na seção 3 adiante. A vulnerabilidade ao ciclo na economia internacional afeta também, é claro, o comércio exterior brasileiro de forma marcada. Embora o hiato de recursos no início do império seja positivo, isto é, corresponda a uma entrada líquida de recursos, entre 1830 e 1885 apenas em 3 quinquênios (1856-60, 1861-65 e 1871-75) esta situação se repete; nos outros subperíodos o hiato é negativo, isto é, há uma saída líquida de recursos. O Brasil foge assim ao paradigma do “ciclo de endividamento” segundo o qual haveria um período inicial nos países sub desenvolvidos em que a dívida externa cresceria através da acumulação de períodos caracterizados por hiatos (positivos) de recursos; num segundo período, os hiatos passariam a ser negativos, mas não suficientes para contrabalançar integralmente os pagamentos de juros; finalmente, no terceiro período, os hiatos negativos seriam suficientes para compensar os juros e conseqüentemente reduzir a dívida em circulação³. Só a partir da segunda metade dos anos 80 a economia brasileira alinha-se ao caso “clássico”, apresentando hiatos positivos até o início da 1ª Guerra Mundial; depois a situação reverte-se, só voltando a ocorrer hiato positivo na segunda metade dos anos 20. Na seção 5, a dinâmica no processo de endividamento brasileiro será objeto de análise adicional.

A “velha” dívida pública brasileira foi acumulada através do lançamento de *bonds* via *merchant bankers* operando nas principais praças financeiras internacionais. Estes títulos rendiam taxas de juros nominais fixas sendo detidos basicamente por pessoas físicas ou por *trust funds*. As variações da taxa de juros no mercado internacional não tinham, portanto, qualquer impacto sobre o montante de juros a ser pago pelos devedores. A operação deste sistema era possível num mundo em que a taxa de juros nominal oscilava dentro de intervalo bastante limitado: entre 1824 e 1914 a taxa de rentabilidade de *consols* em Londres oscilou entre 2,5% e 3,8% ao ano; entre 1914 e 1930 alcançou um valor máximo de 4,6%.

Hoje o Brasil deve fundamentalmente a bancos comerciais que devem remunerar seus depósitos de curto prazo de acordo com uma taxa de juros razoavelmente em linha com as aplicações alternativas. A forma de acomodação da maturidade "diferenciada de depósitos e aplicações é através da variação semestral da taxa de juros, o que torna os países devedores vulneráveis à elevação da taxa de juros (LIBOR ou prime) nos mercados internacionais.

³ Ver Simonsen (1983) e Simonsen (1984).

Tabela 2.2

Brasil: Balanço de Pagamentos, 1824-1931, em milhares de libras⁴

Período	D_0 Dívida no início do período	X Exportação PCB	M Importação CIF	BC Saldo do “balanço comercial”	J Pagamento de juros da dívida pública	OC “Saldo em conta corrente”	Resíduo “Investimento direto menos exportações de capital”	ΔD Aumento da dívida	$G = \Delta D - J$ Hiato de recursos	$D_1 = D_0 + \Delta D$ Dívida no fim do período
1824-25	0	4.236	4.885	-649	220	-869	-1.654	2.523	2.303	5.046
1826-30	5.046	3.584	3.895	-311	264	-575	442	133	-131	5.610
1831-35	5.610	5.132	5.193	-61	274	-335	398	-63	-337	5.295
1836-40	5.295	5.247	6.411	-1.164	265	-1.429	1.429	-	-265	5.296
1841-45	5.296	4.941	6.195	-1.254	276	-1.530	1.555	+25	-301	5.423
1846-50	5.423	6.269	6.181	88	254	-166	366	-170	-454	4.574
1851-55	4.574	9.108	10.162	-1.054	212	-1.371	1.571	-200	-517	3.576
1856-60	3.576	11.805	13.228	-1.423	211	-1.634	1.225	409	198	5.623
1861-65	5.623	14.332	13.086	1.246	388	858	-2.597	1.739	1.351	14.320
1866-70	14.320	15.764	13.449	2.315	640	1.675	-1.275	-400	-1.040	12.318
1871-75	12.318	20.521	16.777	3.744	760	2.984	-4.125	1.141	381	18.023
1876-80	18.023	19.993	16.469	3.524	756	2.768	-1.666	-1.102	-1.858	12.516
1881-85	12.516	18.739	16.578	2.161	511	1.550	-1.149	-401	-912	10.510
1886-90	10.510	23.281	20.242	3.039	918	1.121	-6.198	4.077	3.159	30.897
1891-95	30.897	30.615	26.888	3.727	1.371	2.356	-4.140	1.784	413	39.817
1896-1900	39.817	27.589	23.676	3.913	1.126	2.787	-3.943	1.156	30	45.597
1901-05	45.597	39.611	24.922	14.689	2.498	12.191	-18.880	6.689	4.191	79.043
1906-10	79.043	55.641	38.847	16.794	6.068	10.726	-20.773	10.047	3.979	129.279
1911-15	129.279	61.539	49.794	11.745	6.741	5.004	-11.732	6.728	-13	162.919
1916-20	162.919	84.658	67.525	17.133	7.096	10.037	-7.724	-2.313	-9.409	151.354
1921-25	151.354	82.602	65.098	17.504	8.212	9.292	-15.821	6.529	-1.683	184.001
1926-30	184.001	88.189	78.090	10.099	11.696	-1.599	-15.035	16.634	4.936	267.173
1931	267.173	53.160	30.855	22.305	11.908	10.397	-20.209	9.812	-2.096	276.985

A estas taxas de juros variáveis hoje vigentes devem ser somados *spreads* diferenciados refletindo condições diferencia das de risco. Note-se *en passant* que este método de levar em conta diferentes avaliações de risco é extraordinariamente rudimentar: enquanto seria razoável supor que o aumento de taxa de juros no mercado aumente o risco de default, a prática de somar-se o *spread* à taxa de juros implica em que o aumento da taxa de juros faça com que diminua relativamente o prêmio de *default*. Se a taxa de juros internacional caísse, por um passe de mágica, a níveis da ordem de 6% as provisões de risco passariam a representar mais de um terço dos pagamentos de juros. Certamente uma provisão relativa a *default* estabelecida como uma proporção crescente da *taxa* de juros faria

⁴ Valores médios referentes aos períodos.

com que o deságio equivalente variasse em linha com o risco de default e não inversamente como ocorre hoje. No caso de *bonds*, distintas avaliações de risco refletiam-se em maiores ou menores deságios no lançamento dos empréstimos que implicavam em substancial elevação das taxas reais de juros pagas pelos devedores.

Como pode ser visto nas tabelas incluídas no anexo A, embora em alguns casos o deságio no lançamento de empréstimos brasileiros no período pré-1930 tenha alcançado valores da ordem de 50%, de modo geral este deságio limitou-se a, no máximo, 20% do valor nominal do empréstimo. De fato, a despeito de afirmações em contrário⁵, os custos adicionais relativos a diferenças de avaliação de risco no século XIX e no passado recente não são muito distintos: para um modesto *spread* de 2% e taxa de juros de 6% – condições que prevaleceram em 1976-77 – o deságio equivalente sobre o valor nominal do empréstimo é da ordem de 15%, significativamente superior ao deságio aplicado à maioria dos empréstimos tomados pelo Brasil no século XIX.

3. Ciclo na economia internacional e entradas de capital no Brasil

A entrada de capitais no Brasil depende obviamente da ação combinada de fatores associados ao nível interno de atividade econômica e à oferta de capitais nos mercados financeiros dos países centrais.

Limitações relativas à disponibilidade de informações estatísticas confiáveis dificultam a análise, mesmo que superficial, deste tema. De um lado, não existem informações fidedignas sobre fluxos de capital exceto no caso da Grã-Bretanha⁶; de outro, há limitações, mesmo no caso da Grã-Bretanha, quanto à evolução no tempo das entradas de investimentos diretos. A tabela 3.1 resume as informações existentes sobre a exportação agregada de capitais britânicos, bem como sobre a entrada de capitais relativos à dívida pública externa brasileira denominada em libras esterlinas. Infelizmente não existem informações sobre investimentos diretos que permitam completar a tabela 3.1; deste modo, na tabela 3.2, apresenta-se a entrada global de capitais britânicos no Brasil, incluindo capitais de empréstimo e de risco, para períodos definidos de acordo com a disponibilidade de dados.

Grosso modo, a entrada de recursos no Brasil acompanha a tendência da exportação total de capitais por parte da Grã-Bretanha, isto é, em geral a redução ou o crescimento da entrada média de recursos acompanha a contração ou expansão das exportações britânicas de capital. A proporção das exportações britânicas de capital que se dirige ao Brasil é, entretanto, bastante variável. A

⁵ Sachs (1982), p. 14, por exemplo, menciona “os *spreads* notavelmente reduzidos dos anos 70”.

⁶ Os outros países relevantes seriam França e Alemanha pois só no século XX os fluxos relativos capitais norte-americanos passam a ser significativos. As séries relativas à exportação total de capitais franceses e alemães elaboradas por H. White e F. Hilgert, ver Bloomfield (1968), pp. 42-45, são bastante frágeis; não existem, entretanto, dados sobre exportação de capitais franceses e alemães para o Brasil ano a ano.

participação brasileira é especialmente relevante: no período 1821-25, em função dos empréstimos de independência de 1824/25; na primeira metade da década de 1860, que corresponde a um dos períodos de mais intenso crescimento das exportações brasileiras no século; e no período 1886-1913, inicialmente em vista do *boom* da segunda metade dos anos 80 e da reconversão da dívida pública federal, depois por causa do refinanciamento da dívida externa em 1898-1901 e do resgate das garantias ferroviárias, e, finalmente, em vista do *boom* que caracteriza as atividades econômicas, especialmente após 1908. A importância das entradas totais de capital no Brasil pós-1914 pode estar algo subestimada em vista da estimativa da tabela 3.2 depender crucialmente da redução do investimento direto ocorrida no período. Os diagramas 3.1 e 3.2 apresentam as mesmas informações contidas nas tabelas 3.1 e 3.2.

Tabela 3.1

Exportações Britânicas de Capital, 1821-1930 (médias quinquenais em milhões de libras)

Período	(1)	(2)	(2)/(1)
	Total*	Para o Brasil Dívida Pública	(%)
1821-25	10,3	1,0	9,7
1826-30	2,6	0,1	3,8
1831-35	6,4	-0,1	-1,6
1836-40	2,6	-	0
1841-45	5,9	-	0
1846-50	4,7	-0,2	-4,3
1851-55	8,0	-0,2	-2,5
1856-60	26,2	0,5	1,9
1861-65	22,0	1,7	7,7
1866-70	40,5	-0,4	-1,0
1871-75	74,6	1,1	1,5
1876-80	24,9	-1,1	-4,4
1881-85	61 ,6	-0,4	-0,6
1886-90	87,6	3,9	4,5
1891-95	52,0	1,7	3,3
1896-1900	40,3	0,7	1,7
1901-05	49,0	6,3	12,9
1906-10	145,8	4,6	3,2
1911-15	144,1	4,8	3,3
1916-20	20,8	-4,6	-22,1
1921-25	115-8	-1,1	-1,0
1926-30	62,4	4,7	7,5

* Imlah (1958): 1821-1913; Morgan (1952): 1914-1920; London and Cambridge Economic Service (s.d.): 1921-1925; Mitchell e Deane (1971): 1926-30.

Diagrama 3.1

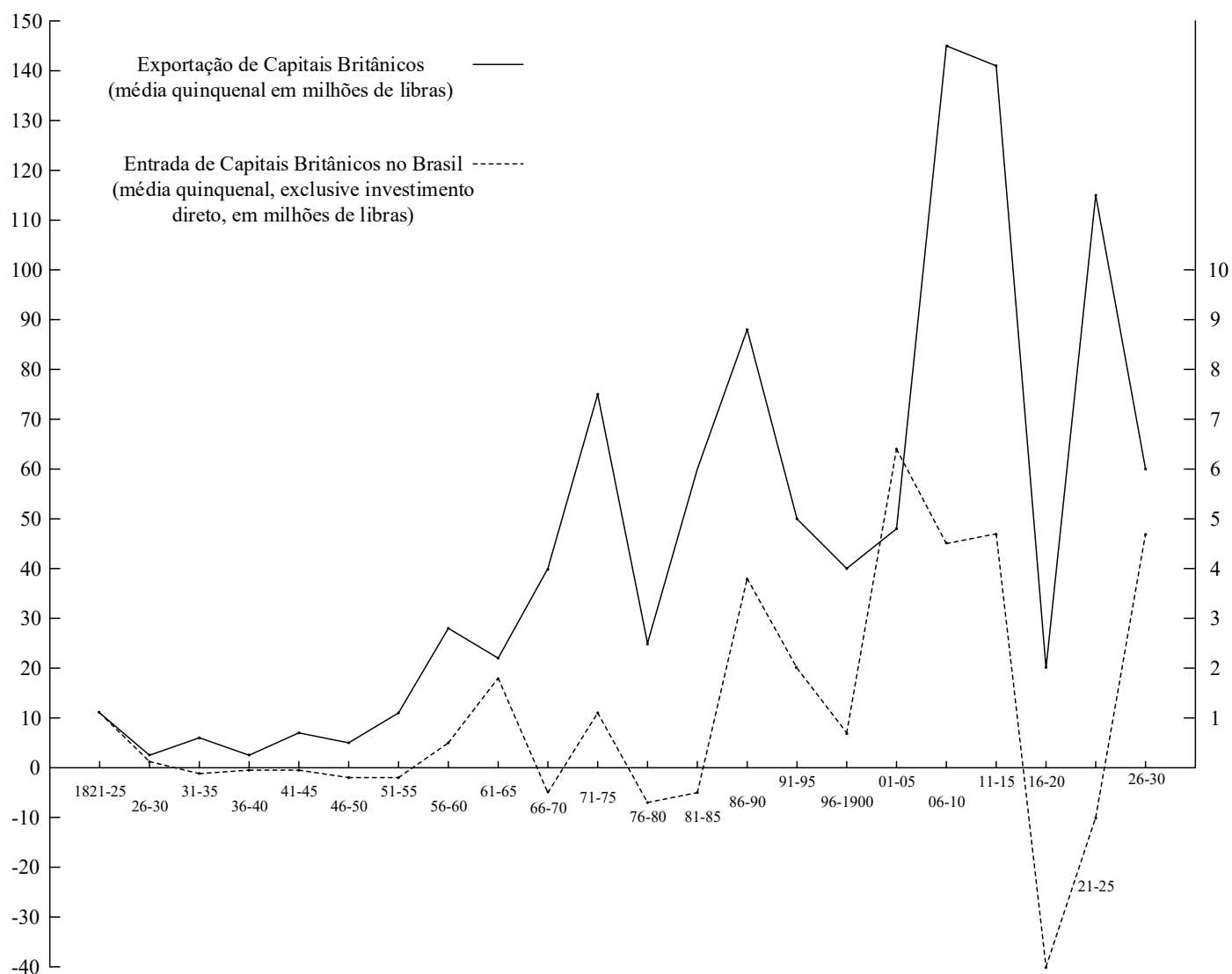


Diagrama 3.2

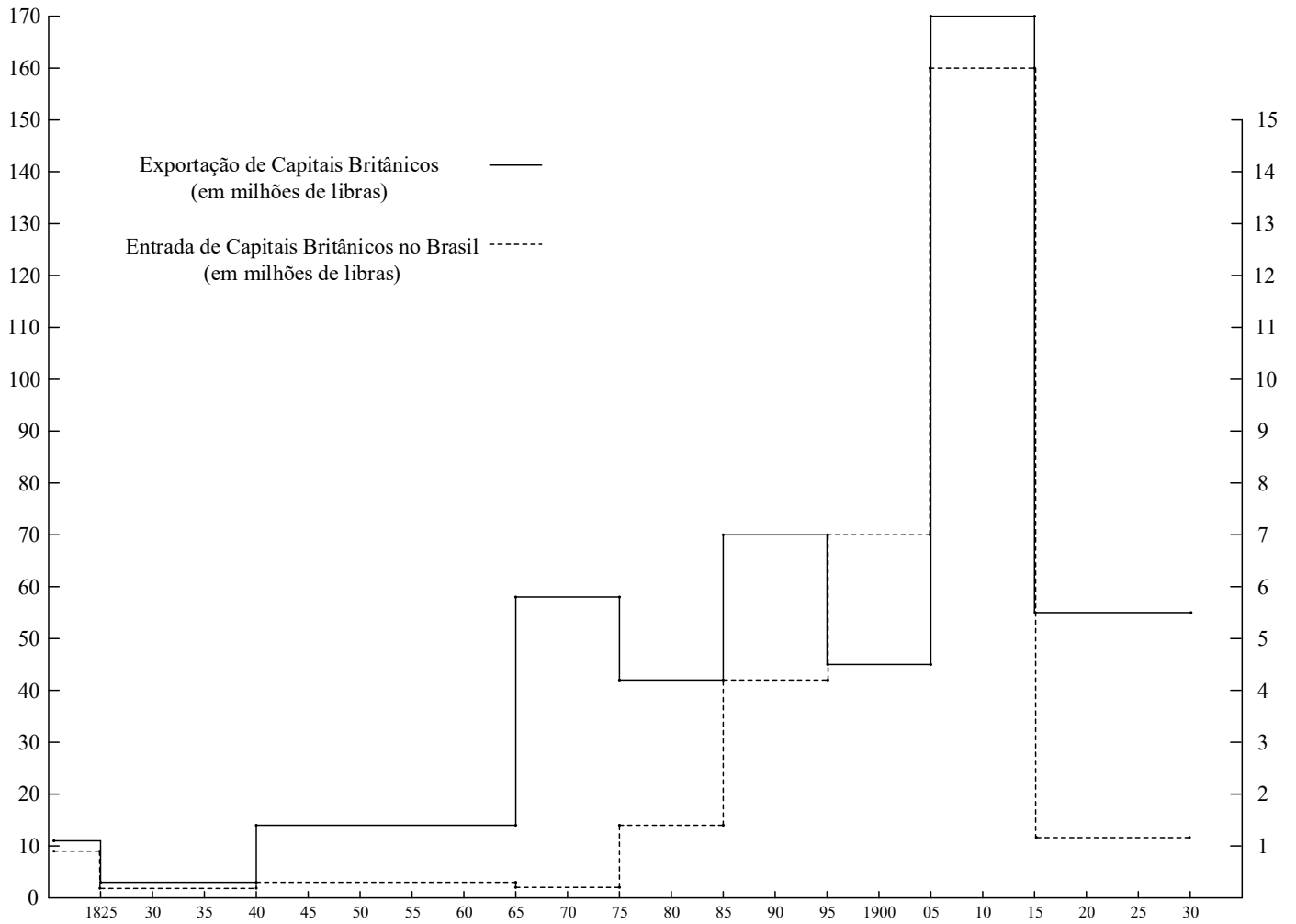


Tabela 3.2

Exportações Britânicas de Capital, 1821-1930 (médias quinquenais em milhões de libras)

Período	(1) Total*	(2) Brasil Dívida Pública	(3) Brasil Investimento Direto**	(4) Brasil Total	(2)/(1) (%)	(3)/(1) (%)	(4)/(1) (%)
1821-25*	10,3	1,0	-	7,0	9,7	-	9,7
1826-40	3,9	-	0,1	0,1	-	2,6	2,6
1841-65	13,4	0,4	0,2	0,6	3,0	1,5	4,5
1866-75	57,6	0,4	0,3	0,7	0,7	0,5	1,2
1876-85	43,2	-0,7	1,4	0,7	-1,6	3,2	1,6
1886-95	69,8	2,8	1,6	4,4	4,0	2,3	6,3
1896-1905	44,7	3,5	3,5	7,0	7,8	7,8	16,6
1906-13	168,4	4,3	11,8	16,1	2,6	7,0	9,6
1914-30	64,5	2,1	-1,0	1,1	3,3	-1,6	1,7

* Médias referentes aos períodos assinalados.

** Entradas.

4. A dinâmica da dívida brasileira, 1824-1931

Em uma série de artigos Simonsen (1983) e (1984) tem estudado a dinâmica do processo de endividamento de países como Brasil no passado recente. O mesmo tipo de análise pode ser utilizado para examinar a dívida “velha” do Brasil produzindo resultados de interesse.

Simonsen refere-se ao ciclo clássico de endividamento, já mencionado na seção 2 acima, e examina as condições para que a relação dívida-exportações seja estabilizada.

$$\text{De: } \dot{D} = iD + G \quad (1)$$

onde \dot{D} = acréscimo no montante da dívida

i = taxa de juros

G = hiato de recursos

D = estoque da dívida

É possível obter:

$$\dot{z} = (i - x)z - h \quad (2)$$

onde $z = D/X$

X = valor das exportações

x = taxa de crescimento das exportações

$h = -G/X$

\dot{z} = taxa de variação de z .

Se $x > i$ é possível ter simultaneamente um hiato (positivo) de recursos permanente e uma relação dívida-exportações sob controle. Se $x < i$ o hiato (positivo) não pode ser permanente ou a

relação dívida-exportações crescerá indefinidamente. Neste caso, obviamente, a condição para $\dot{z} < 0$ é que $h > (i - x)z$.

Tratou-se até aqui de condições que limitam o crescimento de z . Mas a terceira fase do processo de endividamento – ver seção 2 – só ocorrerá se reduzir-se o montante da dívida em circulação.

Pode ser mostrado que (1) é equivalente a:

$$\frac{\dot{D}}{D} = i - \frac{h}{z} \quad (3)$$

Daí decorre que a terceira fase do endividamento só será atingida se $i - \frac{h}{z} < 0$, ou seja, $h > zi$.

Como aplicar estas noções paradigmáticas – no sentido que foram geradas a partir de um período de endividamento “bem comportado” entre 1971 e 1982 (fase I) seguido de crise de 1982 (inauguração da fase II) – à dívida brasileira 1824-1931?

A tabela 4.1 resume as informações estatísticas de interesse. Nota-se, antes de mais nada, que, a taxa de crescimento das exportações manteve-se abaixo da taxa de juros durante praticamente todo o período, só se revertendo a situação nos três últimos quinquênios anteriores a 1931. Assim a condição mais branda de solvência não se aplica por boa parte do período. O que ocorreu então? Como já referido na seção 2, a um período inicial de absorção de recursos seguiu-se um longo período de exportação líquida de recursos interrompido apenas excepcionalmente em 1856-65, 1871-75, 1886-95, 1901-1910 e 1926-30.

Quando aplicar-se-ia então a condição mais estrita de solvência, quando $x < i$, qual seja $h > (i - x)z$? Em quase todos os períodos, à exceção de quinquênios particulares como 1826-30, 1851-55, 1896-1900, 1911-1915, 1926-30 ou 1931. Ou seja, a acomodação da economia brasileira ao “superendividamento” inicial ocorreu em geral através da geração de hiatos negativos que efetivamente reduziram a relação dívida-exportações, embora não tenham sido via de regra suficientes para compensar os pagamentos de juros e reduzir o montante da dívida em circulação.

O teste estrito de solvência $h > zi$ aplica-se aos períodos nos quais reduziu-se a dívida em circulação: não tão poucos quanto suporia um observador em busca de um caso “clássico” para o Brasil: 1831-35, 1836-40, 1846-50, 1851-55, 1866-70, 1876-80, 1881-85 e 1916-20.

De fato, ao examinar-se a dinâmica do endividamento brasileiro entre 1824 e 1931 verifica-se um grande afastamento em relação ao modelo das três fases da literatura clássica – implícito em Simonsen (1984) mas também, por exemplo, em Chenery e Strout (1966) – definido, presume-se, com base na experiência norte-americana, pelo menos a partir de determinado momento no século XIX. A evolução da dívida externa brasileira tende a desmentir o paradigma clássico: o valor da dívida em circulação apresenta comportamento cíclico, sublinhando a importância das condições de oferta no mercado financeiro. Não cabe apenas examinar a capacidade brasileira de absorver

empréstimos, mas, também, a instabilidade de ofertar empréstimos por parte das economias centrais. Como o diagrama 4.1 – resumindo dados da tabela 2.1 – deixa claro o processo de endividamento brasileiro é cíclico: a retração do montante em circulação deve-se, não a qualquer comedimento dos gestores da política econômica, mas, tal como ocorreu recentemente, a choques de oferta. Assim, a despeito da utilidade do instrumental analítico nele baseado, o ciclo “clássico” de endividamento deve ser relegado à categoria das estilizações úteis, não podendo ter como objetivo modelar a história. Ou será surpresa para muitos hoje se o Brasil em plena fase II voltar à fase I se assim aprover aos nossos banqueiros?

Tabela 4.1
Brasil: Taxas de crescimento de variáveis que determinam a dívida*

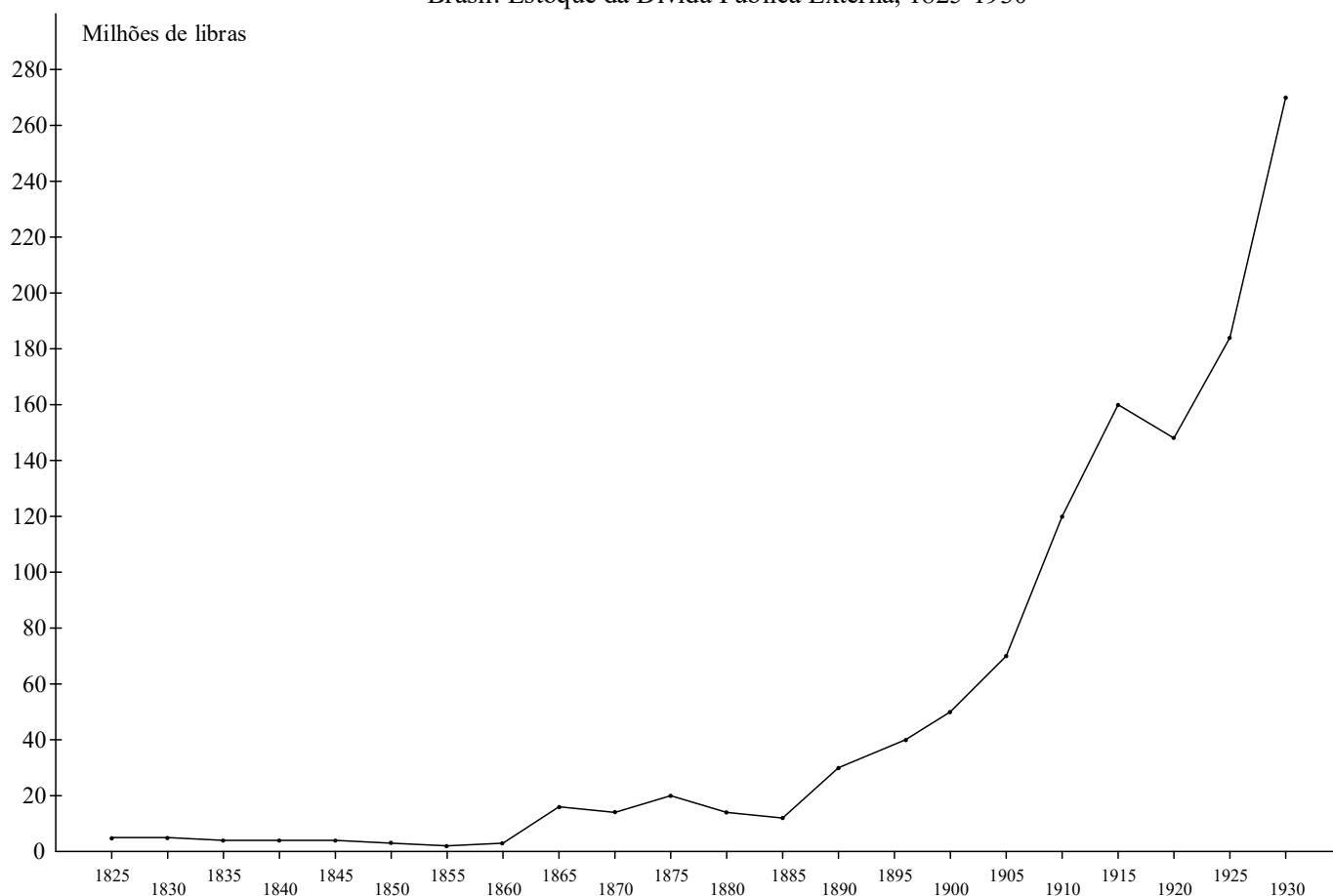
Período	Taxa de Crescimento das Exportações (x)	Taxa de Juros ($i = \frac{J}{D_0}$)	$i - x$	$h = -\frac{G}{X}$	$z = \frac{D}{X}$	$(i - x)z$	zi	x^{**}
1824-25	-	0,087	-	-0,54	1,19	-	0,10	-
1826-30	-0,033	0,05	0,083	0,03	1,61	0,134	0,08	-0,047
1831-35	0,019	0,05	0,031	0,07	1,05	0,033	0,05	0,074
1836-40	0,014	0,05	0,036	0,05	1,03	0,037	0,05	0,004
1841-45	0,008	0,05	0,042	0,06	1,07	0,045	0,05	-0,012
1846-50	0,016	0,05	0,034	0,07	0,71	0,024	0,04	0,049
1851-55	0,026	0,049	0,023	0,06	0,38	0,09	0,02	0,078
1856-60	0,03	0,046 (1861)	0,016	-0,02	0,46	0,07	0,02	0,053
1861-65	0,031	0,047 (1866)	0,016	-0,09	0,99	0,016	0,05	0,040
1866-70	0,03	0,047	0,017	0,07	0,77	0,013	0,04	0,019
1871-75	0,032	0,047	0,015	-0,02	0,87	0,013	0,04	0,054
1876-80	0,029	0,049	0,020	0,09	0,62	0,012	0,03	-0,015
1881-85	0,025	0,047	0,022	0,05	0,55	0,012	0,03	-0,013
1886-90	0,027	0,042	0,015	-0,14	1,32	0,02	0,06	0,044
1891-95	0,029	0,043	0,014	-0,01	1,30	0,018	0,06	0,056
1896-1900	0,025	0,045 (1903)	0,020	-	1,65	0,033	0,07	-0,021
1901-05	0,028	0,043	0,015	-0,11	1,99	0,030	0,09	0,075
1906-10	0,032	0,056	0,024	-0,07	2,32	0,056	0,13	0,070
1911-15	0,042	0,052 (1914)	0,010	-	2,64	0,026	0,14	0,020
1916-20	0,073	0,051	-0,022	0,11	1,79	-0,039	0,09	0,066
1921-25	0,067	0,045	-0,022	0,02	2,23	-0,049	0,10	-0,005
1926-30	0,07	0,053	-0,017	-0,06	3,02	-0,051	0,16	0,013
1931	0,021	0,045	0,024	0,04	5,20	0,125	0,23	-0,096

* Ver Tabela 2.2 para o significado dos símbolos.

** Taxa de crescimento anual das exportações médias do período em relação às exportações médias do período anterior.

Diagrama 4.1

Brasil: Estoque da Dívida Pública Externa, 1825-1930



5. A compra de títulos da dívida pública brasileira comparada a outras aplicações financeiras antes de 1930

O serviço da “velha” dívida pública externa brasileira, como se sabe – ver Abreu (1975) – não foi mantido de forma regular após 1931 em vista das dificuldades enfrentadas no que diz respeito ao balanço de pagamentos: queda do valor das exportações e interrupção das entradas de capital estrangeiro quer sob a forma de empréstimos, quer sob a forma de capital de risco. Em 1931, o serviço foi parcialmente suspenso não havendo, entretanto, perda financeira imediata para os credores. Em 1934, as taxas de juros contratuais foram reduzidas e os esquemas de amortização em geral atrasados. Em 1937, o serviço foi integralmente suspenso, sendo retomado em 1940 em bases ainda mais reduzidas do que em 1934. Finalmente, em 1944, negociou-se um acordo definitivo para pagamento da dívida pública externa através do qual reduziu-se substancialmente o serviço estabelecido contratualmente.

Estas sucessivas reduções do valor do serviço contratual, somada à constatação de que antes de 1930 por duas vezes a dívida brasileira foi reestruturada através de *funding loans* em 1898 e 1914 –

tem servido de base a generalizações indevidas sobre as consequências do comportamento das autoridades brasileiras, que teria acarretado consideráveis perdas aos credores. Tal argumentação, entretanto, só é correta se ativer-se à comparação do serviço pago efetivamente com o serviço estabelecido em contrato. Entretanto, quando se trata de avaliar as perdas dos investidores em títulos brasileiros, faz mais sentido do ponto de vista econômico comparar a taxa de retorno efetivamente alcançada pelos empréstimos brasileiros à taxa de retorno de aplicações alternativas “sem risco” – *consols*, por exemplo – pois a melhor remuneração *ex ante* dos empréstimos brasileiros era explicada essencialmente pelo maior risco associado a essas aplicações financeiras. Como já se mencionou na seção 2, enquanto modernamente as condições diferenciadas de risco refletem-se em “spreads” diferenciados, isto é, em adicionais de taxas de juros que são somados à taxa básica-LIBOR ou *prime* – reajustada semestralmente, antes de 1930 a compensação relativa a aplicações de alto risco dependia do deságio associado à colocação de empréstimos no mercado (ver as tabelas do anexo A para deságios no lançamento de empréstimos brasileiros).

Para avaliar as perdas dos credores brasileiros, tomados em conjunto, resultantes das sucessivas renegociações do serviço da dívida “velha” do Brasil, é suficiente comparar para o período 1824-1987⁷ o fluxo de pagamentos de juros e amortizações com o fluxo de recebimentos efetivos, isto é, já descontados os deságios relevantes, calculando-se a taxa de retorno (ver os dados na tabela 2.1). O cálculo com base em valores nominais resulta em uma taxa de retorno de 6,6% que deve ser comparada à taxa média de 3,4% ao ano correspondente à aplicação de recursos equivalentes em títulos sem risco da dívida pública britânica⁸.

Quais as implicações de tal resultado? As denúncias quanto ao mau comportamento brasileiro em relação à dívida externa acumulada antes da grande depressão devem ser no mínimo qualificadas: para os credores como um bloco as aplicações em títulos brasileiros foram um excelente negócio quando comparadas com as clássicas aplicações conservadoras alternativas. É óbvio, entretanto, que a taxa de retorno para o conjunto dos empréstimos, mascara importantes variações no desempenho de diferentes empréstimos e, especialmente, *ceteris paribus*, quanto mais próxima a data de lançamento do empréstimo da reestruturação da dívida a partir de 1930, tantos maiores serão as perdas – ou menores os ganhos associados ao empréstimo específico. Isto é uma maneira de dizer que até um certo momento antes de 1930 o “mercado” superestimou as perdas implícitas em emprestar dinheiro ao Brasil e depois disto subestimou estas perdas.

Idealmente para comparar a rentabilidade dos títulos brasileiros à de outros títulos dever-se-ia adotar uma metodologia similar à utilizada, por exemplo, por Edelstein (1982). A taxa de retorno é

⁷ Supõe-se que o Brasil honrará estes pagamentos até 1987. Entretanto, os pagamentos recentes são tão reduzidos que mesmo que a série relativa a serviço pago seja truncada a partir de 1982 o impacto sobre a taxa de retorno é desprezível.

⁸ O cálculo com base em valores deflacionados por índices de preços adequados não resulta em taxa de retorno substancialmente distinta.

definida como:

$$r_t = \frac{(P_t + D_t)/I_t}{P_{t-1}/I_{t-1}}$$

onde P_t = preço do título em t

D_t = juro ou dividendo pago em t

I_t = deflator em t .

A comparação das taxas de retorno anuais representa enormes vantagens sobre algumas das metodologias alternativas apresentadas na literatura sobre o assunto como por exemplo em Mintz (1951) onde a análise concentra-se sobre o fato de o serviço contratual estar ou não sendo honrado: a proporção de empréstimos em *default* em relação a empréstimos totais é a variável crucial.

O procedimento proposto por Edelstein, entretanto, além de extremamente laborioso, é exigente em termos da base de dados pois necessita não apenas de informações sobre pagamentos de juros, mas também cotações anuais dos títulos estudados.

À falta de uma base de dados adequada tratou-se aqui de calcular as taxas de retorno referentes a um número limitado de empréstimos: os empréstimos do governo central emitidos em libras esterlinas e dólares norte-americanos. As taxas de retorno calculadas são semelhantes à taxa global referida acima, ou seja, referem-se a toda vida dos empréstimos; isto é equivalente a supor que os títulos permaneceram nas mãos dos mesmos investidores. No caso dos títulos em circulação em 1931 considerou-se, à falta de informações detalhadas sobre o serviço pós-31, que o seu valor residual em 1931 fosse equivalente à multiplicação do total em circulação em 1930 pela menor cotação de 1931. Esta simplificação provavelmente implica em subestimação da taxa de retorno destes empréstimos em vista de considerável queda das cotações em 1931. Os resultados estão resumidos na tabela 5.1. e confirmam as expectativas sobre o comportamento das taxas de retorno.

Tabela 5.1

Taxas de retorno de títulos brasileiros e de aplicações equivalentes em *consols*

Empréstimo	Liquidação	Taxa de retorno no período	Taxa de retorno de consols no mesmo período
1824/25	1864	6,1	3,4
1825	1853	5,0	3,4
1829	1859	12,1	3,4
1839	1869	7,1	3,2
1843	1864	6,5	3,2
1852	1882	5,2	3,2
1858	1882	5,3	3,2
1859	1879	4,4	3,2
1860	1886	5,8	3,2
1863	1889	6,0	3,1
1865	1889	7,9	3,1
1871	1889	6,4	3,1
1875	1889	5,6	3,0
1883	1931	5,2	3,5
1886	1889	7,6	3,0
1888	1931	4,3	3,5
1889	1931	3,1	3,5
1895	1931	5,6	3,7
1898	1931	4,6	3,8
1901	1931	2,4	3,9
1903 (93)	1910	6,2	2,9
1903	1931	4,3	3,9
1907	1910	6,9	3,0
1908	1931	5,2	4,2
1910	1931	1,1	4,3
1911	1931	1,9	4,3
1911 VC	1931	1,2	4,3
1913	1931	1,2	4,4
1913 (10)	1931	3,7	4,4
1914	1931	2,1	4,5
1921 US\$	1931	-3,6	4,5
1922	1923	+17,7	4,5
1922 US\$	1931	-22,7	4,5
1926 US\$	1931	-26,6	4,5
1927	1931	-11,9	4,5
1927 US\$	1931	-38,0	4,5

Fontes: Rendimento de consols: 1824-1956, Mitchell e Deane (1971), p. 455.

6. Conclusões e linhas futuras de pesquisa

Que conclusões cabem nesta primeira investida sobre o problema de endividamento brasileiro no longo prazo pré-1930?

Pagou-se um preço bastante pesado pelo endividamento “precoce” no início da vida independente do Brasil. A passagem ao caso clássico do ciclo de endividamento no caso do Brasil é relativamente tardia: os hiatos negativos só se sucedem de forma realmente sistemática a partir de meados da década de 80. As características cíclicas do processo de endividamento brasileiro decorrem em grande medida das características cíclicas do nível de atividade na economia internacional e, em última instância, do mercado financeiro internacional.

As sucessivas renegociações da dívida pública externa brasileira durante o período de endividamento embora tenham reduzido as taxas de retorno dos títulos brasileiros quando comparadas às condições contratuais não chegaram, tomando, as aplicações brasileiras como um todo, a tornar as aplicações brasileiras em mau negócio. Longe disto, os investidores que compraram títulos brasileiros antes de 1914 fizeram de um modo geral excelentes negócios, obtendo taxas de retorno até 4 vezes superiores às taxas referentes a *consols*.

As considerações dos problemas de longo prazo do endividamento brasileiro, entretanto, mais do que conclusões, chama a atenção para as clamorosas lacunas na historiografia econômica brasileira. Há certamente espaço para um cuidadoso estudo sobre a rentabilidade dos títulos brasileiros, considerando empréstimos específicos, comparando resultados segundo a época de lançamento, praça de lançamento, analisando as condições de lançamento, ampliando a análise para incluir os três níveis da administração pública bem como os empréstimos franceses e norte-americanos. Além disto as próprias estatísticas de comércio exterior referentes ao século XIX devem ser reavaliadas à luz de críticas hoje universalmente aceitas. Da mesma forma, com base em informações fragmentárias talvez seja possível reconstruir séries, mesmo que precárias, relativas à entrada e remessas de capital estrangeiro, remessas de imigrantes e outros itens do balanço de pagamentos sobre os quais a nossa ignorância é hoje abismal.

A organização de um banco de dados adequado incorporando as informações básicas sobre os empréstimos públicos brasileiros permitiria a reconstrução das séries relativas a estoques e fluxos referentes à dívida externa e, automaticamente, o abandono das séries IBGE e Bouças cuja origem é bastante suspeita. Talvez, dentro de algum tempo, com o investimento de talento e paciência, tenha-se uma ideia adequada do balanço de pagamentos brasileiro no período.

Bibliografia

- Abreu, M. de P., A Dívida Pública Externa do Brasil, 1931-1943, *Pesquisa e Planejamento Econômico*, vol. 5, nº 1.
- Abreu, M. de P., A Missão Niemeyer, *Revista de Administração de Empresas*, julho/setembro, 1974.
- Banco Central do Brasil, *Boletim*, diversos números.
- Banco Central do Brasil, *Relatório*, diversos números.
- Bloomfield, A. I., Patterns of Fluctuation in International Investment before 1914, *Princeton Studies in International Finance*, nº 21, Princeton, 1968.
- Bouças, V., *Finanças do Brasil*, vol. III, Ministério da Fazenda, Comissão de Estudos Financeiros e Econômicos dos Estados e Municípios, Rio de Janeiro, 1934.
- Bouças, V., *Finanças do Brasil, Dívida Externa, 1824-1945*, Ministério da Fazenda, Secretaria do Conselho Técnico de Economia e Finanças, vol. XIX, Rio de Janeiro, 1955.
- Bouças, V., *Finanças do Brasil. História da Dívida Externa Estadual e Municipal. Volume X* – edição de 1942, Ministério da Fazenda, Secretaria do Conselho Técnico de Economia e Finanças, Rio de Janeiro, 1942.
- Carreira, L. de C., *História financeira e orçamentária do Império do Brasil desde a sua fundação. Precedida de alguns apontamentos acerca da sua independência*, Imprensa Nacional, Rio de Janeiro, 1889.
- Castro, A. C., *As Empresas Estrangeiras no Brasil, 1860-1913*, Zahar, Rio de Janeiro, 1980.
- Cavalcanti, J., *Histórico da Dívida Externa Federal*, Imprensa Nacional, Rio de Janeiro, 1923.
- Chenery, H. B. and A. M. Strout, Foreign Assistance and Economic Development, *American Economic Review*, Setembro de 1966.

- Corrêa do Lago, L., Balança Comercial, Balanço de Pagamentos e Meio Circulante no Brasil no Segundo Império: uma Nota para uma Revisão, *Revista Brasileira de Economia*, outubro/dezembro 1982.
- Cottrell, P. L., *British Overseas Investment in the Nineteenth Century*, Macmillan, Londres, 1975.
- Edelstein, M., *Overseas Investment in the Age of High Imperialism. The United Kingdom, 1850-1914*, Methuen, Londres, 1982.
- Feis, H., *Europe the World's Banker 1870-1914. An Account of European Foreign Investment and the Connection of World Finance with Diplomacy before the War*, Yale University Press, New Haven, 1930.
- Imlah, A. H., *Economic Elements in the Pax Britannica. Studies in British Foreign Trade in the Nineteenth Century*, Russel and Russel, New York, 1969.
- Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística. Conselho Nacional de Estatística. *O Brasil em Números*, Rio de Janeiro, 1961.
- International Monetary Fund, *International Financial Statistics*, diversos números.
- Jenks, L. H., *The Migration of British Capital to 1875*, Alfred A. Knopf, New York, 1927.
- Lenin, V. I., *Collected Works*, vol. 39, Notebooks on Imperialism, Lawrence and Wishart, Londres, 1968.
- Lewis, C., *America's Stake in International Investments*, Brookings, Washington, 1938.
- London and Cambridge Economic Service, *The British Economy Key Statistics 1900-1970*, Times Newspapers Ltd., s.l., s.d.
- Mintz, I., *Deterioration in the Quality of Foreign Bonds Issued in the United States*, NBER, New York, 1951.

- Mitchell, B. R. e P. Deane, *Abstract of British Statistics*, CUP, Cambridge, 1973.
- Morgan, E. V., *Studies in British Financial Policy, 1914-25*, Macmillan, Londres, 1952.
- Sachs, J., LDC Debt in the 1980s: Risks and Reforms, NBER, *Working Paper* nº 861, New York, 1982.
- Simonsen, M. H., O Horizonte da Dívida, *Simposium*, Novembro/Dezembro, 1983.
- Simonsen, M. H., The Developing-Country Debt Problem, *mimeo*, 1984.
- Stone, I., British Direct and Portfolio Investment in Latin America before 1914, *Journal of Economic History*, 1977 United Nations. Department of Economic and Social Affairs.
- Economic Commission for Latin America. *External Financing in Latin America*, New York, 1965.
- Woodruff, W., *Impact of Western Man. A Study of Europe's Role in the World Economy 1750-1960*, Macmillan, Londres, 1966.

Tabela A.1
Empréstimos externos do governo central, 1824-1931*

Período	Valor nominal em 10 ³ unidades	Tipo	Taxa de Juros (%)	Entrada líquida em £10 ³ **	Observações
1824/25	£ 1.333	75	5,0	1.000	
	£ 2.353	85	5,0	2.000	
1825	£ 1.400	100	5,0	1.400	
1829	£ 769	52	5,0	400	
1839	£ 411	76	5,0	313	
1843	£ 733	85	5,0	623	
1852	£ 1.041	95	4,5	955	
1858	£ 1.527	95,5	4,5	1.425	
1859	£ 508	100	5,0	508	
1860	£ 1.373	90	4,5	1.210	
1863	£ 3.855	88	4,5	3.300	
1865	£ 6.964	74	5,0	5.000	
1871	£ 3.460	89	5,0	3.000	
1875	£ 5.301	96	5,0	5.000	
1883	£ 4.600	89	4,5	4.000	
1886	£ 6.431	95	5,0	6.000	
1888	£ 6.297	97	4,5	6.000	
1889	£ 19.837	100	4,0	19.837	
1893	£ 3.710	80	5,0	2.968	
1895	£ 7.442	85	5,0	6.000	
1898-Funding Loan (F.L.)	£ 8.614	100	5,0	8.614	Desembolso em 1898-1
1901	£ 16.619	100	4,0	16.619	Desembolso em 1903-1
1903/05	£ 8.500	90/97	5,0	7.860	
1907	£ 3.000	95	5,0	2.850	
1908	£ 4.000	96	5,0	3.840	
1908/09	F.P.*** 100.000	100	5,0	3.943	
1909	F.O.**** 40.000	95,25	5,0	1.497	
1910	£ 10.000	87,5	4,0	8.750	
1910	F.O. 100.000	78,83	4,0	3.097	
1911	£ 4.500	92	4,0	4.140	
1911-Vitória da Conquista	£ 2.400	83	4,0	1.992	
1911	F.O. 60.000	83	4,0	1.954	
1913(1910)	£ 1.000	90	4,0	900	
1913	£ 11.000	97	5,0	10.670	
1914-F.L.	£ 14.502	100	5,0	14.502	Desembolso em 1915-2
1916	F.O. 25.000	100	5,0	891	
1921	US\$ 50.000	90	8,0	17.300	
1922	£ 9.000	92,5	7,5	8.325	
1922	US\$ 25.000	91	7,0	5.139	
1922	F.O. 14.850	90	5,0	272	
1926	US\$ 60.000	84	6,5	10.200	
1927	£ 8.750	88	6,5	7.700	
1927	US\$ 41.500	88	6,5	7.514	
1931-F.L.-20 anos	£ 2.649	100	5,0	2.649	Desembolso em 1931-3
1931-F.L.-40 anos	£ 7.892	100	5,0	7.892	Desembolso em 1931-3
1931-F.L.-20 anos	US\$ 29.885	100	5,0	6.590	Desembolso em 1931-3
1931-F.L.-20 anos	F.P. 65.555	100	5,0	567	Desembolso em 1931-3
1931-F.L.-40 anos	F.P. 135.000	100	5,0	1.167	Desembolso em 1931-3

* Fonte: Bouças (1955).

** Conversão com base na taxa de câmbio média anual *in* London and Cambridge Economic Service (s.d.). Note-se que as entradas líquidas de ágio não correspondem necessariamente à entrada efetiva de recursos externos em vista da existência de reconversões.

*** F.P. = Francos Franceses papel.

**** F.O. = Francos Franceses ouro.

Tabela A.2
Empréstimos externos relativos à valorização do café, 1926-31*

Ano / Instituição	Valor nominal em 1.000 unidades	Tipo	Taxa de Juros (%)	Entrada Líquida em £10 ^{3**}
1926 – Instituto do Café de São Paulo	£ 10.000	91,25	7,5	9.125
1927 – Banco do Estado de São Paulo	A £ 1.250	91,2	6,0	1.139
1928 – Banco do Estado de São Paulo	B £ 1.250	91,7	6,0	1.144
1928 – Banco do Estado de São Paulo	C £ 1.250	91,7	6,0	1.148
1930 – São Paulo Realization Loan	£ 12.808***	90	7,0	11.507
1930 – São Paulo Realization Loan	\$ 35.000	90	7,0	6.479

* Fonte: Bouças (1955)

** Ver a nota (**) da Tabela A.1

*** £2,8 milhões subscritas pelo Banco do Estado de São Paulo.

Tabela A.3
Empréstimos externos estaduais, 1888-1931*

Ano	Estado	Valor nominal em 10 ³ unidades	Tipo	Taxa de juros	Entrada líquida em £ 10 ³
1888	Bahia	F. 20.000	91	5,0	717
	São Paulo	£ 788	959	5,0	749
1889	São Paulo	£ 1.000	95	5,0	950
1894	Espírito Santo	F. 17.500	70	5,0	482
1896	Minas Gerais	F. 65.000	80***	5,0	2.047
1899	São Paulo	£ 1.000	90***	5,0	900
1901	Pará	£ 1.450	69	5,0	1.000
	Minas Gerais	56	80***	6,0	45
1902	Amazonas	£ 1.500	75***	5,0	1.125
1904	Bahia	£ 1.062	80,5	5,0	855
	São Paulo	£ 1.000	88	5,0	880
1905	Pernambuco	£ 1.000	81	5,0	810
	São Paulo	£ 3.800	90,8	5,0	3.450
	Paraná	F. 20.000	85***	5,0	672
1906	Amazonas	F. 84.000	82	5,0	2.715
	Alagoas	£ 280	80	5,0	224
	Alagoas	F. 15.000	80	5,0	473
	Espírito Santo	F. 30.000	83,5	5,0	987
	São Paulo	£ 1.000	90***	5,0	900
	São Paulo	£ 3.000	90***	5,0	2.700
1907	Pará	£ 650	87	5,0	566
	São Paulo	£ 2.000	90	5,0	1.800
	São Paulo	£ 3.000	90***	5,0	2.700
	Minas Gerais	F. 25.000	86***	5,0	865
1908	São Paulo	£ 15.000	88***	5,0	13.200
1909	Pernambuco	F. 37.500	84	5,0	1.242
	Santa Catarina	£ 250	86,8	5,0	217
1910	Pará	£ 200	85	5,0	170
	Maranhão	F. 20.000	82	5,0	644
	Ceará	F. 15.000	83	5,0	489
	Rio Grande do Norte	F. 8.750	83	5,0	285
	Bahia	F. 45.000	86	5,0	1.521
	Minas Gerais	F. 120.000	60***	4,5	3.772
1911	São Paulo	£ 3.000	90***	5,0	2.700
	Minas Gerais	F. 50.000	80***	4,5	1.569
1912	Pernambuco	£ 119	85***	6,0	101
	Rio de Janeiro	£ 3.000	90***	5,0	2.700
	Paraná	F. 55.550	90***	5,0	1.961

9 Tipos arbitrados.

Tabela A.3
Empréstimos externos estaduais, 1888-1931 (continuação)

Ano	Estado	Valor nominal em 10 ³ unidades	Tipo	Taxa de juros	Entrada líquida em £ 10 ³
1913	Bahia	£ 1.000	86,5	5,0	865
	Minas Gerais	£ 120	81,2	5,0	98
	São Paulo	£ 7.500	90***	5,0	6.750
	São Paulo	£ 2.000	90***	5,0	1.800
1914	São Paulo	£ 4.200	90	5,0	3.780
1915	Amazonas-Funding	F. 20.130	100	5,0	791
	Pará-Funding	£ 1.038	94,8	5,0	984
	Bahia	£ 787	80	5,0	630
1916	Amazonas Funding	F. 3.958	100	6,0	141
	Minas Gerais	F. 20.979	100***	5,5	748
	Paraná	F. 6.763	100***	6,0	241
1918	Bahia-Funding	£ 334	100	6,0	334
1919	Espírito Santo	F. 24.960	100	5,0	786
	Santa Catarina	US\$ 5.000	90	6,0	1.016
	Rio Grande do Sul	F. 68.320	90***	6,0	1.937
1921	São Paulo	£ 2.000	90	8,0	1.800
	São Paulo	US\$ 10.000	90	8,0	2.340
	São Paulo	F/s 18.000	90	8,0	1.414
	Rio Grande do Sul	US\$ 10.000	90	8,0	2.340
1922	Ceará	US\$ 2.000	87	8,0	393
1923	Maranhão	US\$ 1.500	85***	8,0	328
1925	São Paulo	US\$ 15.000	97,3	8,0	393
1926	Maranhão	US\$ 236	85	8,0	41
	São Paulo	£ 2.500	91	7,0	2.275
	São Paulo	US\$ 7.500	91	7,0	1.404
	Rio Grande	US\$ 10.000	92	7,0	1.893
1927	Pernambuco	US\$ 6.000	92	7,0	1.136
	Espírito Santo****	US\$ 1.750	97	8,0	234
	Rio de Janeiro	£ 1.926	100	5,5	1.926
	Rio de Janeiro	£ 1.891	93	7,0	1.759
1928	Maranhão	US\$ 1.750	87	7,0	313
	Bahia-Funding	£ 336	100	5,0	336
	Minas Gerais	£ 1.750	95	6,5	1.662
	Minas Gerais	US\$ 8.500	95	6,5	1.658
	São Paulo	£ 3.500	92,8	6,0	3.248
	São Paulo	US\$ 15.000	90,7	6,0	2.794
	Paraná	£ 1.000	93,5	7,0	935
	Paraná	US\$ 4.860	93,5	7,0	935
	Santa Catarina	US\$ 5.000	90	8,0	924
	Rio Grande do Sul	US\$ 23.000	91,5	6,0	4.321
Espírito Santo****	US\$ 750	97	8,0	149	
1929	Minas Gerais	US\$ 8.000	86	6,5	1.416
	Rio de Janeiro	US\$ 6.000	91,5	6,5	1.130
1931	Espírito Santo****	US\$ 1.170	100	8,0	241

* Fontes: Bouças (1942), Bouças (1955) e *Stock Exchange Yearbook*, 1914. Taxas de câmbio 1914-18: Morgan (1952).

** Ver a nota ** da Tabela A.1.

*** Tipos arbitrados.

**** Estes empréstimos provavelmente não envolveram a entrada de recursos externos.

Tabela A.4
Empréstimos externos municipais, 1888-1928*

Ano	Município	Valor Nominal em 10 ³ unidades	Tipo **	Taxa de Juros (%)	Entrada Líquida em 10 ^{3****}
1888	Santos	£ 100	100	6,0	100
1889	Distrito Federal	£ 562	100**	4,0	562
1904	Distrito Federal****	£ 4.000	85,6	5,0	3.424
1905	Belém	£ 1.000	73	5,0	730
	Salvador	F.P. 25.000	82	5,0	810
	Belo Horizonte	£ 225	85**	6,0	191
1906	Manaus	£ 350	82,5	5,5	289
	Belém	£ 600	70	5,0	420
1908	São Paulo	£ 750	89,7	6,0	673
1909	Porto Alegre	£ 600	85	5,0	510
	Distrito Federal	£ 2.000	90**	5,0	1.800
	Distrito Federal (São Bento)	£ 300	90**	5,0	270
1910	Recife	£ 400	85	5,0	340
	Santos	£ 1.000	90**	6,0	900
1911	Pelotas	£ 600	95,5	5,0	573
1912	Belém	£ 600	76,5	5,0	459
	Salvador	£ 500	84	5,0	420
	Salvador	F.P. 27.500	84	5,0	906
	Distrito Federal	£ 2.500	90	4,5	2.250
1914	Salvador	£ 1.521	100**	6,0	1.521
1915	Belém - Funding	£ 885	100	5,0	885
	Salvador - Funding	£ 294	100	5,0	294
	Santos - Funding	£ 177	100	7,0	177
1916	São Paulo	US\$ 5.500	90**	6,0	1.040
1918	Salvador	£ 226	100	5,0	226
1919	Belém	£ 273	100	6,0	273
	São Paulo	US\$ 8.500	90	6,0	1.727
	Distrito Federal	US\$ 10.000	90**	6,0	2.032
1921	Distrito Federal	US\$ 12.000	89	8,0	2.777
1922	Distrito Federal	US\$ 13.000	90**	8,0	2.643
1922	São Paulo	US\$ 4.000	93	8,0	840
	Porto Alegre	US\$ 3.500	90	8,0	711
1926	Porto Alegre	US\$ 4.000	90,1	7,5	742
1927	Santos	£ 2.260	90	7,0	2.034
	São Paulo	US\$ 5.900	94,6	6,5	1.148
	Rio Grande do Sul (diversos)	US\$ 4.000	93,5	7,0	769
1928	Porto Alegre	US\$ 2.250	92	7,0	425
	Distrito Federal	US\$ 30.000	92,8	6,5	5.721
	Distrito Federal	US\$ 1.770	96	6,0	349
	Niterói	£ 800	92,5	7,0	740

* Fontes: Finanças do Brasil, vol. III, 1ª parte: Bouças (1942); Bouças (1955) e *Stock Exchange Yearbook*, 1914.

** Tipos arbitrados.

*** Ver nota ** da Tabela A.1.

**** Dos quais £3 milhões lançados no Rio de Janeiro.