

6

Crises da dívida brasileira: passado e presente*

Eliana A. Cardoso**

Rudiger Dornbusch***

"Deficits innumerable, annual, perennial, everlasting and ever, increasing deficits! In these three syllables is comprehended all the mystery of Brazilian finance, the head and front of its offending."

Wileman (1896)

Os problemas da dívida brasileira têm sido um incômodo aos mercados mundiais de capital há mais de 150 anos. Uma importante lição dessa história é a extraordinária repetição dos eventos. Os mesmos temas, até a mesma linguagem, ressurgem toda vez que uma súbita interrupção nos empréstimos causa a falta de liquidez, *funding loans* (empréstimos-fundo), moratórias e, logo depois, a renovação do empréstimo.

* Agradecemos a Peter Lindert pelos comentários. Tim Vogelsang prestou uma valiosa ajuda nas pesquisas. Traduzido por Marisa Kazue Shirasuna e revisado por Gilberto T. Lima.

** Da Fletcher School of Law and Diplomacy, Tufts University, EUA.

*** Do Massachusetts Institute of Technology, EUA.

Às vezes, os fatos que aceleram o processo são de ordem interna, como no século XIX. Em outras épocas, como nas décadas de 30 ou de 80, uma repentina deterioração da economia mundial torna uma dívida previamente acumulada demasiadamente grande e onerosa. Os detalhes precisos diferem, mas as linhas gerais são sempre as mesmas. Nosso interesse é o de destacar essas características comuns, porém também dando ênfase ao fato de como o acesso ao mercado mundial de capital tem funcionado como um elemento essencial numa estratégia de desenvolvimento. Esse acesso foi importante no século XIX e foi novamente fundamental nos anos 70. Essa discussão levanta a questão sobre qual será a fonte de financiamento para o desenvolvimento, agora que os empréstimos bancários se esgotaram.

Nossa discussão será feita em cinco partes. Os três primeiros itens falam sobre a história da dívida brasileira: começamos com uma discussão do fim do século XIX, cobrimos depois as experiências do período entreguerras e, por fim, a escalada para a crise da dívida na década de 80. O item seguinte questiona qual foi o erro da estratégia do "empurrar com a barriga" (*muddling through*) iniciada em 1982. O trabalho conclui com a questão de como conciliar crescimento com serviço da dívida e faz uma proposta.

CAFÉ E MOEDA EXCESSIVA

O Brasil endividou-se em idade bastante tenra. A história do Império brasileiro é de déficits orçamentários financiados por solicitações de empréstimos externos e internos.

Um panorama geral

O relatório do ministro visconde de Ouro Preto sobre a situação orçamentária na época da proclamação da República mostra que os impostos e outras receitas durante o período do Império cobriam somente 30% das despesas totais. O restante era financiado pela dívida que a República do Brasil herdou.

Quando a República foi proclamada em 1889, a dívida pública externa já chegava a 33 milhões de libras esterlinas.

Dez anos mais tarde, com uma dívida pública externa de quase 50 milhões de libras, veio a primeira crise da dívida, causada pela queda dos preços do café.

Rippy (1977) afirma que nos 60 anos que se seguiram à independência do Brasil em relação a Portugal em 1822, os investidores ingleses preferiam o Brasil como campo de investimento a qualquer outro país latino-americano por ser este politicamente mais estável. Em 1890, porém, os ingleses já tinham uma participação maior na Argentina.

Mais da metade dos investimentos britânicos no Brasil era em títulos do governo. Embora alguns dos estados brasileiros não conseguissem cumprir suas obrigações, o governo nacional tinha uma ficha excelente. O capital investido em títulos brasileiros trouxe bons retornos: o rendimento nominal médio por ano raramente caiu abaixo de 4% até depois de 1931.

O investimento direto era insignificante antes de 1840, mas depois apresentou um rápido crescimento principalmente entre 1840 e 1875 e pouco antes da Primeira Guerra Mundial. Usando o *South American Journal* como fonte, Rippy (1977) observa que os investimentos britânicos no Brasil eram menos diversificados do que na Argentina. Estavam concentrados em empresas ferroviárias, com investimento em serviço público quase igual em tamanho. O rendimento nominal médio do capital britânico investido nas ferrovias brasileiras permaneceu acima dos 5% ao ano, exceto em alguns anos durante a depressão da década de 1890.

A Tabela 1 mostra a evolução do estoque de capital estrangeiro no Brasil entre 1885 e 1913.¹

Até 1900, quase todos os influxos de capital eram de origem britânica, mas em 1905 o estoque de investimento direto dos Estados Unidos e países europeus já era de 40% do total. Contudo, o capital britânico continuou a representar mais de 80% do estoque da dívida pública até 1913.

Os influxos de capital vieram em ondas que eram, em grande parte, ditadas pela oferta de poupança no Reino Unido.

1. Rippy (1977), Edelstein (1982), Feis (1965), Stone (1977), Avramovic (1964) e Wileman (1969) discutem os fluxos de capital para o Brasil durante o século XIX.

As transferências líquidas de recursos do exterior foram positivas na década de 1890, negativas entre 1900 e 1909, e positivas novamente nos anos que precederam a Primeira Guerra Mundial. A Tabela 2 mostra as estimativas da balança de pagamentos entre 1890 e 1913.

TABELA 1

Estoque de capital estrangeiro Brasil, 1885-1913
(em milhões de libras)

Ano	Investimento direto	Dívida pública	Total
1885	24,4	23,2	47,6
1895	40,6	39,0	79,6
1905	75,1	88,3	163,4
1913*	255,9	151,7	407,6

Fonte: Stone (1977), Tabela 6, e Abreu (1985), Tabela 1. Há uma discrepância entre as duas fontes com relação aos empréstimos ingleses em 1895. Os números fornecidos por Stone, constantes na nossa tabela, apresentam uma diferença de quase 20 milhões de libras a mais que os de Abreu.

* Inclui o investimento direto e empréstimos de 1914 feitos pelos Estados Unidos, França e Alemanha.

TABELA 2

A balança de pagamentos Brasil, 1890-1913
(em milhões de libras, fluxos acumulados ao fim do período)

	1890-99	1900-04	1905-09	1910-13
Conta corrente	-39,1	35,4	14,0	-48,4
Balança comercial	28,8	70,3	83,7	38,7
Frete e seguro	32,5	18,0	26,5	30,0
Remessas e viagens	8,7	4,9	7,2	8,1
Juros e amortização	26,7	12,0	36,0	49,0
Influxos de capital	30,0	12,0	76,3	135,9

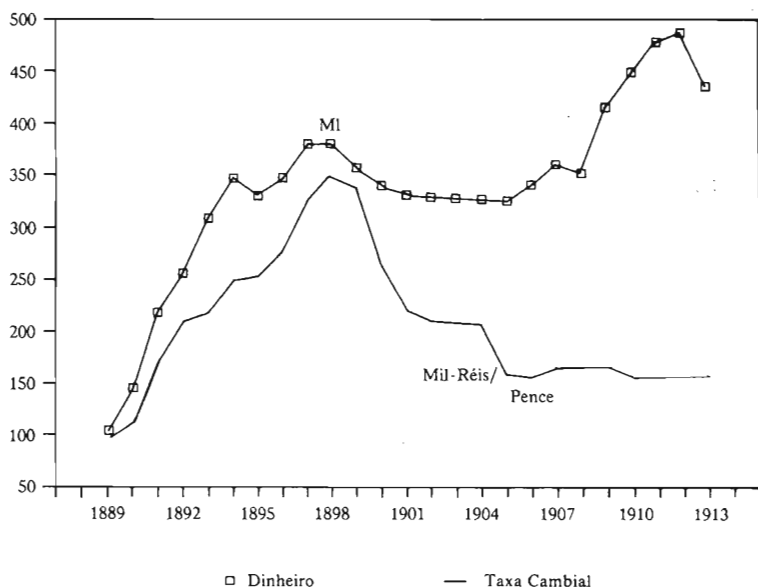
Fonte: Goldsmith (1986), Tabela III-9.

Três tipos de desordens dominaram a experiência do período 1890-1913:

1. os movimentos bruscos no preço mundial do café e a evolução do comércio de borracha;
2. instabilidade financeira interna expressa nos déficits orçamentários e emissão de moeda;
3. movimentos na disponibilidade de crédito externo que, às vezes, amorteciam a extensão das finanças inflacionárias internas, mas também atuavam como uma fonte independente de desordem da economia.

A Figura 1 destaca o comportamento do estoque monetário e da taxa cambial. Podem-se distinguir três grandes períodos: o primeiro, começando na década de 1880, foi marcado pela extrema instabilidade interna e inflação. Os anos do *Encilha-*

FIGURA 1
Dinheiro e taxa cambial
Índices: 1888 = 100



Fonte: Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística.

mento foram caracterizados por inflação muito alta, que era de mais de 30% ao ano em 1891 e 1892. Reforçada por uma enorme queda nos preços do café em 1896-1900 para menos da metade dos preços de 1891-1894, a desvalorização cambial foi enorme. Esse período dura até 1898.

Contrariamente à opinião comum, a bancarrota da Casa Baring e a limitação e controle do crédito externo não foram fatores decisivos na experiência brasileira da década de 1890. Fishlow (1988) observa que os empréstimos externos continuaram a ser contraídos durante 1893 e novamente em 1895-1897. As transferências de recursos do exterior foram positivas até às vésperas do *funding loan* de 1898. A ameaça do não-pagamento por parte do Brasil em 1898 foi causada pela queda contínua dos preços do café. A Tabela 3 mostra o preço desse produto entre 1891 e 1913.

Na segunda fase, entre 1898 e 1905, um *funding loan* e uma mudança de dinheiro para financiamento da dívida introduziu a deflação. A moeda corrente valorizou e foi então estabilizada em 1905. A crise da segunda metade da década de 1890 culminou com o *funding loan* de 1898, cujos termos de condicionalidade eram tão severos quanto os impostos por um acordo com o FMI. Em 1903, o preço do café tinha caído para 36% do seu nível de dez anos antes. A deflação e a depressão duraram até 1905.

Na terceira fase, de 1906 a 1912, os preços mundiais do comércio estavam excepcionalmente favoráveis — os preços do café dobraram entre 1906 e 1912. Esse foi um período de prosperidade. A recuperação dos preços do café, o *boom* da borracha e os influxos de capital na forma de *portfolio*, bem como o investimento direto, ajudaram a manter o crescimento. Esse período chegou ao fim quando os preços do café entraram em colapso em 1913-1914. Mais uma vez, em 1914 foi necessário um novo *funding loan*.

Em seguida, veremos cada uma dessas fases mais detalhadamente.

Do Encilhamento à crise

No fim da década de 1880, a disponibilidade monetária expandiu-se rapidamente em resposta às demandas por créditos

maiores. A pressão por expansão monetária veio da abolição dos escravos em 1888. Era necessário mais dinheiro para manter um novo mercado de trabalho baseado no salário, bem como para permitir crédito barato, compensando os proprietários de terras pelas perdas de capital provenientes da libertação. O argumento de que o estoque existente de papel-moeda era pequeno demais para o Brasil devido ao grande tamanho do país, o uso limitado de cheques e o hábito geral entre os pequenos comerciantes de manter grandes somas de dinheiro em seu poder ao invés de depositá-los nos bancos se fortalecia. Os defensores do padrão-ouro protestaram: como deveria ser determinado o volume necessário de moeda corrente?

Após a proclamação da República, a doutrina expansionista foi defendida pelo ministro da Fazenda Rui Barbosa, e a disponibilidade monetária quase dobrou em 1890. Uma série de decretos autorizou acréscimos ao volume de papel-moeda inconvertível. Londres desaprovou:

“A publicação de novos decretos financeiros feita pelo governo brasileiro não tem fim, quase não passa uma semana sem que seus números sejam aumentados”.²

“... dizem que alguns dos estados estão em dificuldades, mas, como o *Rio News* afirma, ‘eles estão sempre com problemas e neste exato momento estão gastando dinheiro como se tivessem recursos inesgotáveis’... Os capitalistas deste lado do mundo, deveríamos pensar, hesitam muito antes de emprestar dez milhões de libras esterlinas ao ministro da Fazenda do Brasil para ajudar a ele e ao seu governo no tipo de escândalo no qual parecem estar ansiosos para entrar.”³

Disseram que o Brasil estava seguindo o exemplo da Argentina, onde os fatos que levaram à crise de Baring são descritos por Hyndman (1892) da seguinte forma:

“A história dos empréstimos para a República Argentina, agora que já passou para a história, é realmente surpre-

2. *The Economist*, 29.11.1890.

3. *The Economist*, 4.10.1890.

endente. Um país que tinha uma dívida nacional de £ 10.000.000 em 1875, conseguiu aumentá-la para £ 70.000.000 em 1889. . . Todos os mercados financeiros estavam competindo uns com os outros por uma parcela dessas coisas boas. Londres, Paris, Bruxelas, Berlim, cada um deles estava pronto para cobrir o lance do outro pelo privilégio de realizar empreendimentos e empréstimos variáveis que, em qualquer outra época, teriam sido vistos como de garantia bastante duvidosa, quando a natureza do país, o caráter da população e a instabilidade de suas instituições políticas eram cuidadosamente estudadas. . . ”.⁴

No Brasil, a política financeira do governo teve como resultado a proliferação de novos bancos, ao mesmo tempo que novas companhias eram abertas em todos os ramos da iniciativa comercial e industrial. Suas ações eram vendidas a preços que sofriam aumentos constantes tão logo eram emitidas. Da mesma forma como acontecera na Argentina, “as estradas de ferro, as instalações portuárias, os serviços de água, os edifícios públicos, as mansões, tudo estava sendo levado com uma rapidez cheia de entusiasmo. . .”. Era o início de um *boom*. *The Economist* comentou:

“Como o capital não pode ser atraído, as máquinas de impressão de moeda deverão ser ajustadas para o trabalho e novas emissões de papel-moeda inconvertível serão derramadas no sistema. Desta maneira, poder-se-ia permitir um alívio temporário e se colocará mais lenha na fogueira da especulação. Mas o resultado final dessa política pode ser visto no caso da Argentina, e é hora de que todos que possuem dinheiro investido no Brasil sejam convidados a tomar nota da direção para a qual ele está indo”.⁵

As comparações com a Argentina por fim levantaram o protesto de um correspondente do Rio de Janeiro:

4. H. M. Hyndman (1892) *Commercial Crise of the Nineteenth Century*. Reimpresso pela Augustus M. Kelley, Nova York, 1967.

5. *The Economist*, 10.1.1891.

TABELA 3
Inflação e preço do café
Brasil, 1891-1913

Período	Inflação (porcentagem anual média durante o período)	Preço do café em Londres (índice 1888 = 100)		
		Alto*	Médio	Baixo**
1891-1894	24	130	112	98
1896-1900	2	92	61	47
1901-1905	-5	63	55	47
1906-1913	2	122	82	58

Fontes: IBGE, *Séries Estatísticas Retrospectivas*, e Goldsmith (1986).

* O maior índice anual durante o período.

** O menor índice anual durante o período.

“Permitam-me dizer que uma comparação das finanças do Brasil com as da República Argentina é tão absurda quanto comparar os recursos naturais e qualquer outra coisa e o comércio dos dois países. Os brasileiros são uma raça diferente, e a administração dos assuntos públicos sempre foi razoavelmente honesta. O crédito deste país sempre se manteve num alto nível. Há sem dúvida especulação por parte de funcionários públicos no Brasil, mas nunca houve tal desonestidade como na República Argentina, onde um funcionário honesto de alto ou baixo grau foi, e ainda é, exceção à regra geral. . . A prosperidade da Argentina durante os últimos 15 anos, tão elogiada, tem sido quase totalmente fictícia. Desde 1882, mais de £ 120 milhões de capital estrangeiro entraram nesse país — grande parte do qual foi roubado por funcionários corruptos e muito mais foi introduzido em serviços públicos que jamais serão rendosos. . . ”.⁶

Entretanto, a revista *The Economist* estava convencida da exatidão de sua previsão, e foi mais além em suas comparações com a Argentina:

6. Carta do sr. Gibson à revista *The Economist*, 13.12.1890.

“Os interessados na estabilidade das finanças brasileiras estão começando a temer, e com certa razão, que a mesma política de inflação monetária que levou a República Argentina ao fracasso esteja sendo seguida pelo governo brasileiro”.⁷

Instabilidade econômica e política estavam, de fato, em alta. No fim de 1891, o marechal Deodoro da Fonseca dissolveu o Congresso e proclamou lei marcial em todo o país. Durante algum tempo, teve-se notícia de que havia uma grande tensão entre o Poder Executivo e as Câmaras, principalmente em questões sobre a política financeira. A política do governo era de aumentar o estoque de papel-moeda, que já apresentava altas taxas de inflação, com mais emissões. Porém, o Congresso exigiu que o excesso de moeda inconvertível cessasse e, além disso, que se colocasse um fim na ação do Banco da República, que estava se perdendo em excessos de forma um tanto parecida à dos bancos argentinos. A briga terminou em rompimento e, durante um curto período de tempo, os fomentadores da política expansionista permaneceram invictos.

Um comitê da Câmara, indicado para investigar as atividades comerciais do Banco da República, concluiu que a emissão excessiva de papel-moeda tinha promovido o jogo na Bolsa de Valores, afastando o capital das empresas legítimas, e levou a uma séria desvalorização da moeda. O Banco da República desempenhara um papel notável na promoção dessa especulação, e o Comitê sugeriu que deveria ser exigida a redução das diferentes contas e a limitação da emissão de notas. O ministro da Fazenda era contra. Ele acreditava que a interrupção na criação monetária geraria uma crise. Além disso, acreditava que não havia necessidade de levar em conta o ouro ao considerar as notas e que o crédito do Estado era suficiente para garantir a conversão das notas. Entretanto, o Congresso, por uma maioria de 100 contra 12, aprovou a segunda versão de um projeto de lei restringindo as emissões de papel-moeda.

7. *The Economist*, 10.1.1891.

A obsessão pela companhia diminuiu, e o primeiro estouro de especulação desenfreada passou. Para muitas empresas-fantasma o dia do juízo final tinha chegado. Ações antes vendidas a prêmios altos agora não podiam encontrar compradores por menos da metade do capital pago. Os bancos pararam de pagar juros sobre os depósitos. O processo de liquidação estava em andamento.

A revista *The Economist* comentou:

“Embora as finanças do Brasil tenham entrado numa séria confusão, elas ainda não afundaram em nada parecido à deplorável condição da Argentina e do Uruguai. Além disso, (...) em sua recente explosão de excessiva especulação, tem sido com dinheiro próprio e não com dinheiro emprestado que o Brasil tem lidado”.⁸

Como mostra a Figura 1, o mil-réis passou por uma rápida desvalorização. Novamente, as comparações com a Argentina são inevitáveis. Se o peso desvalorizou por causa do excesso de emissão de papel-moeda na Argentina ou por causa da repentina interrupção dos novos empréstimos externos ainda é ponto de discussão na literatura. Uma posição monetarista tende a atribuir a desvalorização às novas leis bancárias aprovadas na Argentina em 1887, enquanto Williams (1920) sustenta que o corte do fluxo de capital produziu a desvalorização.⁹ Questões similares surgiram no caso do Brasil. Fishlow (1988) argumenta que os influxos de capital não afetaram o comportamento da taxa cambial brasileira na década de 1890, e Cardoso (1983) mostra que a expansão monetária não foi suficiente para explicar o comportamento da taxa cambial, que foi claramente influenciada pelo preço do café.

A confiança externa foi abalada não apenas pelas políticas expansionistas, mas também pela instabilidade política que levou à renúncia do marechal Deodoro da Fonseca. Vieram a revolta e a repressão militar em 1893 e 1894. Apesar do au-

8. *The Economist*, 24.10.1891.

9. Veja Williams (1920) Kindleberger (1985), Fishlow (1988) e Cardoso (1988).

mento dos problemas internos e externos e dos efeitos negativos da bancarrota da Casa Baring sobre a avaliação da credibilidade da América Latina, o Brasil não deixou de cumprir seus compromissos e continuou a ter acesso limitado aos empréstimos externos. A revista *The Economist* reproduziu um trecho extraído do *Rio News* referente ao empréstimo brasileiro realizado pela Rothschild em 1893:

“... o esquema geral é que o governo garanta esses empréstimos em troca do uso dos lucros não exigidos pelas empresas que fazem o empréstimo. Por exemplo, uma companhia ferroviária solicita empréstimo da quantia suficiente para o término de uma extensão para o qual podem ser necessários vários anos de construção, e o Tesouro encarrega-se de garantir o empréstimo pelo privilégio de ter o uso do dinheiro até quando necessário. Caso seja inconveniente para o Tesouro fazer um adiantamento dos fundos necessários em qualquer época, certamente serão encontrados meios para atrasar a construção. Essas companhias, portanto, serão usadas para a obtenção de empréstimos para o Tesouro, cujos empréstimos não figurarão na dívida pública do país... Empregando números redondos, o empréstimo rendeu 3 milhões. Isto, com base na atual taxa cambial, deveria ter rendido à companhia US\$ 57,84 milhões, mas fomos informados de que o Tesouro tinha tomado o empréstimo a 20 d, ou a um custo de US\$ 36,15 milhões, com perda, portanto, para a empresa de uma importante soma de US\$ 21,69 milhões. (...) Não podemos acreditar que esses senhores (os diretores da companhia) sejam pessoas ingênuas, cegas e desesperançadas como essa operação quer fazer entender. Conseqüentemente, o Tesouro deve ter dado algo mais do que os meros 20 *pence* anunciados pela imprensa”.¹⁰

Fishlow (1988) chama a atenção para o fato de que o governo continuou a cumprir suas obrigações externas apesar do serviço da dívida cada vez mais alto devido à desvalorização

10. *The Economist*, 27.5.1893.

cambial. O serviço da dívida do governo mais do que dobrou entre 1892 e 1894, totalizando mais de 100% do superávit comercial. Os recursos externos eram necessários para ajudar a pagar os juros dos pagamentos e amortização. Em 1895, um novo empréstimo brasileiro foi oferecido para subscrição pública. O empréstimo foi de £ 6 milhões, e deveria ter juros de 5%, sendo o preço da emissão de 85%. *The Economist* comentou os termos do empréstimo:

“Isto deixa claro que a posição financeira do país se tornou totalmente deteriorada e que, se não forem feitos esforços enérgicos e bem-sucedidos para economizar em todas as direções possíveis, o Brasil acabará ficando na mesma condição de insolvente em que estão seus vizinhos”.¹¹

O mil-réis continuou a cair até 1898 e a situação piorou cada vez mais. A esperança de que os assuntos financeiros no Brasil melhorassem com a chegada ao poder do novo presidente, Dr. Campos Salles, logo deu lugar à questão da possibilidade de se evitar a falência nacional ou não. A taxa cambial tinha caído, acrescentando um enorme peso ao custo interno de suprimento do serviço da dívida externa. Não é de se admirar, então, que os títulos brasileiros caíssem (Figura 2). *The Economist* previu a ruína:

“As últimas informações disponíveis provenientes do Brasil mostram que o não pagamento do serviço da dívida externa é visto localmente apenas como uma questão de tempo. As diferenças de opinião referem-se somente às causas da situação atual e o método com o qual a crise deverá ser enfrentada”.¹²

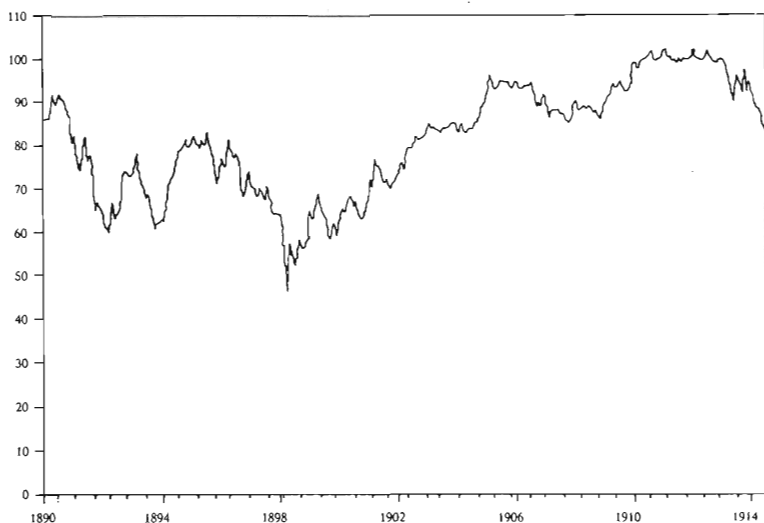
Uma corrente de opinião atribuiu o iminente não pagamento quase totalmente à queda dos preços do café, e convidou os financiadores europeus a se adiantarem e salvarem o crédito do país. Ela destaca os desastres que provavelmente viriam com o

11. *The Economist*, 20.7.1895.

12. *The Economist*, 23.4.1898.

FIGURA 2

Preços mensais dos títulos brasileiros: 1890-1914
(preço em libras esterlinas; emitido em 1888: 4,5%)



Fonte: Commercial and Financial Chronicle, várias edições.

não pagamento do serviço da dívida e das garantias ferroviárias, e acreditava que o financiamento europeu não fecharia os olhos aos seus próprios interesses a ponto de permitir que isso acontecesse.

The Economist argumentou num ponto de vista oposto, reproduzindo um trecho extraído do *Rio News*:

“Anos atrás, chamou-se a atenção para o fato de que a política que os homens públicos do Brasil estavam adotando certamente levaria o país à falência. Eles sabiam que grandes déficits estavam sendo realizados todos os anos e que seus excessos certamente os aumentariam. Porém, eles viviam num paraíso de tolos e não viam o fim fatal dessa política... Se não estamos enganados, em breve estaremos ouvindo que é dever dos estabelecimentos bancários estran-

geiros nos ajudar a sair das nossas dificuldades emprestando-nos mais dinheiro. Tal alegação seria mais do que absurda. O Brasil não tem ninguém a culpar pelos seus problemas financeiros a não ser seus próprios homens públicos".¹³

Como ficou claro que a posição financeira do governo brasileiro era desesperadora, o reajuste da dívida tomou a forma de um *funding loan*. O plano garantia o financiamento dos juros sobre a dívida externa e o empréstimo interno em ouro de 1879 por um período de três anos, bem como certas contas pagáveis anualmente para garantias ferroviárias. Durante o período de moratória, os possuidores de títulos e garantias receberiam títulos de 5% em vez das quantias especificadas em ouro. Como parte do acordo de financiamento, o governo deveria depositar em três bancos estrangeiros no Rio de Janeiro o equivalente a esses títulos em papel-moeda, à taxa cambial de 18 d por mil-réis. O papel-moeda deveria ser destruído ou, se e quando a taxa cambial fosse favorável, usado para comprar divisas estrangeiras a 18 d o mil-réis para serem remetidas para Londres. A teoria era de que o excesso de papel-moeda era uma das causas da queda da taxa cambial. A redução do papel-moeda em circulação causaria a valorização da taxa cambial. Se a valorização fosse alta o suficiente para permitir a compra de divisas a 18 d, seria possível acumular um fundo em ouro, que então estaria disponível quando o pagamento dos juros em dinheiro fosse retomado três anos mais tarde.

Algum tempo depois, o *Rio News* comentou:

"Enquanto é incontestável que, por uma série de medidas bem estudadas, o governo esteja gradualmente introduzindo ordem no caos financeiro e melhorando suas finanças, ainda assim a situação econômica não está melhor, mas, na verdade, mais desesperadora do que nunca, e tem poucas probabilidades de melhorar num curto espaço de tempo, até que o café realmente pare de cair e o aumento que algum dia deve vir recomece".¹⁴

13. *The Economist*, 23.4.1898.

14. Reproduzido na revista *The Economist*, 26.8.1899.

O dr. Murtinho, ministro da Fazenda do Brasil, interpretou a crise como resultado do excesso de emissão de moeda.¹⁵ Ele atribuiu a crise econômica à diminuição do valor do produto brasileiro mais importante, o café. A queda dos preços do café, por sua vez, foi atribuída ao excesso de produção, que foi explicado pela enorme emissão de papel-moeda, que estimulou a febre da especulação. Desta forma, segundo Murtinho, a inflação monetária constituiu a causa que deu origem a todas as doenças econômicas do Brasil. Sua conclusão principal era que o aumento progressivo no volume de papel-moeda foi o fator determinante na desvalorização simultânea do seu valor e da queda das divisas estrangeiras. Até mesmo a revista *The Economist* considerou a posição de Murtinho exagerada:

“Ele é, portanto, um firme seguidor da teoria quantitativa da moeda, uma teoria que, na nossa opinião, ele leva para uma posição extrema demais. (...) Seria interessante saber o que os estabelecimentos bancários daqui que negociaram esses empréstimos têm a dizer sobre a declaração do dr. Murtinho de que eles sabiam que seus lucros seriam inteiramente destinados ao pagamento dos juros sobre as emissões anteriores. Se eles soubessem disso, deveriam estar conscientes de que um colapso era inevitável e que, conseqüentemente, os investidores que responderam aos apelos que lhes foram feitos certamente sofreriam perdas. Entretanto, como quer que possivelmente seja, a longa lista de abusos financeiros dada pelo dr. Murtinho mostra que são necessárias reformas infinitamente maiores do que uma mera redução improvisada de papel-moeda para dar andamento à reabilitação das finanças do país”.¹⁶

O ponto de vista da grande maioria era que os problemas brasileiros tinham raízes em grandes déficits governamentais. Wileman (1896), uma fonte clássica desse período, observa:

“Déficits, inúmeros, anuais, perenes, eternos para todo sempre, cada vez maiores déficits! Estas três sílabas encer-

15. Ver *Brazilian Review*, 3.10.1899.

16. *The Economist*, 29.10.1899.

ram todo o mistério das finanças brasileiras, a cabeça e o rosto do seu desgosto”.

É um truísmo que sem os déficits não haveria dívida nacional e nem emissão inconvertível do governo, porque dívida, déficits e papel-moeda inconvertível são todos, num certo sentido, sinônimos”.¹⁷

E enquanto os cortes nos déficits não eram impostos, a simples queima de papel-moeda não era vista como solução:

“De onde o governo brasileiro estava obtendo o dinheiro com o qual retirava notas de circulação, de acordo com as provisões do *funding loan*, tem sido um tanto misterioso, já que não há superávit de rendimentos disponível para esse fim, mas, ao contrário, um déficit crônico... O governo só tem substituído uma forma de dívida monetária por outra e, uma vez que a dívida contém juros, enquanto a antiga não, a posição financeira, ao invés de melhorar, está ficando pior”.¹⁸

Apesar das críticas do exterior e da impopularidade e revolta no país, a firme política monetária de Murtinho, combinada com as grandes melhoras na balança comercial (em parte, devido ao começo do *boom* da borracha), estabilizou a taxa cambial depois de 1903. O preço foi a recessão econômica. Mas logo depois disso a subida dos preços do café e uma balança de pagamentos favoráveis atraíram uma nova onda de investimentos estrangeiros e empréstimos renovados. A prosperidade voltou na segunda metade da década de 1890 e se estenderia pelos cinco anos seguintes.

Em 1911, a dívida pública tinha aumentado para 145 milhões de libras; a segunda crise da dívida, bem como o segundo *funding loan*, era iminente. O ministro da Fazenda Rivadavia Correa fez a seguinte observação:

“Nas finanças, o fato essencial é que as dívidas são pagas com fundos obtidos de novos empréstimos. Esta tem sido

17. Wileman (1969), p. 179.

18. *The Economist*, 7.10.1899.

a regra para nós já há muitos anos. O que há de novo é que, desta vez, o empréstimo é feito pelas mesmas pessoas a quem devemos os juros atrasados".¹⁹

A CRISE DOS ANOS 30

O Brasil não conseguiu se recuperar na década de 20. A primeira remessa americana foi introduzida em 1921. Antes da Primeira Guerra Mundial, o Brasil tinha levantado seus empréstimos estrangeiros em Londres. Sessenta por cento das obrigações externas pendentes em 1930 ainda eram denominadas em libra esterlina. Nessa época, a dívida pública externa tinha aumentado para 250 milhões de libras (mais de 1 bilhão de dólares americanos) e era um período para mais uma crise da dívida, uma moratória e, logo depois, um terceiro *funding loan*. Porém, nos poucos anos que se seguiram, o serviço regular da dívida não pôde ser mantido mesmo com uma reestruturação. Como resultado da depressão, o serviço foi suspenso em 1931-1932. A aplicação de parte dos reduzidos fundos disponíveis para o serviço da dívida na compra de títulos no mercado, desvalorizados pela falta de pagamentos, se tornou comum.

A Tabela 4 mostra a dívida pública brasileira e o serviço da dívida no período entre-guerras. O impressionante aumento na taxa de serviço da dívida (contando somente a dívida pública e não incluindo importantes dívidas privadas e rendas de investimentos diretos) explica o problema de liquidez.

Em apenas 40 anos, os detentores de títulos da dívida brasileira foram forçados a aceitar três reduções voluntárias nos seus direitos contratuais, marcadas pelos financiamentos de 1898, 1914 e 1931. Em fevereiro de 1934, foi posto em prática um "plano de reajuste" que pouco depois levaria o nome do ministro da Fazenda Osvaldo Aranha, efetuando uma redução unilateral dos pagamentos. Em dificuldades anteriores, um *funding loan* havia fornecido os recursos extras para satisfazer parcial-

19. Citado por Claudionor de Souza Campos, *Dívida Externa*, Rio de Janeiro, 1946.

TABELA 4

Comércio e dívida brasileira no período entre-guerras
(milhões de US\$)

Ano	Dívida externa^a	Serviço da dívida^a	Relação do serviço da dívida^b
1926	1053,0	60,3	13,1
1927	1012,4	62,3	14,5
1928	1108,3	69,2	14,6
1929	1125,6	76,3	16,7
1930	1204,1	74,7	24,0
1931	1037,7	68,4	28,3
1932	1112,5	73,0	40,4
1933	953,1	78,5	35,0

Fontes: Werhahn (1937) e *Estatísticas Históricas do Brasil* (1987).

^a Somente dívida pública.

^b Relação entre o serviço da dívida pública e a exportação de mercadorias.

mente os credores existentes. Essa era a primeira vez que os termos do serviço da dívida eram reduzidos unilateralmente e alguns pagamentos eram suspensos.

A partir de novembro de 1937, houve uma suspensão completa das remessas da dívida. O ditador do Brasil, Getúlio Vargas, explicou:

“Paramos o serviço da dívida externa movidos por circunstâncias além do nosso controle. Isto não significa a rejeição de compromissos anteriores. Tudo que precisamos é de tempo para solucionar dificuldades que não criamos e para reajustar nossa economia, transformando riqueza potencial em recursos que nos permitirão pagar, sem sacrifícios, nossos credores. São idos os dias em que nossas obrigações eram estabelecidas no exterior, segundo a vontade dos bancos e intermediários”.²⁰

20. Citado por Valentim Boucas, *História da Dívida Externa*, Rio de Janeiro, 1950.

Com a ajuda da Segunda Guerra Mundial, o serviço parcial da dívida só foi retomado em 1940, sob uma versão modificada do programa anterior. Isto envolveu um outro corte nas taxas originais de pagamentos.

No fim de 1943, o Brasil realizou uma oferta cambial unilateral para consolidar o serviço da dívida de uma forma altamente indicativa de possibilidades hoje. A imprensa americana reagiu com simpatia, como é mostrado numa reportagem no *Barron's*:

"Em retrospecto, achamos que o Brasil sempre pagou suas obrigações externas quando foi possível fazê-lo".²¹

Nem todos, porém, concordariam com tal afirmação. Uma exceção pôde ser observada na revista *The Economist*:

"A estória toda (das reprogramações brasileiras) confirma a crença, aqui expressa mais de uma vez, de que a intenção do Brasil tem sido sempre de escapar de suas obrigações da forma mais suave que pudesse e de que isso lhe foi possível devido aos constantes desacordos entre representantes americanos e britânicos, bem como devido à incapacidade ou falta de vontade das autoridades britânicas de desempenhar um papel eficiente para assegurar termos razoáveis".²²

21. *Barron's National Business and Financial Weekly*, 20.4.1942, p. 18.

22. *The Economist*, 18.12.1943, p. 817, "Squeezing the Lender". Na edição seguinte, 25 de dezembro, pp. 833-34, a revista *The Economist* faz outras críticas à decisão do Brasil e afirma: "... as autoridades britânicas não queriam ou não podiam fazer qualquer pressão sobre o governo brasileiro a favor de uma decisão menos injusta. E não é segredo algum na 'City' (centro de transações comerciais de Londres onde também está o Bank of England) que o motivo da relutância das autoridades era o fato de que Washington não permitiria isso... Para colocar a questão de forma bem clara, o portador britânico de obrigações brasileiras teve que se sacrificar a favor do pan-americanismo... Há coisas maiores em jogo do que os títulos brasileiros. *The Economist*, e principalmente nenhum outro jornal no país, se oporia a qualquer coisa que amenizasse o caminho da cooperação entre britânicos e americanos, mesmo envolvendo um pouco de sacrifício. Se esta é a idéia de Washington sobre um bom negócio, não há nada a fazer a não ser concordar".

O plano de 1943 consolidou toda a dívida brasileira, estendeu as datas de vencimentos em 40-60 anos e ajustou tanto o principal como os juros. Ofereceu-se aos credores uma escolha entre dois planos:

1. Plano A: não haveria redução do principal, mas as taxas de juros seriam reduzidas de mais de 6,5% para 3,375 (e menos) com uma provisão para um fundo de amortização. O serviço da dívida (juros mais fundo de amortização) chegava a uma quantia entre 2,9 e 5,1% do principal por ano.

2. Plano B: para cada US\$ 1.000 de títulos originais, seus detentores receberiam um pagamento em dinheiro entre US\$ 75 e US\$ 175, um novo título com valor nominal de US\$ 800 (ou US\$ 500 em alguns casos) e uma *coupon rate* (taxa de cupom) reduzida para 3,75%. Os títulos não tinham data de vencimento fixada, mas davam direito a um fundo de amortização. Os juros mais o fundo de amortização chegavam a uma taxa de serviço da dívida combinada de 6,4%. Além disso, o governo brasileiro garantia o serviço dos títulos estaduais e municipais de acordo com o plano B, caso o devedor não fizesse as remessas necessárias.

A parcela em dólares constituía somente cerca de um terço da dívida externa do Brasil. A parte principal das obrigações consistia de empréstimos em libras esterlinas, e o montante dos fundos de serviço destinados aos credores britânicos era baseado nos 65,8% da dívida total mantida por eles.

Mais uma vez, *Barron's* e *The Economist* não estavam de acordo sobre o plano que oferecia melhores condições. *The Economist* acreditava que a opção A, mantendo o capital nominal intacto, era a melhor alternativa a adotar no caso dos títulos com baixo valor de mercado.²³

Barron's afirmou que havia um tratamento muito mais favorável na opção B, que poderia ser aceita somente até o último dia de 1944. Também explicou o motivo pelo qual a opção A era oferecida com insistência, considerando que a opção B era muito superior. Uma vez que era dada aos credores uma escolha desfavorável com um limite de tempo, o número de aprovações seria provavelmente maior do que em outras circunstâncias. E o

23. *The Economist*, 23.12.1944, p. 852.

Brasil, sem dúvida, acharia mais vantajoso oferecer melhores condições para seus credores internacionais se a dívida externa pudesse ser cortada de US\$ 837,7 milhões para US\$ 521,5 milhões, supondo-se 100% de aceitação da opção B.²⁴

No início de 1946, 78% dos detentores de títulos tinham aprovado a oferta cambial. O plano A tinha sido escolhido por 22% dos detentores de títulos e 56% tinham optado pelo plano B. A Figura 3 mostra o preço mensal máximo de um título brasileiro em Nova Iorque²⁵ com termos originais de 6,5% de juros e data de vencimento para 1957. Depois de 1943, o preço se refere ao mesmo título, agora fixado de acordo com o Plano A, juros ajustados para 3,375% e data de vencimento adiada para 1979. (Do princípio ao fim, o preço é expresso em relação ao valor de um título do governo americano de 30 anos com um cupom de 6,5%.) O ponto interessante aqui é que, após o ajuste descendente nos termos ocorrido em 1943, com remoção das ameaças de rejeição, o título realmente *aumentou* em valor. A Tabela 5 mostra esse ponto mais detalhadamente, apresentando as oscilações nas cotações anuais dos títulos.

O aumento no preço do título reflete a combinação de três fatores. Primeiro, o fato de haver um pagamento eliminou o medo de uma redução mais significativa da dívida ou até mesmo de uma possível rejeição. Fazendo-se uma comparação, em 1944 o México saldou sua dívida a 10 *cents* sobre o dólar, sem pagamento de juros de mora por trinta anos! Segundo, a melhora no balanço de pagamentos do Brasil no período de guerra criou condições objetivas para o serviço da dívida. Terceiro, a já provável perspectiva de desvalorização européia reduziria o valor da dívida externa denominada em francos ou libras esterlinas para um país que tivesse desenvolvido significativas relações comerciais com os Estados Unidos. Cada um desses três fatores está refletido no fortalecimento do mercado para os títulos brasileiros.

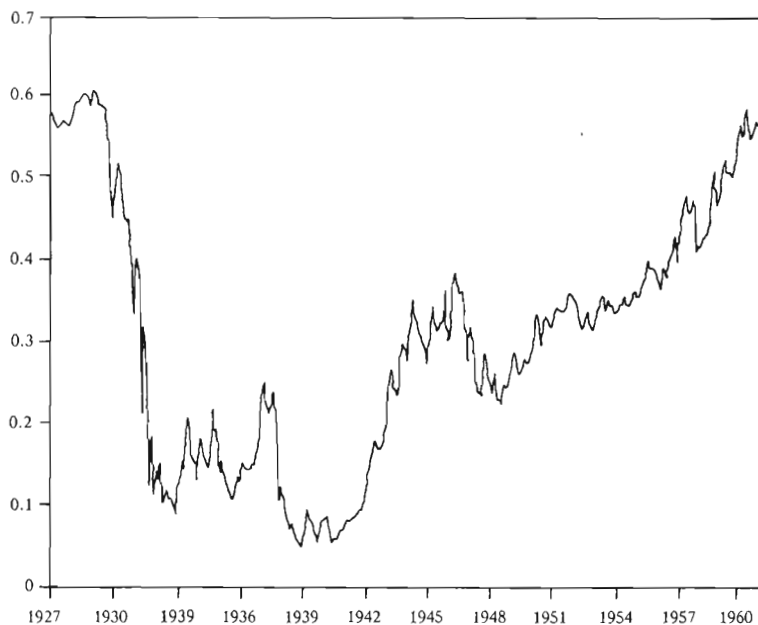
Dos mais baixos níveis atingidos em 1940, os preços aumentaram mais de sete vezes durante os dez anos seguintes, produ-

24. *Barron's*, 31.1.1944, p. 8.

25. Preços semanais dos títulos brasileiros são encontrados no *The Commercial and Financial Chronicle*.

FIGURA 3

Preços mensais dos títulos brasileiros: 1927-1960
 (relativo ao preço do título americano de longo prazo)



Fontes: *Commercial and Financial Chronicle* e Federal Reserve Board.

TABELA 5

O preço do título em Nova York
 (dólares por \$ 100 valor nominal)

	1939	1940	1941	1942	1943	1944	1945	1946
Baixo	10,4	11,3	11,5	16,9	23,0	39,0	51,9	43,3
Alto	19,8	18,9	18,3	20,3	33,8	50,5	63,5	68,0

Fonte: *Commercial and Financial Chronicle*.

zindo uma taxa composta de retorno (juros mais ganhos de capital) de 125% por ano! Como resultado, os empréstimos brasileiros são vistos com uma atração pouco comum. No entanto, esta análise exclui as consequências financeiras para viúvas e órfãos que venderam tudo no período de baixa.

Algumas lições do passado

Neste ponto, antes de analisar a experiência dos anos 80, é bom refletir sobre duas questões: qual é a origem das crises da dívida e como são finalmente resolvidas?

Começemos com uma estrutura conceitual. A equação (1) mostra o financiamento de pagamentos de juros externos por três fontes alternativas:

$$\text{Pagamentos de juros} = \text{NICA} + \text{aumento líquido na dívida} + \text{outros influxos de capital líquido}$$

- superávit da conta corrente excluindo juros, NICA;
- a nova dívida provém dos rendimentos dos quais se pagam os juros (e amortização) da dívida existente;
- outros influxos de capital líquido, especificamente investimento estrangeiro direto.

Uma crise da dívida pode surgir por um dos quatro motivos, que frequentemente surgem em combinações. Primeiro, desordens fiscais internas e/ou políticas traduzem-se em déficits comerciais ou numa redução no superávit da conta corrente excluindo juros. Segundo, os choques econômicos mundiais deterioram os ganhos com exportação ou aumentam os custos de importação quando afetam os termos de intercâmbio de um país, ou reduzem os rendimentos de exportação quando afetam os mercados de um país. Terceiro, os influxos de capital *non-debt* que costumavam financiar os pagamentos de juros e déficits comerciais param repentinamente. Quarto, o rolamento da dívida (principal e juros) é rompido por uma perda de confiança por parte do mercado mundial de capital. Taussig (1928) e Kindleberger (1984) deram ênfase especial ao corte dos empréstimos externos como o fator precipitador da maioria das crises da dívida.

É evidente que esses distúrbios tendem a se manifestar conjuntamente: quando os termos de intercâmbio de um país se deterioram, as oportunidades de investimento são muito menos atrativas e, conseqüentemente, o capital de investimento do exterior pára. O conhecimento de um problema financeiro garante que detentores de títulos competitivos estarão alertas para comprar nova dívida emitida para ajudar o país a superar a dificuldade.

O resultado inevitável, como a história financeira do Brasil mostra muito bem, é uma crise de fundos e interrupção do serviço da dívida. Em termos de (1), isto equivale à "capitalização involuntária de juros".

Em seguida, como os problemas da dívida desaparecem? Os programas de ajustes internos quase invariavelmente constituem uma parte essencial na restauração da confiança por parte dos credores. Entretanto, uma mudança favorável na economia mundial (seja através da guerra ou de melhores termos de intercâmbio) é igualmente decisiva. Na história brasileira não há precedentes de que apenas um desses fatores seja suficiente.

Terceiro, a redução do peso da dívida por um ajuste nos seus termos freqüentemente faz parte de um retorno ao mercado de capital. Este foi claramente o caso da consolidação da dívida de 1942.

Com esse histórico, temos todos os ingredientes para estudar a crise da dívida da década de 1980.

A CRISE DA DÍVIDA DE 1982

Os problemas da dívida brasileira não terminaram em 1943. Novas dificuldades de dívida surgiram no início dos anos 60 e novamente na década de 80.

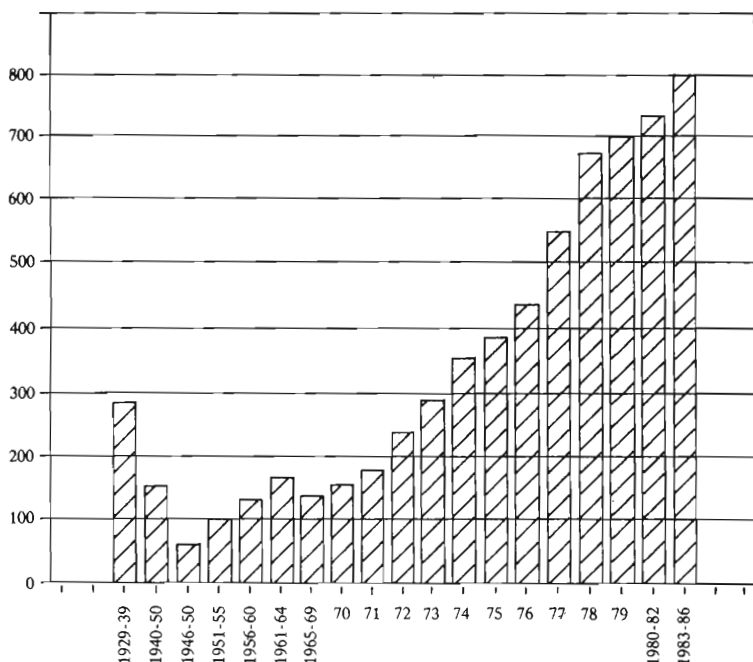
Dos anos 40 aos anos 70

Os gráficos das Figuras 4 e 5 mostram a dívida real *per capita* e a relação dívida/exportação²⁶ entre 1929 e 1986. Os

26. As fontes são dadas no Apêndice.

FIGURA 4

Dívida real per capita, Brasil, 1929-1986



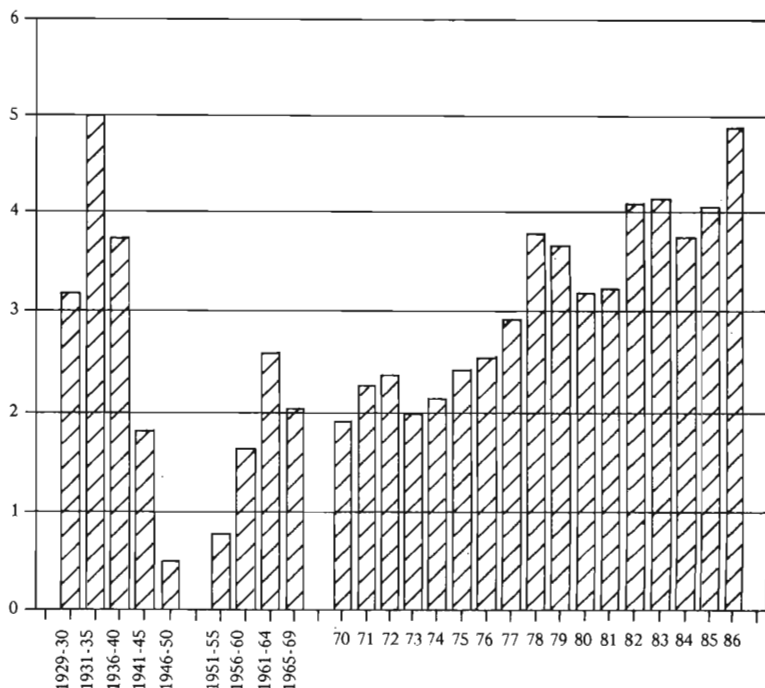
Fonte: Apêndice, Tabela A-1.

níveis decrescentes e relativamente baixos da dívida externa registrados no primeiro quinquênio do pós-guerra são um legado da experiência pré-guerra. O plano de 1943 ajudou a reduzir o tamanho da dívida do seu nível máximo de mais de US\$ 1 bilhão no início da década de 30 para cerca de US\$ 600 milhões em 1946. Além disso, uma forte recuperação dos preços de exportação do Brasil no pós-guerra adiaram a necessidade de explorar novas fontes de crédito externo.

No início dos anos 50, entretanto, o país enfrentou enormes déficits comerciais, gerados principalmente pelo relaxamento no controle das importações para permitir estocagem de ma-

FIGURA 5

Relação dívida/exportação, Brasil, 1929-1986



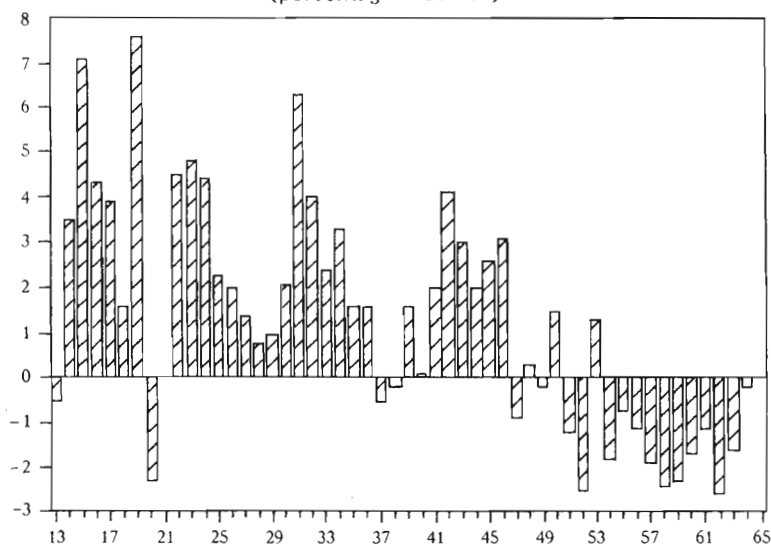
Fonte: Apêndice, Tabela A-1.

teriais durante a Guerra da Coréia. Essas importações foram inicialmente financiadas por atrasados comerciais que foram refinanciados, no ano seguinte, por empréstimos a curto e médio prazos. Em 1953, a dívida externa tinha dobrado para mais de US\$ 1 bilhão. O gráfico da Figura 6 mostra a balança comercial (como uma fração do PIB) no período 1913-1964. Está claro que os déficits do pós-guerra formam um modelo totalmente novo.

No momento, recorrer ao mercado mundial de capital e recursos externos para financiar uma ambiciosa industrialização dirigida tinha se tornado necessário. Os influxos totais de

FIGURA 6

O superávit comercial (Brasil, 1913-1963)
(porcentagem do PIB)



Fonte: Goldsmith (1986).

capital, tanto investimentos diretos como empréstimos, aumentaram, repentinamente depois de 1955, especialmente com os créditos. No final de 1961, período de agitação política, a dívida externa tinha dobrado em relação ao seu nível de 1955, e o país estava pronto para ainda mais uma crise externa. Com a deterioração da situação econômica, os influxos de capital virtualmente pararam. O Banco Mundial, antes uma importante fonte de recursos oficiais para o Brasil, não autorizou um único empréstimo entre 1960 e 1964.

A reprogramação da dívida e novos créditos²⁷ tornaram-se disponíveis após o golpe militar de 1964. Depois disso, o governo iniciou deliberadamente uma política de exploração dos mercados de capital privado para garantir uma rápida expansão.

27. Bitterman (1973) fornece uma descrição das consolidações de 1961 e 1963-1964.

Duas características principais distinguem a evolução da balança de pagamentos do Brasil em conta corrente no pós-guerra. Primeiro, essa balança foi quase continuamente desfavorável. Entre 1950 e 1986, houve superávit em apenas oito desses anos. Segundo, o déficit em conta corrente, que era relativamente pequeno até 1969, aumentou abruptamente depois de 1970.

As origens da crise de 1982

A existência de um grande déficit em conta corrente até 1983 foi vista como normal porque os países em desenvolvimento são importadores de capital. Os déficits aumentaram nitidamente depois de 1970, criando uma das precondições para novos problemas da dívida.

Mas a existência da dívida não é suficiente para o aparecimento de problemas financeiros. Sempre e invariavelmente, a deterioração econômica mundial precisa aparecer para completar o quadro de excessivo serviço da dívida e insuficientes divisas estrangeiras. A seguir, veremos como os desenvolvimentos da economia mundial contribuíram para a crise de 1982.

Quando a crise da dívida estourou no México no verão de 1982 — e pouco tempo depois em toda a América Latina —, podiam-se identificar facilmente três fontes comuns de problemas de dívida:

Primeiro, a economia mundial estava numa situação muito ruim: a atividade econômica estava mais deprimida do que em qualquer outro período desde a grande depressão. As taxas de juros estavam nos seus níveis mais altos em décadas. O preço real das *commodities* estava bastante deprimido e o dólar estava excessivamente forte. A recuperação da economia mundial era certa. Como consequência, a expectativa era de um aumento cíclico das exportações de manufaturas, um aumento dos preços reais das *commodities*, uma redução das taxas reais de juros e até mesmo de uma queda precoce do dólar. Essa perspectiva favorável para a economia mundial sugeriu que os inconvenientes do serviço da dívida quase que certamente desapareceriam.

Segundo, os países devedores tinham administrado mal suas economias, ultrapassando os limites do que era confiável; taxas cambiais supervalorizadas, déficits orçamentários frequentes, gas-

tos improdutivos e as fugas de capital tinham absorvido pouquíssimos recursos das divisas estrangeiras, não permitindo melhor *performance* comercial e bloqueando a capacidade de servir a dívida. A possibilidade de usar recursos com maior eficiência significava, evidentemente, que o serviço da dívida não seria necessariamente às custas de reduzidos padrões de vida.

Terceiro, um retorno aos empréstimos voluntários só poderia ser considerado se os países devedores fizessem os maiores esforços para cooperar com o sistema, ajustando e servindo a dívida o máximo possível. Os países devedores concordaram em dar o melhor de si para promover seu retorno ao empréstimo voluntário, de forma a poder utilizar a poupança externa para o financiamento do seu desenvolvimento. Não havia dúvidas quanto à possibilidade de os emprestadores estrangeiros retomarem os empréstimos, uma vez restaurada a qualidade de merecedor de crédito (definido objetivamente em termos de índices de dívida) por parte dos devedores.

Esses três problemas se aplicavam de forma invariável a todos os devedores latino-americanos, embora fossem diferentes as proporções de responsabilidade de cada um pelos problemas da região ou por cada país isoladamente. Não de modo surpreendente, os observadores não concordaram com o peso destinado a cada uma dessas considerações. Caracteristicamente, os funcionários americanos viram a desordem nos países devedores como a causa da crise da dívida:²⁸

“... a crise da dívida simplesmente não aconteceu em 1982 ou não foi consequência do aumento no choque do preço do petróleo de 1979-1980 ou do aumento na taxa cambial do dólar. A causa da crise da dívida teve suas origens internas nas políticas econômicas dos países devedores e, portanto, o que estamos vendo e o que continuaremos a ver é uma mudança nessas políticas — déficits orçamentários, excessivos gastos do governo, interferência estatal nos mercados, controles de preços e assim por diante. . .”.

28. Afirmação de Ciro DeFalco, Tesouro Americano, numa conferência co-patrocinada pelo Joint Economic Committee e pelo Congressional Research Service, *Dealing with the Debt Problem of Latin America*, p. 76.

Os observadores latino-americanos, por outro lado, deram muito pouco peso às suas próprias más administrações e ao conseqüente acúmulo da dívida. Desenvolvimentos macroeconômicos mundiais, mostrados na Tabela 6, são vistos por eles como a principal fonte dos problemas.

TABELA 6
Indicadores macroeconômicos mundiais

Ano	Commodities reais preços (1980 = 100) ^a	LIBOR % a.a.	Inflaçãob % a.a.	Atividade mundialc % a.a.
1960-69	115	5,2	1,0	6,2
1970-79	115	8,0	11,4	3,4
1980	100	14,4	13,0	0,0
1981	96	16,5	-4,1	-7,0
1982	89	13,1	-3,5	-3,3
1983	98	9,6	-3,3	3,3
1984	101	10,8	-2,5	6,5
1985	88	8,3	-0,4	3,0
1986	72	6,9	13,7	1,0
1987	63	6,8	12,8	2,2

Fontes: FMI e Comissão Econômica para a América Latina.

^a Medido em termos de preços de exportação das manufaturas de países industrializados.

^b Taxa de crescimento dos valores unitários de exportação dos países industrializados.

^c Produção industrial.

O caso brasileiro

O caso do Brasil é interessante por não coincidir com a imagem da fuga de capital, supervalorização ou enorme ineficiência no setor público.²⁹ As taxas de juros mais altas e o aumento repentino do ônus da dívida constituem a causa mais imediata da deficiência de divisas estrangeiras. Se não fosse a

29. Ver Dornbusch (1985), Simonsen (1986), Cardoso e Fishlow (1988).

crise mexicana, o rolamento das dívidas e certa arrumação e restrição internas poderiam muito bem ter feito com que os problemas fossem para um segundo plano.

A Tabela 7 mostra o impacto dos choques externos sobre a dívida externa brasileira. Os dados registrados fazem uso de uma análise contrafactual desenvolvida em detalhes por Cardoso e Fishlow (1988) para determinar em quanto a dívida externa aumentou em comparação ao que teria aumentado na ausência de choques externos. Entre 1978 e 1982, a conta corrente *real* teve uma alteração de US\$ 13 bilhões, indo para um déficit. A análise contrafactual demonstra que a deterioração da conta corrente e o conseqüente aumento na dívida podem ser explicados, na maior parte, pelo impacto da lentidão nas exportações, a maior taxa real de juros e preços reais de petróleo mais altos. Esses cálculos nem mesmo incluem o impacto dos reduzidos

TABELA 7

Contribuição dos choques externos para o acúmulo da dívida:
1978-1982
(bilhões de dólares)

Ano	Petróleo (1)	Volume de exportação (2)	Taxas de juros (3)	Total do choque da dívida	Dívida líquida pendente
1978	—	—	—	—	36,2
1979	1,8	—	0,3	2,1	46,4
1980	5,7	0,6	1,1	7,4	57,7
1981	7,1	1,4	2,5	11,0	68,0
1982	6,1	2,4	5,9	14,4	83,5

Fonte: Eliana Cardoso e Albert Fishlow, *A macroeconomia da dívida externa*, São Paulo, Brasiliense, 1989.

Obs.: Os cálculos estão baseados no preço do petróleo de 1978, as taxas de juros reais de 1978 (em termos do deflator americano) e a *performance* das exportações estão baseadas nas variações de uma regressão das exportações.

preços reais de exportação das *commodities* ou os juros sobre a dívida extra decorrente dos choques.³⁰

A tabela mostra que, entre 1978 e 1982, uma soma acumulativa de US\$ 35 bilhões — três quartos do total da dívida líquida acumulada — pode ser explicada pelo ambiente externo desfavorável. O fato de os choques externos poderem explicar tanto sobre o acúmulo da dívida não significa, evidentemente, que não havia erros na política brasileira.

O erro na política é bem explicado pela memorável frase do ministro da Fazenda Delfim Netto: “As dívidas não são pagas, as dívidas são roladas”. Contudo, choques relativamente permanentes precisam de ajustes, não de financiamentos. O erro na política brasileira, se houve, foi a não realização de ajustes de acordo com os choques externos. Porém, em 1981, todos estavam diligentemente explicando como o choque econômico mundial era transitório.

O QUE DEU ERRADO COM O “EMPURRAR COM A BARRIGA”?

A estratégia do “empurrar com a barriga” iniciada pelo Federal Reserve, o Tesouro e o FMI em 1982 foi estabelecida baseada na hipótese de que um retorno à qualidade de merecedor de crédito (via ajuste e uma economia mundial mais favorável) viria rápido, com notoriedade e sem custos extremos tanto para os solicitantes de empréstimos como para os emprestadores. Esse era o ponto de vista de alguns observadores. Cline (1984), o primeiro estudioso a expor uma estrutura e previsões, via o Brasil, em particular, como um dos países com uma perspectiva favorável em sua capacidade de voltar a merecer cré-

30. Para um cálculo alternativo amplamente coerente com as estimativas aqui colocadas, ver Dornbusch (1985). Em seu trabalho, mostra-se que, no período de 1978-1982, um aumento de US\$ 34,9 bilhões na dívida, comparado ao argumento contratual, pode ser atribuído a preços de petróleo mais altos e maiores taxas de juros. Este número é virtualmente idêntico à estimativa no texto, embora tenha se chegado a ele de forma bem diversa.

dito. A Tabela 8 mostra as previsões para o Brasil apresentadas por Cline (1984) em 1983. O argumento básico supôs as seguintes médias para 1983-1986: uma taxa de crescimento dos países industriais de 2,6%, US\$ 30 o barril de petróleo, LIBOR a 9% e uma desvalorização acumulada do dólar de 10%.³¹

TABELA 8

**Previsões de Cline para o Brasil em 1983 e o resultado observado
(bilhões US\$, exceto conforme observações)**

	Conta corrente^a	Conta corrente excluindo juros	Juros^a	Aumento da dívida^b	Dívida/ exportações^c
Previsão de Cline	-3,4	5,8	9,2	4,1	2,0
Observado	-3,0	8,0	10,8	27,3	4,2

Fontes: Cline (1984), Tabela 3.3, FMI e Banco Central.

^a Média anual 1983-1986.

^b Aumento acumulado na dívida total, US\$ bilhões, 1982-1986.

^c Relação entre a dívida líquida e as exportações.

Embora o déficit da conta corrente fosse aproximadamente o que tinha sido previsto, o acúmulo da dívida e o aumento na relação dívida/exportações acabou sendo muito maior do que a previsão. A diferença na dívida acumulada surgiu do fato de que o Brasil enfrentou grandes aflusos de capital — em parte, ligados às permutas dívida-equidade (*debt-equity-swaps*), enquanto o argumento de Cline antecipava substanciais influxos. Mais recentemente, a fuga de capital se tornou uma fonte adicional de aflusos de capital. A séria discrepância entre a relação dívida/exportações e a previsão de Cline deveu-se ao fato de que este supunha uma duplicação do valor das exportações de mer-

31. As médias reais para 1983-1986 são: 3,5% de crescimento, US\$ 24,5 por barril de petróleo, LIBOR a 9% e 8% de desvalorização acumulada do dólar.

cadórias, enquanto que mesmo em 1986 o nível das exportações foi apenas 10% acima do de 1982.

Os desenvolvimentos dos últimos cinco anos tiveram resultados que foram em direções muito diferentes das expectativas de 1982-1983. Fica evidente que não está programado um retorno do Brasil ao mercado voluntário de empréstimos. Ainda que em 1986 um retorno ao mercado de capital parecesse possível, pelo menos na retórica dos credores, as chances hoje são mais uma vez muito remotas. A moratória de 1987 e a desordem interna, incluindo mais de 600% de inflação, foram suficientes para enganar qualquer prestador da noção de que a estratégia da dívida estava em andamento.

Hoje, a estratégia "empurrar com a barriga", mesmo com as intensificações do Plano Baker, é amplamente considerada um fracasso. O problema não era com o crescimento em países industrializados. A perspectiva econômica do FMI em 1982 no argumento básico, para usar uma marca de nível específica, antecipou uma taxa de crescimento de 2,2% em média para o período de 1984-1986, enquanto a taxa real de crescimento foi, na verdade, de 3,1%. Entretanto, houve quatro fatores que divergiram claramente do argumento de 1982.³²

Primeiro, esperava-se que as taxas reais de juros caíssem muito mais do que realmente aconteceu. A perspectiva era de que elas chegassem a uma média de apenas 2% em 1984-1986 (usando o deflator do PIB americano para medir a inflação). Na verdade, porém, as taxas reais atingiram a média de 5,4%,

TABELA 9

**O desconto no mercado secundário para a dívida brasileira
(cents por dólar, preço de venda)**

7/85	7/86	1/87	7/87	9/87	6/88
75	73	74	57	39	51

Fonte: Salomon Brothers.

32. Ver *World Economic Outlook*, do FMI, abr. 1982, para o argumento inicial.

e, mesmo em 1987, elas ainda incomodamente excediam as expectativas prévias. A sensibilidade dos principais devedores a uma elevação nas taxas de juros representou um importante fator na deterioração do quadro. (Chega-se a isso pelo fato de que os *spreads* do Brasil não caíram realmente como aconteceu com os dos outros principais países devedores). A razão principal para altas taxas de juros foi o déficit orçamentário dos Estados Unidos.

Segundo, esperava-se que os preços reais das *commodities* se recuperassem do que se pensava ser uma baixa cíclica. Contudo, na realidade eles continuaram caindo, mesmo em relação aos seus níveis de 1982. No início de 1987, o preço real das *commodities* não derivadas do petróleo não estava no mais baixo nível desde os anos 30. Tinha ficado cada vez mais claro que, em grande parte, tal queda não era cíclica, e sim muito mais uma queda irreversível nos preços reais das *commodities* devido à expansão da capacidade produtiva, no lado da oferta, e inovações e substituições poupadoras de *commodities* no lado da demanda. No caso dos produtos agrícolas em particular, o imenso crescimento na produtividade e a auto-suficiência cada vez maior de muitos importadores tradicionais, bem como as políticas de apoio aos preços em países industriais, levaram ao excesso mundial de oferta.

Terceiro, havia o inesperado (mas historicamente bem conhecido) “problema da transferência”. Este é, em linguagem bem coloquial, a “caixa de quinquilharias da estratégia de ‘empurrar com a barriga’ que descreve problemas resultantes da tentativa de transferir recursos representando uma parcela significativa do PIB dos devedores aos seus credores”.³³ Há três aspectos do “problema da transferência” que merecem ênfase. Primeiro, o esforço no orçamento para servir dívidas (incluindo os juros) ao invés de rolá-las força os recursos orçamentários e leva à criação inflacionária de moeda. Se a dívida interna for emitida para adquirir recursos para o serviço da dívida externa,

33. Ver Fraga (1985), Dornbusch (1986, 1987) e Webb (1988) para uma discussão sobre o problema da transferência em relação ao serviço da dívida e para comparações entre a experiência de Weimar (Alemanha) e Brasil.

então o acúmulo da dívida interna denuncia problemas de dívida e de déficit que são meramente adiados. Segundo, o esforço de transferir recursos para o exterior requer um aperfeiçoamento na competitividade, que é por si mesmo inflacionário.³⁴ E este será mais inflacionário quanto mais rígidos à baixa forem os salários reais. Além disso, estes dois fatores interagem: a necessidade de desvalorizar a taxa real de câmbio a fim de transferir recursos para o exterior aumenta o custo real do serviço da dívida medido em termos da base tributária doméstica.

O terceiro aspecto do “problema da transferência” refere-se à forma na qual a transferência é financiada do lado do recurso: o superávit comercial necessário pode vir de um consumo reduzido (público ou privado) ou de um investimento reduzido. Quando o investimento cai, como foi o caso na América Latina, há uma preocupação com o crescimento sustentável. A noção de que a transferência poderia ser financiada pelas vendas de patrimônio, conseqüentemente evitando de modo aparente *qualquer* grande evasão, é ilusória, como Simonsen (1985, 1986) mostrou com vigor.

Por fim, o esgotamento do cartel já está bem difundido agora. A coesão precária do cartel dos credores está sendo testada cada vez mais à medida que as reprogramações estão se tornando ilimitadas e a ilusão de um breve retorno ao normal desaparece lentamente. As diferenças entre os bancos de grande e pequeno porte e, agora, até mesmo entre bancos de grande e médio porte estão se tornando mais inflexíveis. As diferenças entre os bancos europeus, os do Japão e os principais bancos americanos também são evidentes. O Congresso começa a ver cada vez mais que o modo atual de lidar com o problema da dívida não está de acordo com os interesses públicos. Funcionários de multinacionais, embora talvez não sua administração, admitem abertamente a implausibilidade do “empurrar com a barriga”. Diz-se que cada nova reprogramação será a última

34. Estamos, obviamente, reduzindo a possibilidade de conseguir ganhos de competitividade com uma queda absoluta nos preços e salários, ou seja, pela deflação. No contexto de taxas inflacionárias entre 50 e 200%, uma reversão para os modos de ajuste do século XIX parece improvável.

que possivelmente poderia ser feita, mas a seguinte já está na agenda.

Enquanto os quatro fatores anteriores agiram indubitavelmente em detrimento de um desaparecimento seguro e suave do problema da dívida, tem havido pelo menos um fator favorável, ou seja, os preços do petróleo. Estes, no caso do Brasil, proporcionaram boas notícias compensatórias importantes. De um nível de US\$ 34 em 1982, os preços mundiais do petróleo caíram para uma média de apenas US\$ 25 em 1983-1986. Em 1987, o preço estava em menos US\$ 18. O preço favorável do petróleo ajuda a explicar como toda a conta de juros do Brasil pôde ser paga com os superávits comerciais em 1985.

Mais recentemente, desde 1987, os repetidos aumentos das *commodities* também ajudaram a aliviar o problema do serviço da dívida, pelo menos com relação à questão da transferência externa. No entanto, apesar do rápido aumento dos preços das *commodities* nos mercados mundiais, no início de 1988, os preços dessas *commodities* de interesse para o Brasil ainda não tinham retornado aos seus níveis de 1983.

A SITUAÇÃO ATUAL

A situação hoje é bem compreendida pelo enorme abatimento das dívidas brasileiras no mercado secundário. O Brasil saiu da situação de moratória de 1986, mas a tentativa de regularizar as relações com seus credores não têm como contrapartida melhorias macroeconômicas internas. Assim, as chances de serviço ininterrupto da dívida externa devem ser vistas como pequenas. Com a inflação em meados de 1988 indo muito acima dos 500% e com a dívida pública crescendo em termos reais, rodada dia a dia, não se pode dizer que o problema da dívida esteja em vias de melhorar. A partir daqui, veremos o abatimento da dívida externa no mercado secundário.

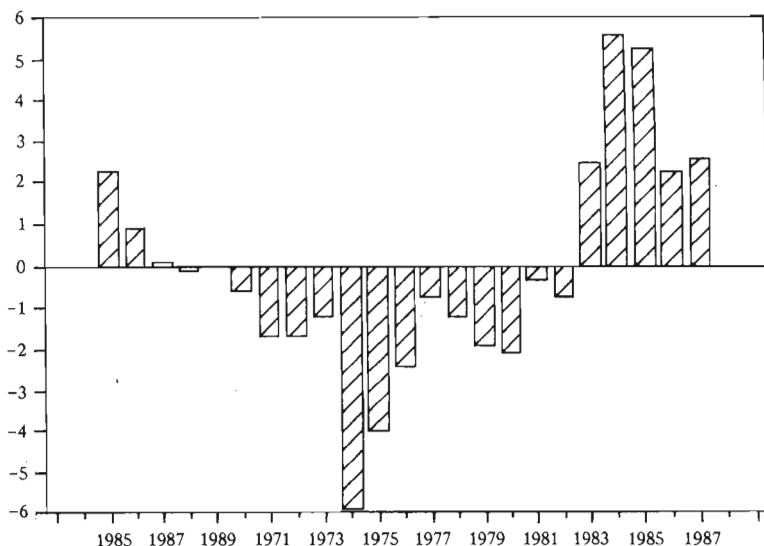
Atualmente, muito do problema com a dívida externa reflete o estado desastroso da macroeconomia interna e a falta de vontade de pagar. A capacidade objetiva de servir a dívida, a longo prazo, está em muito menos discussão do que a vontade do governo em perpetuar o erro político e econômico de continuar a estratégia do "empurrar com a barriga".

O serviço da dívida levanta três questões, entre outras. A primeira é o fluxo líquido de recursos para o exterior. A Figura 7 mostra que desde 1982 o Brasil vem transferindo recursos para fora do país a uma taxa média de mais de 2% do PIB. Na ausência de um nível de poupança maior, essa transferência deverá vir às custas do investimento interno. Segunda, a incapacidade de corrigir o orçamento significa que grande parte do serviço da dívida externa é agora financiada ou pela criação de moeda inflacionária, ou por aumentos na dívida pública interna. O valor real da dívida pública interna está 60% mais alto hoje do que em 1982. Assim, um problema de dívida pública interna surge como um subproduto da tentativa de conter o crescimento da dívida externa.

Terceira, a transferência de recursos para o exterior requer uma taxa real de câmbio que tenha sido muito mais desvalorizada do que seria o caso com uma equilibrada conta corrente

FIGURA 7

Transferência de recursos (Brasil, 1965-1987)
(porcentagem do PIB)



excluindo juros ou mesmo um déficit. Como consequência, há efeitos adversos tanto no padrão de vida como no orçamento. Neste último, a desvalorização real tenderá a aumentar o valor do serviço da dívida externa em termos de base tributária e, conseqüentemente, criará um problema financeiro público ainda pior.

O problema da transferência põe em destaque os custos internos, na balança externa e orçamentária, da realização de uma transferência prematura de recursos reais para os credores. Os custos tomam a forma de padrões de vida diminuídos, hiperinflação, investimentos drasticamente reduzidos e, conseqüentemente, perspectivas de oportunidades de crescimento a longo prazo reduzidas. A insistência no *cash collection* nos últimos cinco anos agravou muito esses problemas de transferência. Mesmo no Brasil, onde os recursos estrangeiros tinham sido bem investidos na balança pelo menos até o final dos anos 70, os custos foram significativos, como fica claro na Tabela 10, que mostra a deterioração do desempenho macroeconômico na década de 80.

A renda *per capita* mal supera o nível de 1980 (certamente, esse desempenho é muito melhor do que em qualquer outro lugar da América Latina), o investimento caiu e a inflação con-

TABELA 10

Indicadores macroeconômicos: Brasil 1970-1987
(porcentagem média anual)

Período	Crescimento real per capita	Taxa de inflação (IGP-FGV)	Investimento/ PIB	Transferência de recursos para o exterior PIB
1970-75	7,4	23	22,8	-2,54
1976-80	4,5	57	22,5	-1,87
1981-85	-0,7	173	18,5	2,5
1986	5,3	65	20,5	2,3
1987*	0,4	416	—	2,6

Fonte: Banco Central.

* Estimativas.

tinua a taxas sem precedentes. A má administração explica grande parte desse desempenho insatisfatório, mas há poucas dúvidas quanto ao ambiente externo também ter tido o seu papel. Em particular, a política de permitir o aumento da dívida interna para servir a dívida externa evoluiu agora para um enorme problema fiscal. A possibilidade de um não pagamento da dívida pública *interna* é de amplo conhecimento e redundando numa drástica redução da data média de vencimento da dívida interna para apenas alguns dias. Isto é, evidentemente, o cenário no qual pode surgir uma crise de fundos (*funding crisis*).

Pouco se duvida de que erros de política interna expliquem uma grande parte das dificuldades atuais. Isso não significa, é claro, que o serviço da dívida externa pode ou deveria permanecer inalterado, com todos os ajustes caindo exclusivamente sobre a economia interna. Os credores estão prontos para obter lucros de uma macroeconomia brasileira melhorada; e, portanto, se deveria fazer com que eles participassem do esforço de reconstrução. O ajuste mais importante deve acontecer nas finanças públicas internas, mas os credores deveriam contribuir através de financiamentos de investimentos internos no período crítico de transição. Esboçamos agora as características principais de tal proposta.

Uma proposta de dívida

Há maneiras nas quais os interesses de longo prazo de devedores e credores possam ser conciliados? A resposta é sim! Um esquema que recicla uma grande parte dos pagamentos dos juros no país dispensa a necessidade de superávits comerciais e a resultante evasão de investimentos. Assim, isso tornaria possível o investimento e o crescimento e ainda proporcionaria aos credores o serviço da dívida, ainda que em investimentos que não possam ser repatriados no momento.

Isso poderia ser praticamente conseguido adotando-se o seguinte procedimento. Um superávit comercial de talvez 1% do PIB seria usado para servir uma parte menor da dívida, na maioria crédito comercial e dívidas com governos e agências multilaterais. Uma porção menor desses recursos também poderia ser usada na forma de leilões para comprar todos os direitos

dos pequenos bancos credores estrangeiros que estivessem dispostos a aceitar descontos profundos.

A maior parte da dívida seria paga com certificados de investimento (certificados de Baker) — cruzados, que são, em parte, automaticamente emprestados ao governo para financiar os investimentos do setor público e, em parte, poderão ser usados para financiar empréstimos ou aquisição de ativos no Brasil. A única restrição sobre a disposição dos certificados de Baker ou sobre os investimentos que gerarem seria que eles poderiam ser transferidos para fora do Brasil. Em conjunto com uma séria reforma fiscal, essa alteração no serviço da dívida restauraria o investimento e o crescimento normal e, conseqüentemente, proporcionaria segurança máxima de uma transferência final de recursos aos credores.

Esse esquema dá ao Brasil basicamente alguns anos para restabelecer um desempenho macroeconômico normal antes de retomar as transferências de recursos para o exterior. Ele dá ênfase ao fato de que o serviço da dívida tem, em última análise, melhor garantia com investimento e crescimento.

APÊNDICE
TABELA A-1
Dívida externa

Período	Dívida total (bilhões de dólares correntes)	Dívida real per capita (em dólares = 1986) ^e	Dívida/índice da renda ^f 1970 = 100
1929-39	1,190 ^a	287	582,3
1940-45	0,855 ^a	153	255,8
1946-50	0,600 ^b	60	81,9
1951-55	1,227 ^c	96	107,4
1956-60	2,201 ^c	131	123,5
1961-64	3,545 ^c	168	133,5
1965-69	3,755 ^c	138	103,1
1970	5,295 ^c	156	100,0
1971	6,622 ^c	179	105,9
1972	9,521 ^c	239	129,4
1973	12,572 ^c	291	141,3
1974	17,166 ^c	355	162,2
1975	21,171 ^c	389	173,1
1976	25,985 ^c	438	181,9
1977	35,737 ^d	551	224,2
1978	48,111 ^d	675	268,4
1979	56,104 ^d	706	268,2
1980	64,648 ^d	712	254,0
1981	75,511 ^d	742	280,7
1982	83,265 ^d	751	288,6
1983	91,632 ^d	779	314,8
1984	102,039 ^d	815	319,3
1985	105,126 ^d	795	294,9
1986	110,572 ^d	798	280,6

Fontes:

- ^a Marcelo de Paiva Abreu, "Brazilian Public Foreign Debt Policy, 1931-1943", *Brazilian Economic Studies*, Rio de Janeiro, IPEA, 1978, n.º 4. Os números da Tabela 1 foram convertidos para dólar.
- ^b John T. Donnelly, "External Financing and Short-Term Consequences of External Debt Servicing for Brazilian Economic Development, 1947-1968", *The Journal of Developing Areas*, abr. 1973, pp. 411-430.
- ^c Banco Central do Brasil: Dívida a Longo e Médio Prazos.
- ^d Banco Central do Brasil, Dívida a Longo, Médio e Curto Prazos.
- ^e Dívida nominal deflacionada pelo deflator de preços implícito dos Estados Unidos para o PNB, *The National Income and Product Accounts of the U.S.*, Departamento de Comércio dos Estados Unidos. População brasileira antes de 1950: dados retirados de Villela e Suzigan, *Política de Governo e Crescimento da Economia Brasileira — 1889-1945*, Rio de Janeiro, IPEA/INPES, 1973. Depois de 1950: FMI, *International Financial Statistics*.
- ^f Obtido pela divisão do índice da dívida real *per capita* pelo índice do PIB real *per capita*.

TABELA A-2**Dívida brasileira e déficits
(% do PIB)**

	1982	1983	1984	1985	1986
ESESP ^a	15,8	19,9	23,3	27,5	10,8
Déficit operacional ^b	6,6	3,0	2,7	4,3	3,7
Dívida total/PIB	28,8	45,0	47,7	49,2	46,9
Transferência de recursos para o exterior	-1,4	2,0	5,4	4,8	2,3
Parcela da dívida externa na dívida total (%)	55,5	64,1	60,4	59,3	59,11

Fontes: Banco Central e Ministério da Fazenda.

^a Necessidade de financiamento do setor público, % do PIB.

^b % do PIB.

TABELA A-3**Brasil: Estrutura da dívida externa em 1987**

	Bilhões US\$	Porcentagem
Total	110,4	100,0
Instituições oficiais	28,3	25,6
Organizações internac.	13,7	12,4
Governos	14,6	13,2
Emprestadores privados	82,1	74,4
Bancos	75,0	68,0
Bancos americanos	(22,2)	(20,1)
Outros	7,1	6,4

Fonte: Banco Central.

Referências

- Abreu, M. de Paiva, "Brazilian Public Foreign Debt Policy 1931-1943", *Brazilian Economics Studies*, Rio de Janeiro, IPEA, (4) 1978.
- , "A Dívida Pública Externa do Brasil, 1824-1931", *Estudos Econômicos*, 15 (2): 167-189, maio 1985.
- Avramovic, Dragoslav, *Economic Growth and External Debt*, Baltimore, The Johns Hopkins Press, 1964.
- Bittermann, Henry, *The Refunding of International Debt*, Durham, Duke University Press, 1973.
- Boucas, V., *História da Dívida Externa*, Rio de Janeiro, 1950.
- Calogeras, J. Pandia, *La Politique Monétaire du Brésil*, Rio de Janeiro, Imprensa Nacional, 1910.
- Campos, C. de Souza, *Dívida Externa*, Rio de Janeiro, 1946.
- Cardoso, E. e Fishlow, A., *Macroeconomia da Dívida Externa Brasileira*, São Paulo, Brasileira, 1989.
- , "Exchange Rates in Nineteenth Century Brazil: An Econometric Model", *Journal of Development Studies*, 19 (2): 170-78, jan. 1983.
- , "Lessons of the 1890s for the 1980s: Comments", in Findlay, R. (ed.), *Debt Stabilization and Development*, Basil Blackwell, 1988.
- Castro C. L., *História Financeira e Orçamentária do Império do Brasil desde a sua Fundação*, Rio, Imprensa Nacional, 1889.
- Cline, W., *International Debt*, Cambridge, MIT Press, 1984.
- Donnelly, J. T., "External Financing and Short-Term Consequences of External Debt Servicing for Brazilian Economic Development, 1947-1968", *The Journal of Developing Areas*, abr. 1973, pp. 411-430.
- Dornbusch, R., "External Debt, Budget Deficits and Disequilibrium Exchange Rates", in Smith, G. e Cuddington, J. (eds.), *International Debt and Developing Countries*, Banco Mundial, 1985a.
- , "Policy and Performance Linkages Between LDC Debtors and Industrial Nations", *Brookings Paper on Economic Activity*, 2, 1985b.

- , "Stopping Hyperinflation: Lessons from the Experience of Germany in the 1920s" in Dornbusch, R. *et alii* (eds.), *Macroeconomics and Finance: Essays in Honor of Franco Modigliani*, Cambridge, MIT Press, 1987a.
- , "Developing Country Debt: Anatomy and Solutions", Nova York, Twentieth Century Fund, 1987b (a ser editado).
- Edelstein, Michael, *Overseas Investment in the Age of High Imperialism*, Nova York, Columbia University Press, 1982.
- Feis, Herbert, *Europe The World's Banker, 1870-1914*, Nova York, Norton, 1965.
- Fishlow, A., "Lessons of the 1890s for the 1980s", in Findlay, R. (ed.), *Debt, Stabilization and Development*, Basil Blackwell, 1988.
- Feldstein, M., "International Debt Service and Economic Growth: Some Simple Analytics", NBER, Working Paper n.º 2076, 1986.
- , "Latin America's Debt", *The Economist*, 27.6.1987.
- Fraga, A., *German Reparations and Brazilian Debt: A Comparative Study*, Princeton Studies in International Finance, International Finance Section, Princeton University, 1986.
- Goldsmith, Raymond, *Desenvolvimento Financeiro sob um Século de Inflação*, São Paulo, Harper, 1986.
- Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística, *Estatísticas Históricas do Brasil*, Rio de Janeiro, IBGE, 1986.
- Kindleberger, Charles, "The 1929 World Depression in Latin America From Outside", in Thorpe, R. (ed.), *Latin America in the 1930s*, Londres, Macmillan, 1984.
- , "Historical Perspective on Today's Third-World Debt Problem", cap. 12, pp. 190-211, e "International Propagation of Financial Crises", cap. 14, pp. 226-239, in *Keynesianism vs Monetarism*, Boston, P. Allen and Unwin, 1985.
- Maddison, A., *Two Crises: Latin America and Asia 1929-38 and 1973-83*, OCDE, 1985.
- Marques Moreira, M., *The Brazilian Quandary*, Nova York, Twentieth Century Fund, 1986.
- Ministério da Fazenda, Brasil, "The Financing of Economic Development in the Period 1987-1991", Brasília, 31.3.1987.

- Nogueira Batista, P., *Mito e Realidade da Dívida Externa Brasileira*, Rio de Janeiro, Paz e Terra, 1983.
- Pelaez, Carlos Manuel, e Suzigan, Wilson, *História Monetária do Brasil*, Rio de Janeiro, IPEA/INPES, 1976.
- Rippy, J. Fred, *British Investment In Latin America, 1822-1949*, Nova York, Arno Press, 1977.
- Simonsen, M., "The Developing Country Debt Problem", in Smith, G. e Cuddington, J. (eds.), *International Debt and the Developing Countries*, Banco Mundial, 1985.
- , "Brazil", in Dornbusch, R. e Helmers, L. (eds.), *The Open Economy: Tools for Policy Makers in Developing Countries*, Banco Mundial, 1986.
- Stone, Irving, "British Direct and Portfolio Investment in Latin America Before 1914", *Journal of Economic History*, 37 (3): 690-722, set. 1977.
- Taussig, F. W., *International Trade*, N. York, Macmillan, 1928.
- Webb, S., "Comparing Latin American Debt Today With German Reparations After World War I", Departamento de Estado dos EUA, Equipe de Análise Econômica e de Planejamento, PASA Working Paper n.º 5, fev. 1988.
- Werhahn, P., *Kapitalexport und Schuldentransfer im Konjunkturverlauf*, Jena, Verlag Gustav Fischer, 1937.
- Wileman, J. P., *Brazilian Exchange: The Study of an Inconvertible Currency*, Buenos Aires, Galli Bros, 1896; reimpresso em Nova York, Greenwood Press, 1969.
- Williams, John H., *Argentine International Trade under Inconvertible Paper Money, 1880-1890*, Cambridge, Harvard University Press, 1920.