



A lógica por trás das recomendações estrangeiras para a política econômica do Brasil visando a obtenção de empréstimos no exterior

MARCELO LUIZ DELIZIO ARAUJO¹

1. Definições

A década de 1980 encontrou o Brasil, assim como quase toda a América Latina, às voltas com uma dívida externa aparentemente impagável e imerso numa gigantesca crise econômica que representou um enorme desafio para sua superação. Visando obter novos empréstimos e rolar a dívida, nossa economia ficou exposta a sucessivas recomendações estrangeiras, o que resultou em planos econômicos os mais diversos.

Identificamos como recomendações estrangeiras na década de 1980 aquelas promovidas pelo FMI no contexto da renegociação da dívida em 1982, o grupo de propostas conhecido como Plano Baker (1985), o Plano Brady (1989) e o Consenso de Washington (também 1989). Estas recomendações, atreladas à obtenção de novos empréstimos ou à rodadas de negociação da dívida externa devem ser entendidas num escopo mais amplo: são a continuidade de uma prática que remonta aos primeiros empréstimos que o Brasil tomou junto a nações européias, já no século XIX, e que inclui também as chamadas missões de *Money Doctors* nas primeiras décadas do século XX² e propostas do FMI no pós-guerra.

No escopo destas recomendações, ao longo destes dois séculos, percebemos a persistência de algumas cláusulas com surpreendente perenidade ligadas à ortodoxia. A adesão “necessária” ao “padrão-ouro” e a exigência pela criação de um banco central independente são exemplos de recomendações circunscritas num dado momento, superadas, porém, pelos acontecimentos históricos. Há, no entanto, recomendações praticamente imutáveis ao longo do tempo, cláusulas de notável perenidade, ainda que a economia mundial tenha sofrido transformações. Neste caso, podemos citar a exigência de superávit em transações correntes (para garantir o pagamento da dívida), a redução dos gastos do Estado e a necessidade de empréstimo com pagamento em moeda estrangeira, cláusula essa de muita importância para entender o caráter dessas recomendações.

Cabe aqui definir o que pretendemos por “recomendações estrangeiras sobre as políticas econômicas” brasileiras. Enquadramos neste rótulo aquelas propostas formalizadas, algumas mesmo originadas em missões de especialistas de países estrangeiros, no intuito claro

¹ IBGE, Mestre em História Econômica – FFLCH USP

² Missões Montagu em 1924 e Missão Niemeyer em 1931 (PAIVA ABREU, 2011).



2

de intervir no andamento da economia nacional. O objetivo apregoado seria garantir o bom funcionamento da economia brasileira de modo a tornar possível o pagamento do serviço da dívida a ser contraída, afastando o risco de *default*. Estas recomendações, diretamente ligadas ao fornecimento de empréstimos, espelham uma relação de autoridade e subserviência entre nações ditas independentes e autônomas. Mais que isso, são a evidência de uma relação conflituosa entre Centro e Periferia do sistema³.

2. Empréstimos e recomendações internacionais:

As recomendações estrangeiras acompanham o fornecimento de crédito internacional. O Brasil, tão logo obtém a independência política, torna-se tomador de empréstimos no exterior. Grosso modo, esses empréstimos seriam feitos em moeda estrangeira. A tabela a seguir exibe um histórico destes empréstimos em moeda estrangeira durante o século XIX.

Tabela 1: Empréstimos para o Brasil, pós independência, no Século XIX

| Brasil Independente – Empréstimos de Dívida Externa Federal. Séc. XIX | | | | | |
|---|-------------|-------|------|--------------|-------|
| Anos | Empréstimos | Taxas | Anos | Empréstimos | Taxas |
| 1824/5 | £ 1.333.300 | 5,0% | 1865 | £ 6.963.600 | 5,0% |
| 1825 | £ 1.400.000 | 5,0% | 1871 | £ 3.549.600 | 5,0% |
| 1829 | £ 769.200 | 5,0% | 1875 | £ 5.301.200 | 5,0% |
| 1839 | £ 411.200 | 5,0% | 1883 | £ 4.599.600 | 4,5% |
| 1843 | £ 732.600 | 5,0% | 1886 | £ 6.431.000 | 5,0% |
| 1852 | £ 1.040.600 | 4,5% | 1888 | £ 6.297.300 | 4,5% |
| 1858 | £ 1.526.500 | 4,5% | 1889 | £ 19.837.000 | 4,0% |
| 1859 | £ 459.500 | 5,0% | 1895 | £ 7.442.000 | 5,0% |
| 1860 | £ 1.360.100 | 4,5% | 1898 | £ 1.420.889 | 5,0% |
| 1863 | £ 3.855.300 | 4,5% | | | |

Fonte: BOUÇAS, 1950 (Adaptada)

Cabe ressaltar que nem todos os empréstimos obtidos no exterior foram em moeda estrangeira. Na verdade, houve um único empréstimo em moeda local, em 1875, momento em

³ Wallerstein enxerga na Economia Mundo, o sistema capitalista se espraiando do centro para a periferia, numa relação de exploração e conflito. Em sua visão, o Capitalismo não existe sem o subdesenvolvimento. Para o autor, o sistema, ao mesmo tempo em que transfere seu centro nervoso para áreas cada vez maiores e populosas, estaria ocupado em explorar de forma crescente a periferia, exaurindo seus recursos em prol das nações centrais. (WALLERSTEIN, 1983)



3

que a moeda nacional estava enquadrada no “padrão-ouro”, exceção que confirma a regra, antes de tudo.

Obter empréstimos no mercado internacional com serviço em moeda estrangeira era o padrão na economia mundial no século XIX, padrão este que se perpetuou no século XX.

“Borrowing abroad also implied borrowing in foreign currencies. Today, many emerging countries find it impossible to borrow abroad in their own currency (...). Something similar existed one century ago. According to John Francis (1859), exchange rate guarantees in international bond issues were innovation that had been pioneered by the London Rothschilds. The guarantees were widely of the 1820s (Fodor 2000). As foreign investment soared, this practice became widespread. Prior to the advent of the gold standard, countries were alternatively tied to gold, silver, or bimetallic currencies depending on the market they were tapping. With the spread of the gold standard on Western Europe, gold clauses generalized” (BORDO, 2003: 436).

A origem da prática remonta a 1821, quando possuidores dos títulos da dívida da Espanha, emitidos na moeda espanhola, não conseguiram vender seus títulos no mercado secundário de Londres, o que dificultaria mitigar o risco dos credores.

Visando renegociar a dívida, de modo a garantir a negociação dos títulos no mercado inglês, a casa Rothchild (credora) negocia com a coroa espanhola e reemite os títulos, agora em Libras Esterlinas. Na mesma década, toda a América Latina, recém independente, solicitava empréstimos (os países, recém criados, necessitavam de capital para alavancar a economia interna). Diante da experiência com os títulos da Espanha, os empréstimos para a América latina também foram emitidos em Libras (FLANDREAU, 2005: 160).

Obter empréstimos com obrigatoriedade de pagamento em moeda estrangeira, porém, não era um bom negócio para o país tomador do empréstimo: significava a este país assumir uma dívida em uma moeda que não dispunha e a uma taxa de câmbio que não controlava totalmente.

A tomada de empréstimos em moeda estrangeira implica, em princípio, num maior risco também para o prestador, dado que, pelo fato do tomador do empréstimo não controlar totalmente a taxa de câmbio e por adquirir obrigações numa moeda que não dispõe, o risco de *default* por parte deste é bastante maior nos casos de dívida externa do que num similar empréstimo em moeda local.

Por sua vez, um empréstimo em moeda local significaria um risco cambial ao prestador. Supondo uma desvalorização da moeda do país tomador do empréstimo, o valor



4

a ser recebido como serviço da dívida poderia ser drasticamente reduzido e mecanismos de proteção cambial seriam necessários.

A condição que se punha ao prestador no século XIX, momento em que os mecanismos de proteção cambial não estavam desenvolvidos, era um trade-off entre fornecer empréstimos aceitando pagamentos em sua moeda corrente (moeda estrangeira para o tomador de empréstimo), assumindo um risco elevadíssimo de *default* ou fornecer crédito aceitando pagamento em outra moeda que não a sua (moeda local para o tomador de empréstimo), com menor risco de *default*, porém elevado risco cambial.

A escolha, como já adiantamos, foi a de fornecer empréstimos em sua moeda corrente, o que implicava ao tomador de empréstimo adquirir dívida em moeda estrangeira. Para pulverizar o risco de *default*, no entanto, os mecanismos de mercado não pareciam suficientes. Assim, além de maiores taxas de juros, os empréstimos eram acompanhados por uma lista de exigências para a economia nacional. Estas exigências, com a maturação do sistema, transformaram-se numa lista de condições as quais a economia receptora deveria seguir com o intuito de garantir a saúde financeira nacional e o pagamento da dívida. Estas listas de exigências implicam nas recomendações estrangeiras, que a partir do início do século XX seriam institucionalizadas com as missões de *Money Doctors* e com a atuação do FMI no pós-guerra (PAIVA ABREU, 2011).

No Brasil, país periférico, exportador de matéria prima e consumidor de artigos industrializados produzidos nas economias centrais, havia a necessidade de capital para alavancar a economia durante todo o século XIX. A obtenção destes empréstimos, neste primeiro momento, estava condicionada ao lastreamento da moeda nacional em Libras Esterlinas (a Inglaterra, no início do séc. XIX era o único país a usar o ouro como padrão monetário).

Na virada do século XX, a necessidade de capital intensificara-se: o foco do governo brasileiro era agora a proteção ao grande produtor rural e a defesa do preço do café, o que implicava em novos empréstimos que garantiriam o lucro privado a uma elite nacional, e, como diria Celso Furtado, a “socialização das perdas”⁴.

⁴ “Socialização das Perdas”, mecanismo descrito por Celso Furtado em “Formação Econômica do Brasil” (1954) em que o governo brasileiro, em meio à política de defesa do preço do café, desvalorizava a moeda nacional em caso de redução do preço do café no mercado internacional, de modo a manter os lucros dos produtores em igual proporção, porém elevando os custos dos produtos importados, o que implicaria em perdas para toda a população (FURTADO, 1954).

É neste contexto histórico que se inserem os *Money Doctors* americanos e britânicos. O “padrão-ouro” já não era consenso internacional. A economia mundial recuperava-se da 1ª Guerra Mundial e era grande a demanda internacional por capital. Uma preocupação constante dos fornecedores de crédito recaía sobre o nível de solvência das economias tomadoras de empréstimos. O medo de calote levava a medidas severas por parte dos países credores, como no episódio da intervenção conjunta da Grã Bretanha, Alemanha e Itália sobre a Venezuela em 1902, ou nas 36 intervenções militares dos Estados Unidos na América Latina entre 1898 e 1926, para garantir o pagamento das dívidas, (BASTOS, 2012).

Os empréstimos somente eram liberados se as economias receptoras apresentassem um cenário de segurança ao fornecedor. Para atestar a saúde das economias periféricas, diversas missões de *Money Doctors* eram contratadas hora por governos dos países visitados, hora pelas instituições dispostas a fornecer empréstimos às economias da região.

A estreita ligação das economias dos países da América Latina com a economia dos Estados Unidos leva a uma ampla maioria de *Money Doctors* americanos no subcontinente nas primeiras décadas do século XX, dentre estes, o mais célebre foi Edwin Kemmerer, responsável pela missão a Bolívia, Chile, Colômbia, Peru e Guatemala. Suas recomendações: criação de Bancos Centrais independentes e a adoção do “padrão-ouro” com variações sutis de país para país.

A costa Leste da América Latina, por sua vez, recebeu visitas de *Money Doctors* britânicos. A Argentina mantinha fortes laços comerciais com a Inglaterra, o principal destino de suas exportações. Já o Brasil, segundo Paiva Abreu (2011), embora exportasse mais de 40% de sua produção (basicamente café) para os EUA e apenas 8% para a Inglaterra em 1920, recebeu a visita de *Money Doctors* britânicos por exigência da casa Rothschilds, geradora dos empréstimos que sustentavam nossa política de defesa do preço do café.

O Brasil recebeu duas missões de *Money Doctors* entre as décadas de 1920 e 1930: as missões Montagu (1924) e Niemeyer (1931).

A missão chefiada por Edwin Samuel Montagu, grosso modo, pregava a venda do Banco do Brasil, a constituição de um Banco Central independente, com 50% de capital estrangeiro, que fiscalizariam o tesouro, e a estabilização de nossa moeda, ao menos parcialmente, recomendação esta em sintonia com a reconstrução internacional do “padrão-ouro”, abandonado nos anos da I Guerra Mundial.



6

A missão de Sir Otto Niemeyer, acordada com o governo brasileiro de Julio Prestes em 1930, mas recebida pelo governo de Vargas em 1931 não seria muito diferente. Niemeyer posicionou-se contra um novo empréstimo ao Brasil e sugeriu o controle e estabilização do câmbio (a retomada do “padrão-ouro”, ainda que todo o mundo estivesse abandonando o sistema), a criação de um Banco Central independente conforme a ortodoxia e o controle severo dos gastos públicos para assegurar o equilíbrio orçamentário (PAIVA ABREU, 2011).

Ao final da 2ª Guerra Mundial, segundo Kahler (1994), o FMI é criado dividido por um ideário Keynesiano, onde as reservas do fundo deveriam estar disponíveis a ajudar as economias que solicitassem socorro, e por normas ortodoxas, propostas por Write, segundo a qual, o Fundo deveria aproximar-se politicamente do país tomador de empréstimo e ditar as regras neste.

A criação do FMI pode ser entendido como uma institucionalização das atividades dos Money Doctors. Diante do sucesso das teorias keynesianas no imediato pós Segunda Guerra, os Money Doctors americanos do FMI num primeiro momento desempenhem um papel mais heterodoxo, aceitando a ação estatal como impulsionador da economia, e acompanhando de longe as atividades nos países tomadores de empréstimo, tal qual descrito por Helleiner (2003).

Este interregno heterodoxo dura pouco tempo, porém. Logo, o FMI, já nos anos 1960, assumem uma postura estritamente heterodoxa, pregando, sobretudo aos países da América Latina, o livre mercado e estado mínimo, além de superávits e controle de gastos para que fosse cumprido o serviço das dívidas como forma de garantir a manutenção do fluxo de empréstimos em moedas estrangeiras para a rolagem das dívidas dos países periféricos.

Durante a crise das dívidas da América Latina na década de 1980, quando a taxa de juros americanos disparam, o FMI mantém seu discurso ortodoxo, que culminaria com o consenso de Washington em 1989, um receituário bastante simples, criado para condicionar a adesão ao Plano Brady (1989) de renegociação das dívidas, que compilava propostas extritamente ortodoxas, contrárias à ação do Estado na economia, com a redução dos gastos e a obtenção de superávits (WILLIAMSON, 1989).

Fica claro com estes casos que a função das recomendações não era exatamente a de garantir o bom funcionamento da economia brasileira, mas apenas a de garantir o serviço da dívida. Na verdade, objetivava-se gerar reserva para que o país honrasse seus compromissos com os credores, nem que para isso, nada restasse para fomentar o crescimento nacional.

Toda a condição de fornecer empréstimos às nações periféricas, já endividadas, ainda que expusesse o prestador a um risco muito elevado, levava a uma clara desvantagem ao país tomador do empréstimo. Segundo Haussman, Panizza e Stein (2005), se um país é incapaz de adquirir empréstimos estrangeiros em sua moeda local, ele está condenado a sofrer o chamado “Pecado Original” (HAUSSMAN, 2000), ou uma condição que resulta num acúmulo de desequilíbrio cambial na sua balança de pagamentos.

A obtenção de empréstimo em moeda estrangeira, mais do que uma saída para os problemas de falta de moeda para nações recém nascidas, implica em novos problemas. Segundo Eichengreen e Haussman (2005) os países com empréstimos em capital estrangeiro são mais instáveis e passíveis de crise – oferecem maiores riscos, portanto (EICHENGREEN e HAUSSMAN, 2005: 30). Pior: além de arcar com uma obrigação em moeda estrangeira, a qual não possui mecanismos para controlar o preço, nem dispõe de reservas para cumprir os serviços da dívida, comprometer o crédito e tornar mais instável todo o sistema monetário nacional, a nação tomadora de empréstimo em moeda estrangeira pode ver sua soberania seriamente posta em cheque, como já ocorreu nos casos das missões internacionais do tipo Money Doctors citadas acima.

Diante disto, não é de se admirar que países afetados pelo “Pecado Original” tenham um difícil e longo caminho para equilibrar as contas públicas. Suas taxas de juros são mais variáveis que em outros países “livres do pecado”. Pior, como emprestar para estes países mais voláteis e instáveis representa um risco maior, o prêmio pelo risco cobrado é maior, com as taxas de juros maiores levando estes países ao limite da insolvência.

A pergunta que fica implica em tentar entender o porquê de uma preferência tão longeva pelos empréstimos em moeda estrangeira, o “Pecado Original”, mediante o alto risco de *default* para a nação credora e os evidentes prejuízos às nações devedoras. Se, ao prestador, o risco de não receber o serviço da dívida era tal a ponto de, além de cobrar altas taxas de juros, implicar num rol de recomendações estrangeiras como as que o Brasil foi alvo por dois séculos, por que simplesmente não aceitar um empréstimo em moeda local, com garantias de proteção quanto ao risco cambial?

3. Explicação Institucional



8

A resposta implica em entender a condição internacional em que a cláusula de empréstimos em moeda estrangeira teve início. Já vimos que a prática teve início com os empréstimos fornecidos à Espanha em 1821, e o motivo foi a dificuldade de negociação dos títulos em moeda espanhola no mercado secundário de Londres.

A este fato, seguiu-se a independência da América Latina e a necessidade de capital para alavancar os novos países. De fato, no século XIX, os países tomadores de empréstimo (grupo ao qual o Brasil pertence) eram, na sua maioria, nações com independência recente e moedas não representativas, sem paridade com o sistema financeiro internacional.

Para as jovens nações, desprovidas de capital (ou já endividadas, no caso brasileiro) (BOUÇAS, 1950: 59), a única forma de se capitalizar e impulsionar a atividade econômica era através da obtenção de empréstimos no exterior. Porém não havia garantias a oferecer aos credores. Teríamos um problema de credibilidade, portanto, como força motriz por trás dos empréstimos em moeda estrangeira. Outras nações, sem credibilidade, também estariam fadadas ao “Pecado Original”.

Por credibilidade no século XIX, entendemos um status internacional de bom pagador – algo difícil para uma nação recém nascida ou de poucos recursos. Na ausência deste status, os empréstimos seriam fornecidos mediante o lastreamento da moeda local em Libras Esterlinas, que adotava o ouro como padrão monetário. O “padrão-ouro” só seria internacionalmente aceito após a década de 1870.

Definimos esta visão como a “Explicação Institucional” para o problema do “Pecado Original”. Neste ponto de vista, mais ortodoxo, o “Pecado Original” enfatizaria as expectativas. Alguns países não têm reputação suficiente para obter empréstimos em sua moeda, então o mercado os classifica de modo a dificultar as tomadas de empréstimos. A resposta para este problema está em criar credibilidade criando algumas instituições saudáveis: um banco central independente, uma legislação reguladora e a proteção aos direitos de propriedade (FLANDREAU, 2005: 154).

A explicação institucional é defendida por autores como Rogoff e Reinhart. Segundo estes, “a disposição de pagar, não a capacidade de pagar, é o principal determinante dos clores soberanos” (ROGOFF, 2010: 54). As instituições do país (legislação que garanta o direito à propriedade, liberdade para o capital e Estado solvente) estariam na raiz do fornecimento de empréstimos em moeda estrangeira ou local. Na opinião dos autores, a reputação do país é fundamental para o empréstimo que ele venha a obter (ROGOFF, 2010: 58).



9

4. As causas para o empréstimo em moeda estrangeira e para as recomendações

Eichengreen e Hausmann (1999) propõem outra explicação para a preferência pelos empréstimos em moeda estrangeira. Os autores reconhecem que as nações recém formadas careciam de instituições que os tornasse confiáveis às vistas dos credores. Na ausência destas instituições, só restaria às nações devedoras obter o empréstimo em moeda estrangeira. No entanto, esta percepção é falha. Se o problema era a ausência de instituições que ofereceriam um colchão de segurança aos emprestadores (legislação que garanta o direito à propriedade, liberdade para o capital e Estado solvente), por que o empréstimo em moeda estrangeira era imposto também a países possuidores destas instituições?

Em um artigo de 2005, Flandreau, e Sussmann, adicionam um novo aspecto a esta questão. Os autores constatam que a cláusula do empréstimo em moeda estrangeira era imposta, sobretudo, a países periféricos:

“Foreign-currency-denominated debts are not randomly distributed throughout the world. They predominate in the liabilities of less-developed nations of Asia and Latin America, which tend to be precisely those with the highest risk to run into a serious exchange rate crises. The so-called original sin hypothesis describes this phenomenon and its implications: some countries just do not issue debt denominated in their own currency, and as a result, the array of exchange rate strategies available to them is typically smaller than that available to the western world” (FLANDREAU, 2005: 154).

Novamente, se os problemas são as instituições, porque o fenômeno era notadamente percebido sob um viés regional, com forte concentração nos países da América Latina e na Ásia? Esta divisão regional indica que não havia boas instituições nestes países, ou implicaria numa visão eurocêntrica do problema?

Segundo Eichengreen e Hausmann (1999), o “Pecado Original” não está atrelado a problemas institucionais dos países tomadores de empréstimo, mas a algo relacionado à estrutura do sistema financeiro internacional do século XIX. Propomos que a manutenção da cláusula por todo o século XX ocorreu por *path dependence*.

Entender o sistema financeiro no século XIX passa por compreender o “padrão-ouro”.

4.1 O “padrão-ouro”

Segundo Eichengrenn, em seu livro “A Globalização do Capital” (2000), o “padrão-ouro” foi um “Sistema Internacional de taxas de câmbio fixas” (EICHENGREEN, 2005: 30), que perdurou entre 1870 e a década de 1920, sem, no entanto, haver um acordo internacional que normatizasse sua aplicação. Sua adoção como padrão financeiro foi resultado de um acúmulo de resoluções internacionais em cadeia, com a Inglaterra (economia central) sendo o primeiro país a adotá-lo, sendo seguida pela Alemanha e pelos Estados Unidos.

O funcionamento do “padrão-ouro”, ao menos em teoria, obedecia ao modelo proposto por David Hume em 1752. Segundo este modelo, “o nível geral de preços do país deveria ser proporcional ao volume de seus meios de pagamento” (MENEGHETTI, 2006: 14), totalmente composto por moedas de ouro ou lastreadas em ouro (representativas).

A ocorrência de um superávit comercial aumentaria o estoque de ouro e o volume de moeda circulante. Com mais moeda em circulação, ocorreria uma inflação nos preços internos, o que tornaria o produto nacional pouco atraente quando comparado ao produto estrangeiro. O resultado seria o aumento da importação, o que esvaziaria o meio circulante, baixando o volume de ouro do país. O encerramento do ciclo seria a volta do equilíbrio nos anos seguintes (MENEGHETTI, 2006: 13).

Ainda que as externalidades de rede tenham disseminado o “padrão-ouro” de forma hegemônica, já no início do século XX, poucos eram os países mesmo centrais que o adotavam de forma completa:

“Apenas quatro países – Inglaterra, Alemanha, França e Estados Unidos – haviam adotado um padrão puramente baseado no ouro, no sentido de que o dinheiro que circulava internamente assumia unicamente a forma de moeda de ouro; e ao montante adicional de papel-moeda e de outras moedas simultaneamente em circulação correspondia um volume equivalente adicional de ouro guardado nos cofres de seus bancos centrais ou tesouros nacionais, no qual este meio circulante poderia ser convertido” (FLANDREAU, 2000: 45).

Na periferia do sistema, o “padrão-ouro” jamais foi unânime. A circulação de outros metais foi mantida, assim com a circulação de moedas representativas com ou sem lastro.

Ainda que na prática, o sistema nunca tenha chegado a ser global, ou mesmo implantado em sua plenitude, a concepção de que a adoção de moedas em ouro ou com lastro em outras moedas lastreadas era uma avanço nas negociações internacionais tornou-se uma norma. Os exemplos da Alemanha e dos Estados Unidos tornaram-se paradigmas.



Esta crença foi determinante para os empréstimos fornecidos a todas as nações. Para reduzir os riscos de *default* com os serviços das dívidas e reduzir os esforços com o pagamento destas, basta a adoção do ouro como lastro. Foi exatamente esta a diretriz proposta ao Brasil e às demais nações periféricas da América Latina e Ásia como escopo central das recomendações que condicionavam à concessão de empréstimos internacionais.

A adesão do Brasil ao “padrão-ouro” já em 1846, ainda que precoce, não foi bem sucedida. Não dispúnhamos de reservas para garantir o lastro da moeda. Precisávamos de empréstimos para garantir o lastro em ouro, e de moedas lastreadas para obter empréstimos em moeda local. Em outras palavras, precisávamos de empréstimos internacionais para receber empréstimos em moeda local. Apenas disfarçava-se a condição inicial. Na periferia, o sistema vivia um paradoxo.

Em poucos anos, o lastro teve de ser abandonado. Nos anos seguintes, novas tentativas de se aderir ao “padrão-ouro” foram empreendidas, sempre dependentes de empréstimos. Sem uma economia robusta para manter o lastro e sanar os serviços das dívidas e com claras desvantagens nos termos de troca, todas as tentativas resultaram em fracasso.

Assim como o Brasil, diversos países da América Latina e da Ásia adquiriam dívidas em moeda estrangeira e eram induzidos a adotar o “padrão-ouro” para facilitar os serviços destas. A medida que funcionaria muito bem na Alemanha e nos Estados Unidos (a partir da década de 1870), sofria sucessivos fracassos nos países periféricos.

De todo modo, estava posto o paradigma que perduraria até a década de 1930. Diante da falta de garantias das nações tomadoras de empréstimo, da ausência de um sistema financeiro desenvolvido nestas e da ausência de um sistema internacional de *Hedge* cambial⁵ para proteger os credores, pregava-se o empréstimo em moeda estrangeira, mais especificamente em Libras, lastreadas em ouro e a adesão das economias periféricas ao “padrão-ouro” internacional. As recomendações estrangeiras pregavam sacrifícios às nações endividadas visando mitigar o risco dos fornecedores de empréstimo.

Mediante o fim do “padrão-ouro”, na década de 1920, surpreende que a cláusula do “padrão-ouro” perdurasse na missões de Money Doctors (PAIVA ABREU, 2011). Acreditamos que o paradigma do “padrão-ouro” encontrava-se tão cristalizado, que demoraria mais de uma década para não ser exigido. Superado o paradigma do “padrão-ouro”, porém,

⁵ Derivativo de proteção do credor contra as variações do cambio. Consiste na compra de títulos em moeda local lastreados na moeda forte num mesmo valor que se deseja proteger.



12

os empréstimos continuaram a ser fornecidos em moeda estrangeira. Além de uma situação de *path dependence* a explicar a perpetuidade da prática, há outro fator que o justifica.

Marc Flandreau e Michel D. Bordo (2003), na tentativa de entender a necessidade dos empréstimos em moeda estrangeira, chegam a uma resposta que aprofunda o problema. Na opinião destes, obter empréstimos com serviço em moeda local implicaria em oferecer uma proteção cambial aos credores, porém esta proteção só poderia existir em países com um mercado financeiro secundário bem formado, onde os títulos das dívidas seriam negociadas de modo a mitigar o risco dos emprestadores. Consideramos esta explicação de fundamental importância.

4.2 O Sistema Financeiro Internacional como Condicionante

Na visão de Flandreau e Sussman (2005), compreender o mecanismo das condicionantes do “Pecado Original” implica em entender as condições do mercado financeiro do século XIX. Para tanto, os autores separam os mercados primários (IPO ⁶) e os secundários das dívidas. Naquele século, sobretudo durante a fase de convivência do “padrão-ouro” inglês com o padrão bimetálico francês, quase todos os IPOs de dívidas originados vinham da Inglaterra ou França, e eram emitidos em Libras ou Francos, não importando o país de origem, ou seja, independiam da credibilidade do país devedor (FLANDREAU, 2005: 155).

Alguns países, porém, conseguiam empréstimos em moedas locais, ou seja, alguns IPOs emitidos na França ou na Inglaterra não eram em Francos ou Libras, mas em moedas correntes nos países tomadores do empréstimo.

A Tabela 2, abaixo, referente aos empréstimos ingleses em 1883, ilustra este quadro.

Tabela 2: Empréstimos concedidos – Inglaterra, 1883:

| Foreign bonds traded in London, Fenn's Compendium, 1883 | | | | | | | |
|---|-------|----------|----------------------|----------|-------|---------------|----------------------|
| Country | Yield | Currency | Exchange rate clause | Country | Yield | Currency | Exchange rate clause |
| Austria | 5% | Paper | No | Portugal | 3% | Sterling | Sterling |
| Austria | 5% | Silver | Silver/florins | Russia | 5% | Sterling | Sterling |
| Austria | 4% | Gold | Gold | Russia | 5% | Silver rubles | Silver |

⁶ IPO: do inglês (Initial Public Offering) – Oferta inicial de bens mobiliários, a ser comercializado no mercado primário.

13

| | | | | | | | |
|--------------------|-----------------|----------|----------------------------|----------------------|------------------|------------------|------------------------------|
| Belgium | 2,5%, 3%, 4% | Francs | 25 francs = 1 sterling | Russia | 5% | Paper rubles | No |
| Brazil | 4,5%, 5% | Sterling | Sterling | Russia | 5% | Silver rubles | Sterling, francs, florins |
| France | 3,5% | Francs | 25 francs = 1 sterling | Russia | 5% | Silver rubles | 125 rubles = 20 sterling |
| France | 4,5% | Francs | No | Spain | 5% conversion | Sterling | Sterling |
| Germany | 4% | Marks | | Spain | 3% | Pesetas | No |
| Hungary | 5% | Silver | 10 florins = 1 sterling | Sweden | 4% | Sterling | Sterling |
| Hungary | 6% | Gold | 10 florins = 1 sterling | United States | 3%, 4%, 4,5% | Dollars | No |
| Italy | 5% | Lire | 25 francs = 1 sterling | U.S. | | | |
| Mexico | 6% | Dollars | No | Massachusetts | 5% | Sterling | Sterling |
| Mexico | 6% | Sterling | Sterling | U.S. Virginia | 5% | Sterling | Sterling |
| Netherlands | 2,5%, 4% | Florins | Silver | U.S. Virginia | 6% | Dollars | No |

Fonte: FLANDREAU, 2005: 173)

Observa-se na tabela acima que alguns países conseguiam empréstimos em sua moeda local. Caso de Itália, Espanha, Rússia, Holanda, Estados Unidos, França e Alemanha.

Segundo Flandreau, todos os países listados que obtiveram empréstimo em moeda local possuíam, em 1883, atributos como um mercado secundário desenvolvido, independente das garantias de propriedade e outras instituições desejadas. E este é o ponto crucial pelos autores levantado.

Mais que uma questão de credibilidade, conforme a “explicação institucional”, fornecer empréstimos em moeda local ou em moeda estrangeira era uma questão prática. Possuir um mercado financeiro secundário desenvolvido seria a condição para se obter empréstimo em moeda local. Isto ocorre porque os títulos poderiam ser negociados no mercado interno, oferecendo um colchão de segurança aos credores internacionais.

A conclusão dos autores aponta que no século XIX, a existência de um mercado doméstico com liquidez e de um mercado externo líquido para o câmbio foi uma condição necessária para obter empréstimos em moeda local.

Estas condições não eram condizentes com a realidade dos novos países da América Latina. Sem este mercado secundário, os empréstimos em moeda estrangeira eram preferidos. Agravava a situação a ausência de instrumentos desenvolvidos de *hedge*. Mais que isto, na ausência de mecanismos de segurança, cabia ao “padrão-ouro” resolver o problema da moeda: “While local issues could be easily inflated away, foreign issues with gold clauses provided safe guards, precisely because they in turn induced governments to be on their guard” (BORDO, 2003: 437).



14

Num círculo vicioso, países com menos mercado para suas moedas, justamente aqueles com menos moeda ou que sofriam de um mercado de capital local pouco desenvolvido, não tinham as condições necessárias para obter empréstimo em moeda local. Para estes países, como o Brasil, não era dada escolha a não ser aceitar contrair dívida em moeda estrangeira e ainda assim mostrar garantias para que o investidor não sofresse maiores perdas, o que significava maiores taxas de juros. As elevadas taxas de juros, por sua vez, serviriam como um freio para a economia interna e uma restrição ao desenvolvimento de um mercado secundário forte o suficiente para incentivar a emissão de títulos em moeda local, levando a novas e perpétuas captações de recursos em moeda estrangeira.

5. A lógica por trás das recomendações

Assim, a configuração dos grandes mercados de capitais estaria na raiz do “Pecado Original”, e não a credibilidade do país tomador de empréstimos. Não são as instituições a razão para a impossibilidade para o empréstimo em moeda local, mas sim a história e construção da economia mundo ordenada em centro e periferia.

Esta condição específica do século XIX (“padrão-ouro”, inexistência de instrumentos de *hedge* no mercado financeiro internacional e dimensão limitada dos mercados secundários nos países periféricos) teria determinado a origem das dívidas em moeda estrangeira (o “Pecado Original”), seja sob a forma direta (empréstimos em Libras) seja sob a forma disfarçada, com a adesão ao “padrão-ouro”, o que faria o país periférico adquirir empréstimos estrangeiros para sustentar o lastro.

As limitações impostas por estas condições teriam dificultado o desenvolvimento do sistema financeiro dos países periféricos, relegando-os à perpetuidade de sua condição. O círculo vicioso estaria formado. Países periféricos adquirem dívidas em moedas estrangeiras, com maior risco e juros, estrangulando sua atividade econômica. Esta condição inicial perpetua-se porque é tida como normal, sem se considerar que, na verdade, reflete um determinado contexto temporal. Com a economia fragilizada, a condição de periferia se perpetua, levando o país a adquirir maiores e cada vez mais caros empréstimos.

As recomendações estrangeiras, assim, mais do que garantir o pagamento das dívidas e proteger os credores, função precípua, exibiam um caráter perverso, de condenar as economias periféricas à uma condição perpétua de periferia. Não havia preocupação com a



15

saúde financeira do país, nem com supostas instituições capazes de assegurar o desenvolvimento.

Referências Bibliográficas

BASTOS, P.P.Z. (2012). A Política dos Estados Unidos para a América Latina: da diplomacia do dólar à boa vizinhança (1898 – 1933). Texto para discussão, Campinas, IE/UNICAMP

BOUÇAS, Valentim F. (1950) “História da dívida externa” Edições Financeiras S.A, Rio de Janeiro.

BORDO, Michael D., Flandreau, Marc., Core Periphery (2003). “Exchange Rate Regimes and Globalization” in Bordo, Michael, D., Taylor, Alan M. e Williamson, Jeffrey G. “Globalization in historical perspective”. National Bureau of Economic Research Conference Report, Chicago.

EICHENGREEN, Barry J. (2000) “A Globalização do Capital: uma história do sistema monetário internacional”, São Paulo: Ed. 34.

EICHENGREEN, Barry, Ricardo Hausmann and Ugo Panizza (2005) “The pain of Original sin”, in “Other People’s money: debt denomination and financial instability in emerging market economies”. Edited by Barry Eichengreen and Ricardo Hausmann, The University of Chicago Press, Chicago.

EICHENGREEN, Barry and Ricardo Hausmann (2005) “Introduction - debt denomination and financial instability in emerging market economies” in “Other People’s money: debt denomination and financial instability in emerging market economies” Edited by Barry Eichengreen and Ricardo Hausmann, The University of Chicago Press, Chicago.

FLANDREAU, Marc and Nathan Sussman. (2005) “Old sins: Exchange Clauses and European Foreign Lending in the Nineteenth Century” in “Other People’s money: debt denomination and financial instability in emerging market economies” Edited by Barry Eichengreen and Ricardo Hausmann, The University of Chicago Press, Chicago.

FURTADO, C (2003). *Formação Econômica do Brasil*, São Paulo, Companhia Editora Nacional, 32ª edição.



16

HAUSSMAN, Ricardo, Ugo Panizza and Ernesto Stein. (2000). “Why do countries float the way they float?” IADB Working Paper n.418. Washington DC: Inter American Development bank.

HELLEINER, E (2003).”The Southern side of ‘Embedded liberalism’” in M. Flandreau (org.), *Money Doctors; The experience of international financial advising 1850-2000*, London, Routledge.

KAHLER, M (1994). “External Actors and Adjustment: The role of the IMF” in Drake, P (org.) *Money Doctors, Foreign Debts and Economic Reforms in Latin America from the 1890s to the Present*. Wilmington, SR Books.

MENEGHETTI, Carla Beni (2006) “A precariedade da administração monetária em um país periférico, sob as regras do padrão-ouro : Brasil, 1888-1900” Dissertação de Mestrado, Orientador: Frederico Mathias Mazzucchelli. Universidade Estadual de Campinas - Instituto de Economia, Campinas.

PAIVA ABREU, M (2011). *Palatable Foreign Control: British Money Doctors and central banking in South America, 1924-1935*. Rio de Janeiro, PUC.

ROGOFF, Keneth S and Carmen S. Reinhart (2010) “Oito séculos de delírios financeiros: Desta vez é diferente. Rio de Janeiro, Elsevier.

WALLERSTEIN, I (1983). *The Capitalist World-Economy*. Cambridge, Cambridge University Press.

WILLIAMSON, J (1990). *What Washington Means by Policy Reform*. Washington DC. Peterson Institute for International Economics.

Site: <https://www.tesouro.fazenda.gov.br/pt/outros/programas-de-conversao-da-divida>