

# o impacto da Primeira Guerra Mundial sobre o investimento estrangeiro na América do Sul: Brasil e Argentina\*

Bill Albert  
Professor da University of East Anglia (Inglaterra)

À primeira vista, estudar o investimento estrangeiro de longo prazo na América do Sul durante a Primeira Guerra Mundial parece constituir um exercício inútil. Isto porque, simplesmente, esse investimento foi escasso. Em 1914, os empréstimos alemães e franceses desapareceram quase inteiramente e, dois anos mais tarde, regulamentações britânicas proibiram novas emissões estrangeiras em Londres, as quais de qualquer maneira já haviam começado a rarear desde o início da Guerra. Os Estados Unidos aumentaram seus investimentos moderadamente<sup>1</sup>, mas não o suficiente para compensar o colapso dos mercados europeus. Por exemplo, toda a América Latina obteve cerca de US\$ 70 milhões dos investidores norte-americanos em 1915, enquanto que no período do pré-guerra a média anual dos investimentos europeus tinha sido de US\$ 750 milhões<sup>2</sup>. Os bancos norte-americanos, especialmente o National City Bank de Nova York, mostraram interesse em expandir seus negócios na região, mas, apesar da abertura de várias filiais nos

\* Trabalho até agora inédito, elaborado em 1989 para o Colóquio Internacional *Foreign Loans, Debt and Economic Development in the 19th and 20th Centuries*, realizado em julho daquele ano na UNICAMP, sob os auspícios da Associação Internacional de História Econômica, como reunião preparatória da sessão A-3 de seu Décimo Congresso, levado a efeito um ano mais tarde em Leuven (Bélgica).

<sup>1</sup> Barbara Stallings, *Banker to the Third World. U.S Portfolio Investment in Latin America, 1900-1986*, Berkeley, 1987, 331-32. Paul Philip Abrahams, *The Foreign Expansion of American Finance and Its Relationship to the Foreign Economic Policies of the United States, 1907-1921*, New York, 1976, 106-07.

<sup>2</sup> Abrahams, Op. cit., 106.

países latino-americanos e da constituição da American International Corporation para promover o comércio e os investimentos, havia um consenso generalizado de que o resultado, em termos de aumento da participação norte-americana na região, foi extremamente desapontador<sup>3</sup>. Tanto no Brasil quanto na Argentina, as entradas líquidas de capitais parecem ter sido negativas.

Se foi esse o caso, por que examinar aquele período? Não seria melhor ignorá-lo, como fizeram muitos historiadores com esses quatro ou cinco anos, dada a sua extrema anormalidade, e concentrar-se no pré-Guerra ou nos anos vinte? Talvez. Entretanto, esse procedimento não só deixaria de considerar a questão do que deve ser considerado normal, como também ocultaria o fato de que os períodos denominados "anormais", como a Primeira Guerra Mundial ou 1929-32, são interessantes, tanto em si mesmos como pelas lições que deixam sobre a natureza das estruturas financeiras, frequentemente consideradas imutáveis em períodos "normais". Finalmente, é amplamente reconhecido que a Primeira Guerra Mundial representou um importante ponto de inflexão nos fluxos dos investimentos internacionais e na própria estrutura da economia mundial. Esta é uma outra motivação para estudar os eventos daqueles anos.

Sem dúvida, os investimentos estrangeiros tecnicamente não fazem parte do sistema financeiro. Eles não constituem uma instituição, e nem atuam como intermediários. Contudo, é certamente impossível discutir os sistemas financeiros latino-americanos, nesse ou em qualquer outro período, sem levar em conta os investimentos estrangeiros. Ao mesmo tempo, estudos sobre os investimentos estrangeiros, que não analisam o impacto desses fluxos nos sistemas financeiros nacionais da América Latina e na própria natureza das transformações capitalistas nesses países constituem, no fim das contas, pouco mais do que glorificados exercícios de contabilidade ou meditações ahistóricas neoclássicas, sem menosprezar o valor intrínseco das quantificações e das meditações em geral.

No mundo do pré-Guerra, os empréstimos externos para a América Latina representavam apenas uma parte do complexo de forças externas que contribuíram para moldar seus sistemas financeiros e seu desenvolvimento capitalista. Bancos comerciais, bancos de investimentos e companhias de seguros estrangeiras foram as mais óbvias manifestações institucionais dessa relação. As políticas fiscais e monetárias dos

<sup>3</sup> Idem, 104-09.

governos foram também fortemente influenciadas por forças externas \_ por exemplo, pelos empréstimos externos e pela arrecadação fiscal proveniente dos impostos sobre as importações. Por sua vez, a política oficial desempenhou o principal papel na formação e no funcionamento dos sistemas financeiros nacionais na América Latina, especialmente porque as necessidades fiscais dos governos eram da maior importância na relação entre o Estado e o setor bancário<sup>4</sup>.

Num sentido visível e material, e claro que a maioria dos países latino-americanos ganhou com as maciças entradas de investimento estrangeiro nos anos que precederam 1914. Este foi o período da construção das estradas de ferro e dos portos, do crescimento urbano que exigiu novos sistemas de transportes e de abastecimento de eletricidade, gás e água. Os capitais e capitalistas estrangeiros exerceram um papel-chave em todos esses projetos, ainda que a sua importância relativa variasse enormemente entre os diversos países, assim como a sua forma de participação específica em cada um deles.

Esse investimento apoiou taxas elevadas, ainda que não uniformes, de crescimento das exportações e do produto na maioria dos países latino-americanos antes da Primeira Guerra Mundial. Para os contemporâneos e para as elites locais, parecia que os recursos externos estavam ajudando diretamente o processo de acumulação de capital. Sem essa ajuda, os avanços teriam sido mais lentos ou nunca teriam ocorrido. Significará isso que o modelo de crescimento de Harrod é aplicável ao acaso? Ou que Chenery e Strout<sup>5</sup> estavam corretos em argumentar que o investimento estrangeiro representa um aumento da poupança nacional? Se for assim, por que cabe questionar o papel desse investimento no desenvolvimento do capitalismo na América Latina?

Há inúmeras razões para questionar a eficácia desses investimentos do pré-Guerra na América Latina. Griffin<sup>6</sup> e Weisskopf<sup>7</sup> argumentaram

<sup>4</sup> Charles Jones, "The fiscal motives for monetary and banking legislation. in Argentina, Australia and Canada before 1914", in D.E.M. Platt and Guido DI Tella, eds. *Argentina, Australia and Canada. Studies in Comparative Development 1870-1965*, Oxford, 1985, 123-38.

<sup>5</sup> H.B. Chenery e A.M. Strout, "Foreign Assistance and Economic Development", *American Economic Review*, 56, 4, 1966.

<sup>6</sup> Keith Griffin, "The Role of Foreign Capital", in *Financing Development in Latin America* ed. K. Griffin, London, 1971, 228-9.

<sup>7</sup> Thomas E. Weisskopf, "The Impact of Foreign Capital Inflow on Domestic Savings in Underdeveloped Countries", *Journal of International Economics*, 2, 1972.

que, ao invés de aumentar a poupança nacional, o investimento estrangeiro tendeu a substituir essa poupança, reduzindo a acumulação nacional. Esse fenômeno está ligado às crescentes remessas de capitais ao exterior para o serviço da dívida externa e a repatriação dos lucros das empresas estrangeiras. No período 1961-68, Griffin calculou uma exportação líquida de capitais de \$131 milhões por ano para a América Latina<sup>8</sup>. Será essa conclusão aplicável ao período anterior à Primeira Guerra? Também naquele período, a taxa de acumulação interna chegou a ser inibida pela enorme entrada de capitais estrangeiros? Essas são questões distintas mas inter-relacionadas. A evidência para ambas é parca e ambivalente.

Fishlow<sup>9</sup> mostrou que, no período 1870-1914, os devedores remeteram para os investidores estrangeiros um pouco mais do que receberam em escala mundial. Contudo, embora seja sugestivo, esse resultado nada permite afirmar especificamente sobre a América Latina, nem possibilita saber se a acumulação a nível nacional chegou a ser retardada pela entrada de capitais externos.

Uma grande dúvida quanto à aplicabilidade da tese de Griffin e Weisskopf para o período do pré-Guerra vincula-se ao fato de que o padrão dos investimentos estrangeiros daquele tempo era completamente diferente do vigente nos anos 1960. Por volta de 1914, os investimentos diretos do exterior na indústria manufatureira não eram elevados e a maioria dos recursos externos era constituída de empréstimos aos governos ou de investimentos na infra-estrutura. Estas aplicações preferenciais não excluíram os investimentos ou os projetos locais. Antes pelo contrário, uma vez que os estrangeiros financiavam boa parte dos gastos governamentais e de infra-estrutura, os investimentos diretamente produtivos foram se tornando mais viáveis.

Na sua recente pesquisa sobre o sistema financeiro peruano, Quiroz<sup>10</sup> rebateu essa tese, afirmando, pelo contrário, que a excessiva entrada de recursos externos em Lima no pré-Guerra " ... forçou a retirada do escasso capital local dos investimentos seguros, sem oferecer alternativas a esses recursos .... As fontes locais de formação de capital foram desperdiçadas como resultado, além de inadequadamente direcionadas

<sup>8</sup> Griffin, Op. cit., 226.

<sup>9</sup> Albert Fishlow, "Lessons from the Past: Capital Markets During the 19th Century and the Interwar Period", *International Organization*, 39,3,1985,390-91.

<sup>10</sup> Alfonso W Quiroz, *Financial Institutions in Peruvian Export Economy and Society, 1884-1930*, New York, Columbia University Press, 1986,329.

ou remuneradas". Sem maior evidência empírica, seria equivocado estender essa conclusão para outros países latino-americanos, especialmente porque, nem na Argentina, nem no Brasil, os principais setores exportadores chegaram a ser completamente dominados pelo capital estrangeiro como no caso peruano (petróleo e mineração). Contudo, a questão geral levantada por Quiroz é importante. Vale dizer, não se trata somente da dimensão dos fluxos do investimento, mas também de saber o que aconteceu, institucional e psicologicamente, com o setor financeiro por causa da magnitude desses fluxos.

Elevados níveis de investimentos estrangeiros podem também ter tido efeitos nocivos no balanço de pagamentos e na taxa de câmbio<sup>11</sup>. As economias primário-exportadoras encontravam dificuldades em ajustar-se nas fases descendentes dos ciclos econômicos, quando o financiamento metropolitano se contraía. Na verdade, Ford assinala que a GrãBretanha foi capaz de transferir parte do ônus do ajuste do seu balanço de pagamentos para seus devedores<sup>12</sup>. Como se mostra a seguir, isso aconteceu em 1913. As crises financeiras na América Latina podiam, sem dúvida, ser iniciadas por golpes políticos, más colheitas, inflação creditícia ou outros eventos domésticos, mas os efeitos desses tornaram-se muito mais adversos pela crescente pressão das restrições financeiras externas, que afetavam não apenas a oferta em larga escala de empréstimos externos, como também a onipresente influência dos bancos estrangeiros e dos créditos comerciais de curto prazo.

Outro problema vinculado aos empréstimos externos é que tanto o governo brasileiro como o argentino tornaram-se dependentes deles para financiar suas despesas correntes, inclusive a sempre crescente conta do serviço dessa dívida. A vulnerabilidade engendrada por essa situação era aumentada pela grande dependência dos impostos em relação às importações. A disponibilidade de empréstimos externos também contribuía para reduzir substancialmente a necessidade de uma reforma fiscal. Tudo isso, por sua vez, refletia-se na estrutura bancária nacional através das solicitações governamentais de acomodação financeira.

Finalmente, em termos das consequências para os sistemas econômico e financeiro, a dependência dos empréstimos externos na América Latina tendeu a tornar-se permanente, ao invés de ser um fenôme-

<sup>11</sup> Robert Triffin, *The Evolution of the International Monetary System: Historical Reappraisal and Future Perspectives*, Princeton, 1964,8-9.

<sup>12</sup> A.G.Ford, *The Gold Standard 1880-1914: Britain and Argentina*, Oxford,1962,46-7.

no transitório, como foi, por exemplo, no caso dos Estados Unidos. Por causa disso, ao invés de ajudarem a promover um desenvolvimento capitalista mais diversificado, os empréstimos externos reforçavam a orientação exportadora desses países. Uma razão disso residia no fato da maior parte desses investimentos destinar-se à produção para a exportação, ou a projetos relacionados àquela produção. Além disso a necessidade de obter divisas para saldar os crescentes custos do serviço da dívida contribuía geralmente para reforçar ainda mais a posição das já Influentes elites exportadoras. E por esse motivo que a observação de Saes e Szmrecsányi para o caso brasileiro é mais amplamente aplicável. Afirmam eles que, durante os anos de 1890 a 1930, os investimentos estrangeiros no Brasil "ao mesmo tempo que contribuíram para a mobilização e o desenvolvimento de suas forças produtivas, representaram também um obstáculo a essa mesma mobilização e desenvolvimento"<sup>13</sup>.

Em resumo, o grande volume de empréstimos externos antes de 1914 foi um fator preponderante no rápido crescimento das exportações em varias economias latino-americanas e, ao mesmo tempo, tornou essas economias extremamente vulneráveis às mudanças nos mercados financeiros europeus, particularmente o de Londres. Para compreender ,o que aconteceu durante a Guerra, para manter a perspectiva desse período e para exemplificar alguns dos pontos levantados acima é necessário iniciar a análise não em 1914, mas dois anos antes.

Os mercados financeiros europeus começaram a se agitar perigosamente nos últimos meses de 1912, por causa da instabilidade política na Europa e na guerra nos Balcãs. Ao final daquele ano, a taxa de desconto em Londres foi elevada para evitar perdas de ouro e proteger a libra esterlina<sup>14</sup>. Na América Latina, isso levou à austeridade monetária, tornou os empréstimos externos mais difíceis e, pela desaceleração da atividade econômica metropolitana, afetou desfavoravelmente os preços dos produtos primários de exportação. Essas condições somente começaram a suavizar-se no início de 1914.

Toda a América Latina sofreu por causa da crise européia, mas os problemas enfrentados por cada país foram diferentes. Na Argentina, a principal dificuldade residiu na drástica redução de novos empréstimos

<sup>13</sup> Flávio A.M. de Saes e Tamás Szmrecsányi, "O capital estrangeiro no Brasil 1880-1930", *Estudos Econômicos*, 15,n.o 2, 1985, 197.

<sup>14</sup> Ford, Op. cit., 178.

externos, dos quais o equilíbrio do balanço de pagamentos passou a depender. As novas emissões argentinas em Londres caíram cerca de 40% entre 1912 e 1913<sup>15</sup>. Embora a atividade exportadora fosse forte no primeiro semestre de 1913, não foi suficiente para compensar o impacto financeiro da falta de novos recursos externos, e o ouro começou a sair do País em março. Essa perda causou uma súbita contração do crédito e um declínio tanto nos depósitos bancários quanto na quantidade de dinheiro em circulação. Sucedendo a quatro anos de rápida expansão econômica e a investimentos especulativos, iniciou-se uma forte recessão. As condições foram consideravelmente agravadas quando a colheita do trigo se frustrou ao final de 1913. As receitas de exportação caíram cerca de 28%.A depressão prosseguiu até o início da Guerra.

O Brasil também foi atingido pelos eventos europeus, mas, neste caso, tratou-se de uma combinação de excessivos empréstimos governamentais e do colapso dos preços das exportações, que detonou a crise e colocou um fim ao *boom* exportador iniciado em 1909. Em 1913, tanto os preços da borracha quanto os do café caíram, as receitas totais das exportações diminuíram e o País registrou o seu primeiro déficit comercial desde 1885-86. O Governo conseguiu negociar um grande empréstimo externo em maio, mas a maior parte de seus recursos foi utilizada para consolidar as dívidas anteriores, e, conseqüentemente, foram necessárias exportações de ouro para cobrir o déficit comercial e manter a taxa de câmbio. Isso ocasionou uma contratação da oferta de moeda e do crédito<sup>16</sup>. O cônsul norte-americano no Rio<sup>17</sup> notou que, devido à Guerra nos Balcãs, o governo brasileiro encontrava dificuldades em levantar fundos na Europa ou nos bancos locais. Em consequência disso, o Governo não pôde pagar os aproximadamente 16 milhões de dólares que devia aos seus fornecedores e muito poucas firmas continuavam disputando a obtenção de novos contratos oficiais.

<sup>15</sup> Idem, 174. Veja-se também v.L. Phelps, *The International Position of Argentina*, Philadelphia, 1938, 22-6.

<sup>16</sup> Winston Fritsch, "Aspectos da política econômica no Brasil, 1906-1914", in P. Neuhaus (ed.), *Economia Brasileira. Uma visão histórica*, Rio de Janeiro, 1980,291-6. WH. Lough, *Financial Developments in South American Countries*, US Dept. of Commerce, Bureau of Foreign and Domestic Commerce, Special Agent Series n" 103,Washington, D.C., 1915,24-5.

<sup>17</sup> Rio, 12 August 1913, Record Group (RG) 59 514/832.551/61 NationalArchives, Washington D.c.

Isto por sua vez contribuiu para deprimir os negócios na Capital e no resto do País. E para tornar as coisas ainda piores, os bancos estrangeiros passaram a remeter seus estoques de ouro e suas sobras de caixa para a Europa.

Ainda que fatores locais tivessem claramente desempenhado um papel na conformação da natureza específica da crise de cada país, o detonador da mesma nesses casos foram os eventos na Europa, particularmente as atitudes dos investidores e credores. Quando a guerra imperialista finalmente teve início em escala global no mês de agosto de 1914, seu impacto sobre os exportadores primários periféricos, como o Brasil e a Argentina, foi ainda mais violento. Antecipando-se aos problemas, os fundos de curto e longo prazo foram retomados por Londres no início de julho. No dia 27, a aceitação de Letras em Libras Esterlinas pela City londrina foi suspensa e, quatro dias mais tarde, a própria Bolsa de Valores fechava suas portas. Ao que Hartley Whirers<sup>18</sup> comentou: "Eis aí um outro instrumento com o qual Londres, quando a crise se iniciou, pôde dar um súbito golpe nas entranhas econômicas do mundo civilizado. Tãmanha foi a força desse golpe que a Inglaterra colocou todo o resto do mundo em desvantagem".

Inicialmente, foi a suspensão dos créditos de curto prazo, junto com a da navegação, que paralisou as economias latino-americanas, levando à decretação de feriados bancários e de moratórias, ao fechamento de fábricas e minas, ao desemprego, desabastecimento e pânico generalizados<sup>19</sup>. Ainda que os empréstimos de longo prazo também tivessem desaparecido, os efeitos disso não foram imediatamente sentidos. Entretanto, dadas as observações já feitas sobre o papel central dos investimentos estrangeiros e da vulnerabilidade da América Latina ao mutável clima financeiro na Europa, o corte dos empréstimos externos depois de 1914 deveria ter devastado as economias latino-americanas. O que ocorreu, porém, de fato?

O governo brasileiro dependera fortemente dos capitais estrangeiros para cobrir seus crescentes déficits fiscais antes da Primeira Guerra Mundial. Quando esta teve início, a dívida externa montava a £ 103,5

<sup>18</sup> Hartley Withers, *IMIrand Lombard Street*, New York, 1915, 56.

<sup>19</sup> Bill Albert, *South America and the Great War. The Impact of WWI on Argentina, Brazil, Chile and Peru*, Cambridge, 1988, 42-3.

<sup>20</sup> Marcelo de Paiva Abreu. "A dívida pública externa do Brasil, 1824-1931", *Estudos Econômicos*, 15, n° 2, 1985, 170.

milhões<sup>20</sup>. Se as dívidas estaduais e municipais (no valor de £48,2 milhões<sup>21</sup>) fossem acrescidas a essa cifra, o total alcançaria quase o dobro do registrado oito anos antes, e representaria a maior proporção de dívida pública externa em relação às receitas de exportação de qualquer país latino-americano<sup>22</sup>. Era por causa disso que o Governo estava negociando um empréstimo de consolidação. As negociações foram interrompidas em julho de 1914<sup>23</sup>.

Contudo, o principal credor externo do Brasil, o Banco Rothschild, tal como em 1898, voltou a campo, e, em outubro daquele ano concedeu um empréstimo de consolidação de £14,5 milhões. Esse empréstimo aliviou de imediato a pressão sobre o Governo. Os pagamentos de juros relativos a aproximadamente 85% da dívida externa do País foram suspensos por três anos, e as amortizações do principal adiadas até 1927<sup>24</sup>. Durante o restante do período da Guerra, o Governo tentou várias vezes levantar mais dinheiro no exterior, principalmente nos Estados Unidos, mas somente uma dessas tentativas alcançou sucesso<sup>25</sup>. Um certo grau de austeridade econômica foi então imposto ao governo brasileiro, por volta de 1920, a dívida externa total era aproximadamente a mesma em termos nominais (£ 150 milhões), mas algo menor em termos reais.

Os Estados e municípios brasileiros também passaram por sérias dificuldades financeiras durante os anos do conflito. Em 1916, o seu endividamento externo total, em boa parte contraído na França, montava a £ 38 milhões e £ 16,5 milhões respectivamente<sup>26</sup>. Além das dívidas externas, havia mais de 400 mil contos de reis em dívida interna consolidada, e uma quantia desconhecida de dívida interna de curto prazo. O *South American Journal* escrevia em 1914, que de todos os

<sup>21</sup> *O Brasil em Números*, 146.

<sup>22</sup> Bill Albert, *South America and the IMIrd Economy from Independente to 1950*, London, 1983, 39.

<sup>23</sup> RG. Para os detalhes dessas negociações consultar as várias cartas em 59/832.51/ 63-72 519 Roll 24 National Archives.

<sup>24</sup> *The Economist*, 7 October, 1916, 300.

<sup>25</sup> Veja-se a respeito as cartas em RG 59/832.51/90, 122, 129, 130 519 Roll 24:

Também Winston Fritsch, "li Brasile durante Ia Grande Guerra: problerni strutrali e politiche econorniche", *Rivista di Storia Economica*, 2 n°?, 1985, 62-3. *Wileman's Brazilian Review*, 13 July 1915, 336. ... ..

<sup>26</sup> Calculado a partir de Frederic M. Halsey, *Investments In Latin America and the Britisk l#st Indies*, Dept. of Commerce, Bureau of Foreign and Domestic Commerce, Special Agent Series n° 169, Washington D.C., 1918, 124-39.

Estados, apenas os do Rio de Janeiro e de São Paulo conseguiram pagar integralmente os seus débitos<sup>27</sup>. No resto do País, os municípios e Estados não honraram seus débitos e tiveram eventualmente que providenciar novos empréstimos para consolidar suas finanças. Tornou-se porém, impossível obter recursos adicionais durante a Guerra. Somente a cidade de São Paulo, que havia conseguido liquidar seus encargos anteriores, foi capaz de levantar um empréstimo substancial naqueles anos. Em novembro de 1916, obteve um empréstimo de £ 5,5 milhões (emitido a 86% do valor de face) por 12 anos a 6% do impropriamente chamado Equitable Trust Co. e da Morris Imbrie, ambos de Nova York<sup>28</sup>. Se termos tão duros estavam sendo exigidos em geral, não é de admirar que nenhum outro empréstimo tivesse sido negociado pelas autoridades brasileiras.

Embora os empréstimos públicos fossem da maior importância, especialmente devido à sua influência nas políticas monetária e fiscal, os investimentos diretos privados e os investimentos privados em títulos não governamentais eram consideravelmente maiores. Entre 1860 e 1913, cerca de £ 292 milhões haviam sido investidos por empresas estrangeiras<sup>29</sup>. Marcelo de Paiva Abreu estimou que, até o início da Primeira Guerra Mundial, £ 255 milhões haviam permanecido no País. Deve-se adicionar a essa quantia um montante desconhecido de recursos externos investidos em empresas brasileiras. Da evidência qualitativa disponível, parece que os três principais investidores do pré-guerra - a Grã-Bretanha, a França e a Alemanha - praticamente em nada aumentaram seus investimentos durante o conflito.

Os capitalistas norte-americanos foram os mais ativos, especialmente nas indústrias da carne, do papel e nos bancos<sup>31</sup>, mas, mesmo assim houve um acentuado declínio em relação aos níveis do pré-guerra. Entre 1909 e 1913, trinta e sete empresas com um capital nominal médio de \$ 1.673 mil, foram oficialmente autorizadas a operar no Brasil, embora seja impossível afirmar quantas realmente se tornaram ati-

vas. Entre 1914 e 1917, o número caiu para 22 e, mais significativamente, a média de seus capitais foi de apenas \$ 288.159<sup>32</sup>. Essa queda do investimento das empresas estrangeiras junto com a aguda retração nos empréstimos públicos, sem dúvida contribuiu para reduzir o nível geral das atividades econômicas e, particularmente, dos investimentos em serviços públicos.

Como pôde então o Brasil se ajustar? Uma vez que são inúmeros os aspectos a considerar, e que a evidência empírica é bastante esparsa, torna-se difícil oferecer uma única resposta. No tocante ao balanço de pagamentos, ainda que o desempenho exportador não tivesse sido favorável durante a Guerra, especialmente quando comparado ao da Argentina, Peru ou Chile<sup>33</sup>, as importações se reduziram consideravelmente, e a balança comercial se manteve em superávit durante o período. Além disso, o empréstimo de consolidação dos Rothschild aliviou a pressão exercida pelas remessas ao exterior. Nas finanças públicas, a solução foi simples: sem créditos externos e com as receitas dos impostos sobre as importações substancialmente reduzidas, o Governo tanto emitiu dinheiro como aumentou a dívida interna<sup>34</sup>. A moeda em circulação triplicou entre 1913 e 1920, enquanto que a dívida interna aumentava de um terço entre 1914 e 1918<sup>35</sup>.

Estando isolado das sanções normais do sistema financeiro internacional, o governo brasileiro foi capaz de desafiar a ortodoxia financeira prevalecente e, ainda que isso possa ser interpretado como um ataque à influência e aos interesses estrangeiros, suas políticas representaram na verdade pouco mais do que uma tentativa de fortalecer de maneira consistente as finanças públicas, o *setor* exportador (diretamente através da valorização do café) e as ligações do País com a economia mundial, frente às adversas condições do período. A não ser através de uma reforma radical do regressivo sistema fiscal em vigor (baseado nos impostos sobre importação e circulação de mercadorias), esta era a única maneira pela qual podiam ser superadas as dificuldades advindas da súbita redução dos investimentos estrangeiros. Entretanto, não foram os estrangeiros nem a elite brasileira que tiveram de arcar com o ônus dessas medidas. Como sempre, o ajustamento econômico interno para

<sup>27</sup> *South American journal*, January 6, 1916, 26.

<sup>28</sup> Rio, 22 November 1916. RG 59/832.51/133 519 Ro1124.

<sup>29</sup> Ana Célia Castro, *As Empresas Estrangeiras no Brasil 1860-1915*, Rio, 1979, 80-3, 116-22.

<sup>30</sup> Abreu, Op. cit., 168.

<sup>31</sup> A. Redfield, *Brazil: A Study of Economic Conditions since 1915*, Dept. of Commerce, Bureau of Foreign and Domestic Commerce, Miss. Series n° 86, Washington D.c., 1920, 61-3, 67, 75.

<sup>32</sup> Elysio de Carvalho, "Oportunities in Brazil {"or American Capital", *The Pan-American Magazine*, November, 1918, 20.

<sup>33</sup> Albert, *First World War*, 77-89.

<sup>34</sup> Idem, 135-141.

<sup>35</sup> *O Brasil em Números*, 147.

enfrentar a crise externa foi efetuado às custas da maioria da população, que suportou os preços mais elevados ocasionados pela exportação de alimentos, pelo aumento dos impostos sobre a circulação de mercadorias e pelo financiamento fiscal inflacionário.

Os padrões e a penetração dos investimentos estrangeiros eram consideravelmente distintos na Argentina. Segundo as cifras de Phelps, o estoque de capitais estrangeiros naquele país alcançava £ 646 milhões em 1913<sup>36</sup>. Isto representava a maior dívida externa de qualquer país latino-americano, 25% superior à maior estimativa disponível para o Brasil. As estradas de ferro, quase todas de propriedade britânica, compunham a maior parte desse estoque, com a dívida governamental representando apenas 30%. Esse padrão implicava numa menor proporção de remessas fixas do que no caso brasileiro. Contudo, o serviço dessa dívida externa aumentou pouco durante a Guerra. Esse fato não teve maior importância, já que o País alcançou um grande superávit comercial, e o peso foi valorizado. Em 1913-14, o serviço da dívida equivalia 34,5% das receitas de exportação; em 1919-20, tinha se reduzido para apenas 13%<sup>37</sup>. Juntamente com a maciça redução das importações, isto ajuda a explicar por que a economia argentina conseguiu suportar a interrupção dos investimentos estrangeiros sem sofrer uma crise no balanço de pagamentos. Como no caso brasileiro, as condições excepcionais do comércio internacional nos anos da Guerra, que aumentaram as receitas de exportação sem permitir o seu dispêndio em maiores importações, compensaram os efeitos potencialmente catastróficos da queda dos investimentos estrangeiros.

Entretanto, é importante notar que, apesar das enormes receitas de exportação e uma situação muito favorável do balanço de pagamentos, a economia argentina parece ter estagnado durante esse período<sup>38</sup>. Uma das razões apontadas para esse desempenho era que o Governo, sem acesso aos recursos externos, voltou-se para o mercado interno, competindo por recursos com os investimentos locais<sup>39</sup>.

Parece claro que a situação ficou muito difícil para o Governo. Com grandes déficits fiscais e na impossibilidade de conseguir empréstimos

de longo prazo, como no pré-Guerra, ele foi obrigado a tomar onerosos empréstimos de curto prazo no exterior e, a partir de 1917, crescentemente no mercado interno.

Em 1913, a Argentina encontrava-se em meio de um amplo programa de obras públicas, que as autoridades pretendiam financiar através de créditos de curto prazo obtidos nos bancos locais, a serem eventualmente substituídos mais tarde por um grande empréstimo do exterior<sup>40</sup>. Entretanto, como a crise balcânica estava em pleno andamento quando esse crédito foi solicitado, tornou-se impossível obtê-lo na City de Londres a taxas razoáveis. Em seu lugar, no início de 1914, foram estabelecidas duas emissões de Letras do Tesouro, a 6% e com prazo de um ano, num total de £ 13 milhões<sup>41</sup>. Em junho, os banqueiros londrinos finalmente concordaram com um empréstimo de longo prazo de £ 16 milhões, mas, posteriormente, liberaram apenas £ 5 milhões com o prazo de um ano. Depois dos fracos resultados de uma outra emissão de títulos de curto prazo em Londres, a Argentina recorreu ao mercado de Nova York onde, entre 1914 e 1917 mais de \$ 110 milhões foram contratados, sendo em sua maior parte utilizados para saldar outros créditos de curto prazo. Ao final de 1917, com exceção de \$ 25 milhões, tudo já havia sido pago, principalmente através de grandes empréstimos junto aos bancos locais.

Depois que os Estados Unidos entraram na Guerra, todas as necessidades de empréstimos do Governo tiveram que ser atendidas pelos bancos locais. Em 1918, a dívida interna de curto prazo, que segundo Tornquist não existia quatro anos antes, havia alcançado mais de 542 milhões de pesos-ouro<sup>42</sup>. As obrigações internas com garantias também haviam aumentado, ainda que boa parte desses ativos estivessem em mãos de estrangeiros. Além disso, a dívida interna da Argentina era consideravelmente maior do que as cifras publicadas, uma vez que estas não incluíam os inúmeros empréstimos internos não-federais, as *cédulas* (títulos do Banco Nacional Hipotecário garantidos pelo governo federal) e os empréstimos externos provinciais e municipais. Em 1914,

<sup>36</sup> Phelps, Op. cit., 246.

<sup>37</sup> Idem, 238.

<sup>38</sup> Albert, *First World War*, 62.

<sup>39</sup> Joseph S. Tukhin, "The Argentine Economy during the First World War", part 11, *The Review Of the River Plate*, 30 June 1970, 966-7.

<sup>40</sup> Exceto indicações em contrário os dados aqui citados, foram tomados de Harold Edwin Peters, *The Foreign Debt Of the Argentine Republic*, Baltimore, 1934, 79-99.

<sup>41</sup> *South American Journal*, 6 January 1915, 24.

<sup>42</sup> Ernesto Tornquist & Cia., *The Economic Development of the Argentine Republic in the Last Fifty Years*, Buenos Aires, 1919, 302-03.

<sup>43</sup> L. Brewster Smith e Henry Collins, *The Economic Position of Argentina during the War*,

os três últimos totalizavam 150,7 milhões de pesos-ouro e, em 1917, tinham aumentado para 194,5 milhões<sup>43</sup>.

Não há dúvidas de que o Governo demandou fortemente os recursos dos bancos locais durante a Guerra (entre 1916 e 1919, o governo argentino absorveu em média mais de 30% do total dos empréstimos bancários), mas como as taxas e juros não subiram, pode-se indagar se realmente houve uma concorrência entre o Estado e as demandas privadas. Apesar dos grandes e inesperados lucros dos exportadores as incertezas da Guerra tornaram cautelosos tanto os bancos como os investidores argentinos<sup>44</sup>, e isso pode explicar a acentuada queda do investimento total como proporção do PIE nesse período, de acordo com a tabela anexa.

No tocante aos investimentos externos, a Argentina tornou-se uma exportadora líquida de capitais, nesse período. Segundo os dados de Tornquist, houve uma redução líquida de £,78 milhões entre 1915 e 1919<sup>45</sup>: Grande parte dessa cifra é explicada pela valorização do peso argentino que, ao atingir suas mais elevadas cotações entre 1918 e o início de 1920, reduziu o valor da dívida externa em pesos de tal maneira que encorajou o pagamento das hipotecas contraídas no exterior bem como a reinternalização de *cédulas* e de outros títulos governamentais<sup>46</sup>. Foi a construção civil que parece ter sido mais afetada pelo declínio do investimento externo, especialmente os projetos envolvendo ferrovias, portos e melhorias urbanas<sup>47</sup>. Há indícios de que, por serem tão vitais para a economia argentina, a redução nos investimentos estrangeiros, ao diminuir o nível geral das atividades econômicas, contraiu significativamente o investimento nacional. Por exemplo, em Buenos Aires, o valor das autorizações para construção caiu 80% entre 1913 e 1915 e, durante a Guerra, as amortizações excederam a emissão de novas hipotecas, naquela cidade<sup>48</sup>. O número de falências duplicou

Dept. of Commerce, Bureau of Foreign and Domestic Commerce, Miss. Series n° 88, Washington D.c., 1920, 121. Sobre as dívidas municipais e provinciais, veja-se Halsey, Op. cit., 33-7.

<sup>44</sup> Albert, *First World War*, 149-52.

<sup>45</sup> Phelps, *Op. cit.*, anexo 238.

<sup>46</sup> John H. Williams, "Argentine Foreign Exchange and Trade since the Armistice" *Review of Economic and Statistics*, vol. 3, 1921, 49. Tornquist, *Op. cit.*, 235-42.]

<sup>47</sup> *Supplement to the Commerce Reports*, 38' 13 July 1916, 17.

<sup>48</sup> Tulchin, *Op. cit.*, part III, 10 July 1970, 44.

<sup>49</sup> Tornquist, *Op. cit.*, 213-14.

em 1914 e, ainda que houvesse uma recuperação posterior, o nível permaneceu elevado durante toda a Guerra". Finalmente, o movimento na bolsa de valores de Buenos Aires tornou-se bastante reduzido a partir de 1914, em particular no que se refere ao lançamento de ações pelas empresas, e as condições prevaletentes no pré-Guerra não retornaram antes de 1920<sup>50</sup>.

Tabela 1. Investimentos como percentual do PIB argentino, 1913-20

Anos	Investimentos	Investimentos	Total
	Estrangeiros	Nacionais	
1913	22%	17%	39%
1914	10%	17%	27%
1915	9%	7%	16%
1916	4%	10%	14%
1917		12%	10%
1918		10%	10%
1919	3%	9%	12%
1920		20%	20%

Fonte Joseph S. Tulchin. The Argentine Economy during the First World War. Part 11. *The Review of the River Plate*, 30 June 1970, 966.

Ao que parece, ainda que tivesse havido algo semelhante a uma retração interna de capitais durante a Guerra, a situação não se tornou excessivamente difícil para os investidores nacionais. As causas da timidez dos mesmos devem ter alguma outra explicação. Contudo, as extraordinárias demandas geradas pelo Governo revelam algumas das debilidades subjacentes ao sistema financeiro do País. As origens dessas debilidades podem ser, em parte atribuídas aos excessivos empréstimos externos do pré-Guerra, cuja maior parte destinava-se a cobrir déficits fiscais, combinados com uma base fiscal extremamente estreita, por demais dependente dos impostos sobre as importações. A vulnerabilidade à crise desta última revelou-se sincrônica àquela dos empréstimos externos, fazendo com que o governo argentino enfrentasse prolongadas dificuldades financeiras naqueles anos. Isso não apenas refletia os perigos de uma excessiva dependência do financiamento externo mas, na mesma ordem de importância, indicava como essa dependência fora cultivada pelas elites exportadoras dominantes, através do seu ativo apoio ao investimento externo e da sua recusa em implantar um sistema mais

<sup>50</sup> Idem, 231.



efetivo, para não dizer mais equitativo, de arrecadação fiscal. Para o Governo, portanto, a disponibilidade dos capitais estrangeiros oferecia vantagens no curto prazo, mas, ao mesmo tempo, ajudara a criar um sistema fiscal cronicamente instável.

Tanto no Brasil como na Argentina, o fato dos capitais estrangeiros terem se mantido afastados durante a Guerra teve um impacto global negativo sobre a atividade econômica, uma vez que os grandes projetos de infraestrutura, como ferrovias ou serviços de utilidade pública, foram virtualmente paralisados. Os efeitos disso nos níveis do emprego e da demanda agregada foram ainda mais acentuados pela drástica redução das receitas públicas, ocasionada pelo colapso dos impostos sobre as importações juntamente com as dificuldades de obter empréstimos externos, dos quais aqueles níveis tinham se tornado tão dependentes. Os gastos públicos foram cortados em ambos os países, mas as principais táticas utilizadas para compensar as menores receitas foram completamente diferentes. O Brasil emitiu moeda e expandiu o crédito doméstico, enquanto a Argentina procurou apoiar-se nos bancos locais. Ainda que seja equivocado atribuir o sucesso econômico simplesmente às políticas fiscal e monetária, o Brasil, com um desempenho comercial inferior durante a Guerra, teve um desempenho econômico superior ao auge exportador argentino. Pelo menos parte desse relativo sucesso deve ser atribuído às diferentes respostas à suspensão dos empréstimos externos.

Apesar dos problemas ocorridos, houve um substancial grau de recuperação das instituições financeiras desses países, o que lhes permitiu ajustar-se às novas condições trazidas pela Guerra. De que outra maneira poderiam ter sobrevivido essas economias, ambas tão habituadas à contínua entrada de recursos externos, nesse período de imensos sobressaltos financeiros? Sugeriria isto que, ao invés de criar estruturas auto-limitantes, o século dezenove propiciou o desenvolvimento de um sistema mais vigoroso do que o admitido até agora? Talvez. Entretanto, o reestabelecimento do crédito comercial não foi mais do que uma necessária extensão da volta do comércio, um comércio que tinha se tornado mais essencial para os países metropolitanos durante a Guerra do que sido antes de 1914. Além disso, uma das conseqüências potencialmente mais desastrosas do corte no fluxo dos recursos externos, a pressão sobre o balanço de pagamentos foi facilmente contornada durante a Guerra, principalmente devido às dificuldades de importação e ao fato das receitas de exportação terem atingido níveis sem precedentes. Essas circunstâncias especiais, que distinguem crucialmente o cho-

que externo da Primeira Guerra Mundial do ocorrido nos anos trinta, tornou o ajustamento externo relativamente fácil, enquanto que o ajustamento interno ocorreu principalmente através da inflação e/ou da elevação do desemprego. A primeira iria contribuir decisivamente para os crescentes conflitos sociais nos últimos anos da Guerra.

É interessante notar que, durante a Guerra, os capitalistas nacionais, muitos dos quais estavam lucrando bastante com os elevados preços das exportações, mostraram pouco interesse em assumir o papel dos capitalistas e capitais estrangeiros do pré-guerra. De um modo geral, os projetos de investimentos na infraestrutura permaneceram à míngua e os recursos que lhes seriam destinados foram canalizados principalmente para a produção exportadora. A natureza fragmentária dos investimentos, evidente antes de 1914, foi em consequência mantida, pode mesmo ter sido intensificada, como revela a expansão do setor exportador. A dependência dos investimentos externos reservara certas áreas da economia ao exclusivo domínio dos investidores estrangeiros. Isso tendeu a desestimular a iniciativa local e a reduzir as oportunidades para a acumulação nacional, como mostrou claramente o exemplo argentino. Houve uma reação nacionalista contra essa dependência, bem como contra a dominância das instituições financeiras estrangeiras durante e imediatamente após a Guerra, embora sem maior impacto. Nas décadas seguintes, os investimentos norte-americanos tornaram-se uma força crescentemente poderosa na América Latina, passando a exercer uma direta e ampla influência na sua vida econômica. A Guerra não chegou a proporcionar uma oportunidade para mudar a orientação econômica. Ao contrário, auxiliou a ampliar e consolidar o capitalismo primário exportador e a aumentar a dominância do capital estrangeiro.