

TEXTO PARA DISCUSSÃO

No. 659

Negócios britânicos no Brasil: da  
maturidade à irrelevância, 1850-1950

Marcelo de Paiva Abreu



## Negócios britânicos no Brasil: da maturidade à irrelevância, 1850-1950<sup>1</sup>

### 1.Introdução

Para estabelecer uma cronologia convincente para tratar um assunto tão complexo é essencial recapitular as tendências de longo prazo dos investimentos britânicos no Brasil. As estimativas disponíveis do investimento britânico no Brasil desde os 1840s até os 1850s são detalhadas nas tabelas 1 e 2 abaixo. As críticas aos dados de Stone que sugerem que superestimam ainda mais o estoque de capital britânico do que as estimativas tradicionais de Paish parecem não se aplicar ao Brasil.<sup>2</sup> Com exceção dos números para 1895 as estimativas de Stone coincidem com os dados oficiais brasileiros relativos ao estoque de dívida pública externa. As amortizações da dívida externa – um dos principais argumentos para sustentar a crítica de Platt – são levadas em devida conta. Outra crítica que não cabe é quanto ao fato de que muitos títulos denominados em libras eram detidos por investidores não-britânicos. Embora a qualificação seja relevante, não tem grande importância no quadro deste artigo que trata dos interesses britânicos no Brasil e não da distribuição por nacionalidades dos portadores de títulos denominados em libras esterlinas. O crucial é que a dívida era denominada em libras. Nas sucessivas negociações sobre a dívida externa brasileira provocadas pelas dificuldades em manter o seu serviço, bem como outras remessas de cambiais, negociadores britânicos invariavelmente agiram em defesa dos interesses de todos os detentores de títulos denominados em libras qualquer que fosse a sua nacionalidade).<sup>3</sup>

Tabela 1

Brasil: Investimentos britânicos, £ milhões, 1840-1913

	Total	Dívida pública externa	Investimentos privados				
			Total	Investimento direto	Papéis privados		
					Total	Firmas brasileiras	Firmas canadenses
1840	6,9	5,6	1,3	1,3	-	-	-
1865	20,2	13,0	7,2	7,2	-	-	-
1875	31,0	20,4	10,6	10,6	-	-	-
1885	47,6	23,2	24,4	22,4	2,0	2,0 <sup>0</sup>	-
1895	78,1	37,5	40,6	24,0	16,6	16,6	-
1905	124,3	83,2	41,1	29,6	11,5	4,6	5,0
1913	264,3	129,1	135,2	56,7	78,5	6,2	38,6

Fontes: Para a dívida pública ver Bouças (1955). Os dados referem-se à dívida nominal em circulação. Para investimentos privados, 1840-1913, ver Stone (1977), p. 695. Os dados referem-se a investimento integralizado e, no caso de debêntures, a valor de face.

<sup>1</sup> Publicado originalmente em inglês com o título “British business in Brazil: maturity and demise, 1850-1950”, *Revista Brasileira de Economia*, 54 (4), outubro/dezembro de 2000. A versão em português é inédita. A ser publicado como capítulo 7 no livro de Marcelo de Paiva Abreu, *Brasil: Patrimonialismo e autarquia. Ensaio de história econômica*, Volume 1.

<sup>2</sup> Platt (1986), p. 92 e Paish (1914).

<sup>3</sup> Franco (1990) e Abreu (1988).

Tabela 2

Brasil: Investimento britânico, £milhões, 1930-1955

	Total		Dívida pública externa	Investimentos privados					
				Rippy-Spiegel	Bank of England				
	Rippy-Spiegel	Bank of England			Total	Cias. Registradas No Reino Unido		Cias. Registradas em outros países	
						Capital acionário	Empréstimos	Capital acionário	Empréstimos
1930	281,6	n.d.	163,0	118,6	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
1936	260,9	n.d.	157,9	103,0	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
1940	250,7	233,4	152,7	98,0	80,7	33,8	17,0	14,9	15,0
1943	237,0	220,1	145,0	92,0	75,1	32,0	16,4	14,9	11,8
1945	195,9	178,8	110,9	85,0	67,9	27,9	15,5	14,9	9,6
1949	149,3	128,5	72,5	76,8	56,0	23,1	10,4	18,0	4,6
1951	n.d.	76,2	45,8	n.d.	30,4	9,7	2,9	14,3	3,5
1955	n.d.	50,7	28,4	n.d.	22,3	6,9	2,6	10,0	2,8

Fontes: Para a dívida pública externa Abreu (1999) e Brasil, *Anuário Estatístico*, diversos anos. Para investimentos privados Rippy (1949) e Spiegel (1949). Ambos usam dados do *South American Journal* que são criticáveis, pois referem-se a valores nominais, não incluem títulos vendidos privadamente e não levam em conta títulos britânicos detidos por estrangeiros ou títulos estrangeiros detidos por britânicos. Para estimativas alternativas ver Bank of England (1950) e (1957). Os dados reportados pelo Bank of England também excluem títulos não cotados na London Stock Exchange e têm cobertura mais limitada. Ver também United Nations (1955), p. 156.

Até 1895 praticamente todos os investimentos estrangeiros no Brasil eram britânicos. Em 1905 a participação havia caído para 75% e em 1913 para 65%. Em 1930 a participação era de 57%, mas as estimativas para investimentos europeus não-britânicos são notoriamente deficientes. Em 1945 os investimentos britânicos e os norte-americanos eram de magnitude similar.<sup>4</sup> Dados relativos à distribuição setorial dos investimentos britânicos são apresentados nas tabelas 3 e 4 abaixo. As estimativas do *South American Journal* são notoriamente deficientes, como assinalado na nota à tabela 2, mas não existem informações alternativas.

Tabela 3

Brasil: Investimento privado britânico por setor, £milhões, 1865-1913

Setor	1865	1875	1885	1895	1905	1913
Ferrovias	5,4	6,4	17,1	33,1	24,0	59,1
Serviços de utilidade pública	0,8	2,8	3,1	3,3	6,6	55,0
Setor financeiro e terras	-	-	-	-	0,2	5,0
Trusts financeiros	-	-	-	-	1,5	4,2
Café e borracha	-	-	-	-	1,6	2,2
Minas, nitrato e petróleo	0,6	0,4	0,9	1,0	2,0	1,5
Ferro, carvão e aço	-	0,1	0,1	-	-	0,1
Cias. industriais e comerciais	0,5	0,9	3,3	3,1	3,6	8,0
Resíduo	-	-	-	-	1,6	-
Total	7,2	10,6	24,4	40,6	41,1	135,2

<sup>4</sup> Abreu (1985b), p. 168 e Abreu (1999), p. 47.

Não alocado a países						
Bancos	2,0	3,2	2,4	5,0	9,4	24,3
Cias. de navegação	2,9	4,8	3,0	3,1	6,0	18,3

Fonte: Stone (1987).

Tabela 4

Brasil: Investimento privado britânico, £ milhões, 1913-1949

Ano	Total	Ferrovias	Outros
1913	106,5	52,3	54,1
1928	120,7	49,5	71,2
1930	118,6	n.d.	n.d.
1936	103,0	38,0	65,0
1940	98,0	36,0	62,0
1943	92,0	33,0	59,0
1945	85,0	31,0	54,0
1949	76,8	25,2	51,6

Fontes: Rippy (1949) e Spiegel (1949), baseados em *South American Journal*.

Em contraste com o montante de títulos da dívida pública externa, o investimento direto britânico antes de 1875 era bastante modesto. Estava concentrado em ferrovias e supridores de serviços de utilidade pública que recebiam garantias de retorno dos governos central e/ou provinciais. Depois de 1875 a entrada de investimentos aumentou significativamente, tendência sustentada até meados dos 1890s como mostrado nas tabelas 1 e 3. A participação das ferrovias nos investimentos totais aumentou para mais de 80% com a maior parte do resíduo correspondendo a serviços públicos e empresas industriais e comerciais. A estagnação entre 1895 e 1905 foi devida em parte à severa crise econômica que afetou o Brasil e, também, à conversão de empréstimos ferroviários garantidos em dívida do governo central que, no início do século, afetou alguns dos investimentos britânicos no setor.<sup>5</sup>

Títulos da dívida pública externa que tinham sido mais importantes do que outros investimentos antes de 1885 mantiveram uma participação de 50% do investimento total entre meados de 1885 e meados de 1895. Mas esta participação aumentou rapidamente depois de 1898 refletindo o empréstimo de consolidação de 1898-1901, o grande empréstimo de rescisão das garantias ferroviárias em 1901 e os inúmeros novos empréstimos federais, estaduais e municipais lançados no início do século. Em 1905, a dívida pública externa respondia por 2/3 do investimento britânico no Brasil (tabela 1).

Os nove anos antes da Primeira Guerra Mundial marcaram o auge dos investimentos britânicos no Brasil: nada menos de £10 milhões em média entraram no país a cada ano. Títulos privados correspondiam a dois terços do aumento no estoque. Isto é uma qualificação importante dos argumentos que sublinham a importância do investimento direto britânico no Brasil. Essa tendência do investimento também contrasta com o padrão de investimento norte-americano que era quase todo direto. A participação do investimento em ferrovias caiu rapidamente para menos de 44% do estoque total sendo quase superada pelos investimentos na provisão de serviços públicos. Esses foram preponderantemente na forma de títulos de empresas não-britânicas, a maioria das quais registradas no Canadá. Em 1912 não menos de £22,9 milhões tinham sido investidos em

<sup>5</sup> Rodrigues (1902).

títulos da Brazilian Traction, Light and Power Company, importante provedor de serviços públicos incorporado no Canadá.<sup>6</sup> Em contraste, o estoque de títulos da dívida pública externa aumentou a uma taxa mais modesta alcançando um nível 50% acima do correspondente a 1905. Em 1913, o estoque estava de novo levemente abaixo da metade dos investimentos totais britânicos no Brasil.

À Primeira Guerra Mundial seguiu-se a estagnação dos estoques de investimento direto britânico, bem como de títulos de empresas privadas até 1930. Em contraste, o estoque de títulos da dívida pública externa aumentou mais de 30%. O declínio foi rápido depois de 1930 e continuou no final da década de 1940 e no início dos anos 1950. A partir de 1940 saldos bloqueados em libras foram utilizados para compras de investimentos privados britânicos bem como de títulos da dívida externa.<sup>7</sup> Em meados dos anos 1950 os estoques de títulos públicos e de investimento privado eram da ordem de 25% de seus níveis no início da década de 1940 com a posição de títulos públicos declinando mais cedo do que os investimentos privados. O papel dos capitais britânicos no Brasil tornou-se, portanto, bem pouco importante.

A cronologia baseada nas tendências relativas ao estoque de investimento externo deve ser completada pelo registro da evolução das taxas de retorno nominais. O retorno dos investimentos ferroviários britânicos no Brasil pré-1914 em geral excedia 5%, alcançando 5,7% em 1913.<sup>8</sup> Depois da guerra tornou-se mais difícil compensar o impacto da desvalorização cambial sobre o desempenho dos provedores de serviços públicos: as taxas de retorno caíram para 2,5% em 1923 e uma média de 1,5% durante a depressão. Mesmo a San Paolo Railway, de longe a ferrovia mais rentável no Brasil, cuja taxa de retorno média 1876-1930 havia sido 11,2% viu seu retorno cair para 3,1% nos anos 1930 e 2,8% nos anos 1940, em vista do alto custo do serviço das debêntures. Taxas de retorno dos investimentos não-ferroviários tiveram melhor desempenho do que a média das ferrovias: acima de 5% antes de 1933, caindo para abaixo de 2% na década de 1930, mas subindo para mais de 7% no final dos anos 1940.

Este sumário superficial sugere a estrutura cronológica desse artigo que está dividido em quatro seções: pré-1890; 1890-1914; 1914-1930; e de 1930 até os anos 1950. A seção final inclui as conclusões e menciona as tendências pós-1950s. Disto não se deve concluir que todos os pontos de inflexão tenham sido de importância similar. Um ponto de inflexão crucial na história do envolvimento do envolvimento comercial e financeiro britânico no Brasil foi, sem dúvida, 1914. Antes desse divisor de águas períodos de expansão da economia mundial, como o imediatamente anterior à guerra, resultou em substancial entrada de capitais britânicos e rápida expansão do comércio bilateral em economias como a do Brasil.<sup>9</sup> Embora não espetacular, o desempenho do comércio britânico no início do século foi respeitável. Fluxos de capital denominados em libras, em contraste, foram muito substanciais com taxa de expansão superando fluxos denominados em dólares, embora provavelmente não os bem menos significativos fluxos de capital de outras procedências.

---

<sup>6</sup> Títulos de firmas brasileiras denominados em libras somavam £6,2 milhões em 1913, Stone (1977), p. 713.

<sup>7</sup> Abreu (1990d).

<sup>8</sup> Rippey (1949), cap. 13. Essas taxas de retorno não foram espetaculares, embora perfeitamente respeitáveis. Para uma comparação de taxas de retorno de debêntures ferroviárias brasileiras, levando em conta preços de mercado de ativos e inflação, no período anterior a 1914, ver Edelstein (1982), p. 154. No período 1897-1909 foram superadas apenas pelo desempenho das debêntures ferroviárias norte-americanas.

<sup>9</sup> Marichal (1989), pp.74-7

Depois de 1914, entretanto, períodos de expansão da economia mundial não tiveram as mesmas consequências. Fluxos de capital em libras, embora tenham se recuperado modestamente na segunda metade dos anos 1920, não puderam concorrer com a expansão dos fluxos em dólar. O comércio anglo-brasileiro continuou a contrair no pós-guerra. A fragilidade do balanço de pagamentos britânico tornou-se manifesta e, em paralelo, os investimentos britânicos na provisão de serviços públicos entraram em crise no Brasil e em muitos outros países. Era uma simples questão de tempo para que se generalizasse o desinvestimento. Os arranjos financeiros introduzidos durante a Segunda Guerra Mundial criaram as condições para a retirada acelerada, em escala mundial, dos investimentos externos britânicos.

## 2. Os anos imperiais: 1850s-1889

A influência britânica no Brasil durante os 40 anos que precederam a proclamação da República era predominante, em linha com a preeminência econômica e financeira britânica na economia global. O Reino Unido foi praticamente a única fonte de capital para o Brasil durante o Império e mais importante supridor de importações para o Brasil, embora sua importância estivesse declinando rapidamente. Até o início da década de 1870 o Reino Unido manteve uma participação de cerca de 50% das importações totais brasileiras, mas em seguida o valor das exportações para o Brasil estagnou enquanto as exportações alemãs e norte-americanas cresciam rapidamente. Ainda assim na virada do século o Reino Unido ainda era o mais importante supridor do Brasil com cerca de um terço das importações. O comércio total britânico (importações somadas a exportações) de £12 milhões em 1901 era substancial. O comércio total dos principais rivais era de £20 milhões (EUA), £8 milhões (Alemanha) e £6,5 milhões (França).<sup>10</sup>

Bancos comerciais britânicos que operavam no Brasil jogaram papel importante no financiamento do comércio, da agricultura e da indústria, embora sua posição tivesse sido erodida pela concorrência de bancos nacionais na virada do século.<sup>11</sup> O Reino Unido também supriu a maior parte da mão de obra especializada requerida pela indústria, principalmente operários qualificados para a indústria têxtil, e também empregados na construção e operação de ferrovias e outras atividades relativamente sofisticadas.<sup>12</sup> Navios britânicos dominavam as relações com a economia mundial.<sup>13</sup>

O Reino Unido, que havia perdido sua posição dominante como mercado para as exportações brasileiras em meados de 1850, recuperou-a temporariamente por conta da guerra civil nos EUA, mas seguiu-se o colapso no início da década de 1870. A fatia britânica das exportações brasileiras caiu de quase 40% em 1871 para menos de 15% com o valor das exportações para o Reino Unido caindo cerca de 25%.<sup>14</sup> Nesta fase o influxo de capital britânico dirigiu-se ao desenvolvimento da infraestrutura relacionada às exportações. A provisão de serviços urbanos modernos induzidos pelo rápido crescimento da população das cidades brasileiras que seria a outra fonte de atração de capital estrangeiro, era ainda modesta até meados da década de 1880.

---

<sup>10</sup> Brasil, *Estatísticas Históricas Brasileiras (EHB)*, (1990), pp.572-4

<sup>11</sup> Joslin (1963), pp. 162-5.

<sup>12</sup> Graham (1968), pp. 137-9.

<sup>13</sup> Greenhill (1977a), pp. 118-55.

<sup>14</sup> *EHB* (1990), pp. 561-4.

A firma londrina N.M. Rothschild, como agentes do governo imperial detinha o monopólio de lançamento de empréstimos do governo central brasileiro de meados de 1850 até 1907. Os primeiros empréstimos brasileiros não-britânicos foram lançados em Paris para governos subnacionais no final dos anos 1880.<sup>15</sup>

Em 1895, o investimento britânico no Brasil totalizava £78 milhões dividido em partes aproximadamente iguais entre dívida pública externa e investimento direto, inclusive títulos privados (tabela 1). Nos 20 anos anteriores o Brasil havia atraído relativamente menos empréstimos públicos – que haviam dobrado – e enquanto o investimento direto, inclusive títulos privados, havia quadruplicado. Para promover investimento direto em empresas que operavam no Brasil o governo fez uso generoso de legislação que garantia taxas mínimas de retorno, tipicamente 6% ou 7%, por prazos de até 60 anos, especialmente no caso de ferrovias e engenhos centrais de açúcar.<sup>16</sup> Essas garantias eram frequentemente repartidas entre o governo central e os governos provinciais. Acima de uma certa taxa de retorno, normalmente 8%, os lucros eram divididos entre as empresas e os garantidores. Certas empresas bem-sucedidas desistiram de suas garantias tão logo ficou claro que as taxas de retorno sobre o capital garantido seriam superiores a 8%. Há evidência de que o sistema induziu ao abuso. Como, no caso das ferrovias, o capital era garantido por quilômetro isto estimulou o registro de quilometragem excessiva por algumas empresas.<sup>17</sup> O sistema, especialmente no caso de empresas pequenas que trabalhavam com escalas incompatíveis com lucratividade alta não criava “estímulos ... a fazer mais do que equilibrar receitas e despesas”.<sup>18</sup>

O sistema de garantia de taxas de retorno implicava que uma importante dificuldade enfrentada pelo capital estrangeiro investido em economias que não adotavam o padrão ouro era evitada, pois o retorno mínimo não era afetado por flutuações cambiais. Embora as flutuações cambiais no Brasil pudessem parecer gigantescas para um observador estrangeiro foram neste período bem menos amplas do que em períodos posteriores. Entre 1865 e 1889 a taxa de câmbio média anual oscilou entre um mínimo de 17d/*milréis* em 1868 e um máximo de 27 7/32d/*milréis* em 1875.<sup>19</sup> Depreciação cambial resultava em maior custo dos insumos, partes e componentes importados, bem como de bens de capital. Tinha também impacto sobre as companhias endividadas nos mercados financeiros internacionais. Dado um determinado nível de receitas operacionais, a depreciação cambial reduzia a rentabilidade em moeda estrangeira, que era o foco de interesse do investidor estrangeiro. Na ausência de garantias, a depreciação cambial resultava inevitavelmente em pressões por parte das empresas estrangeiras para aumentar as tarifas ferroviárias e de serviços públicos.<sup>20</sup>

É interessante notar que já em 1885 havia um modesto estoque de títulos de empresas brasileiras detidos por britânicos, principalmente papéis ferroviários em empresas controladas por fazendeiros de café. Embora alguns dos detentores dos títulos fossem residentes no Brasil a maior parte era construída de debêntures emitidas em Londres por companhias registradas em São Paulo e no Rio de Janeiro. Essa tendência seria ainda mais clara depois de 1890.<sup>21</sup>

<sup>15</sup> Abreu (1994a).

<sup>16</sup> Graham (1968), p.152, Lewis (1983), pp.262-3 e Eisenberg (1974), pp.88-92.

<sup>17</sup> Pinto (1903), p.182 e Duncan (1932), pp.26-7

<sup>18</sup> *Economist* (1902).

<sup>19</sup> *Anuário Estatístico 1939/40*, pp. 1353-54.

<sup>20</sup> Saes (1981), p.160.

<sup>21</sup> Lewis (1991), pp. 44-5 e apêndice.

Os investimentos britânicos mais bem-sucedidos no Brasil antes da República eram bastante diversificados: ferrovias, mineração, provedores de serviços públicos e bancos.<sup>22</sup> A San Paolo Railway, que conectava o porto de Santos à cidade de São Paulo, constituía um monopólio de fato dos transportes ferroviários na região cafeeira paulista que estava rapidamente deslocando os tradicionais produtores do Vale do Paraíba nas últimas décadas do Império. Nos anos 1890 as exportações de café pelo porto de Santos excederam pela primeira vez os embarques pelo porto do Rio de Janeiro.<sup>23</sup> Todas as linhas ferroviárias no planalto cafeeiro conectavam-se com a San Paolo que canalizava toda a exportação paulista de café e era a mais rentável ferrovia britânica na América Latina: no final dos anos 1880 a empresa estava pagando dividendos da ordem de 10-12%.<sup>24</sup> Embora o investimento na St. John deI Rey Mining Company, uma mineradora de ouro estabelecida em Minas Gerais em 1830, tenha sido modesto – em torno de £300.000 – sua taxa média de retorno anual até a década de 1880 não foi muito inferior a 20%.<sup>25</sup> As empresas de gás também foram inicialmente muito bem-sucedidas, tanto no Rio de Janeiro quanto em São Paulo. Não é possível distribuir os lucros dos bancos que operavam em vários países da América Latina, mas tanto o London and Brazilian Bank quanto o English Bank of Rio de Janeiro pagaram dividendos de pelo menos 9% nos 10 anos anteriores ao início da década de 1890.<sup>26</sup>

O fracasso mais importante dos investimentos britânicos no Brasil ocorreu nos engenhos centrais instalados especialmente no Nordeste na década de 1880. Foram apresentados como um avanço revolucionário que exploraria plenamente as economias de escala de produção que era intrinsecamente mais eficiente do que os engenhos que produziam de forma descentralizada. Mas a maioria dos engenhos centrais faliram por razões que variaram entre fraude e péssima administração ou problemas técnicos e dificuldade de obtenção de cana de açúcar a preços convenientes.<sup>27</sup>

### 3. Estagnação e *boom*: 1889-1914

Depois de estagnar até meados da primeira década do século XX, o investimento direto e em títulos privados britânicos aumentaram rapidamente até 1914. Tiveram, entretanto, que enfrentar forte competição das exportações de capital da Europa continental e, em meados medida, dos EUA. Em 1914, os investimentos não-britânicos eram substanciais. Estimativas muito grosseiras sugerem que poderiam ser da ordem de £110 milhões comparados a £30 milhões em 1905. Os investimentos diretos norte-americanos eram de cerca de £10 milhões.<sup>28</sup> O ajuste macroeconômico bem-sucedido, já referido, resultou em um aumento dos empréstimos públicos britânicos de 130% no decênio anterior a 1905 (tabela 1).

A estagnação do investimento direto e em títulos privados britânico até 1905 resultou em parte das dificuldades enfrentadas pela economia desde o início dos anos 1890, mas também da contração da oferta de capital. Os anos iniciais da República foram marcados por significativa aceleração da inflação, em parte relacionada à política monetária

<sup>22</sup> Rippy (1949), cap.13.

<sup>23</sup> Wileman (1909), p. 632.

<sup>24</sup> Graham (1968), pp. 60-1 e 327.

<sup>25</sup> Eakin (1989), p. 63.

<sup>26</sup> Rippy (1949), cap.13.

<sup>27</sup> Graham (1968), pp.152-6 e Eisenberg (1974), cap. 5.

<sup>28</sup> Abreu (1985b), p. 168 e (1999), p. 47.



expansionista<sup>29</sup>, em parte aos problemas cambiais na esteira da crise Baring de 1890 na Argentina e a consequente redução do influxo de capital, em parte à queda dos preços de café na segunda metade da década e 1890. A taxa cambial caiu dramaticamente de uma média anual de 26 7/16d/*milréis* em 1889 para algo acima de 10d em 1894 e 7 3/16d em 1897.<sup>30</sup>

A desvalorização cambial abrupta afetou desfavoravelmente os fornecedores de serviços públicos e suscitou a introdução de uma tabela de tarifas públicas referidas à taxa cambial. O sistema, que se tornou generalizado no final do século, indexou ao menos parcialmente a receita das ferrovias e dos provedores de serviços públicos. Mas flutuações das tarifas públicas provocavam protestos de produtores domésticos e exportadores que se haviam beneficiado da desvalorização e de outros agentes econômicos cujas receitas demoravam a ajustar-se aos novos preços.<sup>31</sup>

Embora os preços de café se tenham mantido no começo da década de 1890, o aumento do plantio resultou na queda de preços a partir de metade da década e estimulou a formação de um consenso em favor da adoção de um programa de ajuste macroeconômico em 1898. Os cafeicultores estariam dispostos a enfrentar sacrifícios no futuro imediato em troca de estabilidade a mais longo prazo. O empréstimo de consolidação de 1898 – o *Funding Loan* -- foi um divisor de águas na história financeira e monetária do Brasil: envolveu a renegociação da dívida externa federal com o refinanciamento dos juros vencidos no triênio 1898-1901 e o adiamento das amortizações por 13 anos acompanhada de condicionalidades que implicavam em ajuste das finanças domésticas para equilibrar o orçamento e estabilizar a taxa cambial. Houve aumento de impostos e contração significativa da oferta de moeda *pari passu* com o refinanciamento de juros. O London and River Plate Bank jogou papel crucial nessas negociações.<sup>32</sup>

Em seguida a tentativas frustradas de controlar as consequências do encilhamento provocado pela política monetária frouxa nos anos iniciais do regime republicano, a adoção de uma política monetária apertada provocou aguda recessão seguida por severa crise bancária na qual faliu o maior banco comercial, o Banco da República. A falência foi devida à tentativa de acompanhar a liderança especulativa do London and River Plate Bank, que havia tentado forçar a apreciação do *milréis*. Isto não foi acompanhado pelos demais bancos estrangeiros que temiam uma fuga de depósitos.<sup>33</sup> Entretanto a retomada de entrada de capitais, inicialmente associada ao *Funding* e subsequentemente ao crescimento da liquidez internacional levou à recuperação da taxa cambial que atingiu a média de 12d por *milréis* em 1903 e quase 16d em 1905.<sup>34</sup>

O começo da recuperação foi marcado pela conversão coroada de sucesso de praticamente todas as garantias ferroviárias remanescentes em bônus federais de 4%. A maior parte dessas ferrovias nacionalizadas foram arrendadas a operadores privados. The *Economist* não ficou surpreso que o Brasil “se tivesse cansado de condições muito assimétricas” que implicavam pagar ano após ano uma renda garantida a ferrovias pequenas e ineficientes. Tendo obtido controle das ferrovias gastando “um pouco mais do que obrigações

<sup>29</sup> Fishlow (1972).

<sup>30</sup> *Anuário Estatístico 1939/40*, pp. 1353-54.

<sup>31</sup> Duncan (1932), pp.153-55.

<sup>32</sup> Ver Fritsch (1988), pp. 6-7 e tabela A.6 para detalhes sobre o mercado mundial de café, o crescimento da produção cafeeira de São Paulo e preços em Nova York.

<sup>33</sup> Fritsch (1988), pp. 8-9 e Joslin (1963), p. 145.

<sup>34</sup> *Anuário Estatístico 1939/40*, pp. 1353-54.

garantidas” o governo podia “amalgamar” as linhas menores em empreendimentos maiores a ser arrendados para “gente responsável” em troca de uma percentagem fixa da receita bruta.<sup>35</sup> Como resultado a Great Western of Brazil Railway alugou algumas linhas no Nordeste, enquanto a Sorocabana Railway (que havia falido) foi primeiro arrendada e depois transferida para a Brazil Railway Company. A Sorocabana tornou-se depois a base de operações para o empresário e aventureiro norte-americano Percival Farquhar, que desenvolveu interesses diversificados no Brasil e tentou criar um “império ferroviário” na América do Sul. A Brazil Railway Company faliu em 1914.<sup>36</sup>

Com a recuperação da taxa cambial depois de 1905, em um momento em que havia expectativa de substancial aumento da produção cafeeira, os cafeicultores se interessaram na “valorização de café”, isto é, na sustentação dos preços de café no mercado mundial através da acumulação de estoques. Preços altos de café resultariam em apreciação cambial e uma queda dos lucros da cafeicultura denominados em milréis. As condições internas e externas estavam maduras para que o governo federal, após algumas dificuldades iniciais, estabilizasse o câmbio e adotasse o padrão ouro. A Caixa de Conversão foi criada em 1907, quando o governo federal se decidiu por uma taxa cambial fixa.<sup>37</sup>

Apoio financeiro à valorização de café foi inicialmente obtido de fontes não-britânicas, através do envolvimento direto de comerciantes europeus continentais ou norte-americanos, pois os Rothschilds mostraram-se extremamente relutantes quanto ao seu envolvimento na operação. O episódio marca o começo do fim da preeminência britânica nas operações de financiamento do governo federal, abrindo espaço para competidores franceses até então envolvidos apenas no lançamento de empréstimos de pior qualidade em benefício de governos estaduais e municipais.

A despeito de problemas em 1907, o desempenho da economia brasileira em seguida refletiu o *boom* da economia internacional e do mercado financeiro internacional que duraria até 1912 como mostram os dados sobre a entrada de capital estrangeiro. Durante esse período o estoque de investimento no Brasil dobrou. Um terço do crescimento correspondeu a dívida pública externa e dois terços ou a investimento direto ou títulos privados (tabela 1). Até que *boom* de pré-guerra começasse a perder força em 1912-13 o Brasil parecia ser um destino para capitais crescentemente atraente com a economia crescendo rapidamente.

Uma das características marcantes do investimento britânico privado no início do século já foi notada: enquanto o investimento direto menos do que dobrou, o investimento em papéis privados mais do que septuplicou. Uma parte significativa desses investimentos correspondia a papéis de companhias registradas no Canadá, a mais proeminente sendo a Brazilian Traction, Light and Power Company Limited. A companhia continuou a ser o maior provedor estrangeiro de serviços de utilidade pública no Brasil até o final ds década de 1970. A importância do Canadá na oferta de serviços públicos em Cuba, México e Brasil tem sido atribuída à inexistência de oportunidades domésticas para os empresários canadenses em vista da modest urbanização do país de origem.<sup>38</sup> Essa característica do envolvimento britânico no Brasil certamente contribuiu para um certo alheamento de

---

<sup>35</sup> *Economist* (1902).

<sup>36</sup> Duncan (1932). Para a pitoresca carreira de Farquhar, ver Gauld (1972).

<sup>37</sup> Joslin (1963), pp. 158.

<sup>38</sup> Drummond (1959), citado em Stone (1977), p. 717, e McDowall (1988)

funcionários britânicos, inclusive autoridades financeiras, quando a queda da participação britânica no comércio e nas finanças tornou-se evidente no final do século XIX. Outra característica que enfraqueceria a posição britânica no longo prazo foi a concentração de investimentos na provisão de serviços públicos tradicionais em contraste com a distribuição setorial do investimento norte-americano concentrado em firmas que operavam em distribuição, na indústria de transformação e em serviços públicos exclusive ferrovias.<sup>39</sup>

A posição britânica nos setores comerciais e financeiros permaneceu relativamente sólida. Os bancos britânicos que operavam no Brasil -- o London and Brazilian Bank, o British Bank of South America (anteriormente English Bank of Rio), e o London and River Plate Bank -- continuaram a jogar um papel importante, mas tiveram que enfrentar a concorrência dos bancos da Europa continental. Os bancos alemães eram particularmente agressivos, e foram bem-sucedidos em obter uma fatia maior do mercado doméstico.<sup>40</sup> Joslin estimou que os bancos britânicos controlavam um terço dos depósitos totais em 1914. Essa proporção teria sido ainda maior na virada do século.<sup>41</sup> As seguradoras britânicas enfrentavam situação similar, mas ainda controlavam 25% do mercado em 1910.<sup>42</sup> O importante papel que era jogado pelas casas exportadoras britânicas, entretanto, foi quase certamente erodido pela importância decrescente do Reino Unido como mercado para as commodities brasileiras no último terço do século XIX e, muito especialmente, pela resistência britânica a beber café. Firms britânicas como Johnstons e Naumann Gepp, que tinham controlado possivelmente um terço das exportações brasileiras de café no início do século e, em conjunto com outras firmas exportadoras, haviam eliminado a concorrência de intermediários domésticos, os comissários, ficaram em posição desfavorável para manter a sua posição em face da estrutura geográfica do mercado. O envolvimento no comércio de café implicava, em certos casos, a propriedade de fazendas obtidas em liquidação de débitos por conta da falência de seus proprietários. Essa pode ter sido uma das poucas áreas de expansão das atividades das casas exportadoras britânicas.<sup>43</sup>

Como fornecedor do mercado brasileiro o Reino Unido enfrentava a competição dos EUA e da Alemanha, mas, a despeito do rápido crescimento das compras nos EUA e na Alemanha, o Reino Unido continuou a ser a principal fonte das importações brasileiras durante os primeiros anos do século, embora os competidores se aproximassem da sua posição. Em 1901, as exportações conjuntas dos dois países correspondiam a 2/3 das compras no Reino Unido. Em 1912, as importações do Reino Unido correspondiam a 3/4 do valor conjunto das importações da Alemanha e dos EUA.<sup>44</sup> Mas o grosso dos danos parece ter ocorrido ou antes de 1900 ou depois de 1914.

O desempenho britânico em relação ao investimento direto na indústria não foi destacado, a despeito dos incentivos providos pela proteção extremamente alta. Houve envolvimento relativamente modesto na produção de calçados, fósforos e têxteis (incluindo linhas de coser) e uma experiência muito bem-sucedida na produção de farinha de trigo. Os dividendos ordinários distribuídos pela Rio de Janeiro Flour Mills and Granaries

---

<sup>39</sup> Lewis (1938), app. D.

<sup>40</sup> Moller (1988), pp. 223-44.

<sup>41</sup> Jones (1993), p.57

<sup>42</sup> Graham (1968), p. 91.

<sup>43</sup> Greenhill (1977b), p. 214

<sup>44</sup> *EHB* (1990), pp. 572-4.

foram em média de 10,9% entre 1893 e 1902, aumentando para 19,8% na década seguinte.<sup>45</sup> A produção de fósforos concentrava-se em duas fábricas, localizadas em Niterói e São Paulo, controladas pela Bryant and May. Sua subsidiária brasileira, a Cia. Fiat Lux, manteve a posição de maior produtor no Brasil desde então.<sup>46</sup> A Shell entrou no país com um capital de £150.000 como Anglo-Mexican Petroleum Products Company Limited em 1913 e tornar-se-ia a maior empresa estrangeira operando no Brasil.<sup>47</sup>

É importante detectar nesse período o começo de uma mudança de atitude de diversos grupos políticos quanto ao papel e à contribuição do investimento direto estrangeiro para o desenvolvimento a longo prazo do país. Críticas às consequências dos empréstimos externos tinham é claro uma longa história em vista das circunstâncias escandalosas que marcaram o lançamento de certos empréstimos externos na praça londrina.<sup>48</sup> Críticas nacionalistas ao investimento direto estrangeiro, entretanto, eram raras antes da virada do século. A posição monopolista da San Paolo Railway suscitou desaprovação, mas provavelmente foram as atividades de Farquhar que aumentaram o peso de tais argumentos.<sup>49</sup> Através de uma intrincada série de *coups de main* financeiros Farquhar assumiu o controle de sistemas de transporte na Amazônia (o porto em Belém, linhas de navegação e a estrada de ferro Madeira-Mamoré) e no Sul (os portos de Rio, Paranaguá e Rio Grande; as ferrovias Paulista, Sorocabana, Mogyana e São Paulo-Rio Grande) entre 1904 e 1913. Também adquiriu fazendas e matadouros, além de outros investimentos. As fontes de financiamento do grupo eram diversificadas, incluindo fontes francesas e norte-americanas, mas Farquhar dependia principalmente de Londres. Além disto, tinha fortes, embora turbulentos, laços com o grupo canadense que jogaria papel tão importante no Brasil. As atividades bucanieras de Farquhar suscitaram intensas críticas, talvez nem sempre desinteressadas, pois muitos empresários brasileiros haviam sido deslocados por suas atividades frenéticas.<sup>50</sup> A animosidade pública foi também estimulada por seus aliados canadenses, a Brazilian Traction, que tinham virtual monopólio na provisão de serviços públicos – especial na distribuição de energia elétrica – no Rio de Janeiro e em São Paulo. As peculiaridades da Brazilian Traction estimularam críticas e ajudaram a consolidar a sua reputação de “polvo canadense” na tradição popular.<sup>51</sup>

É importante levar em conta que a oligarquia agrícola brasileira não estava comprometida com o “liberalismo econômico” da mesma forma como outros exportadores de produtos primários, como a Argentina, como ficou claro pela mobilização de apoio ao governo quando da interferência com a formação de preços do café. Isto fez com que a resistência à tarifa alta por parte de produtores rurais e exportadores fosse no melhor dos casos bastante modesta e ajudou a cimentar a aliança entre a agricultura de exportação e a indústria que substituía importações, uma convergência de interesses já indicada pela

---

<sup>45</sup> Rippy (1949), p. 157.

<sup>46</sup> Para informações sobre a história inicial da produção de fósforos no Brasil e o acordo anglo-sueco de 1927, que manteve o controle da Bryant & May sobre o mercado brasileiro, ver Lindgren (1979), pp. 57-8, 197 e 356-7.

<sup>47</sup> Shell (n.d.).

<sup>48</sup> Mendonça (1968), cap. 12.

<sup>49</sup> Topik (1987), pp. 68-9

<sup>50</sup> Sir George Knox, embaixador britânico no Rio de Janeiro entre 1939 e 1941 não tinha dúvidas sobre a natureza das atividades de Farquhar: "O nacionalismo econômico [é] uma herança direta de produtos de pirataria financeira tais como a Brazilian (sic) Railway", National Archives, Foreign Office, FO 371/24176, A3165/2407/6.

<sup>51</sup> Gauld (1972).

estratégia de diversificação de investimentos adotada por muitos cafeicultores nas últimas décadas do século XIX. Poder de mercado no mercado mundial de café e a inelasticidade preço da demanda por café tornaram possível a transferência parcial de alguns dos custos gerados pelo protecionismo para que fossem arcados pelos consumidores de café.<sup>52</sup> A erosão dos princípios liberais pode ter fortalecido as críticas nacionalistas ao papel do investimento externo.

#### 4. Sinais de declínio: 1914-30

A Primeira Guerra Mundial marcou o início de sérias dificuldades para o Reino Unido. Uma série de fatores contribuíram para impedir que o Reino Unido continuasse a ser a fonte de capital mais importante para países como o Brasil no pós-guerra: a liquidação de ativos britânicos no exterior durante o conflito; as obrigações relativas às dívidas de guerra, especialmente como os EUA; a perda de competitividade das exportações britânicas. Esses problemas foram agravados por medidas requeridas pela volta da libra à conversibilidade com a paridade inalterada em relação ao dólar. Levando em conta toda a década, os empréstimos públicos em dólares foram significativamente maiores do que os empréstimos em libras e o mercado de Nova York tornou-se especialmente importante para o Brasil no final da década de 1920. Entretanto, a despeito da “suasão moral” pelo Tesouro e Banco da Inglaterra para desincentivar empréstimos em Londres em defesa da libra, Londres continuou a jogar papel relevante como fonte de financiamento para o Brasil. Isto era particularmente importante no caso do financiamento da sustentação de preços de café na segunda metade dos anos 1920, pois o financiamento norte-americano era bloqueado ou dificultado pela legislação de defesa da concorrência.<sup>53</sup>

O estoque de investimento direto e títulos privados britânicos estagnou nesse período enquanto o investimento direto e os títulos da dívida externa em dólares mais do que quadruplicaram. Mesmo assim, em 1930 o estoque de ativos em dólares era de apenas 1/3 dos ativos denominados em libras. Isso tinha a ver com as principais características do investimento britânico em 1914, notadas acima, em especial a concentração em investimento direto e títulos privados relacionados a ferrovias e provedores de serviços públicos. A significativa desvalorização do milrês, de 16d em 1913, para 12d durante a guerra e depois para 4d no início da década de 1920, gerou uma dramática queda na rentabilidade das ferrovias e provedores de serviços públicos sublinhando a fragilidade de sua posição que não dependia de negociações tarifárias com o governo. O resultado foi o aumento dos atritos entre ferrovias e provedores de serviços públicos estrangeiros e o governo, a deterioração dos serviços oferecidos e o aumento do apoio popular a um maior controle estatal.<sup>54</sup>

O relatório da influente missão Montagu em 1924 é uma boa indicação das prioridades referidas ao passado que dominavam a estratégia britânica quanto ao Brasil com foco nas dificuldades enfrentadas pelas empresas provedoras de serviços público.<sup>55</sup> Uma das principais sugestões do relatório foi o estabelecimento de um tribunal para estabelecer tarifas ferroviárias, pouco surpreendentemente, com ampla participação de peritos britânicos. Houve, também, discussões sobre a venda da Central do Brasil – empresa estatal que seria comprada pela San Paolo Railway – e do Lloyd Brasileiro. De forma

<sup>52</sup> Abreu (1994b) e Abreu, Bevilacqua e Pinho (1996).

<sup>53</sup> Moggridge (1972). Para outros tipos de suasão ver Abreu (1974), p.11.

<sup>54</sup> Duncan (1932).

<sup>55</sup> Montagu (1924).

similar, o relatório recomendou o abandono da proposta de envolvimento do governo federal em um esquema para produzir ferro gusa e aço em Minas Gerais.<sup>56</sup>

O tema minério de ferro dominou o debate político sobre o papel do investimento direto estrangeiro na década de 1920. Farquhar teve um retorno modesto à ribalta no período de pós-guerra quando se associou a interesses britânicos na Itabira Iron Company, que controlava parte considerável das jazidas de minério de ferro de alto teor em Itabira do Mato Dentro e a inacabada Vitória a Minas Railway. Tipicamente, Farquhar tentou mobilizar um ambicioso projeto de exportação de minério de ferro, mas enfrentou a oposição de um poderoso lobby nacionalista liderado por Arthur Bernardes, então governador do estado de Minas Gerais, e depois Presidente da República (1922-26). Quando, depois de muitas confusões, o projeto foi aprovado pelo governo federal, teve que ser abandonado pela dificuldade de levantar recursos no mercado financeiro internacional depois de meados de 1928.<sup>57</sup>

A concentração de interesses britânicos em ferrovias, transporte marítimo e bancos sublinha a obsolescência relativa da agenda negociadora britânica quando comparada à norte-americana. Quando se tratasse de investimento direto estrangeiro as demandas britânicas tinham como foco o setor ferroviário em declínio, pois o investimento nos provedores de serviços públicos mais dinâmicos era principalmente indireto como, por exemplo, a posição minoritária em empreendimentos canadenses. O interesse em empresas de navegação e bancos, poderia sugerir ênfase em intermediação, mas não combina bem com o descaso britânico com os temas comerciais. Finanças era o tema prioritário para o governo e os empresários, em seguida ferrovias e fornecedores de serviços públicos e, no final da lista, comércio e investimento direto em outros setores. Isso ficaria ainda mais claro depois de 1930, mas já estava bem delineado no período em seguida à Primeira Guerra Mundial.<sup>58</sup>

Nos anos 1920 a fatia britânica nas exportações brasileiras nunca excedeu 10% e atingiu níveis da ordem de 3% no final da década. Em meados dos anos 1920, Argentina, Itália e a Holanda, além dos EUA e da Alemanha, e, ocasionalmente a França, tinham se tornado mercados mais importantes para o Brasil do que o Reino Unido. Embora no início dos anos 1920 tenha havido alguma recuperação das exportações britânicas deslocadas durante a guerra, os EUA no final da década eram os maiores supridores do Brasil e o Reino Unido havia sido relegado a uma precária segunda posição fornecendo não mais de 20% do total das importações brasileiras. Em 1929, as exportações britânicas para o Brasil foram de £16,6 milhões comparados aos £26 milhões dos EUA e £10 milhões da Alemanha.<sup>59</sup>

Os capitais britânicos ainda eram pouco significativos na indústria, a despeito de alguma diversificação depois de 1914. Firms como o Frigorífico Anglo, que já operava nos países do Prata, investiram em matadouros. A Cia. de Cigarros Souza Cruz foi absorvida pela British American Tobacco Company, que rapidamente estabeleceu posição dominante no mercado de cigarros que continua a manter com sucesso até hoje.<sup>60</sup> A escassez de investimento direto britânico na indústria decorreu da reconhecida fragilidade

---

<sup>56</sup> Fritsch (1980), pp. 735-6.

<sup>57</sup> Para um resumo das críticas contemporâneas, ver Oliveira (1924).

<sup>58</sup> Abreu (1999).

<sup>59</sup> *EHB* (1990), pp 572-4

<sup>60</sup> Souza Cruz (1983), p.1.

competitiva, especialmente se comparadas às firmas norte-americanas. Os investimentos norte-americanos e, em menor medida, os europeus continentais estavam concentrados em ramos industriais como material elétrico e de transporte, máquinas para a produção de calçados, matadouros, cimento e produtos siderúrgico, setores dinâmicos nos quais o desempenho global britânico era medíocre ou indiferente.<sup>61</sup>

Os bancos britânicos, tal como os demais bancos estrangeiros operando no Brasil perderam progressivamente terreno no pós-guerra. Em 1923, o Lloyds Bank absorveu o London and River Plate, que já havia absorvido o London and Brazilian Bank, e alterou o seu nome para Bank of London and South America (Bolsa). A tendência à consolidação foi completada em 1936 quando o Bolsa absorveu o Anglo-South American Bank que havia adquirido o British Bank of South America em 1920.<sup>62</sup> Ao final da década de 1920, embora os bancos britânicos conservassem alguma margem competitiva sobre os competidores estrangeiros, haviam perdido sua posição dominante. Os bancos alemães foram os concorrentes estrangeiros mais importantes.<sup>63</sup> O desafio mais importante, entretanto, foi o dos bancos brasileiros. Em São Paulo, por exemplo, os bancos estrangeiros detinham mais de 50% dos depósitos em 1910. Em 1915, a participação havia caído para 46% e, em 1928, para 25%.<sup>64</sup> Com o colapso das exportações brasileiras depois de 1929 e a imposição de controles cambiais, as oportunidades para os bancos britânicos seriam ainda menores.

## 5. Desinvestimento como política: 1930 a meados dos 1950s

O impacto da grande depressão sobre os lucros dos investimentos diretos e o serviço dos títulos privados detidos por britânicos no Brasil foi devastador. Deveu-se à queda do nível de atividade e, em seguida, às restrições relativas ao balanço de pagamentos que resultaram na imposição de controles cambiais que afetaram diretamente as remessas de lucros e o serviço da dívida externa. Embora o impacto da queda dos preços de exportação e a interrupção dos fluxos de capital tenham sido parcialmente acomodados pela depreciação cambial, a eficácia da desvalorização era comprometida pelo impacto sobre as contas públicas e as consequências desfavoráveis sobre os preços mundiais do café, em vista da posição dominante do Brasil no mercado mundial. O governo implementou controles cambiais e uma taxa cambial única “oficial”. Como a taxa cambial era sobrevalorizada, o Banco do Brasil, como agente do governo, teve que adotar critérios para distribuir a escassa cobertura cambial em um quadro de excesso de demanda. Remessas de lucros ocupavam posição subsidiária nessa lista de prioridades, depois de gastos governamentais, serviço da dívida externa, importações essenciais e pequenas remessas privadas. Apesar dessas políticas houve a acumulação de atrasados comerciais e remessas de lucros que foram periodicamente objeto de negociações específicas de refinanciamento no médio prazo.<sup>65</sup>

O serviço da dívida pública externa foi drasticamente reduzido e os esforços financeiros britânicos no Brasil concentraram-se na manutenção do serviço. O envolvimento financeiro britânico entre 1930 e meados dos anos 1950 seria restrito a operações de descongelamento de atrasados comerciais e financeiros cuja transferência se havia

<sup>61</sup> Ver Phelps (1936), para detalhes sobre a diversificação do investimento direto norte-americano.

<sup>62</sup> Joslin (1963), pp. 243-5.

<sup>63</sup> Moller (1988), p.248.

<sup>64</sup> Saes (1986), pp. 104,107 e 111.

<sup>65</sup> Abreu (1990b), pp. 75 e 84-90.

revelado impossível dada a carência de cobertura cambial e o financiamento de exportações de bens de capital tais como os relativos ao contrato vencido pela Metropolitan Vickers em 1934 para a eletrificação do sistema ferroviário suburbano operado pela Central do Brasil.<sup>66</sup>

O estoque do investimento britânico, exclusive empréstimos governamentais, reduziu-se significativamente nos anos 1930. Provedores de serviços públicos e ferrovias eram particularmente vulneráveis a flutuações cambiais, aceleração da inflação e fricções com reguladores sobre tarifas e taxas de retorno. Além disto, como no resto da América Latina, as ferrovias enfrentaram a crescente concorrência do transporte rodoviário. O estoque de empréstimos públicos reduziu-se mais lentamente, pois o serviço reduzido concentrou-se em pagamentos de juros e houve modesta amortização do principal.

A posição comercial do Reino Unido no Brasil melhorou marginalmente nos anos 1930 com a reversão temporária do declínio. Nos anos 1930 o Reino Unido recuperou parte do terreno perdido como mercado para as commodities brasileiras, especialmente o algodão. Mas a participação britânica nas importações brasileiras foi cortada à metade refletindo a concorrência norte-americana e, em menor medida, alemã, neste caso arranjos bilaterais com o Brasil.<sup>67</sup> Durante a guerra o Reino Unido absorveu uma fatia muito maior das exportações brasileiras – um pico de 16% foi alcançado em 1942 -- mas quase desapareceu como supridor do Brasil devido aos controles de exportações e aos arranjos relativos a pagamentos.<sup>68</sup> Depois da guerra o Reino Unido seria um parceiro comercial menor do Brasil respondendo por uma pequena participação nas exportações e nas importações.

O Reino Unido abandonou a sua tradicional postura liberal relativa a políticas comerciais no início dos anos 1930 com a adoção da Preferência Imperial e o uso do poder de barganha que pudesse ter como importador para promover exportações em economias como a da Argentina. A promoção de exportações em países como o Brasil nos quais o Reino Unido era deficitário foi afetada duramente. A importância dominante dos temas financeiros em relação aos temas comerciais tornou-se evidente em todas as negociações bilaterais anglo-brasileiras nos anos 1930 referentes à dívida pública externa, aos atrasados comerciais e financeiros e aos assuntos comerciais. As autoridades britânicas estavam, em primeira instância, interessadas em maximizar a taxa de retorno dos ativos britânicos no Brasil e, uma vez criadas as condições necessárias durante a guerra, interessadas em maximizar os preços que poderiam ser obtidos na venda de tais ativos.<sup>69</sup>

Uma consequência importante da imposição de controles cambiais em 1930 foi o envolvimento de representantes de governos nas muitas negociações comerciais e financeiras referentes à distribuição de cobertura cambial. Isto tornou-se ainda mais claro depois de 1939, quando o Reino Unido também introduziu controles cambiais e comerciais.

Com o benefício da visão retrospectiva é tentador detectar na atitude e nas políticas britânicas em relação ao Brasil uma singular falta de percepção quanto ao potencial econômico do país. Isto estava refletido na resposta morosa mesmo das mais eficientes firmas britânicas quando confrontadas com concorrência no mercado brasileiro seja em

<sup>66</sup> Decreto 24238, 14.5.1934, *Diário Oficial da União*, 1934.

<sup>67</sup> Hilton (1975) e Abreu (1985a), pp. 382-4.

<sup>68</sup> Abreu (1999), caps. 9-10.

<sup>69</sup> Abreu (1984), pp.157-9.



relação a importações de concorrentes seja em relação à decisão de investir na indústria local, quando era claro que a participação no mercado só poderia ser defendida via desenvolvimento da produção local. Era como se a relação dominante com a Argentina tivesse resultado no embotamento da capacidade de percepção britânica de reconsiderar a importância relativa de seus objetivos na América Latina.

Depois de 1930 houve uma mudança de atitude no Brasil quanto ao papel do capital estrangeiro. A atenção concentrou-se na contribuição líquida ao balanço de pagamentos por parte das firmas estrangeiras. Isto teve uma consequência desfavorável sobre os investimentos britânicos em vista da importância da sua posição relativa a títulos privados e à clara disposição da maioria das firmas britânicas de não realizar investimentos adicionais no país. Ao contrário, as firmas britânicas estavam interessadas em maximizar remessas. Com o aumento da importância de grupos de extrema esquerda e extrema direita nos anos 1930 tornaram-se comuns as denúncias – nem sempre razoavelmente formuladas -- quanto aos custos políticos e econômicos gerados pelo capital estrangeiro.<sup>70</sup>

Durante a primeira metade dos anos 1930 é difícil detectar uma política pública clara quanto ao papel do investimento direto estrangeiro a despeito dos problemas enfrentados pelas empresas estrangeiras quanto à remessa de lucros e dividendos, especialmente antes de 1934. Como declarações de intenções, a Constituição de 1934, bem como os Códigos de Águas e Minas, incluíram provisões bastante radicais quanto ao investimento estrangeiro: concessões relativas à mineração e à exploração de recursos hídricos seriam limitadas a cidadãos brasileiros e bancos e empresas de seguros seriam nacionalizadas. A Constituição de 1937 incluía disposições similares, mas em formato mais radical, pois mencionava que empresas mineradoras e indústrias “essenciais” seriam nacionalizadas. Legislação nacionalista foi aprovada com o objetivo de regular a a proporção de brasileiros empregados por cada firma bem como a propriedade e a operação de empresas de navegação. Um monopólio estatal de fato foi criado para regular a exploração e o refino de petróleo, e resseguros com uma nova agência estatal de resseguros tornou-se compulsório.<sup>71</sup>

Mas não houve iniciativas para implementar estas intenções e foi introduzida que mitigou os aspectos mais radicais da Constituição de 1937 quanto aos investimentos estrangeiros em bancos e seguradoras.<sup>72</sup> A despeito disto a participação de bancos estrangeiros nos ativos totais dos bancos, que já havia caído de 25,4% em 1929 para 17,8% em 1939, caiu para 5,2% em 1945.<sup>73</sup> A importância relativa das seguradoras estrangeiras também foi reduzida, especialmente no caso de resseguro que havia sido nacionalizado imediatamente antes da guerra. Ao fim do primeiro governo Vargas em 1945 houve uma ofensiva empresarial norte-americana, apoiada pelo Departamento de Estado para que fosse abandonada a política brasileira de que proibia o envolvimento do capital estrangeiro na exploração de petróleo.<sup>74</sup> A campanha norte-americana não cessou até o

<sup>70</sup> Para uma visão integralista extremada, ver Carvalho (1937).

<sup>71</sup> Abreu (1999), pp. 260-3.

<sup>72</sup> Os bancos norte-americanos e canadenses, bem como o Bolsa, foram isentos da legislação que regulava a nacionalização dos bancos estrangeiros através de decretos específicos entre 1941 e 1943.

<sup>73</sup> Brasil. Ministério do Trabalho, *Movimento Bancário 1929/30*, p. 50, *Anuário Estatístico do Brasil 1939/40*, p. 1353; *Anuário Estatístico do Brasil 1946*, pp. 265-6; Brasil. Ministério da Fazenda, Serviço de Estatística Econômica e Financeira, *Movimento Bancário em 31 de dezembro de 1939*, Brasil. Tesouro Nacional. *Movimento Bancário do Brasil 1945/46*.

<sup>74</sup> Adolf Berle, o embaixador dos EUA, reconheceu as dificuldades de abrir o país às atividades das empresas petrolíferas norte-americanas: “é claro que se os brasileiros desejassem petróleo rapidamente

início dos anos 1950 quando foi criada a Petrobras, companhia estatal com o monopólio da prospecção, exploração, transporte e refino de petróleo. A legislação não enfrentou oposição parlamentar importante, mesmo dos partidos mais conservadores, mas houve protestos quanto aos alegados excessos da legislação quanto à mineração e recursos hídricos. Alegou-se que a disponibilidade limitada de capitais domésticos comprometeria o desenvolvimento destes recursos.<sup>75</sup>

Embora seja quase impossível avaliar o impacto desta legislação sobre os influxos agregados de investimento externo é improvável que tenha tido um impacto significativo sobre o investidor representativo britânico que, em regra geral, queria sair do Brasil o mais rápido possível, desde que certas condições lhes fossem asseguradas. Esta atitude, que coroava um longo período de rentabilidade declinante dos investimentos no Brasil e de deterioração das relações com o governo encontrou perfeita ressonância quando se colocou a questão sobre o uso poderia ser dado às reservas brasileiras que se haviam acumulado em Londres entre 1941 e 1947 e que não podiam ser usadas para importar bens britânicos.

O Reino Unido durante a Segunda Guerra Mundial foi capaz de assegurar importantes contribuições financeiras de outros países ao seu esforço de guerra. Os pagamentos correntes britânicos eram financiados por exportações, a venda de ativos no exterior, e a acumulação de dívidas. Algumas dívidas eram relativas à lei de Empréstimo e Arrendamento e a doações da Comunidade Britânica, mas parte importante tomou a forma de saldos bloqueados de libras esterlinas devidos a outros países. Além dos membros da Área do Esterlino outros países foram “persuadidos” a manter crescentes montantes de libras para todos os efeitos inconvertíveis.<sup>76</sup> O Brasil não foi exceção e os créditos contra o Reino Unido aumentaram rapidamente no decorrer da guerra. Um uso inicial importante dos créditos foi a liquidação de dívidas relacionadas a ativos britânicos que haviam sido encampados pelo governo brasileiro. No começo da guerra o governo britânico tentou limitar o uso de tais recursos evitando temas mais complexos como a Brazil Railway e concentrar a atenção em temas definidos com pagamentos pendentes como a nacionalização da Southern San Paolo Railway, da Sorocabana Railway e da Brazilian Land and Cattle Company.<sup>77</sup>

A redução do estoque de saldos bloqueados em libras esterlinas depois de 1947, entretanto, resultou essencialmente de pagamentos relativos à venda de ativos britânicos das empresas provedoras de serviços públicos, especialmente ferrovias. No começo de 1948, a Empresa de Armazéns Frigoríficos, a Cia. Indústria Brasileiras de Papel e a Southern Brazil Lumber and Colonization Co. foram vendidas por £2 milhões; no terceiro trimestre de 1948 a San Paolo Railway foi vendida por £7,6 milhões, e no fim de 1951, a Leopoldina Railway foi vendida por £10,3 milhões. Outras vendas não podem ser datadas precisamente, mas certamente ocorreram antes do fim de 1951. Incluíram a Great Western Railway (£3,7 milhões), a State of Bahia Railway (£0,6 milhão), pagamentos adicionais relativos à Leopoldina (£2,3 milhões), e pagamentos adicionais relativos à San Paolo Railway (£1 milhão).<sup>78</sup> Com poucas exceções – especialmente a San Paolo Railway –

---

poderiam simplesmente abrir o país à exploração pela iniciativa privada. Mas isso envolve algo mais do que acesso a petróleo e esse algo mais não é muito atraente”, Berle e Jacob (1973), 531.

<sup>75</sup> Amaral (1938), p. 240.

<sup>76</sup> Sayers (1956), pp.15-9, caps. 8-9 e 14.

<sup>77</sup> Abreu (1990d).

<sup>78</sup> Não há informação detalhada nos arquivos do Bank of England e do Foreign Office quanto ao uso do resíduo de £6,5 milhões de saldos em libras esterlinas.

essas empresas eram bastante decadentes. Impedidas de aumentar suas tarifas, a maioria teve que enfrentar perdas decorrentes da desvalorização cambial e escassez de capital. Incapazes de manter a lucratividade em libras esterlinas ou obter recursos no exterior cortaram radicalmente suas provisões de depreciação. A consequência foi a significativa deterioração da qualidade dos serviços prestados e o agravamento adicional das dificuldades de relacionamento com o governo. Os britânicos lamentaram ter que abrir mão da San Paolo Railway, nas palavras de Sir Otto Niemeyer, "de longe nosso melhor ativo no Brasil ... e longe de morto".<sup>79</sup> Houve, entretanto, muita comemoração em Londres quanto aos preços pagos pela Leopoldina Railway e pela Great Western que foram considerados muito vantajosos.<sup>80</sup>

A disposição britânica de desinvestir teve importante, embora inesperada, consequência no setor minerador. No quadro das negociações entre Brasil, EUA e Reino Unido em 1941 relativas a exportações brasileiras, o governo britânico concordou em transferir ao governo brasileiro sem custo os direitos relativos à Itabira Iron Ore Company em troca de compromisso brasileiro, que acabou não cumprido, de suprir minério de ferro de alto teor. Com financiamento do Eximbank dos EUA, as concessões relativas à mina e à ferrovia foram desenvolvidas pela Cia. Vale do Rio Doce, que se tornaria uma das maiores e mais bem administradas empresas controladas pelo governo brasileiro e uma empresa líder mundial no mercado de minério de ferro.<sup>81</sup>

A lista de empresas que poderiam compensar o desinvestimento em ferrovias e empresas provedoras de serviços públicos em geral é curta. Empresas já estabelecidas, como a British American Tobacco e a Shell, tiveram bom desempenho, mas só houve uns poucos casos de investimento direto novo nos 1940s e 1950s. Um bom exemplo da extrema relutância de empresas britânicas em investir no Brasil é o comentário do responsável pela Imperial Chemical Industries no Brasil: "como importações são vistas como uma perda para a economia nacional ... considero recomendável que estabeleçamos uma modesta posição no Brasil de tal forma a criarmos a impressão no governo de que estamos interessados no desenvolvimento industrial do país." É verdade que o estrategema foi levado ao pé da letra e a ICI tornou-se a mais ativa empresa britânica no Brasil. Através de *joint ventures* com a Dupont, comprou a Cia. Brasileira de Cartuchos, e estabeleceu a empresa química Duperial.<sup>82</sup> A Unilever foi outra grande firma anglo-holandesa a entrar no Brasil. Começou com a compra da Atkinsons e estabeleceu uma fábrica em 1930. Foi deficitária até o fim dos anos 1930, mas tornou-se rentável e, em 1939, era líder no mercado de sabões.<sup>83</sup> Com a exceção da Souza Cruz, entretanto, não há qualquer caso de uma grande empresa industrial ou comercial britânica entrar no mercado brasileiro antes de 1960. As empresas mais ativas eram anglo-holandesas ou atuaram, pelo menos inicialmente, através de *joint ventures*, como no caso da ICI. Não foi uma questão de fracassar no objetivo de enfrentar a concorrência com sucesso. As firmas britânicas simplesmente relutaram em entrar no mercado brasileiro. As que entraram tiveram desempenho bastante bom.

## 6. Remanescentes do passado: o período pós-1950s

<sup>79</sup> Niemeyer para Rowe-Dutton, 21.8.1945, National Archives, Treasury, T 236/596.

<sup>80</sup> Apêndice B à minuta para o Ministro de Estado para Assuntos Econômicos (Brasil Negociações Comerciais), National Archives, Foreign Office, FO 371/ABI151/262.

<sup>81</sup> Gauld (1972), pp. 330-1.

<sup>82</sup> Reader (1975), p. 226.

<sup>83</sup> Wilson (1954), p. 360 e Wilson (1968), pp. 258-60. Em 1960 a Lever fundiu-se com a Gessy, sua maior concorrente brasileira.

As firmas britânicas têm papel relativamente secundário no Brasil de hoje. Souza Cruz (BAT), Royal Dutch Shell, HSCB Bamerindus, Unilever, e Lloyds estavam entre aos 50 maiores grupos estrangeiros em 1998, mas entre as empresas industriais, só a Souza Cruz pode ser classificada como estritamente britânica dada a dualidade que caracteriza as duas grandes multinacionais anglo-holandesas.<sup>84</sup>

A história do declínio das empresas britânicas no Brasil não difere significativamente do que ocorreu em muitos outros países. De fato, o que é marcante é a sua previsibilidade. Havia uma presença britânica importante até 1930 como fonte de financiamento do governo. Dos outros ativos 40% eram investimento direto e o restante títulos privados dos quais apenas 40% referiam-se a empresas registradas no Reino Unido. A maior parte dos investimentos diretos era em ferrovias e provedores de serviços públicos.

Quando a crise dos anos 1930 interrompeu os fluxos de capital relativos a financiamento do governo, o interesse dos intermediários financeiros concentrou-se em objetivos defensivos como a coleta de serviço de dívidas ou repatriação de capital. A intermediação financeira doméstica dependeu crescentemente de bancos brasileiros em substituição aos bancos estrangeiros. O setor industrial, que teve desempenho notável no Brasil após o início da década de 1930, com crescimento médio do produto acima de 10% anuais e com pouca interferência adversa do governo, foi exatamente o setor que havia atraído muito pouco interesse das firmas britânicas.

As finanças na Segunda Guerra Mundial ditaram a repatriação dos ativos britânicos no Brasil no decênio posterior a 1941. Caso os saldos bloqueados em libras não tivessem sido acumulados não há dúvida de que as relações anglo-brasileiras teriam sido dominadas durante um longo período por fricções quanto a lucratividade, acesso a cobertura cambial e qualidade dos serviços oferecidos por ferrovias e provedores de serviços públicos. O declínio era inevitável: a incerteza era sobre como se distribuiria no tempo. A cronologia do desinvestimento britânico no Brasil resultou da fragilidade da posição dos investimentos britânicos no Brasil decorrente da sua concentração em setores de lucratividade baixa e a disponibilidade de saldos bloqueados em libras esterlinas que viabilizou a compra de tais ativos.

Abreu, Marcelo de Paiva, “A missão Niemeyer”, *Revista de Administração de Empresas*, São Paulo, 14 (4) agosto de 1974.

Abreu, Marcelo de Paiva, “Argentina and Brazil during the 1930s: the impact of British and American international economic policies” in Rosemary Thorp (org.), *Latin America in the 1930s: the role of the periphery in world crisis*. Londres, Macmillan, 1984.

Abreu, Marcelo de Paiva, “Anglo-Brazilian economic relations and the consolidation of American pre-eminence in Brazil, 1930-45” in Christopher Abel e Colin Lewis (orgs.), *Latin America: economic imperialism and the State*. Londres, 198. 1985a

---

<sup>84</sup> Essas firmas ocupavam a 10ª, 12ª, 13ª, 14ª e 47ª posições entre os grupos estrangeiros em termos de ativos líquidos. HSBC Bamerindus é um entrante recente no mercado bancário brasileiro e tem ativos 5 vezes maiores do que o do Lloyds, *Gazeta Mercantil*, 1999.

Abreu, Marcelo de Paiva, "A dívida pública externa do Brasil, 1824-1931", *Estudos Econômicos*, 15(2), maio/agosto de 1985. 1985b

Abreu, Marcelo de Paiva, "On the memory of bankers: Brazilian foreign debt, 1824-1943", *Political Economy*, 4 (1), 1988.

Abreu, Marcelo de Paiva, "Crise, crescimento e modernização autoritária: 1930-1945" in M. de P. Abreu (org.), *A ordem do progresso: Cem anos de política econômica republicana 1889-1989*, Rio de Janeiro, Campus, 1990. 1990b

Abreu, Marcelo de Paiva, "Brazil as a creditor: Sterling balances, 1940-1952", *Economic History Review*, 43 (3), agosto de 1990. 1990d

Abreu, Marcelo de Paiva, 'A dívida externa brasileira em francos, 1888-1956', *Revista de Economia Política*, 14(4), 1994. 1994a

Abreu, Marcelo de Paiva Abreu, 'The political economy of protectionism in Argentina and Brazil, 1880-1930' in Peter. H. Lindert, John.V. Nye, e Jean-Michel. Chevet (orgs.), *Political Economy of Protectionism and Commerce, Eighteenth-twentieth Centuries*. Milão, 1994. 1994b

Abreu, Marcelo de Paiva, *O Brasil e a economia mundial, 1930-1945*, Rio de Janeiro, 1999.

Abreu, Marcelo de Paiva e Afonso S. Bevilaqua, "Brazil as an export economy, 1880-1930", in Enrique Cardenas, José Antonio Ocampo e Rosemary Thorp (orgs.), *An Economic History of Twentieth-century Latin America, v.1, The Export Age*, Oxford,, 2000. 2000c

Amaral, Antonio José Azevedo do, *O estado autoritário e a realidade nacional*, Rio de Janeiro, 1938.

Bank of England, *United Kingdom Overseas Investments 1938 to 1948*, Londres, 1950.

Bank of England, *United Kingdom Overseas Investments, 1954 and 1955*, Londres, 1957.

Berle, B. B. e T.B. Jacob, *Navigating the Rapids, 1918-1911: from the papers of Adolf A. Berle*. Nova York, 1973.

Brasil. Fundação Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística, *Estatísticas Históricas Brasileiras*, segunda edição, Rio de Janeiro, 1990.

Carvalho, Affonso de, *O Brasil não é dos brasileiros*. São Paulo, 1937.

Duncan, Julian Smith, *Public and Private Operation of Railways in Brazil*, Nova York, 1932.

Eakin, Marshall Craig, *British Enterprise in Brazil: the St. John d'El Rey Mining Company and the Morro Velho gold mine*, Durham, NC, 1989.

*Economist*, "The position of Brazil", 22.2.1902.

Edelstein, Michael, *Overseas investment in the age of high imperialism: the United Kingdom, 1850-1914*, Londres, 1982.

Eisenberg, Peter.L., *The Sugar Industry in Pernambuco. Modernization without change, 1840-1910*, Berkeley, 1974.

Fishlow, Albert, "Origins and consequences of import substitution in Brazil" in Luis Eugenio DiMarco (org.). *International economics and development essays in honor of Raul Prebisch*. Nova York, 1972. Tradução publicada como Fishlow, Albert, "Origens e conseqüências da substituição de importações no Brasil", *Estudos Econômicos*, 2 (6), dezembro de 1972.

Franco, Gustavo Henrique Barroso, "A primeira década republicana" in Marcelo de Paiva Abreu (org.). *A ordem do progresso: cem anos de política econômica republicana, 1889-1989*, Rio de Janeiro, 1990.

Fritsch, Winston., "1924". *Pesquisa e Planejamento Econômico*, 10 (3), dezembro de 1980.

Fritsch, Winston, *External Constraints on Economic Policy in Brazil, 1889-1930*, Londres, 1988.

Gauld, Charles A., *The Last Titan: Percival Farquhar, American entrepreneur in Latin America*, Stanford, 1972.

Graham, Richard, *Britain and the Onset of Modernization in Brazil 1850-1914*, Cambridge, 1968

Greenhill, Robert G., "Shipping, 1850-1914" in Desmond Christopher Martin Platt (org.), *Business Imperialism, 1840-1930: an inquiry based on British experience in Latin America*, Oxford, 1977. 1977a

Greenhill, Robert G., "The Brazilian coffee trade" in Desmond Christopher Martin Platt (org.). *Business Imperialism, 1840-1930: an inquiry based on British experience in Latin America*, Oxford, 1977. 1977b

Hilton, Stanley, *Brazil and the Great Powers, 1930-1939: The policies of trade rivalry*, Austin, 1975.

Jones, Geoffrey, *British Multinational Banking, 1830-1990*, Oxford, 1993.

Joslin, David, *A Century of Banking in Latin America*, Londres, 1963.

Lewis, Cleona. *America's Stake in International Investments*, Washington, D.C., 1938.

Lewis, Colin M., "The financing of railway development in Latin America, 1850-1914", *Ibero-Amerikanisches Archiv*, 9 (3/4), 1983.

- Lewis, Colin M., *Public Policy and Private Initiative: railway building in São Paulo, 1860-1889*, Londres, 1991.
- Lindgren, Hakan, *Corporate Growth: the Swedish match industry in its global setting*, Estocolmo, 1979.
- Marichal, Carlos, *A Century of Debt Crises in Latin America: from independence to the great depression, 1820-1930*, Princeton, 1989.
- McDowall, Duncan. *The Light and Power Company Limited 1899-1945*, Toronto, 1988.
- Mendonça, Renato, *Um diplomata na corte da Inglaterra*, Rio de Janeiro, 1968.
- Moggridge, Donald. E., *British Monetary Policy 1924 -1931: the Norman Conquest*, Cambridge, 1972.
- Moller, Cristoff, “Anglo-German commercial and financial rivalry in Brazil, 1900-1929”, tese de doutorado, City of London Polytechnic, 1988.
- Montagu, Edwin S., *Report submitted to His Excellency the President of the United States of Brazil*, Londres, 1924.
- Oliveira, Clodomiro de, *Problema siderúrgico*, Rio de Janeiro, 1924.
- Paish, George, “The export of capital and the cost of living”, *The Statist*, 14.2.14. (Supplement.).
- Phelps, Dudley Maynard, *The Migration of Industry to South America*, Nova York, 1936.
- Pinto, Adolpho Augusto, *História da viação pública de São Paulo (Brasil)*, São Paulo, 1903.
- Platt, Desmond Christopher Martin, *Britain's Investment Overseas on the Eve of First World War: the use and abuse of numbers*, Londres, 1986.
- Reader, William Joseph, *Imperial Chemical Industries, a history, volume 2, The First Quarter Century, 1926-1952*, Londres, 1975.
- Rippy, J. Fred, *British Investments in Latin America, 1822-1949. A case study in the operation of private enterprise in retarded regions*, Minneapolis, 1959.
- Rodrigues, José Carlos, *Resgate das Estradas de Ferro de Recife a S. Francisco e Outras que Gozavam da Garantia de Juros. Relatório sresentado ao Exmo. Sr.D. Joaquim Murtinho, Ministro da Fazenda por ,, , Rio de Janeiro, 1902.*
- Saes, Flávio A. M. de, *As ferrovias de São Paulo, 1870-1940*, São Paulo, 1981.
- Saes, Flávio A. M. de, *Crédito e bancos no desenvolvimento da economia paulista, 1850-1930*, São Paulo, 1986.
- Sayers, Richard S., *Financial Policy 1939-1945*, Londres, 1956.

[Shell], *A história da Shell Brasil*, Rio de Janeiro, s.d.

Souza Cruz. *Oitenta anos de Brasil, 1903-1983*, Rio de Janeiro, 1983.

Spiegel, Henry William, *The Brazilian Economy: chronic inflation and sporadic industrialization*, Filadélfia, 1949.

Stone, Irving, “British direct and portfolio investment in Latin America before 1914”, *Journal of Economic History*, 37 (3), setembro de 1977.

Stone, Irving, *The Composition and Distribution of British Investment in Latin America, 1865 to 1913*, Nova York, 1987.

Topik, Stephen, *The Political Economy of the Brazilian State, 1889-1930*, Austin, 1987.

United Nations, *Foreign Capital in Latin America*, Nova York, 1955.

Wileman, Joseph Philip (org.), *Brazilian Yearbook 1909*, Londres, 1909.

Wilson, Charles, *The History of Unilever: a study in economic growth and social change*, Londres, 1954.

Wilson, Charles, *Unilever, 1945-1965: challenge and response in the post-war industrial revolution*, Londres, 1968.